



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ



ΕΚΠΟΝΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ:
ΓΚΙΚΑΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ – ΣΤΥΛΙΑΝΟΣ ΑΜ:10148
ΣΑΝΤΟΡΙΝΑΙΟΣ ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΑΜ:10292
ΣΚΟΥΒΑΚΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΑΜ:10166
ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ : ΚΑΡΑΜΠΙΝΗΣ ΝΙΚΟΛΑΟΣ
ΗΡΑΚΛΕΙΟ ΚΡΗΤΗΣ
ΙΟΥΝΙΟΣ 2017

ΕΥΧΑΡΙΣΤΗΡΙΑ

Η παρούσα πτυχιακή εργασία με τίτλο <<Αποτίμηση Επιχειρήσεων>> αποτελεί την διατριβή του Προπτυχιακού Προγράμματος του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής της Σχολής Διοίκησης και Οικονομίας του Τεχνολογικού Εκπαιδευτικού Ιδρύματος της Κρήτης.

Θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον επιβλέποντα καθηγητή της πτυχιακής εργασίας μας, Καθηγητή κ. Νικόλαο Καραμπίνη για την καθοδήγηση και την πολύτιμη βοήθειά του ώστε να εκπονηθεί η πτυχιακή μας εργασία με επιτυχία.

Επίσης θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε όλους τους καθηγητές μας για την πολύτιμες γνώσεις και τα εφόδια που μας έδωσαν όλα αυτά τα χρόνια κατά τη διάρκεια των σπουδών μας.

Τέλος θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε και όλα τα μέλη των οικογενειών μας ξεχωριστά ένα προς ένα που όλα αυτά τα χρόνια ήταν δίπλα μας κάθε στιγμή εύκολη η δύσκολη ώστε να επιτευχθεί ο αρχικός στόχος μας όπου είναι η απονομή του πτυχίου.

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η συνεχή αναγνώριση της αξίας της επιχείρησης επιβάλλεται από τις συνεχείς μεταβολές και την ταχύτητα κυκλοφορίας των κεφαλαίων, των εμπορευμάτων και των αξιών.

Σκοπός αυτής της πτυχιακής εργασίας είναι η εκτενής περιγραφή των σύγχρονων μεθοδολογιών της αποτίμησης των επιχειρήσεων αλλά και η κατάθεση ενός πρακτικού οδηγού.

Γίνεται η παρουσίαση της κάθε μεθόδου αλλά και η αναφορά στα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της. Κάθε μία από αυτές έχει τη δυνατότητα να εξάγει χρήσιμα και σαφή δεδομένα για την αποτίμηση μιας επιχείρησης ανάλογα το λόγο που γίνεται (εξαγορά, δανεισμός, εισαγωγή στο ΧΑ).

Στόχοι της πτυχιακής είναι:

- Η παροχή εργαλείων αποτίμησης προς τους αναγνώστες.
- Η παρουσίαση όλων των μεθόδων που βρέθηκαν στην βιβλιογραφία και χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των επιχειρήσεων.
- Η περιγραφή των υποθέσεων και παραδοχών της κάθε μεθόδου.

Περιεχόμενα

1	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	7
1.1	Η Αξία της επιχείρησης.....	7
1.2	Εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν	8
1.3	Γενικά περί Αποτίμησης επιχειρήσεων	8
1.4	Σκοπός της Διαδικασίας Αποτίμησης	11
1.5	Ενδιαφερόμενοι για την αποτίμηση	13
1.6	Τρόποι αποτίμησης	15
1.7	Μύθοι για την αποτίμηση	16
2	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Μέθοδος Καθαρής Περιουσιακής Θέσης	19
2.1	Γενικά	19
2.2	Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου	19
2.3	Η επίδραση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικών Αναφορών	20
2.4	Εκτίμηση των στοιχείων Ενεργητικού – Παθητικού.....	21
2.5	Οι επιπτώσεις της αναπτυξιακής πολιτικής	22
2.6	Φορολογικές επιπτώσεις.....	22
2.7	Εφαρμογή της μεθόδου κατά την εκκαθάριση	23
2.8	Υποθέσεις και δεδομένα που στηρίζεται η μέθοδος	24
2.8.1	Μέθοδος Υπολογισμού Καθαρής Θέσης	24
2.9	Βασικές λογιστικές αρχές και δομές	25
2.10	Εφαρμογή της Μεθόδου ΚΠΘ.....	26
2.10.1	Η Πρώτη Εναλλακτική	26
2.10.2	Η δεύτερη Εναλλακτική	27
2.11	Σύγκριση.....	27
2.12	Συμπεράσματα.....	28
3	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	28
3.1	Γενικά	28
3.1.1	Παραδοχές	28

3.1.2	Ωφέλειες από την χρήση των καταστάσεων ταμειακών ροών και λόγοι υιοθέτησης τους ως μέσο αποτίμησης.....	29
3.1.3	Γιατί ταμειακές ροές;	30
3.2	Ορισμοί.....	33
3.3	Παράδειγμα Ανάδειξης της Σημασίας των Ταμειακών Ροών.....	34
3.4	Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	36
3.4.1	Γενικές υποθέσεις και δεδομένα.....	36
3.4.2	Αριθμοδείκτες ταμιακών ροών.....	37
3.4.3	Το κόστος ευκαιρίας	37
3.5	Εφαρμογή της Μεθόδου	37
3.5.1	Το πρόβλημα του υπολογισμού των ταμειακών πλεονασμάτων	40
3.5.2	Ο Συντελεστής Προεξόφλησης	41
3.5.3	Χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης.....	41
3.5.4	Η υπολειμματική Αξία.....	42
3.6	Σύγκριση.....	44
3.6.1	Παράδειγμα Σύγκρισης με ΚΠΑ και ΕΠΑ.....	45
3.6.2	Επιλογή της μεθόδου σύγκρισης	46
3.7	Συμπεράσματα.....	46
4	ΚΕΦΑΛΑΙΟ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ.....	46
4.1	ΓΕΝΙΚΑ	46
4.2	Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	47
4.3	Εφαρμογή της μεθόδου	48
5	ΚΕΦΑΛΑΙΟ Οι Χρηματιστηριακές Μέθοδοι	52
5.1	Γενικά	52
5.2	Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση.....	52
5.2.1	Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής.....	52
5.2.2	Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων.....	54
5.2.3	Η μέθοδος του P/E–EPS	54
5.2.4	Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to Share holder (TRS)]	54
5.2.5	Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.....	55
5.2.6	Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added)	55
5.3	Εφαρμογή της Μεθόδου	55
5.3.1	Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής.....	55
5.3.2	Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων.....	55

5.3.3	Η μέθοδος του P/E - EPS, TRS	57
5.3.4	Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to shareholder (TRS)]	57
5.3.5	Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.....	58
5.3.6	Η μέθοδος της αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added).....	58
6	ΚΕΦΑΛΑΙΟ Η μεθοδος της Οικονομικής Προστιθέμενης αξίας (EconomicValueAdded ή EconomicProfit).....	59
6.1	ΓΕΝΙΚΑ	59
6.2	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΟΑ	60
6.3	Τα 4Μ της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας	60
6.3.1	Επιμέτρηση (Measurement)	61
6.3.2	Σύστημα Διοίκησης (ManagementSystem)	61
6.3.3	Σύστημα Κινήτρων (MotivationSystem)	61
6.3.4	Συμπεριφορά (Mindset).....	61
6.4	Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία στηρίζεται	61
6.5	Εφαρμογή της Μεθόδου	62
6.5.1	Υπολογισμός βάση τον λειτουργικό τύπο	63
6.5.2	Υπολογισμός βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο.....	65
6.5.3	Προβλήματα της Μεθόδου και Προσαρμογές στους λογαριασμούς	65
6.5.4	Τρόποι Βελτίωσης της Μεθόδου	68
6.6	Σύγκριση.....	68
6.6.1	Παράδειγμα και επιλογή μεθόδου σύγκρισης	69
6.7	Συμπεράσματα.....	70
7	ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ	70
7.1	Εισαγωγή	70
7.2	Σκοπός και σχεδιασμός της έρευνας.....	70
7.3	Εφαρμογήκαι Συμπεράσματα	71
7.4	Γενικότερα Συμπεράσματα.....	73
8	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	73
9	ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ.....	74

1 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1 Η Αξία της επιχείρησης

Υπάρχει μια διάκριση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου. Ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο που χρησιμοποιεί έναν τρόπο αποτίμησης χρησιμοποιούνται και οι δύο αξίες.

Αξία της επιχείρησης: Είναι η συνολική αξία της επιχείρησης με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη και τις ταμειακές ροές και είναι απόλυτα συνδεδεμένη με την λειτουργία της επιχείρησης και τις αποδόσεις που θα προκύψουν στο μέλλον.

Αξία του μετοχικού κεφαλαίου: Είναι το ποσό που πρέπει να καταβάλει κάποιος αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Η εκτίμηση της τιμής γίνεται με την μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης ή με διάφορες χρηματιστηριακές μεθόδους ή με την προσαρμογή της αξίας της επιχείρησης.

Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου = Αγοραία αξία μη λειτουργικών κεφαλαίων + Παρούσα αξία συμμετοχών που δεν ενοποιούνται στις προβλέψεις

- Αγοραία αξία μη λειτουργικών υποχρεώσεων
- Αγοραία αξία δανειακών κεφαλαίων

Η αξία της επιχείρησης ή του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζεται με τη χρήση σεναρίων ή με την ανάλυση ευαισθησίας ή με άλλες μεθόδους απαλοιφής του κινδύνου εκτίμησης. Για όλες τις αποτιμήσεις που θα προκύψουν θα πρέπει να γίνουν διάφοροι λογικοί ελέγχοι ώστε να μειωθεί η πιθανότητα σφάλματος και να εξασφαλίσουν την καλύτερη κατανόηση του αποτελέσματος από τον ενδιαφερόμενο. Στο τέλος το αποτέλεσμα από κάθε μέθοδο αποτίμησης μαζί με κάποιες ποιοτικές πληροφορίες θα πρέπει να συνεκτιμηθούν για να προκύψει το τελικό αποτέλεσμα σαν αριθμός.

1.2 Εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν

Οι σημαντικότεροι εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης είναι ο πληθωρισμός, τα επιτόκια και η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης.

Αν τα επιτόκια και ο πληθωρισμός έχουν σημαντική συσχέτιση μεταξύ τους πρέπει να παρουσιασθούν ξεχωριστά γιατί έχουν διαφορετική επίδραση στην αξία της επιχείρησης. Το κοινό στοιχείο που έχουν και οι τρεις παράγοντες είναι ότι συνδέονται άμεσα με τις προσδοκίες των ενδιαφερόμενων μερών (επενδυτές, μέτοχοι, τράπεζες) και κατά κάποιο τρόπο τις σχηματίζουν. Μεγάλη σημασία έχουν αυτοί οι τρεις παράγοντες στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά. Η αποτίμηση είναι καθημερινή και η επίδραση των παραγόντων αυτών άμεση.

Μία ανακοίνωση αύξησης των επιτοκίων ή του πληθωρισμού ή μια ανακοίνωση που μεταβάλλει το ελεύθερα διαπραγματευόμενο ποσοστό μετοχών στην κεφαλαιαγορά (freefloat) θα επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής και συνεπώς στην αξία της επιχείρησης.

Στον παρακάτω πίνακα φαίνεται ποια είναι η επίδραση των διάφορων μεταβολών των παραγόντων πάνω στην τιμή των μετοχών και την αξία της επιχείρησης.

Πίνακας Χ. Προσδιοριστικοί παράγοντες της πορείας της τιμής των μετοχών

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ	ΠΟΡΕΙΑ ΠΑΡΑΓΟΝΤΑ	ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ - ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ
Πληθωρισμός	↑	↓
	↓	↑
Επιτόκια	↑	↓
	↓	↑
Ρευστότητα	↑	↑
	↓	↓

1.3 Γενικά περί Αποτίμησης επιχειρήσεων

Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνουν οι Paleru, Healy και Bernard (2004) η αποτίμηση των επιχειρήσεων ορίζεται ως η διαδικασία μετατροπής των προβλέψεων σε μια εκτίμηση για την αξία της επιχείρησης ή ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου της. Ενώ η οικονομική εγκυκλοπαίδεια investopedia ορίζει την αποτίμηση ως την διαδικασία του προσδιορισμού της τρέχουσας αξίας μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου (The process of determining the current worth of an asset or company).

<http://www.investopedia.com/terms/v/valuation.asp>.

Η κάθε αποτίμηση δεν είναι αντικειμενική καθώς η αξία που υπολογίζεται αποτελεί μια προσέγγιση της πραγματικής αξίας της επιχείρησης σύμφωνα πάντα με τις βλέψεις του κάθε αναλυτή.

Όταν αναφερόμαστε στην «αποτίμηση των επιχειρήσεων», μιλάμε για μια διαδικασία μέσα από την οποία γίνεται ευρέως γνωστή η τελική αξία της κάθε επιχείρησης. Κατά καιρούς υπάρχουν πολλές γνώμες αναφορικά με τη διαδικασία της αποτίμησης, οι μελετητές διαφωνούν μεταξύ τους για το εάν η αποτίμηση είναι μια τεχνική ή επιστήμη.

Σύμφωνα με τον κύριο Θ.Λαζαρίδη, «Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων» (2005). Για να καταφέρουμε όμως να φτάσουμε σε ένα επιθυμητό αποτέλεσμα, θα πρέπει να υπάρξει σωστός συνδυασμός τεχνικής και επιστήμης, καθώς για να είναι όσο γίνεται πιο ακριβές ένα αποτέλεσμα είναι αναγκαίο να αξιοποιηθούν τα λογιστικά δεδομένα αλλά και οι προβλέψεις που κάνει η κάθε επιχείρηση.

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη για να γίνει εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή η συγχώνευση της με μία άλλη. Συχνά η αποτίμηση γίνεται για την ενημέρωση των μετόχων. Ανάλογα με την φάση και το περιβάλλον που βρίσκεται μία επιχείρηση, χρησιμοποιείται και διαφορετική μέθοδος αποτίμησης.

Η εκτίμηση της αξίας ενός οργανισμού, μιας δραστηριότητας, ενός ενσώματου ή άυλου παγίου στοιχείου του, αποτελεί σημαντικό εργαλείο για την διοίκηση και τους μετόχους του οργανισμού. Αυτό βέβαια προϋποθέτει μια συνεχή διαδικασία και όχι απλώς τον καθορισμό μιας τιμής σε κάποια χρονική περίοδο, όπως συνήθως γίνεται όταν προκύψει η ανάγκη σε μια περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης, απόσχισης δραστηριοτήτων, χρηματιστηριακών τοποθετήσεων, μεταβιβάσεως μεριδίων, ποσοστών συμμετοχής κ.α.

Αν εξαιρέσουμε τις εταιρείες που έχουν εισηχθεί σε κάποιο χρηματιστήριο και μπορούν να καθορίζουν την αξία τους ανά πάσα στιγμή απλώς κοιτάζοντας την κεφαλαιοποίηση τους, οι περισσότερες εταιρείες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία τους.

Η γνώση της αξίας μιας επιχείρησης και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η επιχείρηση και κυρίως για το πως μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά στην δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Μπορούμε επομένως να πούμε απλά ότι **η αξία της επιχείρησης είναι η ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος για τους μετόχους της.**

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδη, τώρα και στο μέλλον, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, άλλους **εσωτερικούς** και άλλους **εξωτερικούς**. Επειδή η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, οι ικανότητες της

να λειτουργήσει αποδοτικά μέσα στο επιχειρησιακό περιβάλλον και να παράγει κέρδη είναι στενά συνδεδεμένη με:

- τους ανθρώπους της
- τις δομές και τα συστήματά της
- τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσή της
- τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη.

Τα παραπάνω άϋλα στοιχεία μαζί με μία σειρά από εξωτερικούς παράγοντες όπως το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου, ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και το μακροοικονομικό περιβάλλον, διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδη και αποδόσεις στους μετόχους της ή αλλιώς την αξία της. Όλες οι μέθοδοι που θα αναπτύξουμε παρακάτω δίνουν ένα μέτρο της αξίας της επιχείρησης. Παρ' όλα αυτά η τιμή μεταβίβασης μιας επιχείρησης μπορεί τελικά να διαφέρει από την «αξία» της επιχείρησης, όπως προσδιορίζεται από τις μεθόδους αποτίμησης. Είναι γνωστό ότι η τιμή της επιχείρησης θα προσδιοριστεί, τελικά, από τον νόμο προσφοράς και της ζήτησης.

Ο νόμος προσφοράς-ζήτησης φυσικά λαμβάνει υπόψη του τις «αντικειμενικές αξίες» που προσδιορίζει η θεωρία, αλλά κάθε αγοραπωλησία έχει μερικά μοναδικά χαρακτηριστικά που συνδέονται με τις ιδιαίτερες ανάγκες του πωλητή και του αγοραστή. Π.χ. ο πωλητής μπορεί να έχει άμεση ανάγκη από χρήματα και να είναι διατεθειμένος να πουλήσει σε τιμή κατώτερη της τιμής αγοράς ή λόγο μερικών ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της επιχείρησης ο αγοραστής να είναι διατεθειμένος να την αγοράσει σε μεγαλύτερη αξία.

Ας δούμε μερικά παραδείγματα:

1) Μια εταιρεία διανομών εξαγοράζει μια βιομηχανία ποτών, καταβάλλοντας σημαντικό τίμημα επειδή υπολογίζει πως τα κέρδη της συνδυασμένης επιχείρησης θα είναι ανώτερα από τα κέρδη των δύο επιχειρήσεων χωριστά.

2) Μία επιχείρηση η οποία κυριαρχεί στην αγορά των γαλακτοκομικών προϊόντων είναι διατεθειμένη να καταβάλει μεγάλο τίμημα για να εξαγοράσει μια άλλη ζημιογόνο επιχείρηση του κλάδου, προκειμένου να εμποδίσει την ανάπτυξη της και το μελλοντικό ανταγωνισμό.

3) Μία εφημερίδα έχει πάντοτε μεγαλύτερη αξία από εκείνη που της δίνουν τα κέρδη της και τα περιουσιακά της στοιχεία εφόσον δίνουν την δυνατότητα στον εκδότη να ασκεί πολιτική και οικονομική επιρροή.

Ας σημειώσουμε επίσης ότι σημαντικές αποκλίσεις των τιμών μεταβίβασης από τις αξίες που προβλέπει η θεωρία, μπορεί να οφείλονται απλά σε κακούς υπολογισμούς ή άγνοια.

1.4 Σκοπός της Διαδικασίας Αποτίμησης

Σκοπός της διαδικασίας της αποτίμησης είναι η υπερτίμηση και υποτίμηση των μετοχών ώστε να εντοπίσουμε επενδυτικές ευκαιρίες. Κατά τη διαδικασία οι ενδιαφερόμενοι οδηγούνται σε εξαγωγή συμπερασμάτων για τις προσδοκίες της κάθε αγοράς όσον αφορά την μελλοντική προοπτική βιωσιμότητας και κερδοφορίας μιας επιχείρησης, μέσα από κάποιες συγκρίσεις των θεμελιωδών στοιχείων της, αλλά και με τη δημιουργία κάποιων σημείων αναφοράς.

Η διαδικασία της αποτίμησης αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο για την αξιολόγηση επιχειρηματικών γεγονότων, όσον αφορά διάφορες επιδράσεις στην αξία των επιχειρήσεων που προέρχονται ή προβαίνουν σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Μέσα από τις τεχνικές της αποτίμησης, αξιολογούνται και αναλύονται οι στρατηγικές που ακολουθεί κάθε εταιρεία και υπάρχει συνεχής επικοινωνία μεταξύ των ατόμων της διοίκησης, των μετόχων και των αναλυτών. Από την επικοινωνία μεταξύ τους και την εφαρμογή της κατάλληλης μεθόδου, αποτιμούνται σωστά οι μετοχές των εταιρειών οι οποίες δεν διαπραγματεύονται δημόσια στο χρηματιστήριο. Κάθε διαδικασία αποτίμησης αποτελεί μια αντικειμενική έρευνα για τον προσδιορισμό της αξίας κάποιου περιουσιακού στοιχείου. Σε γενικό βαθμό όλες οι μέθοδοι αποτίμησης είναι μεροληπτικές ανάλογα τον σκοπό για τον οποίο εκτελούνται. Όσο πιο απλή είναι μια μέθοδος, τόσο πιο πραγματικό θα είναι το αποτέλεσμα της και σαν καλύτερο θεωρείται ότι είναι αυτό που έχει την μικρότερη ακρίβεια.

Μία διαδικασία αποτίμησης περιλαμβάνει τα παρακάτω στάδια:

1. Κατανόηση και πλήρης ενημέρωση για το αντικείμενο της επιχείρησης.
Κάθε αναλυτής θα πρέπει να γνωρίζει τις λειτουργίες, την οργάνωση, τους στόχους για κερδοφορία καθώς και τις αδυναμίες της επιχείρησης.
2. Προβλέψεις για τις μελλοντικές επιδόσεις της επιχείρησης.
Εδώ ο αναλυτής, χρησιμοποιώντας τα στοιχεία που έχει από το προηγούμενο στάδιο και σε συνδυασμό με τις επιχειρηματικές κινήσεις της διοίκησης, κάνει κάποιες προβλέψεις για το μέλλον της επιχείρησης.
3. Επιλογή του κατάλληλου μοντέλου.
Μετά την ανάλυση του αντικειμένου της επιχείρησης και τις μελλοντικές προβλέψεις, ο αναλυτής θα πρέπει να επιλέξει ένα μοντέλο αποτίμησης ανάλογα με τις συνθήκες που επικρατούν στην επιχείρηση και με σκοπό βέβαια το κέρδος της.
4. Εφαρμογή των προβλέψεων για την έναρξη της αποτίμησης.
Μετά την επιλογή της μεθόδου, ο αναλυτής προχωρά στην εφαρμογή τους και προσπαθεί να τις ξεχωρίσει ανάλογα με το αντικείμενό τους και προσπαθεί να φτάσει στο τελικό αποτέλεσμα.
5. Επενδυτική απόφαση.
Στο τελευταίο στάδιο της διαδικασίας ερμηνεύεται το αποτέλεσμα της και βγαίνουν τα τελικά συμπεράσματα σύμφωνα με τα οποία λαμβάνεται η επενδυτική απόφαση.

Οι βασικότεροι λόγοι που γίνεται η αποτίμηση μίας επιχείρησης είναι οι εξής :

- Υποθέτοντας ότι ισχύει η πεποίθηση ότι όλες οι αγορές είναι αποτελεσματικές, δεν υπάρχει η έννοια της αποτελεσματικής αγοράς για τις ιδιωτικές μη εισηγμένες επιχειρήσεις. Για αυτό το λόγο είναι δύσκολο να προσδιοριστεί η αξία τους.
- Στην περίπτωση πώλησης μιας επιχείρησης, για συγχώνευση-αγορά, θα πρέπει να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης προκειμένου να γίνει σαφές ότι η τιμή πώλησης θα είναι απόλυτα αντιπροσωπευτική της αξίας και συμφέρουσα για τον πωλητή. Θα πρέπει να εξασφαλισθεί ότι η τιμή της πώλησης δεν θα είναι μικρότερη από την πραγματική της αξία.
Επίσης μόνο αν ο επιχειρηματίας γνωρίζει την ακριβή αξία της επιχείρησής του θα μπορεί να ακολουθήσει την σωστή διαπραγματευτική στρατηγική.
- Η αποτίμηση διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό.
- Προσδιορίζονται οι αμοιβές των στελεχών και των μελών της επιχείρησης που συνδέονται με την αξία της επιχείρησης χωρίς να υπάρχουν υπερβολές για το μέλλον.
- Είναι ο κύριος παράγοντας για την προσέλκυση κεφαλαίου.

Γενικά, η αποτίμηση αποτελεί το καλύτερο εργαλείο για τη λήψη αποφάσεων.
Ειδικότερα:

- Στα χρηματοοικονομικά των επιχειρήσεων (**corporate finance**) αποφασίζουμε πόσο θα βελτιστοποιήσουμε την αξία μια επιχείρησης (**firm value**) με το να μεταβάσουμε τις επενδυτικές, τις οικονομικές και μερισματικές αποφάσεις.
- Στη διαχείριση χαρτοφυλακίου (**portfolio management**) εξαντλούμε πόρους, στην προσπάθεια μας να βρούμε επιχειρήσεις (**firms**) των οποίων οι μετοχές διαπραγματεύονται ως **υποτιμημένες (trade at less than their true value)** ελπίζοντας ότι θα αποκομίσουμε κέρδη βλέποντας τις τιμές τους να ανεβαίνουν και να συγκλίνουν προς την πραγματική τους αξία.
- Στην εξέταση της αποτελεσματικότητας των αγορών, αναλύουμε το κατά πόσον οι τιμές της αγοράς αποκλίνουν από την πραγματική αξία και εάν αποκλίνουν, σε ποιο χρονικό διάστημα θα επανέλθουν στα κανονικά επίπεδα.
- Στο να κατανοήσουμε τι είναι αυτό που καθορίζει την αξία μιας επιχείρησης και το πως να εκτιμήσουμε το γεγονός ότι η αξία της μοιάζει να είναι προαπαιτούμενη και αναγκαία προϋπόθεση, για τη λήψη σημαντικών αποφάσεων.
- Στις εξαγορές και συγχωνεύσεις (**mergers and acquisitions**) ο ενδιαφερόμενος επενδυτής, φυσικό ή νομικό πρόσωπο, θα πρέπει να αποφασίσει επιλέγοντας την σωστή αποτίμηση της περιουσιακής κατάστασης και της ροής κεφαλαίων στην εταιρία που στοχεύει (**target firm**).

- Στην εταιρική οικονομική διαχείριση που εντοπίζονται άμεσα οι πηγές που αυξάνουν την αξία της επιχείρησης καθώς και οι πηγές που την μειώνουν. Δίνεται με αυτόν τον τρόπο η δυνατότητα στη διοίκηση για αποτελεσματικό management και η επιδίωξη ανάπτυξης συμμαχιών για την άντληση κεφαλαίων χρηματοδότησης και περαιτέρω βελτιστοποίησης της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και επίδοσης της εταιρίας.

1.5 Ενδιαφερόμενοι για την αποτίμηση

Μέσα από την αποτίμηση βλέπουμε συγκριτικά το οικονομικό στάδιο στο οποίο βρίσκεται η εταιρεία ανάλογα με τον κλάδο που δραστηριοποιείται και βοηθάει να παρθούν σημαντικές αποφάσεις για το μέλλον της. Σε κάθε αποτίμηση μιας επιχείρησης υπάρχουν πολλές ενδιαφερόμενες ομάδες οι οποίες επεξεργάζονται με διαφορετικό τρόπο τις πληροφορίες που παρέχει η αποτίμηση. Οι πληροφορίες είναι διαφορετικές ανάλογα τον ενδιαφερόμενο ο οποίος παίρνει και τις ανάλογες συμφέροντες για εκείνον αποφάσεις.

Οι ενδιαφερόμενοι χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

- Ο επιχειρηματίας ζητάει την πληροφόρηση της αποτίμησης που θα του καθορίσει την μελλοντική πορεία της εταιρείας με συγκεκριμένες στρατηγικές. Η αποτίμηση μπορεί να δείξει την θέση της εταιρείας σε σύγκριση με τις υπόλοιπες του ίδιου κλάδου που δραστηριοποιείται, έτσι ο επιχειρηματίας μπορεί να πάρει τις ανάλογες αποφάσεις.
 - Τα διοικητικά στελέχη βλέπουν μια εσωτερική εικόνα από την εταιρία, συνολικά και τμηματικά. Στην συνέχεια δημιουργούν τη στρατηγική που θα ακολουθήσουν, είτε γενικά είτε ανά τμήμα. Όσον αφορά τα τμήματα τα στελέχη μπορούν να δουν και να κρίνουν ποια τμήματα λειτουργούν σωστά και συμμετέχουν στην κέρδοφορία της επιχείρησης και ποια όχι. Στη συνέχεια αποφασίζουν για τον προϋπολογισμό του κάθε τμήματος αλλά και για τις μελλοντικές αυξομειώσεις στους μισθούς των εργαζομένων.
 - Οι εργαζόμενοι βλέποντας την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, μπορούν να αισθανθούν πιο ασφαλείς. Κρίνουν εάν μπορούν να ζητήσουν αύξηση στον μισθό τους ή επιπλέον παροχές κατά την διάρκεια της εργασίας τους, εάν θα υπάρξει καθυστέρηση στην αμοιβή τους ή ακόμα και κατάρρευση της ίδιας της εταιρείας. Επιπροσθέτως άτομα που ήθελαν να εργαστούν στην εταιρεία, μέσα από την αποτίμηση, βλέπουν τη φερεγγυότητα της, τις δυνατότητες αλλά και τις παροχές που τους προσφέρει. Ανάλογα τις πληροφορίες, κρίνουν εάν τελικά θα την επιλέξουν για να εργαστούν ή όχι.

- Οι μέτοχοι χρησιμοποιούν τις πληροφορίες με σκοπό να δουν εάν τους συμφέρει να επενδύσουν στην εταιρεία. Επίσης προσπαθούν να προβλέψουν την πορεία της τιμής των μετοχών της εταιρείας και αν είναι σωστή η στρατηγική της εταιρείας για το μέλλον.
- Οι δανειστές, με τις πληροφορίες που λαμβάνουν βλέπουν την συνολική αξία της επιχείρησης, οπότε παίρνουν τις απαραίτητες εγγυήσεις για την ύπαρξη δανεισμού και καθορίζουν την φερεγγυότητα της επιχείρησης. Ανάλογα το αποτέλεσμα της αποτίμησης, διαφοροποιείται το επιτόκιο δανεισμού, το ύψος δανείου και οι όροι αποπληρωμής του.
- Οι προμηθευτές χρησιμοποιούν τις πληροφορίες για να προσδιορίσουν την στρατηγική πίστωσης.
- Οι λογιστές από την μεριά τους, προσπαθούν με τις πληροφορίες που θα πάρουν, να τις χρησιμοποιήσουν με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να αυξάνεται πάντα η αξία της εταιρείας.
- Οι ελεγκτές αναλόγως αν είναι εσωτερικοί ή εξωτερικοί αξιοποιούν διαφορετικά τις πληροφορίες.
Οι εσωτερικοί προσπαθούν να προσδιορίζουν πάντα τους στόχους και τους σκοπούς του κάθε τμήματος καθώς και να τους συγκρίνουν μεταξύ τους.
Ενώ οι εξωτερικοί ελεγκτές μαζί με τους συμβούλους προσπαθούν να προστατέψουν το επενδυτικό κοινό.
- Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς ελέγχει αν η εταιρεία είναι φερέγγυα και αν μπορεί να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αξιών. Επίσης προσδιορίζει την τιμή της μετοχής στην αγορά.
- Η εφορία ελέγχει τα αποτελέσματα και προσδιορίζει την φορολογητέα ύλη και την αξία εκκαθάρισης.

Ο κάθε ενδιαφερόμενος αντιλαμβάνεται διαφορετικά την αξία της επιχείρησης και δεν χρησιμοποιούν όλοι τα ίδια στοιχεία. Ανάλογα με την αξία διαμορφώνεται και η συμπεριφορά τους απέναντι στην ίδια την επιχείρηση.

Κάποιοι ενδιαφέρονται μόνο για τα λογιστικά κέρδη, κάποιοι μόνο για τα οργανικά κέρδη, άλλοι για την καταμέτρηση των ταμειακών ροών και άλλοι απαιτούν την προσαρμογή των λογιστικών κερδών για την καλύτερη απεικόνιση της οικονομικής κατάστασης της εταιρίας.

Ο μεγάλος αναπτυξιακός ρυθμός των χρηματιστηρίων από το 2000 και μετά έχει αυξήσει την ανάγκη για την αναφορά των κερδών των επιχειρήσεων. Έτσι αυτό έχει οδηγήσει σε πολλές λογιστικές και διαχειριστικές – διοικητικές ατασθαλίες (αναβαλόμενα έξοδα και φόροι,εξαγορές και συγχωνεύσεις που δεν γίνονται λόγω της δημιουργίας μεγάλων ποσών φήμης και πελατείας που θα πρέπει να αποσβεθεί, έρευνα και ανάπτυξη που δεν υλοποιείται ποτέ,κ.α)

Οι διάφορες μέθοδοι αποτίμησης δεν διαφέρουν σε θεωρητικό και πρακτικό επίπεδο από τις μεθόδους που χρησιμοποιούν οι αναλυτές για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων για νέες επιχειρήσεις ή για την αποτίμηση υπαρχόντων και νέων δραστηριοτήτων σε επιχειρήσεις που ήδη λειτουργούν.

Οι βασικές διαφορές συνίστανται στα εξής:

- Η αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων γίνεται με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία τους και με βάση τις μελλοντικές αποδόσεις.
- Η αποτίμηση υπάρχουσων επιχειρήσεων περιλαμβάνει και λογιστικές μεθόδους για την μέτρηση της περιουσιακής τους θέσης ενώ και κάποιες μέθοδοι από αυτές χρειάζονται για να εξάγουν συμπεράσματα και δεδομένα παρελθοντικών ετών. (Α. Σφαρνάς 1993)

Οι διαφορετικές μέθοδοι συνήθως καταλήγουν σε διαφορετικά συμπεράσματα και η τελική συμφωνηθείσα αξία των διαπραγματευομένων να είναι επίσης διαφορετική. Ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης θα προσδιορίσει την τελική αξία της επιχείρησης. Επίσης τα μοντέλα αποτίμησης στο θεωρητικό τους επίπεδο τουλάχιστον, δεν λαμβάνουν υπόψη πολλές παραμέτρους που είναι σημαντικοί στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας της επιχείρησης. Συνήθως οι παράμετροι αυτοί δεν μπορούν να αξιολογηθούν άμεσα σε νομισματικές μονάδες αλλά μπορούν να προσαρμόσουν την αρχική εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης. Μερικές από αυτές είναι:

- Η ανάγκη που έχει ο πωλητής για να μεταβεί στην πώληση
- Η μεγάλη ρευστότητα του αγοραστή
- Η ανάγκη που έχει η επιχείρηση για να ολοκληρώσει την στρατηγική της
- Η ανάγκη αντιμετώπισης του ανταγωνισμού
- Η ανάγκη για αξιοποίηση στοιχείων του ενεργητικού μέσω της εκμετάλλευσης οικονομικών κλίμακας
- Φορολογικά κίνητρα συγχωνεύσεων και εξαγορών
- Νομοθετικές ανάγκες

Από όλα τα παραπάνω συμπαιράνουμε ότι η αξία της επιχείρησης είναι μία πληροφορία που την χρειάζονται πολλοί αλλά δεν είναι εύκολο να προκύψει ένας αριθμός που να καλύπτει τις ανάγκες και τις προσδοκίες όλων των μερών.

1.6 Τρόποι αποτίμησης

Μία επιχείρηση έχει στην κατοχή της διάφορα στοιχεία ενεργητικού, δηλαδή κτίρια, εξοπλισμό εμπορεύματα, διαθέσιμα. Εφόσον η επιχείρηση αυτή λειτουργεί και πραγματοποιεί σημαντικά κέρδη, η αξία της είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους στοιχείων που έχει στην κατοχή της. Υπάρχουν επιχειρήσεις που έχουν μικρή σχετικά περιουσία και παρ' όλα αυτά μεγάλη αξία. Τέτοιες επιχειρήσεις είναι π.χ. επιτυχημένες εμπορικές επιχειρήσεις (π.χ. αντιπροσωπίες καλλυντικών), οι ιδιωτικές τράπεζες (π.χ. κερδοφόρα τράπεζα που λειτουργεί σε νοικιασμένα καταστήματα), ή ακόμα βιομηχανικές επιχειρήσεις έντασης εργασίας (π.χ. εργοστάσιο ραφής ενδυμάτων μόδας).

Είναι φανερό ότι η περιουσία μιας εταιρείας δεν εκφράζει την αξία της. Η αξία μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη τα κέρδη της, του παρελθόντος και κυρίως τα αναμενόμενα. Τα κέρδη μια επιχείρησης είναι το μέτρο για τη φήμη και πελατεία της, για την οργάνωσή της και για όλα τα άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν περιλαμβάνονται στην περιουσία της, όπως αυτή απεικονίζεται στα λογιστικά της

βιβλία.

Έτσι, η οικονομική επιστήμη έχει αναπτύξει διάφορες μεθόδους αποτίμησης, που βασίζονται στην κερδοφορία των επιχειρήσεων. Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούνται σε πολλές παραλλαγές από τους οικονομικούς αναλυτές και τους ελεγκτές λογιστές. Κάποιες μέθοδοι αποτελούν κράμα μέτρησης της περιουσίας και των κερδών.

Από το σύνολο των χρησιμοποιούμενων μεθόδων για την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων, οι σημαντικότερες και συνηθέστερα χρησιμοποιούμενες είναι οι εξής:

- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης.
- Οι μέθοδοι των ταμειακών ροών.
- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης, προσαυξημένης με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επόμενων 5 ετών.
- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής.
- Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

1.7 Μύθοι για την αποτίμηση

Στην βιβλιογραφία έχουν βρεθεί κάποιες πλάνες ή μύθοι σχετικά με την αποτίμηση. Ένας από τους βασικότερους θεωρητικούς και πρακτικούς της αποτίμησης ο Damodaran έχει εντοπίσει τους 13 βασικότερους μύθους τους οποίους μας παραθέτει και στο βιβλίο του ο Θ. Λαζαρίδης (2004) και θα τους αναφέρουμε παρακάτω:

1^{ος} Μύθος: Η αποτίμηση είναι μια επιστήμη που παράγει ακριβή αποτελέσματα και δίνει ακριβείς και συγκεκριμένες απαντήσεις. Οι αποτιμήσεις είναι πάντοτε μεροληπτικές. Οι υποθέσεις, παραδοχές και τα δεδομένα που θα χρησιμοποιηθούν επιλέγονται από τον μελετητή. Έχει μεγάλη σημασία ποιος επιλέγει και αμοίβη τον μελετητή και το πώς εξασφαλίζεται η ανεξαρτησία της κρίσης του.

Η χρήση ποσοτικών μεθόδων δεν σημαίνει ότι μηδενίζεται η μεροληψία ή η πιθανότητα σφάλματος. Επίσης στην πράξη χρησιμοποιούνται τουλάχιστον δύο μέθοδοι για να υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης ώστε να υπολογισθεί ένα εύρος τιμών και όχι μια απόλυτη τιμή. Τα πολύπλοκα μοντέλα αποτιμήσεων δεν δίνουν καλύτερα και ακριβέστερα αποτελέσματα. Στην πράξη έχει αποδειχθεί ότι τα απλά μοντέλα αποτίμησης είναι αυτά που προσεγγίζουν καλύτερα την πραγματικότητα και είναι πιο ακριβή. Όσο πιο πολύπλοκο είναι ένα μοντέλο τόσο πιο δύσκολο είναι να κατανοηθεί η μέθοδος και αυξάνει την απαίτηση για δεδομένα κατά την αποτίμηση. Να σημειωθεί ότι πάντα υπάρχει το περιθώριο λάθους και το στοιχείο της αβεβαιότητας, ειδικά στις μεθόδους που στηρίζονται σε προβλέψεις μελλοντικών χρηματοοικονομικών στοιχείων.

2^{ος} Μύθος: Η αποτίμηση είναι πολύπλοκη και υπάρχουν εκατοντάδες μοντέλα και μέθοδοι. Κάθε μοντέλο και μέθοδος που υπάρχει είναι για συγκεκριμένες κατηγορίες και κλάδους επιχειρήσεων. Λειτουργεί μόνο αν ληφθούν υπόψη οι παραδοχές και οι υποθέσεις που το κάνουν να δίνει ακριβή και σωστά αποτελέσματα.

3^{ος} Μύθος: Δεν μπορούν να αποτιμηθούν επιχειρήσεις που λειτουργούν λίγα χρόνια και έχουν ζημιές. Στις νέες επιχειρήσεις υπάρχουν προβλήματα ζημιών (π.χ. λόγω αυξημένων αποσβέσεων, επενδύσεων, επιθετικής πολιτικής πωλήσεων και πιστώσεων, κοκ). Επίσης είναι δύσκολο να βρεθούν στοιχεία για επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ίδιο σημείο επιχειρηματικού κύκλου. Τέλος δεν υπάρχουν ιστορικά χρηματοοικονομικά στοιχεία και καταστάσεις για ανάλυση και δημιουργία ασφαλών προβλέψεων.

4^{ος} Μύθος:

5^{ος} Μύθος: Το επιτόκιο δανεισμού είναι το κόστος δανεισμού. Τα δύο αυτά στοιχεία δεν ταυτίζονται ιστορικά. Το κόστος δανεισμού υπολογίζεται από τον παρακάτω αριθμοδείκτη: Δείκτης κάλυψης τόκων = Καθαρά κέρδη προ φόρων / Έξοδα τόκων.

6^{ος} Μύθος: Η χρήση των λογιστικών δεικτών και μεγεθών για τον υπολογισμό της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου ή του κόστους των δανείων θεωρείται συντηρητική. Πολλές φορές ο υπολογισμός των μετοχών και των δανείων με βάση τις αγοραίες αξίες μπορεί να δημιουργήσει σύγχυση (όπως την περίοδο 1999-2000 που η αξία των μετοχών αυξήθηκε κατά 300%-500%). Αν ισχύει η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς, τότε η αγοραία αξία είναι και η σωστή και δίκαιη αξία.

7^{ος} Μύθος: Οι λογιστές ξέρουν να υπολογίζουν τα κέρδη. Ο υπολογισμός των κερδών στην Ελλάδα γίνεται κάτω από το πρίσμα των φορολογικών υποχρεώσεων των επιχειρήσεων και των αναγκών των κυβερνήσεων για έσοδα. Πολλές λογιστικές και φορολογικές πρακτικές αλλοιώνουν την αξία των οικονομικών γεγονότων (π.χ. χρηματοδοτικές και λειτουργικές μισθώσεις). Για αυτό πρέπει να γίνεται εξομάλυνση και ενημέρωση των χρηματοοικονομικών στοιχείων για τον υπολογισμό εξομαλυμένων κερδών.

8^{ος} Μύθος: Οι καταστάσεις ταμειακών ροών παρουσιάζουν όλες τις πληροφορίες για τον υπολογισμό των κεφαλαιουχικών δαπανών. Πολλοί λογαριασμοί δεν συμπεριλαμβάνονται, όπως τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης καθώς και οι εξαγορές άλλων εταιριών.

9^{ος} Μύθος: Το κεφάλαιο κίνησης (ΚΚ) είναι ίσο με κυκλοφορούν ενεργητικό (ΚΕ) μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (ΒΥ). Στον υπολογισμό του Κεφαλαίου κίνησης με βάση τον τύπο $ΚΚ = ΚΕ - ΒΥ$, υπάρχουν και στοιχεία που δεν είναι μετρητά όπως τα αποθέματα, οι πελάτες και οι πισθωτές, και η μετατροπή τους σε μετρητά ενέχει κινδύνους (φερεγγυότητας, αγοράς, κτλ.). Συνεπώς η αγοραία αξία τους μπορεί να μην είναι ίδια με τη λογιστική και το φαινόμενο αυτό έχει άμεση επίπτωση στις ταμειακές ροές.

10^{ος} Μύθος: Οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης στην αποτίμηση θεωρούνται εξωγενείς μεταβλητές. Οι ρυθμοί ανάπτυξης υπολογίζονται με διάφορες μεθόδους από τους αναλυτές. Αυτό που δεν λαμβάνουν υπόψη τους είναι η ενδογενής ικανότητα της επιχείρησης να πετύχει τους ρυθμούς αυτούς. Αυτός ο ενδογενής ρυθμός μπορεί να υπολογισθεί από τον παρακάτω τύπο:

Γεβιτ = Καθαρά Κεφαλ. Δαπάνες + Μεταβολή του Κεφ. Κίνησης / Καθ. Κέρδη προ φόρων προηγ. Χρήσης (EBIT (1-t))* Απόδοση Κεφαλαίων (ROC) = Ρυθμός Επανεπένδυσης * Απόδοση Κεφαλαίων

11^{ος} Μύθος: Το τελικό στάδιο της αποτίμησης είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών. Πολλές φορές στην αποτίμηση δεν περιλαμβάνονται η αξία των συμμετοχών και η δυναμική που προκύπτει από την μίξη των επιχειρήσεων. Πολλές εταιρίες έχουν μερίδια από άλλες εταιρίες και αυτές με την σειρά τους σε τρίτες. Επομένως η αποτίμηση της πρλωτης εταιρίας πρέπει να περιλαμβάνει και την αποτίμηση αυτών, πράγμα που αυξάνει την πολυπλοκότητα της διαδικασίας.

Δεν περιλαμβάνονται οι ενσώματες υποχρεώσεις της επιχείρησης, όπως συμβόλαια και υποχρεώσεις που δεν έχουν απεικονισθεί ακόμη λογιστικά. Τέτοια συμβόλαια είναι τα stockoptions των διευθυντών, συμβόλαια επαναγοράς, κ.α.

12^{ος} Μύθος: Μία άρτια τεκμηριωμένη αποτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης ισχύει επ αόριστο. Σε μια δυναμική οικονομία τα δεδομένα αλλάζουν πολύ γρήγορα, τα επιτόκια και ο πληθωρισμός διακυμαίνονται, οι κλάδοι αναπτύσσονται ή παρακμάζουν, τα νομικά και φορολογικά πλαίσια τροποποιούνται συνεχώς, η τεχνολογία επιδρά στην απόδοση της επιχείρησης, η ίδια η εταιρία εξελίσσεται και αναπτύσσεται.

13^{ος} Μύθος: Σημασία έχει το αποτέλεσμα και όχι η διαδικασία αποτίμησης. Η διαδικασία εξασφαλίζει την αμεροληψία, την συνάφεια των δεδομένων και την συνέπεια του μελετητή. Η τεκμηρίωση των υποθέσεων – παραδοχών και των δεδομένων είναι κρίσιμη για το τελικό αποτέλεσμα και είναι αυτές που το διαμορφώνουν. Η διαδικασία είναι αυτή που δίνει αξία στο αποτέλεσμα και όχι το αποτέλεσμα αξία στη διαδικασία.

2 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η Μέθοδος Καθαρής Περιουσιακής Θέσης

2.1 Γενικά

Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης στηρίζεται αποκλειστικά στην χρηματοοικονομική κατάσταση του ισολογισμού της επιχείρησης. Η ΚΠΘ είναι τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Η μέθοδος αυτή όπου ονομάζεται και μέθοδος της Λογιστικής Καθαρής Θέσης (ΛΚΘ) από τον Ε. Σακκέλη έχει σημαντική εξάρτηση από τις λογιστικές αρχές και τις υποθέσεις που γίνονται δεκτές. Ο Ε. Σακκέλης υποστηρίζει ότι θα πρέπει όλες οι λογιστικές αρχές και πρακτικές να γίνονται δεκτές και ως δημιουργούν αλλοίωση στην οικονομική και χρηματοοικονομική εικόνα της επιχείρησης.

Η λογική της πιστής τήρησης των λογιστικών κανόνων, αρχών και πρακτικών χωρίς τον γνώμονα της οικονομικής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού και παθητικού έρχεται σε σύγκρουση με τη λογική και το ρόλο που έχει ο αποτιμητής από τους εντολοδόχους του.

Ο εκτιμητής έχει τις εξής επιλογές κατά τον υπολογισμό:

- Να διορθώσει τα στοιχεία του ισολογισμού με βάση τις τρέχουσες αγοραίες αξίες ή τις αξίες αντικατάστασης.
- Να αποδεχθεί τις τρέχουσες αποδεκτές λογιστικές αρχές και με αυτό τον τρόπο να ταυτίσει την καθαρή περιουσιακή θέση με τα ίδια κεφάλαια, όπως αυτά έχουν υπολογιστεί από τον οικονομικό διευθυντή της επιχείρησης.

Στην δεύτερη περίπτωση υπολογίζεται η Λογιστική καθαρή θέση. <<Η ΛΚΘ έχει το πλεονέκτημα της ευχέρειας στον προσδιορισμό της και το μειονέκτημα της μη χρησιμοθητάς της, αφού αυτή δεν εμφανίζει απολύτως τίποτε. Τα περιουσιακά στοιχεία λαμβάνονται με την λογιστική τους αξία η οποία κατά κανόνα απέχει ουσιωδώς από την τρέχουσα αξία τους και επιπλέον δεν λαμβάνει υπόψη την υπεραξία της επιχείρησης (goodwill). Για αυτό καμία επιχείρηση δεν αγοράσθηκε ή πουλήθηκε σε αξία ίση με την ΛΚΘ>> Ε. Σακκέλης (2001).

2.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μεθόδου καθαρής περιουσιακής θέσης είναι τα παρακάτω:

Πλεονεκτήματα

- Δεν χρειάζεται την πραγματοποίηση πολλών παραδοχών και υποθέσεων.
- Ο μελετητής δεν χρειάζεται πολλές πληροφορίες. Οι περισσότερες είναι διαθέσιμες από τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης και από τις σημειώσεις που έχει κάνει ο ορκωτός ελεγκτής.
- Είναι περισσότερο κατανοητή στους αναγνώστες γιατί στηρίζεται αποκλειστικά στην λογιστική.
- Η εξαγωγή του αποτελέσματος γίνεται γρήγορα.

Μειονεκτήματα

- Δεν λαμβάνει υπόψη σημαντικές πτυχές της διαδικασίας παραγωγής της αξίας.
- Λαμβάνει υπόψη τα συνολικά κεφάλαια και όχι τα απασχολούμενα. Έτσι στην αποτίμηση των στοιχείων συνυπολογίζονται και τα στοιχεία τα οποία είναι αδρανή.
- Δεν περιλαμβάνει οικονομικά και λογιστικά δεδομένα που επηρεάζουν σημαντικά της αξία της επιχείρησης.
- Δεν μπορεί να συμπεριλάβει τον παραγωγικό πόρο της επιχειρηματικότητας στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.
- Στηρίζεται μόνο σε μία λογιστική κατάσταση.
- Ο ισολογισμός μπορεί να έχει πολλές αλλοιώσεις λόγω του φορολογικού, του εμπορικού δικαίου ή λόγω των ιδιαίτερων λογιστικών πολιτικών και αρχών που χρησιμοποιεί η επιχείρηση.
- Είναι στατική μέθοδος διότι δεν μπορεί να συμπεριλάβει κύρια χαρακτηριστικά γνωρίσματα της επιχείρησης όπως οι δυνάμεις-αδυναμίες και οι ευκαιρίες-απειλές που υπάρχουν στο οικονομικό περιβάλλον της. Έτσι δεν μπορεί να αποδώσει την πραγματική δυναμική της.

2.3 Η επίδραση των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικών Αναφορών

Η μέθοδος καθαρής περιουσιακής θέσης είναι μία από τις πιο απλές. Κύριο χαρακτηριστικό της είναι το γεγονός ότι θεωρεί την αξία της εταιρίας ίση με την καθαρή περιουσιακή της θέση και με αυτόν τον τρόπο κάνει τον ισολογισμό της εταιρίας να είναι το σημαντικότερο στοιχείο για τον υπολογισμό και όχι τις άλλες λογιστικές καταστάσεις. Η διαφορά που υπάρχει σήμερα σε σχέση με τα παλαιότερα χρόνια είναι ότι με την εισαγωγή των νέων διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικών αναφορών (ΔΠΧΑ) ο υπολογισμός των στοιχείων του ισολογισμού στηρίζεται στον έλεγχο των στοιχείων και όχι στην ιδιοκτησία των στοιχείων. Το να γνωρίζουμε ποιος ελέγχει τα στοιχεία αυτά είναι δυσκολότερο σαν διαδικασία από το να γνωρίζουμε απλά ποιος είναι ο ιδιοκτήτης τους. Ο μελετητής ή ο ορκωτός ελεγκτής θα πρέπει να εντοπίσουν ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (π.χ. αυτοκίνητα, φορτηγά, κλπ.) δεν χρησιμοποιούνται από την ίδια την επιχείρηση αλλά έχουν δοθεί σε άλλες επιχειρήσεις ή πρόσωπα για χρήση και αντιθέτως θα πρέπει να

εντοπίσει ποια περιουσιακά στοιχεία άλλων επιχειρήσεων ή προσώπων χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση.

Η διαφορά αυτή αλλάζει σημαντικά τα στοιχεία που πρέπει να υπολογισθούν με συνέπεια να πρέπει να ελέγχεται ο τρόπος με τον οποίο καταχωρούνται και υπολογίζονται τα στοιχεία αυτά ένα προς ένα. Μεγάλη σημασία πρέπει να δοθεί στην ανάγνωση, την επεξεργασία και την ανάλυση των αποφάσεων του Δ.Σ, των συμμετοχών και των στοιχείων που χρησιμοποιεί η εταιρία. Η διαφορά στην αναγνώριση και επιμέτρηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού σημαίνει ότι το άτομο που θα κάνει την αποτίμηση θα πρέπει να ελέγξει όλη την λογιστική διαδικασία καταχώρησης και χάραξης της λογιστικής πολιτικής και αρχών της επιχείρησης.

2.4 Εκτίμηση των στοιχείων Ενεργητικού – Παθητικού

Σύμφωνα με όσα αναφέρθηκαν παραπάνω πρέπει να γίνει μία ανάλυση των στοιχείων του ενεργητικού και του τρόπου με τον οποίο ο αναλυτής τα εκτιμάει. Βασικό στοιχείο της εκτίμησης είναι το γεγονός ότι οι τιμές που θα επιλεχθούν θα πρέπει να προσεγγίζουν την αξία που ο αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει για το κάθε στοιχείο ξεχωριστά.

Ο υπολογισμός των ίδιων κεφαλαίων μέσα από το πλαίσιο της λογιστικής πρακτικής, του ΓΛΣ-ΚΒΣ, του φορολογικού και εμπορικού δικαίου δεν μπορεί να θεωρήσει ότι μπορούν να ταυτιστούν με την περιουσιακή θέση της εταιρίας. Για τον λόγο αυτό επιβάλλεται η επανεκτίμησή τους, για να μπορέσει ο αναλυτής να εκτιμήσει την πραγματική περιουσιακή θέση της εταιρίας και να αναλύσει σε βάθος όλους τους λογαριασμούς που ανήκουν στον ισολογισμό. Η ανάλυση αυτή οδηγεί σε τελείως διαφορετικό λογιστικό χειρισμό του κάθε λογαριασμού. Πριν την ανάλυση όμως πρέπει να γίνει εκτίμηση :

1. Της κερδοφορίας της επιχείρησης.
2. Της ικανότητάς της να μετατρέπει τις ευκαιρίες σε κερδοφόρες δραστηριότητες.
3. Της ικανότητάς της να ενεργοποιεί το σύνολο των πόρων και των κεφαλαίων της για την επίτευξη των στόχων της.
4. Της δυνατότητας της να εκμεταλλεύεται το παραγωγικό δυναμικό της.

Καθώς και απαλοιφή της βασικής λογιστικής αρχής του ιστορικού κόστους και η αντικατάστασή της από την αρχή του κόστους αντικατάστασης ή της καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας.

Μεγάλη έμφαση δίνεται στο ενεργητικό αλλά και στο παθητικό. Είναι γνωστά τα προβλήματα (νομικά, φορολογικά) που προκύπτουν μετά την εξαγορά μόνο του ενεργητικού μιας εταιρίας. Επίσης υπάρχει μεγάλη πιθανότητα οι υποχρεώσεις της εταιρίας να έχουν υπερτιμηθεί ή να έχουν υποτιμηθεί ή και να μην έχουν συμπεριληφθεί εξ ολοκλήρου.

2.5 Οι επιπτώσεις της αναπτυξιακής πολιτικής

Η επίδραση της κυβερνητικής αναπτυξιακής πολιτικής μέσω των αναπτυξιακών νόμων και ρυθμίσεων αναφέρεται σε τρία μέρη:

- I. Των αφορολόγητων αποθεματικών
- II. Των επιδοτήσεων της αγοράς παγίων στοιχείων του ενεργητικού
- III. Των αυξημένων αποσβέσεων

Τα αφορολόγητα αποθεματικά μειώνουν αρκετά τους φόρους που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση για την τρέχουσα περίοδο ή και για τις αμέσως επόμενες αλλά αυξάνει τον φόρο στις επόμενες οικονομικές χρήσεις. Ο αναλυτής πρέπει να αναγνωρίσει όποιες υποχρεώσεις αναβαλλόμενου φόρου υπάρχουν κατά την διαδικασία σχηματισμού των προβλεπόμενων ισολογισμών και κατά τη διαδικασία διόρθωσης του ισολογισμού της επιχείρησης.

Οι επιδοτήσεις αλλοιώνουν την αξία των στοιχείων του ενεργητικού γιατί μειώνουν τις ετήσιες αποσβέσεις και αυξάνουν τα πραγματικά μη αποσβεσμένα πάγια στοιχεία του ενεργητικού και τα ίδια κεφάλαια. Οι επιδοτήσεις για επενδύσεις δεν αυξάνουν τα έσοδα, μειώνουν την αποσβεστέα αξία των παγίων στοιχείων και αυξάνουν τα αποθεματικά κεφάλαια της επιχείρησης [Αποσβέσεις = (κόστος κτήσης – επιδοτήσεις)* συντελεστή απόσβεσης]. Αλλοιώνεται η αρχή της αποτίμησης με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή των παγίων στοιχείων του ενεργητικού. Σε αυτήν την περίπτωση ο αναλυτής πρέπει να δώσει σημασία στο κόστος αντικατάστασης των συγκεκριμένων παγίων στοιχείων ενεργητικού και όχι στην προσαρμογή του ιστορικού κόστους κτήσης τους, όπως αυτό αναγράφεται στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Οι αυξημένες αποσβέσεις αλλοιώνουν σε μεγάλο βαθμό τον σχηματισμό των καθαρών παγίων στην τρέχουσα οικονομική χρήση και την φορολογία στις επόμενες χρήσεις. Και σε αυτήν την περίπτωση ο αναλυτής πρέπει να κάνει τις διορθώσεις και τις προβλέψεις που χρειάζονται αλλά επίσης θα πρέπει να γίνει ο υπολογισμός τους με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή των παγίων και όχι με βάση το φορολογικό και ρυθμιστικό δίκαιο.

2.6 Φορολογικές επιπτώσεις

Στην παραπάνω παράγραφο αναφέρθηκαν κάποιες από τις επιπτώσεις της φορολογίας μέσω της αναπτυξιακής πολιτικής. Έχουμε όμως και άλλες επιπτώσεις που δεν μπορούμε να τις εντάξουμε στην αναπτυξιακή πολιτική και είναι αποτέλεσμα της φορολογικής πολιτικής κάθε χώρας. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι παρακάτω:

- I. Οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται με βάση το ΚΒΣ, το ΕΓΛΣ, τον Ν. 2190/1920 και τις διατάξεις του φορολογικού νόμου. Το γεγονός αυτό αλλοιώνει αρκετά την διαμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων. Στο εξωτερικό οι επιχειρήσεις συντάσσουν δύο είδη λογιστικών καταστάσεων, τις φορολογικές και τις λογιστικές – οικονομικές. Η αλλοίωση γίνεται σε όλες τις

βασικές κατηγορίες λογαριασμών του ισολογισμού καθώς και στα αποτελέσματα χρήσεως.

- II. Δεν προβλέπεται ο σχηματισμός προβλέψεων για πιθανές υποχρεώσεις(απαιτήσεις πελατών,υπαλλήλων) και κινδύνους.
- III. Τέλος άμεση επίπτωση της φορολογικής πολιτικής είναι ότι οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες τις περισσότερες φορές απαγορεύονται και σε πολύ λίγες περιπτώσεις που επιτρέπονται δεν είναι στηριζόμενες στην οικονομική λογική αλλά στην θέληση της εκάστης κυβέρνησης.

Η φορολογική νομοθεσία έχει την τάση να μειώνει τα έξοδα μιας επιχείρησης και να αυξάνει τα έσοδά της, με αποτέλεσμα να αυξάνονται οι φορολογικές υποχρεώσεις των επιχειρήσεων.

2.7 Εφαρμογή της μεθόδου κατά την εκκαθάριση

Μία επιχείρηση υπό καθεστώς εκκαθάρισης ή που έχει κάνει διακοπή λειτουργίας δεν μπορεί να εκτιμηθεί σαν μία κανονική επιχείρηση που λειτουργεί και για την οποία ισχύει η αρχή της συνέχειας. Χρειάζεται η υιοθέτηση ειδικών κανόνων αποτίμησης για τις κατηγορίες λογαριασμών του ενεργητικού. Σημαντικοί παράγοντες που περιορίζουν σε αυτές τις περιπτώσεις είναι το γεγονός ότι ο χρόνος για την διεκπεραίωση των απαραίτητων διαδικασιών από το νόμο είναι μικρός και οι πιέσεις που ασκούν τα ενδιαφερόμενα μέρη μεγάλες.

Στη συνέχεια θα δούμε τρόπους προσέγγισης διάφορων λογαριασμών του ισολογισμού κάτω από αυτές τις συνθήκες.

- Τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού είναι τα λιγότερα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του. Έτσι παράλληλα με το δεδομένο της ανάγκης για άμεση ρευστοποίηση η αποτίμησή τους γίνεται σε χαμηλότερες τιμές από τις τιμές του ιστορικού κόστους κτήσης. Οι τιμές αυτές είναι οι τιμές ρευστοποίησης και αποτελούν το προϊόν της εκτέλεσης της αποτίμησης υπό συνθήκες που αλλοιώνουν το περιβάλλον έκφρασης του νόμου της αξίας.
- Τα αποθέματα συνήθως κατά τη διάρκεια της αποτίμησης εκτιμώνται σε μικρότερες τιμές από τι του ιστορικού κόστους κτήσης ή παραγωγής. Αυτό οφείλεται στο γεγονός πως συνήθως οι αγοραστές επιθυμούν να έχουν επιπρόσθετες συνοδευτικές υπηρεσίες, γραμμές πίστωσης, κλπ.
- Οι απαιτήσεις εισπράττονται μετά το πέρας κάποιων ημερών. Από τη στιγμή που η επιχείρηση είναι υπό εκκαθάριση ή διακόπτει τις λειτουργίες της, οι προμηθευτές της δεν επιθυμούν να πληρώσουν , εκτός εάν οι απαιτήσεις αυτές είναι άμεσα απαιτητές.
- Οι υποχρεώσεις προς το προσωπικό αποτιμώνται με βάση τη λογιστική τους αξία, γιατί με βάση το νόμο, οι απαιτήσεις των υπαλλήλων έρχονται δεύτερες σε προτεραιότητα μετά τις απαιτήσεις του δημοσίου.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται φανερό ότι μία επιχείρηση που τελεί υπό εκκαθάριση ή έχει διακόψει τη λειτουργία της θα αποτιμηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα απο ότι αν λειτουργούσε κανονικά.

2.8 Υποθέσεις και δεδομένα που στηρίζεται η μέθοδος

2.8.1 Μέθοδος Υπολογισμού Καθαρής Θέσης

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η μέθοδος αυτή στηρίζεται αποκλειστικά στη χρηματοοικονομική κατάσταση του ισολογισμού της επιχείρησης. Η καθαρή θέση παρουσιάζεται πως προκύπτει στις παρακάτω περιπτώσεις:

1. $K\Theta = \Sigma E - \Pi P - \Upsilon \Pi$

Υπολειμματικό μέγεθος, μετά την αφαίρεση από το σύνολο του ενεργητικού των προβλέψεων και των υποχρεώσεων.

2. $K\Theta = (\Pi E - \text{MY}) + (K E - \text{BY})$

Το πρώτο αλγεβρικό άθροισμα δείχνει το κατά πόσο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού καλύπτονται από ξένα κεφάλαια.

Το δεύτερο αλγεβρικό άθροισμα δείχνει κατά πόσο το κυκλοφοριακό ενεργητικό καλύπτεται από βραχυπρόθεσμα ξένα κεφάλαια.

Τα δύο παραπάνω αποτελούν τη βασική πηγή χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού. Τα πάγια στοιχεία ενεργητικού χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα ξένα και ίδια κεφάλαια ενώ το κυκλοφοριακό ενεργητικό από βραχυπρόθεσμα ξένα και από ίδια κεφάλαια.

3. $K\Theta = \text{MK} + \text{AP} + \text{AX} + \text{AN}$

Η μέθοδος αυτή συγκεντρώνεται στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και περιορίζεται στον υπολογισμό μόνο του παθητικού.

Όπου:

$K\Theta$ = Καθαρή Θέση ή Ίδια Κεφάλαια

ΣE = Σύνολο Ενεργητικού

ΠP = Προβλέψεις

MY = Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

BY = Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

$\Upsilon \Pi$ = Συνολικές Υποχρεώσεις ($\text{MY} + \text{BY}$)

$K E$ = Κυκλοφοριακό Ενεργητικό

MK = Μετοχικό Κεφάλαιο

AP = Σύνολο Αποθεμάτων

AX = Αποτελέσματα Προηγούμενων ετών

AN = Αποτελέσματα Χρήσης εις νέο

Θα πρέπει να επισημανθεί ότι είναι πιθανή η περίπτωση να υπολογισθεί αρνητική καθαρή θέση. Να σημειωθεί ότι ο πρώτος και ο δεύτερος τρόπος ανταποκρίνονται πολύ καλύτερα για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

2.9 Βασικές λογιστικές αρχές και δομές

Η δομή του ισολογισμού στα ΔΠΧΑ μένει σχεδόν ίδια με την δομή που προτείνει το ΕΓΛΣ και ο ΚΒΣ. Οι μόνες κατηγορίες που δεν υπάρχουν είναι τα έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης καθώς και οι μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού και παθητικού. Οι διαφορές μεταξύ τους όμως παραμένουν τεράστιες. Από τις διαφορές που προκύπτουν εάν ο ισολογισμός έχει δημιουργηθεί με βάση το ΕΓΛΣ και τον ΚΒΣ οι αλλαγές που πρέπει να γίνουν για να κάνουμε συμβατές τις καταστάσεις και να απεικονίσουν την πραγματική και δίκαιη εικόνα είναι πολλές και απαιτούν την συμμετοχή ειδικών.

Βασική υπόθεση αποτελεί ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις διέπονται από τις βασικές λογιστικές αρχές και όχι από νομοθετικά πλαίσια όπως

- Αληθινή και δίκαιη παρουσίαση
- Βάση δεδουλευμένων εσόδων/εξόδων
- Βιωσιμότητα
- Σημαντικότητα
- Συνέπεια
- Συμψηφισμός
- Σύνεση
- Ουσία πάνω από τη νομική υπόσταση
- Συγκριτικές πληροφορίες

Παραβίαση έστω και μιας αρχής σημαίνει ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις στο σύνολό τους δεν μπορούν να θεωρηθούν αξιόπιστες από τον αναλυτή. Με αποτέλεσμα να πρέπει να αξιολογήσει πρώτα τις πρακτικές και πολιτικές που ακολουθεί η επιχείρηση και η οικονομική της διεύθυνση.

Ακόμα και αν από τη εντολή αποτίμησης δεν χρειάζεται να γίνει προσαρμογή στα ΔΠΧΑ είναι απαραίτητο να γίνουν πολλές προσαρμογές για τους εξής λόγους:

- i. Τα πάγια αποσβένονται με συγκεκριμένους συντελεστές ανά κατηγορία παγίων και όχι με την προσδοκώμενη οικονομική ζωή τους ή την αγοραία αξία τους. Επίσης η επανεκτίμηση της αξίας τους δεν γίνεται με βάση ένα σύστημα αλλά μόνο αν το προβλέπει ο νόμος. Αυτό το γεγονός μπορεί να προκαλέσει αύξηση ή μείωση των παγίων της εταιρίας.
- ii. Δεν υπάρχουν προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες με αποτέλεσμα η απεικόνιση των απαιτήσεων να μην αντανακλά στην πραγματικότητα.
- iii. Δεν γίνονται προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους ή υποχρεώσεις. Έτσι μειώνονται οι υποχρεώσεις και δημιουργείται ψευδή εικόνα για τον αναλυτή.
- iv. Πρέπει να ελεγχθεί η αγοραία αξία των αποθεμάτων της επιχείρησης και αν είναι μικρότερη να γίνουν οι απαραίτητες προσαρμογές στον ισολογισμό.

2.10 Εφαρμογή της Μεθόδου ΚΠΘ

Βασικό στάδιο της μεθόδου είναι η εγκαθίδρυση της αξιοπιστίας των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Για να γίνει αυτό ο αναλυτής έχει δύο εναλλακτικές μορφές της μεθόδου, στις οποίες πρέπει να λάβουμε υπόψη τους περιορισμούς και τις επιφυλάξεις σχετικά με την αξιοπιστία. Επίσης πρέπει η προσαρμογή και η αποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού να προκύψει με την χρήση των αξιών που είναι πραγματικές και τρέχουσες.

2.10.1 Η Πρώτη Εναλλακτική

Ο αναλυτής έχει την δυνατότητα αν θέλει να φτιάξει τον ισολογισμό μόνος του χρησιμοποιώντας τις πρωτογενείς πληροφορίες του λογιστηρίου. Όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού πρέπει να αποτιμηθούν και να αξιολογηθούν χωριστά. Πρέπει να ληφθεί υπόψη ο κλάδος, η δραστηριότητα, η σύνθεση της εταιρίας, τον κύκλο ζωής των παραγόμενων προϊόντων της, το στάδιο ανάπτυξης της και τις στρατηγικές και τακτικές που ακολουθεί. Ο τρόπος αυτός έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που θα αναφερθούν παρακάτω:

Πλεονεκτήματα

- Ο αναλυτής μπορεί να καταρτίσει ισολογισμούς που θα είναι σίγουροι για την ορθότητα και την ακρίβεια των δεδομένων που περιέχουν.
- Οι προσαρμογές γίνονται με βάση τα πρωτογενή στοιχεία και έτσι είναι πιο ακριβείς. Υπάρχει μεγαλύτερη ακρίβεια στους υπολογισμούς γιατί ο αναλυτής αξιολογεί και εκτιμάει κάθε συναλλαγή και κάθε συναλλασσόμενο με την εταιρία.
- Ο αναλυτής λαμβάνει υπόψη όλες τις αρχές της λογιστικής σε αντίθεση με την εταιρία και υπολογίζει προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και υποχρεώσεις.

Μειονεκτήματα

- Το κόστος είναι πολύ μεγάλο και πρέπει να ασχοληθούν πολλά άτομα για μεγάλο χρονικό διάστημα.
- Οι καταστάσεις που θα δημιουργηθούν μπορεί να αμφισβητηθούν από την εταιρία ή από κάποιον τρίτο.
- Χρειάζεται πολύς χρόνος για την διαδικασία. Η καθυστέρηση έχει ως αποτέλεσμα η μελέτη και τα συμπεράσματά της να μην έχουν την απαραίτητη συγκρισιμότητα και σημαντικότητα. Η επιχείρηση είναι σαν ένας ζωντανός οργανισμός, έτσι η χρονική απομάκρυνση από το χρονικό σημείο σύγκρισης αλλοιώνει τα στοιχεία της μελέτης ώστε αυτά να χάνουν την αξία τους.

Ύστερα ο αναλυτής πρέπει να εφαρμόσει την εξίσωση υπολογισμού των ιδίων κεφαλαίων.

2.10.2 Η δεύτερη Εναλλακτική

Σε περίπτωση που δεν υπάρχει η δυνατότητα της πρώτης εναλλακτικής, ο μελετητής μπορεί να τροποποιήσει και να διορθώσει τον ισολογισμό που έχει κατατεθεί για δημοσίευση από την οικονομική διεύθυνση για να υπολογίσει την αξία των ιδίων κεφαλαίων της.

Το μεγάλο πλεονέκτημα αυτής της εναλλακτικής είναι πως μπορεί να γίνει και από άτομα που δεν είναι ειδικοί στην αποτίμηση. Το άτομο που την μελετάει μπορεί να κάνει τις προσαρμογές που διέκρινε ο ορκωτός ελεγκτής και έτσι να δημιουργηθεί ο τροποποιημένος ισολογισμός βάσει του οποίου θα υπολογισθούν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Επίσης η εναλλακτική αυτή δεν χρειάζεται πολύ χρόνο για να εκτελεσθεί και δεν έχει μεγάλο κόστος διεκπαιρέωσης. Βέβαια δίνει μεγάλο βάρος στο ότι η πλειοψηφία των στοιχείων που παρουσιάζονται στον ισολογισμό που έχει κατατεθεί από την οικονομική διεύθυνση για δημοσίευση είναι αξιόπιστα, αληθή και παρουσιάζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης. Η υπόθεση αυτή είναι και μεγάλο μειονέκτημα καθώς τα στοιχεία αυτά μπορεί να μην είναι αξιόπιστα και να μην παρουσιάζουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

Το δεύτερο μειονέκτημα αυτής της εναλλακτικής είναι ότι ο μελετητής δεν μπορεί να ελέγξει σε βάθος την διαδικασία σύνταξης του ισολογισμού μέσω της δικής του επεξεργασίας των πρωτογενών δεδομένων. Ευτυχώς το μειονέκτημα αυτό περιορίζεται αρκετά με την κατάθεση και τον έλεγχο του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή.

Η προσαρμογή του ισολογισμού είναι η συχνότερη μέθοδος που χρησιμοποιείται από τους μελετητές. Τα πλεονεκτήματά της την κάνουν πολύ χρησιμότερη για αυτούς με την προϋπόθεση της πιστής εφαρμογής της μεθοδολογίας προσαρμογής των ισολογισμών και του ελέγχου του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή.

2.11 Σύγκριση

Εφόσον έχουμε τελειώσει με τον υπολογισμό της αξίας των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης χρειάζεται να γίνει σύγκριση με αντίστοιχες επιχειρήσεις. Η σύγκριση αυτή για να έχει αξία πρέπει να γίνει με επιχειρήσεις που έχουν περίπου τα ίδια χαρακτηριστικά, ανήκουν στον ίδιο κλάδο με αυτήν και παράγουν τα ίδια προϊόντα. Επιπρόσθετα η σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις θα οδηγήσει τον μελετητή στην εξαγωγή καλύτερων συμπερασμάτων. Αν υπάρχουν διαφορές μεταξύ των επιχειρήσεων πρέπει να αναφερθούν, ώστε αυτός που χρησιμοποιεί την μελέτη να μπορεί να εξάγει τα δικά του συμπεράσματα. Τέλος ο μελετητής πρέπει να αναφέρει τις παρεκκλίσεις που έχει παρατηρήσει από τις βασικές αρχές λογιστικής παρακολούθησης ή πιθανές προσπάθειες για παρέκκλιση εάν αυτές υπάρχουν.

2.12 Συμπεράσματα

Τα συμπεράσματα πρέπει να στηρίζονται στις πληροφορίες που έχουν παραχθεί από την κατάρτιση ή την προσαρμογή του ισολογισμού και την σύγκριση των ιδίων κεφαλαίων με αυτά μιας άλλης επιχείρησης του ίδιου κλάδου.

Χρειάζεται να γίνει σαφές ότι η επιχείρηση δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι μόνο το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της ή η τρέχουσα αξία της περιουσίας της αλλά είναι και όλο το ανθρώπινο δυναμικό της, η οργάνωσή της, η θέση της στην αγορά, το πελατολόγιό της, το κεφάλαιο γνώσεων που διαθέτει, τα ανταγωνιστικά και συγκριτικά πλεονεκτήματά της καθώς και η ηγεσία της. Για το λόγο αυτό οι πλειονότητα των μελετητών πέρα από το ποσό που υπολογίζουν από τη διόρθωση του ισολογισμού προσθέτουν και ένα premium, για να συμπεριλάβουν και όλους τους παραπάνω παράγοντες που αναφέρθηκαν στην ανάλυση και εκτίμηση τους.

3 ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

3.1 Γενικά

Τις τελευταίες δεκαετίες ολοένα και περισσότεροι αναλυτές – μελετητές και επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις ταμειακές ροές ως το κύριο εργαλείο μέτρησης για την απόδοση και την αξία της επιχείρησης.

3.1.1 Παραδοχές

Οι μέθοδοι των ταμειακών ροών στηρίζονται στις εξής παραδοχές:

- Επιχείρηση δεν είναι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού, αλλά και οι άλλοι παραγωγικοί συντελεστές. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.
- Η επιχείρηση αξίζει όσο αξίζουν οι προεξοφλημένες καθαρές ταμειακές ροές (πλεονάσματα).
- Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών δίνουν καλύτερες ποιοτικά πληροφορίες (ιδιαίτερα εάν υπάρχει μεγάλη χρονοσειρά) από τις υπόλοιπες. Ιδιαίτερα για τον μέτοχο, όπως αναφέρεται και παρακάτω, η κατάσταση των ταμειακών ροών είναι αποκαλυπτική (για τον έλεγχο της καλής διοίκησης, για την εξασφάλιση της βεβαιότητας ότι θα έχει εισόδημα (μερίσματα) από την εταιρία, για την εξασφάλιση ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξηθεί και στο μέλλον, κ.ο.κ.).
- Είναι δυνατός ο υπολογισμός ενός ή περισσότερων ή συνδυασμών συντελεστών προεξόφλησης.
- Είναι δυνατή η πρόβλεψη των ταμειακών ροών με την προβολή και εκτίμηση των λογιστικών και οικονομικών γεγονότων στο μέλλον με βάση συγκεκριμένες και σωστά ορισμένες υποθέσεις.

3.1.2 Ωφέλειες από την χρήση των καταστάσεων ταμειακών ροών και λόγου ισοθέτησης τους ως μέσο αποτίμησης

Κάποιες κατηγορίες ενδιαφερομένων μερών δεν τους απασχολεί δραστηριότητα της επιχείρησης, η τεχνολογία που χρησιμοποιεί, ή αν η επιχείρηση έχει πολλά ή λίγα υλικά και άυλα στοιχεία ενεργητικού, ούτε εάν η καθαρή περιουσιακή θέση είναι μεγάλη ή μικρή, ούτε η υπερπρόσδοος ή χρηματιστηριακή αξία της μετοχής. Το μοναδικό που τους απασχολεί είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να «παράγει» χρήματα. Ο παράγοντας αυτός θεωρείται ότι είναι ο κρισιμότερος για την αποκοπή μερίσματος, για την εξασφάλιση της αξίας της επιχείρησης, αλλά είναι και ένας κάλος κοινός παρονομαστής σύγκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ τους.

Οι καταστάσεις των ταμειακών ροών αποκαλύπτουν εάν:

- Οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης (επενδυτικές, χρηματοδοτικές και λειτουργικές δραστηριότητες της) δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή.
- Οι λειτουργικές δραστηριότητες της δημιουργούν θετική ή όχι ταμειακή ροή.
- Τον τρόπο ανεύρεσης (πηγή) των κεφαλαίων για την χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της (δανεισμός, ιδιά κεφάλαια, έκδοση τίτλων, κ.α.).
- Τις χρήσεις των κεφαλαίων.

Η αυξημένη ζήτηση για τις καταστάσεις των ταμειακών ροών στο εξωτερικό (κυρίως στις αναπτυσσόμενες οικονομικά χώρες που εφαρμόζουν το αγγλοσαξονικό μοντέλο διοίκησης και οργάνωσης των επιχειρήσεων) προκύπτει από το γεγονός ότι μέσω των καταστάσεων οι χρήστες μπορούν να αξιολογήσουν την ικανότητα της να:

- Ρευστοποιεί τα κέρδη της
- Πληρώνει τα μερίσματα
- Χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις που παράγουν επιπρόσθετες ταμειακές ροές και κέρδη
- Εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της
- Συνεχίζει τις λειτουργικές της δραστηριότητες

Ένα μεγάλο πλεονέκτημα των ταμειακών ροών είναι ότι μπορούν να αποκαλύψουν την ροή των μετρητών εντός της επιχείρησης καθώς και το γεγονός ότι οι ταμειακές ροές μπορούν να κατασκευάσουν ένα συγκριτικό εργαλείο μεταξύ επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν διαφορετικές λογιστικές πολιτικές. Ακόμη με βάση τις ταμειακές ροές μπορεί ο χρήστης να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει την φερεγγυότητα της και τέλος την ικανότητα της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντος της και της αγοράς.

Η ανάγνωση των αποτελεσμάτων μελέτης των ταμειακών ροών αναδεικνύει και την αξία τους ως μέσου τόσο για τους εσωτερικούς χρήστες, όσο και για τους εξωτερικούς. Από την ανάλυση του τρόπου «δημιουργίας» των μετρητών ή των ισοδύναμων τους, αλλά και του τρόπου χρήσης τους μπορεί ο μελετητής της επιχείρησης να προσδιορίσει με σχετική ακρίβεια τους λόγους που οδήγησαν την εταιρεία στην παρούσα χρηματοοικονομική κατάστασή της και συνεπώς μπορούν να αξιολογηθούν οι παράγοντες που οδηγούν στην παραγωγή κερδών που αναφέρθηκαν παραπάνω και τέλος, με την σειρά τους, να προσδιορισθεί η αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα των άλλων συντελεστών παραγωγής που δεν μπορούν να απεικονισθούν στις λογιστικές καταστάσεις (ανθρώπινο δυναμικό – επιχειρηματικότητα, τρόπος οργάνωσης, κλπ.).

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η μέθοδος της καθαρής περιουσίας – θέσης δεν μπορεί να θεωρηθεί ως αξιόπιστη σε πολλές περιπτώσεις (αφού δεν λαμβάνει υπόψη μηχανισμούς και παράγοντες παραγωγής αξίας για την ίδια την επιχείρηση και επίσης παρουσιάζει χρονική υστέρηση στην απεικόνιση των οικονομικών αποτελεσμάτων της δραστηριότητας της στα ίδια κεφάλαια της). Μία σημαντική, επίσης διαφορά είναι το γεγονός ότι η μέθοδος της καθαρής περιουσίας στηρίζεται σε δεδομένα του παρελθόντος και του παρόντος, ενώ η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμειακών ροών στηρίζεται σε υποθέσεις, εικασίες, προβλέψεις και εκτιμήσεις.

3.1.3 Γιατί ταμειακές ροές;

Για ορισμένες κατηγορίες ορισμένων μερών (στελέχη επιχειρήσεων, μετόχους, επενδυτές, κλπ.) τα σημαντικότερα μέτρα αποτίμησης είναι 4, τα λογιστικά κέρδη, οι ταμειακές ροές, τα μερίσματα και η χρηματιστηριακή τιμή. Από αυτά τα δύο τελευταία έχουν ορισμένες ιδιαιτερότητες.

Τα μερίσματα εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και τις ταμειακές ροές, άλλα εξαρτώνται και από την στρατηγική της επιχείρησης (businessplan), την πολιτική μερισμάτων που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση, την διαπραγματευτική δύναμη των μετόχων, κ.α., δηλαδή από παράγοντες που δεν έχουν άμεση σχέση με την αξία της επιχείρησης.

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει το μειονέκτημα ότι μπορεί να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, ανάλογα με τις προσδοκίες των κερδοσκόπων. Επιπλέον δεν είναι όλες οι εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Έτσι από τα 4 σημαντικότερα μέτρα σύγκρισης και αποτίμησης παραμένουν τα δύο πρώτα.

Μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη και να μην παράγει ταμειακές ροές και το αντίθετο. Το παράδοξο αυτό συμβαίνει συχνά. Πολλές εταιρίες μπορεί να «παράγουν» κέρδη χωρίς να έχουν αυξημένες λειτουργικές ταμειακές ροές (π.χ. από επιδοτήσεις, μειώσεις – επιστροφές φόρου, πωλήσεις παγίων στοιχείων, κέρδη από μετοχικούς τίτλους, κλπ.), όπως επίσης πολλές επιχειρήσεις που έχουν αυξημένες ταμειακές ροές μπορεί να μην εμφανίζουν λογιστικά κέρδη (π.χ. λόγω αυξημένων αποσβέσεων, αύξησης των αποθεμάτων, μείωση των υποχρεώσεων, αύξηση των φόρων, καταστροφές, συναλλαγματικές διαφορές κλπ.)

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την «παραγωγή» κερδών είναι:

- Η καλή οικονομική διαχείριση (διαχείριση διαθεσίμων)
- Οι αυξημένες πωλήσεις
- Η επενδυτική πολιτική (διαχείριση επενδύσεων)
- Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την «παραγωγή» ελεύθερων (ή αδέσμευτων) ταμειακών ροών είναι:

- Η διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.
- Η πιστωτική πολιτική και η δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις σε ταμειακή ροή.
- Η επενδυτική πολιτική (διαχείριση επενδύσεων)
- Η πολιτική αποσβέσεων
- Η φορολογία
- Το κόστος χρήματος

Τελικά τι είναι σημαντικότερο για την ίδια την επιχείρηση και όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη ή τα πρόσωπα που έχουν αναλάβει κάποιο κίνδυνο από την σχέση τους με την επιχείρηση; Οι ταμειακές ροές ή τα λογιστικά κέρδη; Οι υπέρμαχοι των ταμειακών ροών θεωρούν ότι τα λογιστικά κέρδη δεν μπορούν να αποδώσουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης διότι οι λογιστές έχουν την τάση να αλλοιώνουν την τάση να αλλοιώνουν την οικονομική κατάσταση με οικονομικά μεγέθη που αφορούν την δυνατότητα της επιχείρησης να παράγει αξία. Είναι γνωστό ότι μεγάλες επιχειρήσεις που παρήγαγαν υψηλά κέρδη δεν επιβίωσαν γιατί δεν μπορούσαν να μετατρέψουν τα κέρδη σε μετρητά. Οι υπέρμαχοι των λογιστικών κερδών τονίζουν το γεγονός ότι οι αυξημένες ταμειακές ροές δεν σημαίνει και υγιής επιχείρηση ή επιχείρηση με αυξημένη αξία για τον επενδυτή.

Η απάντηση είναι και τα δύο γιατί ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζονται θα πρέπει να τύχει μελέτης, έτσι ώστε να προσδιορισθεί με ακρίβεια η μέθοδος παραγωγής αξίας για την ίδια την επιχείρηση, αλλά και γιατί μακροχρόνια τείνουν τα δύο αυτά οικονομικά μεγέθη να εξομοιωθούν (για αυτό κατά την διαδικασία υπολογισμού της αξίας με βάση τις ταμειακές ροές προτείνονται δυο χρονικά διαστήματα, το βραχυχρόνιο όπου υπάρχουν σημαντικές διαφορές από τα λογιστικά κέρδη και το μακροχρόνιο όπου η κατάσταση θεωρείται ότι θα είναι σχετικά σταθερή και τα λογιστικά κέρδη θα είναι τα ίδια περίπου με τις ταμειακές ροές).

Ένας ορισμός των λογιστικών κερδών είναι ότι τα κέρδη προκύπτουν από την καθαρή αύξηση των στοιχείων ενεργητικού από μια χρονική στιγμή σε μια άλλη. Η αύξηση αυτή μπορεί να μετουσιωθεί (χρήσεις ταμειακών ροών) σε μετρητά ή να δεσμευθεί σε άλλα στοιχεία ενεργητικού (αγορά άυλων στοιχείων ενεργητικού, αύξηση του λογαριασμού πελατών – χρεωστών, αύξηση των αποθεμάτων, μείωση των υποχρεώσεων).

Το βασικότερο στοιχείο είναι ότι μια επιχείρηση που έχει την ικανότητα να αυξάνει τις ταμειακές της ροές και να τις κρατά σε υψηλά επίπεδα χρόνο με το χρόνο έχει μεγάλες πιθανότητες να παράγει και αυξημένα κέρδη, π.χ. μια επιχείρηση που έχει πετύχει να δημιουργήσει ένα σημαντικό χαρτοφυλάκιο προϊόντων με μεγάλο περιθώριο κέρδους, αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων και αριθμοδείκτη ξένων προς ιδίων μικρό είναι σχεδόν σίγουρο ότι η αξία της θα είναι μεγαλύτερη από την καθαρή της θέση. Έτσι υπάρχει υψηλή συσχέτιση (και μάλιστα θετική) μεταξύ των λογιστικών κερδών και των ταμειακών ροών.

Οι βασικές διαφορές μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμειακών ροών είναι οι εξής:

Υπάρχει χρονική υστέρηση μεταξύ της αναγνώρισης του εσόδου – εξόδου και της αντίστοιχης ταμειακής ροής της συναλλαγής. Με βάση τα ΔΠΧΑ η χρονική υστέρηση αυτή είναι πηγή κόστους χρήματος (στην περίπτωση π.χ. της χρονικής υστέρησης για την είσπραξη μιας απαιτήσεως από πώληση θα πρέπει να αναγνωρισθεί το χρηματοοικονομικό κόστος (τόκος) για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα γιατί στην ουσία η επιχείρηση δανείζει χρήματα στους πελάτες της). Το «σφάλμα» της αναγνώρισης του εσόδου – εξόδου με την πώληση ή την τιμολόγηση δημιουργεί αυτό το χρονικό κενό.

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (επενδυτικές δραστηριότητες) με βάση τον λογιστικό χειρισμό τους αποσβένονται στην πορεία του χρόνου και με αυτό τον τρόπο αναγνωρίζονται στα αποτελέσματα χρήσης και επηρεάζουν τα λογιστικά κέρδη. Το πρόβλημα είναι ότι η επιχείρηση μπορεί να καταβάλλει τα χρήματα άμεσα και να αποσβένει το συγκεκριμένο πάγιο για 5, 10 ή και 50 έτη. Με αυτό τον τρόπο αποσυνδέεται η ταμειακή ροή με τα λογιστικά κέρδη και ως αποτέλεσμα εμφανίζονται μεγαλύτερα κέρδη. Έτσι, ενώ τα λογιστικά κέρδη απεικονίζονται απαλλαγμένα από τις αποσβέσεις, οι ταμειακές ροές υπολογίζονται απαλλαγμένες των κεφαλαιουχικών δαπανών.

Παρόλο την υψηλή συσχέτιση οι περισσότεροι μελετητές προτιμούν τις ταμειακές ροές ως περισσότερο αξιόπιστο μετρώ σύγκρισης και αποτίμησης γιατί:

- Είναι δυσκολότερο να γίνει δημιουργική λογιστική στην κατάσταση των ταμειακών ροών
- Δεν υπάρχουν οι στρεβλώσεις από την φορολογία, τις αποσβέσεις, αποτίμηση αποθεμάτων, κλπ.
- Δίνουν περισσότερες πληροφορίες.
- Είναι περισσότερο κατανοητό ως μετρώ αποτίμησης
- Είναι καλύτερα εστιασμένη η κατάσταση των ταμειακών ροών στους στόχους των περισσότερων ενδιαφερομένων μερών.

Είναι ενδεικτικό της σημασίας που δίνουν οι αναλυτές – μελετητές και οι μέτοχοι στις ταμειακές ροές ότι μία αναγγελία υψηλών λογιστικών κερδών δεν θα έχει τον ίδιο αντίκτυπο με την αναγγελία υψηλών ταμειακών ροών

3.2 Ορισμοί

Για την καλύτερη κατανόηση όσων θα αναλυθούν παρακάτω θα πρέπει να αναφερθούν οι ορισμοί των οικονομικών εννοιών που θα χρησιμοποιηθούν.

Έτσι,

- **Μετρητά** είναι το ποσό των χρήματων που βρίσκονται στο ταμείο της επιχείρησης και οι καταθέσεις που μπορούν να είναι διαθέσιμα σε πρώτη ζήτηση.
- **Αντίστοιχα - Ισοδύναμα μετρητών ή ταμειακά ισοδύναμα** είναι οι βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, υψηλής ρευστότητας, που είναι άμεσα μετατρέψιμες σε συγκεκριμένα ποσά ταμειακών διαθέσιμων και οι οποίες υπόκεινται σε ασήμαντο κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους. Δεν συμπεριλαμβάνονται οι επενδύσεις σε μετοχές, εκτός αν κατ' ουσία θεωρούνται ταμειακά ισοδύναμα, όπως π.χ. προνομίου χρεομετοχές οι οποίες αγοράστηκαν για μικρό χρονικό διάστημα πριν από την ημερομηνία λήξεως τους και πρόκειται να μετατραπούν σε ταμειακά διαθέσιμα. Τα ταμειακά ισοδύναμα θεωρούνται διαθέσιμα, ώστε η ρευστότητα των επιχειρήσεων οι οποίες εκμεταλλεύονται αποδοτικά τα διαθέσιμα τους να παρουσιάζεται ικανοποιητική, όπως στην πραγματικότητα είναι.
- **Ταμειακές ροές** είναι οι εισροές και οι εκροές μετρητών και αντίστοιχων μετρητών.
- **Επιχειρηματικές (Λειτουργικές) δραστηριότητες** είναι οι δραστηριότητες της επιχείρησης που παράγουν το μεγαλύτερο μέρος των εσόδων, καθώς και άλλες δραστηριότητες που δεν εμπίπτουν στις επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες.
- **Επενδυτικές δραστηριότητες** είναι η απόκτηση και η εκποίηση μακροπρόθεσμων στοιχείων ενεργητικού και άλλων επενδύσεων που δεν συμπεριλαμβάνονται στα αντίστοιχα μετρητών.
- **Χρηματοδοτικές δραστηριότητες** είναι οι δραστηριότητες που μεταβάλλουν το μέγεθος και τη σύνθεση των ιδίων κεφαλαίων και του δανεισμού της επιχείρησης.
- **Ελεύθερες ή Αδέσμευτες Ταμειακές Ροές** είναι αυτές που είναι διαθέσιμες στην επιχείρηση, μετά την χρηματοδότηση των λειτουργιών – δραστηριοτήτων της, την χρηματοδότηση των επενδυτικών σχεδίων και αύξηση ή μείωση των δανειακών κεφαλαίων. Εάν ο ορισμός αυτός υιοθετηθεί ολόκληρος, τότε ονομάζονται **ελεύθερες μετοχικές ταμειακές ροές** γιατί εκφράζουν τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες στους μέτοχους, ενώ εάν αφαιρεθεί ή αυξηθεί ή η μείωση των δανειακών κεφαλαίων, τότε ονομάζονται **ελεύθερες ταμειακές ροές επενδεδυμένων κεφαλαίων**, γιατί είναι οι ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες σε όλους όσους έχουν επενδύσει στην επιχείρηση.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει από την ανάγνωση των παραπάνω ορισμών είναι το πρόβλημα του τι μπορεί να θεωρηθεί αντίστοιχο μετρητών. Τα δυο επιμέρους

προβλήματα είναι το πρόβλημα του τι θεωρείται βραχυπρόθεσμο και το δεύτερο είναι ο ορισμός/καθορισμός και επιμέτρηση του ρίσκου – κίνδυνου.

3.3 Παράδειγμα Ανάδειξης της Σημασίας των Ταμειακών Ροών

Έστω δυο επιχειρήσεις που παρουσιάζουν τα οικονομικά στοιχεία που εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα. Η επιχείρηση ΔΑΝΑΗ Α.Ε. είναι μια επιχείρηση που ο χρονικός ορίζοντας δραστηριοποίησης της είναι μεγάλος, ενώ η επιχείρηση ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε. είναι μια επιχείρηση που ο χρονικός ορίζοντας είναι μικρός.

Υπολογισμός των Κάθαρων Κερδών

	2004	2005	2006	2007	2008
ΔΑΝΑΗ Α.Ε.					
Πωλήσεις	2.000,00 €	2.100,00 €	2.300,00 €	2.600,00 €	3.000,00 €
Έξοδα	- 1.400,00 €	- 1.450	- 1.600,00 €	- 1.850,00 €	- 2.200,00 €
Αποσβέσεις	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €
Καθαρά Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων	250,00 €	300,00 €	350,00 €	400,00 €	450,00 €
ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε.					
Πωλήσεις	2.000,00 €	2.100,00 €	2.300,00 €	2.600,00 €	3.000,00 €
Έξοδα	- 1.400,00 €	- 1.450,00 €	- 1.600,00 €	- 1.850,00 €	- 2.200,00 €
Αποσβέσεις	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €	- 350,00 €
Καθαρά Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων	250,00 €	300,00 €	350,00 €	400,00 €	450,00 €

Στον παραπάνω πίνακα φαίνεται ότι τόσο η πρώτη εταιρία, όσο και η δεύτερη παρουσιάζουν τα ίδια καθαρά κέρδη. Ποια επομένως θα επιλέξει ο επενδυτής; Το πιο πιθανό είναι ότι ο επενδυτής θα είναι αδιάφορος για το ποια εταιρία θα

επιλέξει. Και οι δύο εταιρίες παρουσιάζουν τους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης κερδών και τα ίδια κέρδη σε απολυτούς αριθμούς. Παρόλα αυτά οι δύο εταιρίες παρουσιάζουν διαφορετική συμπεριφορά όσον αφορά τις ταμειακές τους ροές. Όπως φαίνεται και στον παρακάτω πίνακα και οι δύο επιχειρήσεις παρουσιάζουν το ίδιο αλγεβρικό άθροισμα καθαρών ταμειακών ροών, αλλά η επιχείρηση ΔΑΝΑΗ Α.Ε. κατά 23,64% μεγαλύτερη Καθαρά Παρούσα αξία από ότι η εταιρία ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε. Επιπρόσθετα, οι επενδυτές προτιμούν να απολαμβάνουν άμεσα και γρηγορά καθαρές ταμειακές ροές.

Υπολογισμός ταμειακών ροών

	2004	2005	2006	2007	2008	ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΑ
ΔΑΝΑΗ Α.Ε.						
Καθαρά Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων	250,00 €	300,00 €	350,00 €	400,00 €	450,00 €	1.750,00 €
Αποσβέσεις	350,00 €	350,00 €	350,00 €	350,00 €	350,00 €	1.750,00 €
Επενδύσεις	-700,00 €	0,00 €	0,00 €	-700,00 €	0,00 €	-1.400,00 €
Αυξήσεις Απαιτήσεων	-500,00 €	-400,00 €	-300,00 €	200,00 €	200,00 €	-800,00 €
Καθαρή ταμιακή ροή	-600,00 €	250,00 €	400,00 €	250,00 €	1.000,00 €	1.300,00 €
ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε.						
Καθαρά Κέρδη προ φόρων και αποσβέσεων	250,00 €	300,00 €	350,00 €	400,00 €	450,00 €	1.750,00 €
Αποσβέσεις	350,00 €	350,00 €	350,00 €	350,00 €	350,00 €	1.750,00 €
Αυξήσεις Απαιτήσεων	-200,00 €	-150,00 €	-150,00 €	-150,00 €	-150,00 €	-800,00 €
Καθαρή ταμιακή ροή	100,00 €	200,00 €	250,00 €	350,00 €	400,00 €	1.300,00 €
ΚΠΑ ΔΑΝΑΗ Α.Ε.						753,36 €
ΚΠΑ ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε.						931,45 €

Από τον πίνακα του υπολογισμού των ταμειακών ροών φαίνεται ότι ενώ η ΔΑΝΑΗ Α.Ε. παρουσιάζει μεγαλύτερες καθαρές ταμειακές ροές σε ορισμένα έτη δεν παρουσιάζει μεγαλύτερη ΚΠΑ αλλά προτιμάται η ΦΟΙΒΟΣ Α.Ε. που παρουσιάζει σταθερά αυξανόμενες καθαρές ταμειακές ροές. Οι αυξημένες ταμειακές ροές σε ένα έτος μπορεί να προέλθουν από την μείωση των επενδύσεων ή τον περιορισμό των ελαστικών δαπανών, αλλά δεν επηρεάζουν την συνολική εικόνα.

3.4 Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση

3.4.1 Γενικές υποθέσεις και δεδομένα

Η προεξόφληση των ταμειακών ροών που παράχθηκαν από μια επένδυση, είναι η λύση στο πρόβλημα της αποτίμησης των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν σχετικά υψηλή κερδοφορία για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Η αποτίμηση με βάση της ταμειακές ροές παρουσιάζει μερικά προβλήματα:

- Θα πρέπει να μελετηθεί η χρονική συγκύρια (εποχικότητα, κύκλος ζωής της επένδυσης, κλαδική και οικονομική συγκυρία κλπ.)
- Θα πρέπει να αναλυθεί η στρατηγική της εταιρείας και το στάδιο ανάπτυξης της.
- Θα πρέπει να ελεγχθεί η αξιοπιστία των αναλυτικών λογιστικών στοιχείων και των υποθέσεων που έκανε η οικονομική διεύθυνση της επιχείρησης.
- Θα πρέπει να προσδιορισθεί ο σκοπός της εκτέλεσης της μελέτης αποτίμησης.
- Δεν μπορούν να υπολογισθούν στην ανάλυση και μελέτη ταμειακές ροές από πιθανές ευκαιρίες, εργασίες, προϊόντα εάν δεν υπάρχει η βεβαιότητα των ταμειακών ροών από αυτές. Η υπόθεση αυτή γίνεται για να μειωθεί η αβεβαιότητα (η προέκταση (extrapolation)) ή η με άλλους τρόπους στατιστική πρόβλεψη των λογαριασμών που συνθέτουν τις ταμειακές ροές μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι έγκυρη όταν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία)).

Γενικά μπορεί να ειπωθεί ότι οι καταστάσεις ταμειακών ροών έχουν την ικανότητα να παράγουν πληροφορίες για τον μηχανισμό παραγωγής αξίας για την επιχείρηση, ενώ η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης είναι μια μέθοδος υπολογισμού των κερδών μίας περιόδου αγνοώντας τις επιδράσεις και τις διεργασίες που έχουν εκκινήσει μέσα στην ίδια περίοδο αλλά δεν αφορούν αυτήν την περίοδο (αρχή δεδουλευμένων).

Στην περίπτωση που οι ταμειακές ροές θα αποτελέσουν τον καθοριστικό παράγοντα για την υλοποίηση μίας επένδυσης θα πρέπει να υπολογισθούν οι σχετικές ταμειακές ροές (υπό την αίρεση της τελευταίας παραδοχής).

Ο υπολογισμός έχει ως εξής:

Σχετικές TP = TP εάν η επένδυση υλοποιηθεί – TP εάν η επένδυση απορριφθεί

Οπού TP = ταμειακές ροές

Ο υπολογισμός των σχετικών ταμειακών ροών διευκολύνει σημαντικά την διαδικασία της λήψης απόφασης στις περιπτώσεις της αγοράς ενός πάγιου ή της πραγματοποίησης ενός μικρού επενδυτικού σχεδίου.

3.4.2 Αριθμοδείκτες ταμειακών ροών

Υπάρχουν δύο δείκτες που μπορούν να βοηθήσουν σημαντικά στην αξιολόγηση των ταμειακών ροών μίας επιχείρησης και προκύπτουν από τις αντίστοιχες καταστάσεις. Ο πρώτος δείκτης ονομάζεται «Ποιότητα Κερδών» και είναι ο λόγος:

Ποιότητα Κερδών = Καθαρή ροή μετρητών από Λειτουργικές Δραστηριότητες / Κέρδη από Λειτουργικές δραστηριότητες

Εάν ο λόγος αυτός προσεγγίζει το ένα (1) τότε σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει λογιστικά κέρδη που μετατρέπονται σε μετρητά. Όταν ο δείκτης είναι πιο χαμηλός από το ένα τότε η εταιρία δεν έχει την ικανότητα να μετατρέπει τα λογιστικά της κέρδη σε μετρητά.

Ο δεύτερος δείκτης ονομάζεται «Κάλυψη Μερισμάτων και Τόκων (ΚΜΤ)» και είναι ο λόγος:

Κάλυψη Μερισμάτων & Τόκων = Καθαρή ροή μετρητών από Ελίτ. Δραστηριότητες / Μερίσματα και Τόκοι

Μια υγιής επιχείρηση συνήθως πρέπει να έχει υψηλό δείκτη (άνω του 3 ή 4). Όταν ο δείκτης είναι κοντά στο 1 τότε σημαίνει ότι η εταιρία δεν παράγει αρκετά κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες για να αμείβει τους επενδυτές της.

Και οι δύο δείκτες θα πρέπει να τύχουν μελέτης στα τελευταία στάδια της προσπάθειας αποτίμησης της επιχείρησης.

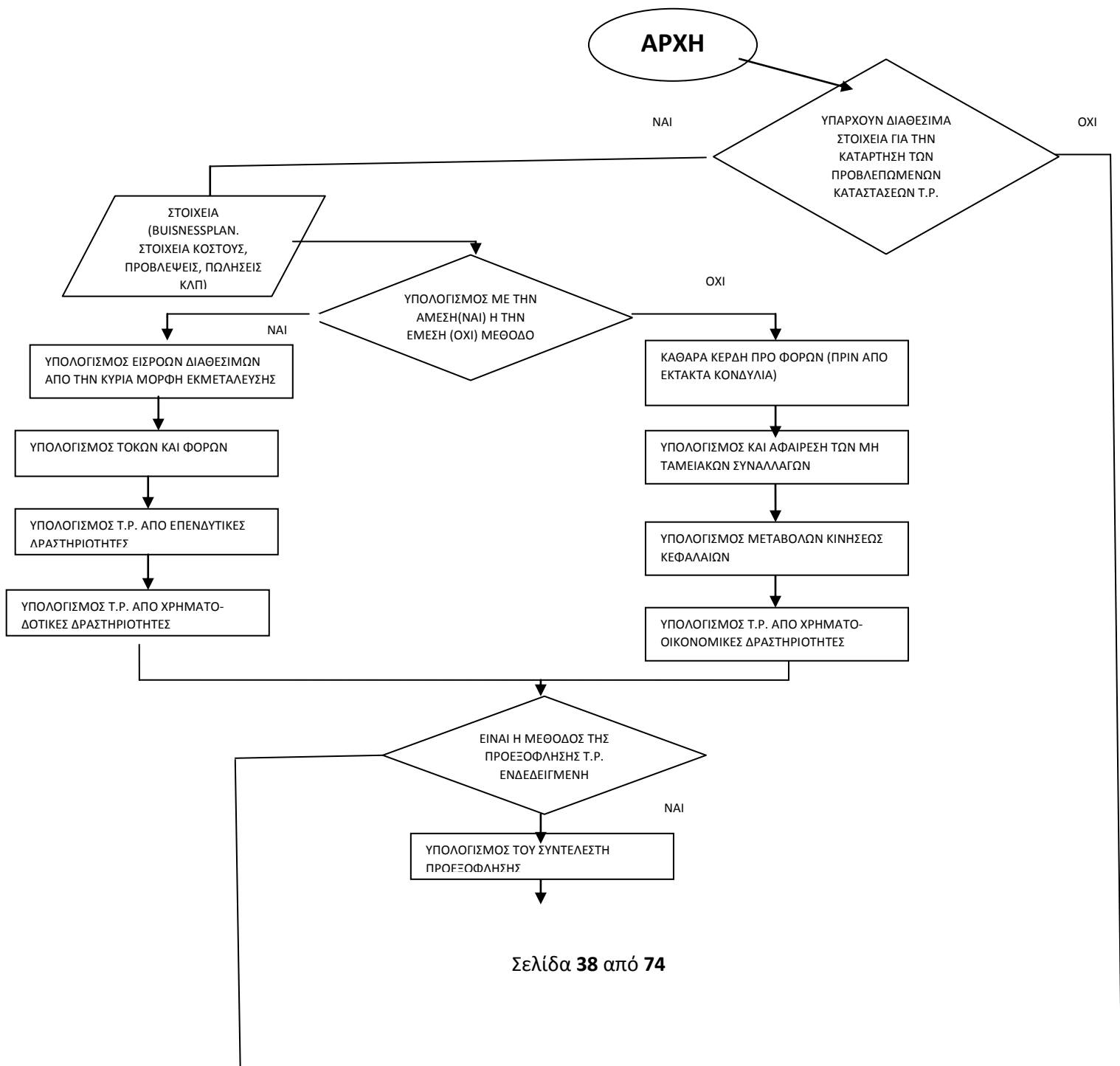
3.4.3 Το κόστος ευκαιρίας

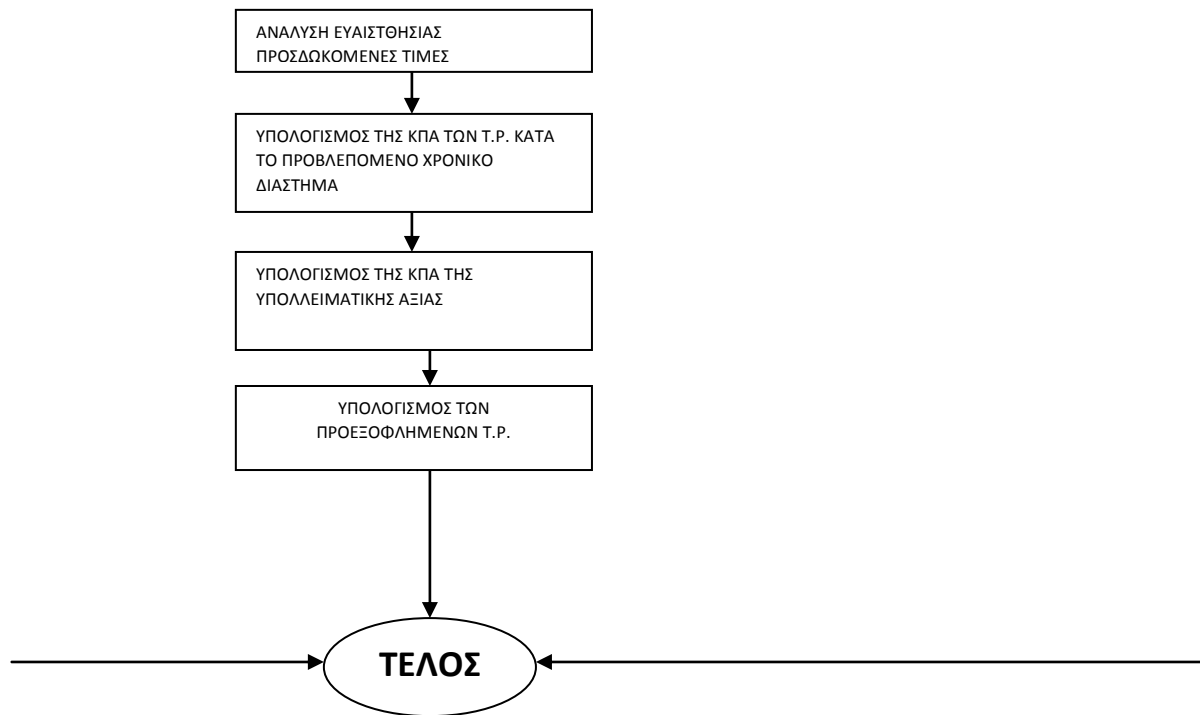
Η εφαρμογή της μεθόδου θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη την βασική οικονομική αρχή του κόστους ευκαιρίας. Όλοι οι πάροχοι κεφαλαίου μίας επιχείρησης (μέτοχοι, δανειστές, προμηθευτές, κλπ.) θα πρέπει να αξιολογήσουν και να εκτιμήσουν το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής τους στην επιχείρηση. Το κόστος ευκαιρίας είναι ένα μετρώ σύγκρισης και καλό σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

3.5 Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος της προεξόφλησης είναι πολύπλοκη στην εφαρμογή της. Κατά την εφαρμογή της θα πρέπει πρώτα να ελεγχθεί η δυνατότητα υπολογισμού των ταμειακών ροών και με τις δυο μεθόδους (άμεση και έμμεση). Αν υπάρχει η δυνατότητα υπολογισμού και με την άμεση μέθοδο τότε αυτό χρειάζεται να γίνει ιδίως με αυτό τον τρόπο αποκτάμε περισσότερα στοιχεία για την επιχείρηση και μπορεί να γίνει και αξιολόγηση του τρόπου λειτουργίας της.

Σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών η αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθεί σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της επιχείρησης με βάση τις ταμειακές ροές είναι ο υπολογισμός του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης τους και η σύγκριση του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ή με το αντίστοιχο ποσοστό μιας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δεκτή απόδοσης κεφαλαίου.





Ο ορισμός της μεθόδου περιέχει τέσσερα (4) βασικά προβλήματα κατά το στάδιο της εφαρμογής. Το πρώτο πρόβλημα είναι ο τρόπος υπολογισμού των ταμειακών πλεονασμάτων (εάν υπάρχουν). Το δεύτερο πρόβλημα είναι η προεξόφληση και πιο συγκεκριμένα ο υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης. Το τρίτο πρόβλημα αφορά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου αξιολόγησης και τέλος το τέταρτο πρόβλημα είναι το πρόβλημα του υπολογισμού της οικονομικής ζωής της επένδυσης και συνεπώς ο υπολογισμός της περιόδου αξιολόγησης.

Όπως και στην περίπτωση της προηγούμενης μεθόδου απαιτείται η αναπροσαρμογή των καταστάσεων των ταμειακών ροών για να μπορέσουν να απεικονίσουν την σωστή και δίκαιη αξία των ταμειακών πλεονασμάτων ή ελλειμμάτων. Στην περίπτωση που θα εφαρμοσθεί η άμεση μέθοδος υπολογισμού των ταμειακών ροών θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη έμφαση στις πληροφορίες που αφορούν τον τρόπο με τον οποίο εκτελούνται οι λογιστικές εγγραφές και θα πρέπει να γίνουν οι απαραίτητες αναπροσαρμογές για τον υπολογισμό του κόστους πωλήσεων. Συνεπώς θα πρέπει να ελεγχθεί όλο το σύστημα λογιστικών πολιτικών και πολιτικών αξιολόγησης.

Στην περίπτωση που εφαρμοσθεί η έμμεση μέθοδος τα πράγματα είναι σχετικά ευκολότερα αφού δεν απαιτείται η απόκτηση των πρωτογενών λογιστικών στοιχείων και η αξιολόγηση όλων των λογιστικών πολιτικών που ακολουθεί η επιχείρηση, αλλά και πάλι προκύπτει θέμα ελέγχου και προσαρμογής των ταμειακών ροών σε κατάσταση που να απεικονίζουν την σωστή και δίκαιη εικόνα τους.

Λόγω του ότι στον μελετητή, δεν είναι δυνατόν πάντα να είναι διαθέσιμα τα πρωτογενή λογιστικά στοιχεία, ο μελετητής θα περιοριστεί στην κατάρτιση, την προσαρμογή και την αξιολόγηση των καταστάσεων ταμειακών ροών, έτσι όπως αυτές προκύπτουν από την έμμεση μέθοδο. Εξάλλου η μόνη διαφορά ανάμεσα στις δύο

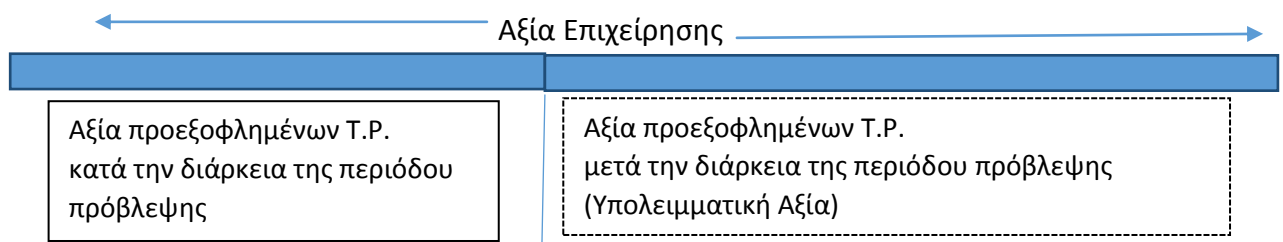
μεθόδους είναι στο τμήμα του υπολογισμού των ταμειακών ροών από τις λειτουργικές της δραστηριότητες.

Σημαντικό είναι το πρόβλημα εντοπισμού του ποσού των αντίστοιχων μετρητών και όχι των ίδιων των μετρητών. Η σχετικότητα του υπολογισμού τους επιβάλλει την προσεκτική αξιολόγηση όλων των σχετικών ροών για την σωστή κατανομή τους στις αντίστοιχες κατηγορίες (λειτουργικές, επενδυτικές, χρηματοδοτικές). Για αυτό και θα πρέπει να τεθούν αυστηρά κριτήρια ταξινόμησης και κατηγοριοποίησης των ταμειακών ροών, έτσι ώστε να μην υπάρχουν προβλήματα αμφισβήτησης των αποτελεσμάτων.

3.5.1 Το πρόβλημα του υπολογισμού των ταμειακών πλεονασμάτων

Ο υπολογισμός των ταμειακών ροών διακρίνεται σε δυο τμήματα. Το πρώτο τμήμα αφορά την Προεξόφληση των Ταμειακών Πλεονασμάτων (ΠΤΠ) μέχρι και το τέλος της περιόδου εκτίμησης, ενώ το δεύτερο αφορά την Προεξόφληση της Υπολειμματικής Αξίας (ΠΤΥΑ).

Επομένως η αξία της επιχείρησης = ΠΤΠ + ΠΥΑ



Οι ταμειακές ροές που θα προεξοφλήσουν θα πρέπει να είναι καθαρές (μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων, τόκων και κυρίως φορών)

Η ΠΤΠ δεν είναι εύκολη. Για να επιτευχθεί η σχετικά ακριβής πρόβλεψη θα πρέπει ο μελετητής να γνωρίζει κοστολογικά στοιχεία της επιχείρησης (διάκριση μεταβλητών και σταθερών εξόδων, κόστος ανά μονάδα παραγωγής, κόστος «νέκρων» χρόνων, κλπ.), καθώς και στοιχεία αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας της εταιρείας. Τέλος θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι στρατηγικές, πολιτικές και τακτικές, σε όλες τις δραστηριότητες της (λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές) που έχει χαράξει η εταιρία για το μέλλον, καθώς και οι προσδοκίες των στελεχών της.

Στην διαδικασία των υπολογισμών είναι καλύτερα να χρησιμοποιηθεί η άμεση μέθοδος. Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται γιατί στηρίζεται περισσότερο σε λογιστικά δεδομένα που είναι ευκολότερο να υπολογισθούν. Μόνο στα έσοδα υπάρχουν στοιχεία που μπορούν να αμφισβητηθούν (όπως είναι η ικανότητα

της επιχείρησης να εισπράξει τα χρήματα, η ικανότητα της επιχείρησης να επιβάλλει τις τιμές που επιθυμεί, η ικανότητα της επιχείρησης να πουλήσει τον όγκο προϊόντων που επιθυμεί, η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στον ανταγωνισμό, κλπ.) Τα υπόλοιπα στοιχεία, αυτά των εκροών, μπορούν να διακριθούν ως μερικά ελεγχόμενα και σε πλήρως ελεγχόμενα από την επιχείρηση.

Στην περίπτωση των επιχειρηματικών ομίλων ή των επιχειρήσεων με διακριτές επιχειρηματικές μονάδες (business units) θα πρέπει να γίνει υπολογισμός των ταμειακών ροών σε κάθε μια επιχείρηση ή μονάδα.

3.5.2 Ο Συντελεστής Προεξόφλησης

Στις περισσότερες περιπτώσεις για τον συντελεστή προεξόφλησης υιοθετείται το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC, Weighted Average Cost of Capital).

Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από τρεις (3) κυρίως παράγοντες:

- Πληθωρισμός
- Φορολογία
- Κίνδυνος

Και οι τρεις παράγοντες επιδρούν καταλυτικά στον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης.

3.5.3 Χρονικός ορίζοντας πρόβλεψης

Ο χρόνος χείμα γάλη σημασία για τον μελετητή και για τον τελικό χρήστη της αποτίμησης. Ιδιαίτερα κατά την εφαρμογή της μεθόδου διότι :

- Επηρεάζεται ο συντελεστής προεξόφλησης
- Δεν μπορούν να γίνουν μακροπρόθεσμες προβλέψεις για τις μεταβλητές που επηρεάζουν την επιχειρηματική συμπεριφορά.
- Οι επιχειρήσεις δεν κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό (επενδυτικό, χρηματοδοτικό, χρηματοοικονομικό, κλπ.) πέραν των 5 ετών.
- Ο κύκλος ζωής των προϊόντων χείμα γάλη με αποτέλεσμα οι προβλέψεις για τη λειτουργία της επιχείρησης να είναι επισφαλείς.
- Ο οικονομικός κύκλος επηρεάζει την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων.
- Οι προσδοκίες των ιδιοκτών, επενδυτών, της κεφαλαιαγοράς κλπ.

Ενώ η χρονική περίοδος πρόβλεψης δεν επηρεάζει την τελική αξία της επιχείρησης, αλλά περισσότερο την κατανομή της, ο μελετητής θα πρέπει να περιορισθεί σε ένα χρονικό διάστημα όπου η πιθανότητα, να ισχύουν οι υποθέσεις που έχει κάνει και έχει λάβει υπόψη του για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών, είναι μεγάλη.

Γενικοί κανόνες που ισχύουν για τον προσδιορισμό του χρόνου πρόβλεψης των ταμειακών ροών είναι οι παρακάτω:

- Η περίοδος πρόβλεψης θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλη ώστε στο τέλος της περιόδου να μπορεί να θεωρηθεί ότι η επιχείρηση έχει αποκτήσει μια σταθερότητα στον τρόπο που λειτουργεί (παραγωγικά, χρηματοοικονομικά, κ.λπ.). Βασικό κριτήριο σταθερότητας είναι η διακύμανση των μέτρων απόδοσης (κέρδη, ταμιακές ροές, αύξηση της αξίας της επιχείρησης, αύξηση της περιουσιακής θέσης, κλπ.). Εάν διαπιστωθεί ότι υπάρχει μεγάλη διακύμανση ή κυκλικότητα, τότε θα πρέπει να επιλεγεί ένα μεγάλο χρονικό διάστημα (>10 ετών).
- Η περίοδος πρόβλεψης θα πρέπει να επεκτείνεται μέχρι το χρονικό σημείο που οι υποθέσεις που έγιναν δέκτες έχουν μεγάλη πιθανότητα ισχύος.
- Όσο μεγαλύτερη η χρονική περίοδος πρόβλεψης τόσο μικρότερη είναι η υπολειμματική αξία ως ποσοστό της συνολικής.
- Όσο μεγαλύτερη είναι η χρονική περίοδος πρόβλεψης, τόσο πιο περιστατωμένη είναι η μελέτη (για την χρονική περίοδο πρόβλεψης θα πρέπει να δίνονται σαφείς και αναλυτικές περιγραφές των καταστάσεων, δεδομένων και υποθέσεων με βάση τις οποίες γίνεται η ανάλυση – μελέτη).

3.5.4 Η υπολειμματική Αξία

Υπολειμματική αξία είναι η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμειακών ροών. Επειδή το χρονικό διάστημα για το οποίο γίνονται προβλέψεις ταμειακών ροών (με μικρό κίνδυνο σφάλματος) είναι σχετικά μικρό η υπολειμματική αξία αποτελεί μεγάλο ποσοστό (30% - 130%) της συνολικής αξίας της επιχείρησης, όταν αυτή υπολογίζεται με βάση την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Η σημασία της υπολειμματικής αξίας ως ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης εξαρτάται από τον κλάδο, το παραγόμενο προϊόν, το στάδιο του οικονομικού κύκλου που διανύει η οικονομία, τον κύκλο ζωής προϊόντος, κ.α. Η αξία της αυξάνεται στην περίπτωση που ο χρόνος εκτίμησης της εταιρίας είναι μικρός, ενώ η αξία της φθίνει όσο μεγαλύτερος είναι το χρονικό διάστημα εκτίμησης.

Η παρούσα αξία στο διηλεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων. Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσοδών προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρίας στο διηλεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.

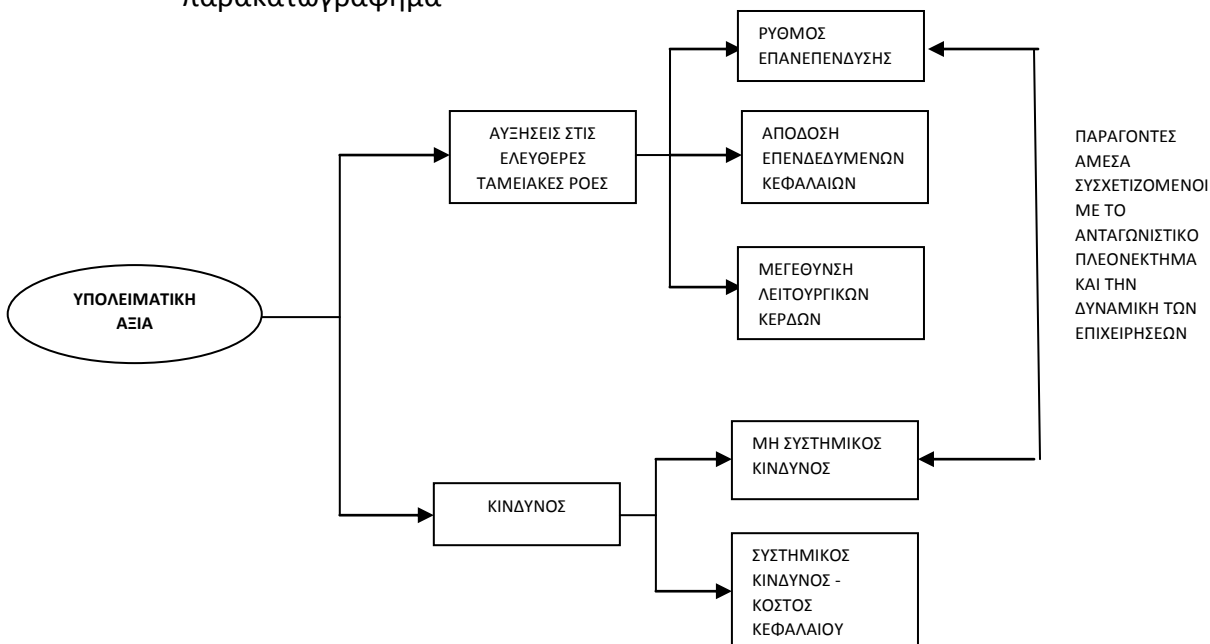
Η καλύτερη αντιμετώπιση με βάση τις ταμιακές ροές θα ήταν ο υπολογισμός τους για όλο το χρονικό διάστημα ζωής της επιχείρησης (π.χ. 50 έτη). Όπως αποδείχθηκε και στις προηγούμενες παραγράφους η προβολή και πρόβλεψη στοιχείων πέραν τις 5ετίας – 7ετίας είναι εξαιρετικά παρακινδυνευμένα και κανένας από τα

ενδιαφερόμεναμέρη, ορθολογικάσκεπτόμενος, δεν θα δεχόταν να γίνουνπροβλέψειςπέραν του συγκεκριμένουδιαστήματος.

Για την περίοδο αυτή (μετά τον χρονικόπρόβλεψη), οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικέςδαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαιοκίνησης της εταιρίαςαναπροσαρμόζονταιέτσι ώστε να εκφράζουν τα «κανονικοποιημένα»(normalized)αποτελέσματα της περιόδουαυτής. Ως «κανονικοποιημένα» θεωρούνται τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρία σε κατάστασηισορροπίας και ωρίμανση των εργασιών της. Η αναπροσαρμογήγίνεται με διάφορουςτρόπους και εργαλεία (συγκρίσεις με τα κλαδικάστοιχεία, προβλεπόμενοςρυθμόςανάπτυξηςεργασιών, απαλοιφή των εκτάκτων – ανόργανων και ειδικώνστοιχείωνδραστηριότητάς, κλπ.).

Για αυτό και ο υπολογισμός της υπολειμματικήςαξίαςεπιβάλλει την υιοθέτησητουλάχιστον μιας ακόμη (απλουστευτικής της περισσότερεςφορές) υπόθεσής την υιοθέτηση μιας σχετικάπολύπλοκηςμεθοδολογίας. Το ποιες θα είναι οι υποθέσειςεξαρτάται από τον τρόπουπολογισμού της υπολειμματικήςαξίας.

Σχηματικά οι κύριοιπαράγοντεςπροσδιορισμού της υπολειμματικήςεμφανίζονται στο παρακάτωγράφημα



Μερικοί βλέπουν την υπολειμματική αξία ως:

- Το υπόλοιπο μεταξύ της αξίας που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν για την επιχείρηση και της αξίας των προεξοφλημένων ροών κατά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης.
- Το πολλαπλάσιο ορισμένων συντελεστών, όπως είναι το P/E ή ως την καθαρή περιουσιακή θέση στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
- Την Καθαρή περιουσιακή μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
- Την αξία ρευστοποίησης της επιχείρησης μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης.
- Το κόστος αντικατάστασης των στοιχείων ενεργητικού.
- Το λόγο της αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία επί την λογιστική αξία της επιχείρησης

Με αυτό τον τρόπο όμως δεν λαμβάνουν υπόψη βασικές παραμέτρους δημιουργίας αξίας.

Τρία είναι τα βασικότερα λάθη κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας.

- Το πρώτο είναι ότι η επιλογή του έτους, βάση του οποίου θα υπολογισθεί η υπολειμματική αξία παρουσιάζει «ανωμαλίες», δηλαδή ορισμένοι λογαριασμοί δεν παρουσιάζουν την συνηθισμένη «συμπεριφορά» (μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές που επηρεάζουν άμεσα τα ταμιακά πλεονάσματα της επιχείρησης).
- Το δεύτερο είναι η επιλογή λάθους τύπου ή τεχνικής υπολογισμού. Θα πρέπει να ελεγχθούν προσεκτικά οι παραδοχές ή υποθέσεις που θα πρέπει να γίνονται δεκτές για να γίνει χρήση του τύπου ή της τεχνικής.
- Το τρίτο είναι να γίνει υποεκτίμηση του ρυθμού αύξησης των βασικών μεγεθών με αποτέλεσμα την μείωση της υπολογιζόμενης αξίας της επιχείρησης (είτε λόγω υπερσυντηρητισμού, είτε γιατί έχει γίνει η υπόθεση ότι ο ρυθμός αύξησης θα μειωθεί χωρίς όμως να υπάρχουν ενδεικτικά στοιχεία).

3.6 Σύγκριση

Η σύγκριση γίνεται με την χρήση των εργαλείων της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ) ή του Εσωτερικού Ποσοστού Απόδοσης (ΕΠΑ). Η μεθοδολογία της σύγκρισης δεν διαφέρει καθόλου από την αντίστοιχη στην περίπτωση της ανάλυσης επένδυσης. Η χρήση και των δυο μεθόδων ενδείκνυται ιδίως και οι δύο μέθοδοι έχουν τα

πλεονεκτήματα τους και τα μειονεκτήματα τους και με αυτόν τον τρόπο είναι δυνατή η πλήρης κατανόηση του αποτελέσματος.

Η χρήση των δύο μεθόδων εξαρτάται από την απόφαση που θα πρέπει να ληφθεί και ιδιαίτερα εάν:

- Η απόφαση αφορά αποκλειστικά και μόνο μια επένδυση
- Επενδύσεις που αποκλείονται αμοιβαία
- Επενδύσεις με πολλαπλές αποδόσεις

Στην πρώτη περίπτωση τόσο η ΚΠΑ όσο και το ΕΠΑ μπορούν να χρησιμοποιηθούν, αφού εάν η επένδυση έχει θετική ΚΠΑ, τότε και το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης είναι μεγαλύτερο από το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Η δεύτερη, όμως περίπτωση παρουσιάζει μερικές ιδιαιτερότητες γιατί οι δύο μέθοδοι δεν δίνουν τα ίδια αποτελέσματα. Η διαφορά προκύπτει από το γεγονός ότι η αξία χρήματος με τον χρόνο μεταβάλλεται. Έτσι ενώ η Καθαρή Παρούσα Αξία μπορεί να δίνει μεγαλύτερη απόδοση στη μια περίπτωση, το ΕΠΑ μπορεί να δίνει μεγαλύτερη στην άλλη. Το παρακάτω παράδειγμα δείχνει πως επηρεάζει ο χρόνος και ο κίνδυνος την απόφαση.

3.6.1 Παράδειγμα Σύγκρισης με ΚΠΑ και ΕΠΑ

Το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης είναι 12%

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΤΟΣ 0	ΕΤΟΣ 1
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1	-300	370
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2	-200	250

Ο υπολογισμός με βάση τις δύο μεθόδους έχει ως εξής:

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΚΠΑ	ΕΠΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1 = $[370/(1+0,12)-300]$	30,36	23,30%
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2 = $[250/(1+0,12)-200]$	23,21	0,25%

Αν χρησιμοποιούνταν ως μετρώ σύγκρισης η μέθοδος της ΚΠΑ τότε θα επιλέγονταν η επένδυση 1, ενώ αν χρησιμοποιούνταν το ΕΠΑ τότε θα επιλέγονταν η επένδυση 2.

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ 20%		ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ 23%	
	ΚΠΑ	ΕΠΑ	ΚΠΑ	ΕΠΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1	8,33	23,30%	0,81	23,30%
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2	8,33	25,00%	3,25	25,00%

Αν το απαιτούμενο ποσοστό αυξηθεί στο 20% τότε ο επενδυτής θα ήταν διάφορος για το ποια επένδυση θα επέλεγε, με βάση την μέθοδο της ΚΠΑ, ενώ με την μέθοδο του ΕΠΑ θα επέλεγε την επένδυση 2. Εάν το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης αυξανόταν στο 23%, τότε ο επενδυτής θα επέλεγε με βάση και τις δύο μεθόδους την επένδυση 2.

3.6.2 Επιλογή της μεθόδου σύγκρισης

Ο ενδιαφερόμενος θα ελέγξει την αξία της εταιρίας και με τις δύο μεθόδους. Στη συνέχεια θα πρέπει να προσέξει τις παραμέτρους υπολογισμού και των δύο και τέλος θα πρέπει να ελέγξει εάν υπάρχουν πέραν του ενός ΕΠΑ. Στην τελευταία περίπτωση θα επιλέξει ως πιο αξιόπιστη την μέθοδο της ΚΠΑ, γιατί έτσι δεν χρειάζεται η τεκμηρίωση της επιλογής ενός από τα πολλά ΕΠΑ που θα έχουν υπολογισθεί.

Για την καλύτερη τεκμηρίωση του αποτελέσματος της σύγκρισης είναι καλό να παρατίθενται αντίστοιχες αποτιμήσεις – μετρήσεις από άλλες επιχειρήσεις του κλάδου ή η σύγκριση με το κλαδικό ποσοστό απόδοσης επένδυσης ή ιδίων κεφαλαίων.

3.7 Συμπεράσματα

Η κατάληξη σε συμπεράσματα με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών θα πρέπει να γίνει ύστερα από επαρκή τεκμηρίωση των παραγόντων που οδήγησαν σε αυτά και θα πρέπει να δοθούν υπό την σωστή υπόδειξη των συνθήκων και των προϋποθέσεων με τις οποίες έχουν εξαχθεί.

4 ΚΕΦΑΛΑΙΟ Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ

4.1 ΓΕΝΙΚΑ

Ένας από τους βασικότερους στόχους κάθε επιχείρησης είναι η δημιουργία κερδών και υπερπροσόδων (πρόσοδος=εισόδημα). Κάθε οικονομολόγος όταν καλείται να εκτιμήσει την αξία μιας επένδυσης την συγκρίνει με μία άλλη που το εισόδημα από αυτήν είναι εξασφαλισμένο ή με μία άλλη επένδυση που παρουσιάζει ομοιότητες με την εκτιμώμενη.

Τα οργανικά κέρδη είναι το αλγεβρικό άθροισμα των οργανικών εσόδων μείον τα οργανικά έξοδα στα οποία δεν περιλαμβάνονται οι τόκοι δανειακών κεφαλαίων. Η εξαίρεση αυτών των τόκων να μην διευκολύνει τους υπολογισμούς, αλλά παράλληλα αφαιρεί έναν σημαντικό παράγοντα χρηματοδότησης της επιχείρησης και με αυτό τον τρόπο δημιουργείται ένα κενό στην εκτίμηση της αξίας και κυρίως στις περιπτώσεις όπου:

1. Η επιχείρηση βασίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό στα δανειακά κεφάλαια
2. Η εξυπηρέτηση των δανείων να απαιτεί μεγάλες ταμειακές εκροές

Σε αυτές τις περιπτώσεις τα οργανικά κέρδη μπορεί να μην δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης με αποτέλεσμα η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης με αυτή την μέθοδο να είναι ανακριβής.

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην δημιουργία υπερπροσόδων. Μία επιχείρηση η οποία δεν παράγει υπερπροσόδους ή κέρδη δεν μπορεί να αποτιμηθεί με αυτή την μέθοδο. Με βάση αυτή την μέθοδο ο αναλυτής θα πρέπει να προχωρήσει και σε αποτίμηση καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης και στην συνέχεια να αθροίσει την παρούσα αξία των υπερπροσόδων που έχει υπολογίσει. Έτσι η αξία της

επιχείρησης είναι το άθροισμα όλων των παραγωγικών συντελεστών ακόμη και αυτού της επιχειρηματικότητας. Αυτό είναι και το συγκριτικό πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου σε σχέση με την μέθοδο καθαρής περιουσιακής θέσης.

Εάν ο μελετητής κατέχει στοιχεία με μεγάλες χρονολογικές σειρές (10-15 έτη) τότε μπορεί να προχωρήσει σε εκτίμηση της επιχείρησης μέχρι εκείνη τη στιγμή αλλιώς μπορεί να προχωρήσει σε πρόβλεψη των μελλοντικών υπερπροσόδων.

Τα κύρια χαρακτηριστικά αυτής της μεθόδου είναι τα εξής:

- I. Η φορολογία αποκλείεται ως παράγοντας εκτίμησης με αποτέλεσμα να ευνοούνται οι επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερο συντελεστή (κυρίως οι εμπορικές)
- II. Είναι γεγονός πως οι επιχειρήσεις στηρίζονται ολοένα και περισσότερο στα δανειακά τους κεφάλαια για την άντληση κεφαλαίων. Η τάση αυτή δεν λαμβάνεται υπόψη από αυτή την μέθοδο με αποτέλεσμα να υπάρχει άμεση επίπτωση στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης, όπως άλλωστε φαίνεται και στην παραλλαγή όπου χρησιμοποιούνται τα ίδια κεφάλαια αντί για τα απασχολούμενα.
- III. Η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη και τον παράγοντα της επιχειρηματικότητας. Στην περίπτωση που μεγάλο τμήμα κεφαλαίων δεν απασχολείται από την επιχείρηση (έλλειψη επιχειρηματικότητας) τότε η εκτίμηση εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο σε ένα τμήμα των συνολικών κεφαλαίων. Το γεγονός αυτό μειώνει σημαντικά και την εκτίμηση των μελλοντικών υπερπροσόδων.
- IV. Η μέθοδος αυτή δεν λαμβάνει υπόψη της τον επιχειρηματικό οικονομικό και επενδυτικό κύκλο, κάτι το οποίο αποτελεί στην διαφορά της αφετηρίας υπολογισμού μελλοντικών υπερπροσόδων (μια εκτίμηση μπορεί να ξεκινά από το χρονικό σημείο ύφεσης ενώ μία άλλη από το χρονικό σημείο της ωρίμανσης της επένδυσης).
- V. Η πενταετία μπορεί να είναι μικρό χρονικό διάστημα για την ασφαλή εκτίμηση του μέσου όρου των υπερπροσόδων. Έτσι εάν οι επενδύσεις που έχει κάνει μία επιχείρηση αρχίσουν να αποδίδουν από το τέταρτο έτος της πενταετίας και μετά οι υπερπρόσοδοι που θα υπολογισθούν θα είναι σχετικά μικρές, ενώ εάν οι επενδύσεις έχουν υψηλή απόδοση τα πρώτα τέσσερα έτη και στην συνέχεια αρχίσουν να πέφτουν τότε οι υπερπρόσοδοι θα εμφανιστούν μεγάλες.

4.2 Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση

Η πρώτη βάση της μεθόδου είναι ο υπολογισμός της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης. Ο αναλυτής θα πρέπει πρώτα να υπολογίσει την καθαρή περιουσιακή θέση χρησιμοποιώντας και την αντίστοιχη μέθοδο.

Η δεύτερη βάση είναι η υπερπρόσοδος. Οι υποθέσεις που γίνονται δεκτές και τα δεδομένα που θα πρέπει να είναι διαθέσιμα είναι τα εξής:

- 1) Η εταιρία να παράγει υπερκανονικά κέρδη.

- 2) Το επιτόκιο να είναι γνωστό στην διάρκεια του χρόνου και να μπορεί να προβλεφθεί με σχετική ακρίβεια για την επόμενη πενταετία.
- 3) Να έχει περατωθεί η διαδικασία αποτίμησης της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης.
- 4) Οι λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης να είναι σταθερές και προσδιορισμένες. Ειδικότερα εκείνες που αφορούν την επιμέτρηση των οργανικών εσόδων και εξόδων.
- 5) Η επιχείρηση να υπολογίζει τα οργανικά κέρδη της, εξαιρουμένων των εκτάκτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων (κανονική λειτουργία) καθώς και των τόκων των δανειακών κεφαλαίων. Οι τόκοι δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των οργανικών κερδών διότι συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των τόκων των απασχολούμενων κεφαλαίων.
Συνολικοί Τόκοι = Τόκοι μετοχικού κεφαλαίου + Τόκοι δανειακού κεφαλαίου
- 6) Τα οργανικά κέρδη θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν και τις αποσβέσεις (με τη λογική ότι οι αποσβέσεις είναι άμεσα συνδεδεμένες με την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης και μεγάλο τμήμα τους λογίζεται ως ενσωματωμένο στο κόστος παραγωγής, καθώς και με το γεγονός ότι η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης παραμένει η ίδια στην πορεία του χρόνου).
- 7) Η επιχείρηση να είναι σε λειτουργία τουλάχιστον τα τελευταία πέντε έτη.
- 8) Η επιχείρηση να μπορεί να διακρίνει τα πάγια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν απασχολούνται άμεσα στην παραγωγική διαδικασία.
- 9) Στον υπολογισμό των εσόδων-εξόδων να μην περιλαμβάνονται τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα-έξοδα διότι τον μελετητή των ενδιαφέρει η κανονική λειτουργία της επιχείρησης και όχι η ασυνεχής πραγματοποίηση εσόδων-εξόδων.
- 10) Το επιτόκιο καταθέσεων ή ομολόγων είναι ένας καλός δείκτης για τον προσδιορισμό του συντελεστή προεξόφλησης. Το επιτόκιο όμως, δεν είναι σε καμία περίπτωση ο μοναδικός δείκτης - παράγοντας προσδιορισμού του συντελεστή προεξόφλησης. Σε εποχές που ο πληθωρισμός είναι υψηλός το επιτόκιο δίνει ψευδή εικόνα (μπορεί το πραγματικό επιτόκιο να είναι αρνητικό).

4.3 Εφαρμογή της μεθόδου

Οι βασικοί τρόποι χρήσης της μεθόδου είναι οι εξής:

- Χρήση αποκλειστικά και μόνο ιστορικών στοιχείων
- Χρήση προβλεπόμενων στοιχείων (στην περίπτωση αυτή ο μελετητής θα πρέπει να επιλέξει εάν θα χρησιμοποιήσει την περίοδο πρόβλεψης)

Στην περίπτωση που η αποτίμηση θα στηριχθεί αποκλειστικά στις παρελθούσες υπερπροσόδους ο αλγόριθμος είναι ο εξής:

1. Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την προηγούμενη πενταετία.
2. Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

3. Υπολογισμός των τόκων απασχολούμενου κεφαλαίου
4. Υπολογισμός της υπερπροσόδου (αφαίρεση από τα οργανικά κέρδη των τόκων)
5. Υπολογισμός του μέσου όρου των υπερπροσόδων.
6. Υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής, τόσο για την προεξόφληση της καθαρής περιουσιακής θέσης, όσο και των υπερπροσόδων).
7. Υπολογισμός της παρούσας αξίας χρησιμοποιώντας των τύπο:

Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων (ΠΑΥ) = Μέσος όρος των υπερπροσόδων / Συντελεστής προεξόφλησης

Ο παραπάνω τύπος υπολογίζει το σύνολο των υπερπροσόδων στο διηνεκές. Στην ΠΑΥ προστίθεται και η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης και έτσι προκύπτει το συνολικό ποσό της αξίας της επιχείρησης.

Ο αλγόριθμος του υπολογισμού της υπερπροσόδου, εάν ο μελετητής επιθυμεί να στηριχθεί στις μελλοντικές υπερπροσόδους είναι ο εξής:

- 1) Υπολογισμός των προβλεπόμενων προσαρμοσμένων καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως.
- 2) Προσαρμογή ισολογισμών.
- 3) Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την περίοδο πρόβλεψης.
- 4) Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.
- 5) Υπολογισμός των τόκων του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων.
- 6) Υπολογισμός της υπερπροσόδου (αφαίρεση των τόκων από τα οργανικά κέρδη).
- 7) Υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής, τόσο για την προεξόφληση της καθαρής περιουσιακής θέσης, όσο και των υπερπροσόδων).
- 8) Υπολογισμός της παρούσας αξίας των υπερπροσόδων με συντελεστή προεξόφλησης

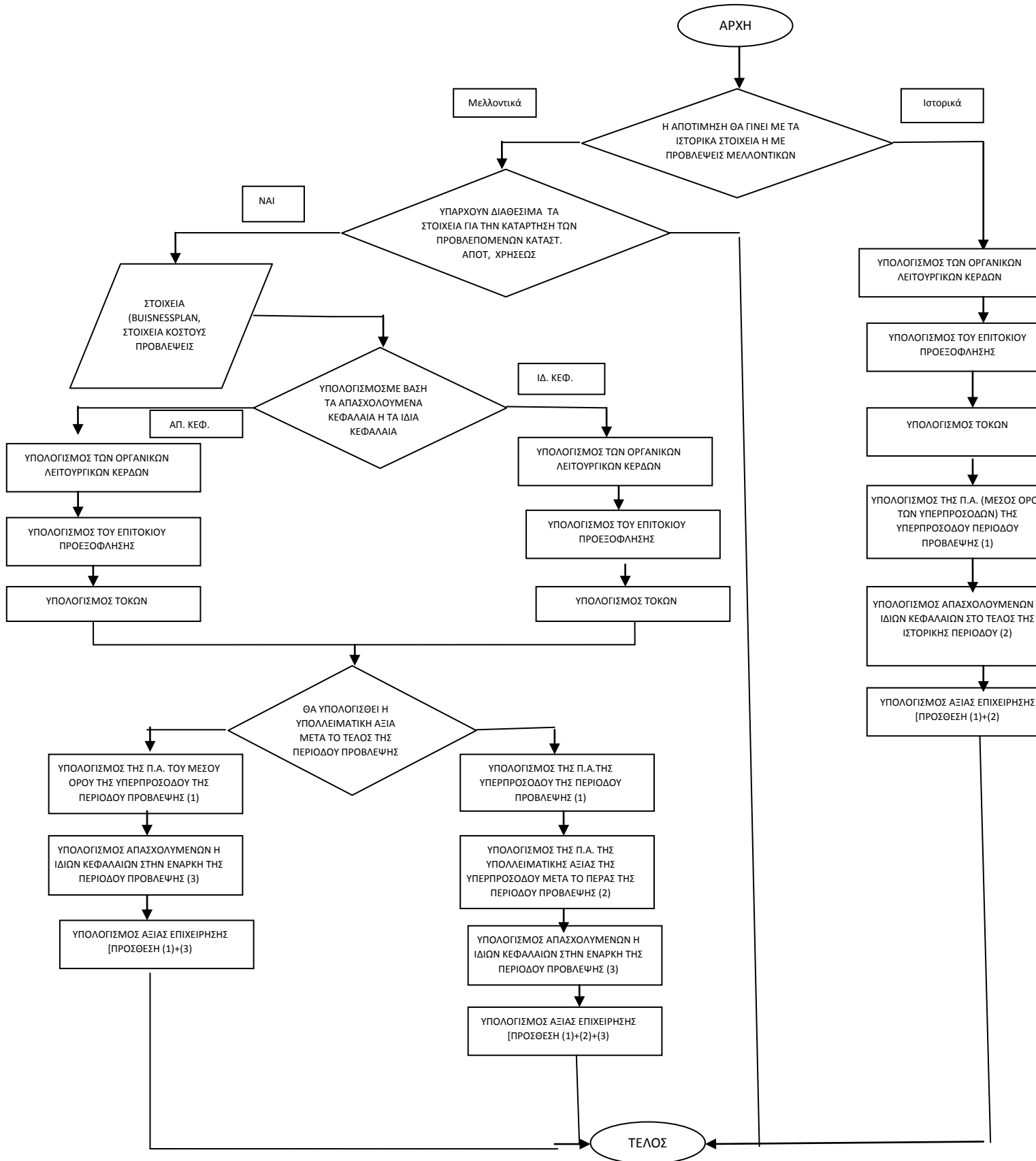
Γραφικά ο αλγόριθμος μπορεί να απεικονισθεί με το παρακάτω διάγραμμα.

Αν και το διάγραμμα παρουσιάζει μια πολύπλοκη δομή. Η μέθοδος είναι σχετικά απλή. Ο μελετητής μπορεί να πάρει τρεις αποφάσεις, έτσι ώστε να καθοριστεί και το σύνολο των υποθέσεων που θα πρέπει να γίνουν δεκτές για να περατωθεί η εργασία της αποτίμησης. Οι βασικές δυσκολίες είναι, η

δημιουργία προβλέψεων που δεν μπορούν να αμφισβητηθούν και η προσαρμογή των λογιστικών καταστάσεων.

Οι μελετητές προτιμούν την δεύτερη εναλλακτική της μεθόδου γιατί η μέθοδος γίνεται πιο δυναμική σε σχέση με την πρώτη στην οποία η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται λαμβάνοντας υπόψη μόνο τα στοιχεία του παρελθόντος.

Σχεδιάγραμμα Χ. Αλγόριθμος εφαρμογής μεθόδου της Υπερπροσόδου



5 ΚΕΦΑΛΑΙΟ Οι Χρηματιστηριακές Μέθοδοι

5.1 Γενικά

Ο όρος χρηματιστηριακές αποδόθηκε στις παρακάτω μεθόδους γιατί χρησιμοποιούνται εκτενώς από τις χρηματιστηριακές εταιρίες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τις εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά επιχειρήσεις. Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι είναι οι παρακάτω:

1. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
2. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων
3. Η μέθοδος του P/E – EPS
4. Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου [Total Return to Share-holder (TRS)]
5. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Η επιλογή βασίσθηκε αποκλειστικά στην χρήση των μεθόδων αυτών από τις χρηματιστηριακές εταιρίες, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους θεσμικούς επενδυτές για την καθημερινή – περιοδική παρακολούθηση των εταιριών που είναι εισηγμένες στις κεφαλαιαγορές.

5.2 Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία βασίζεται η αποτίμηση

5.2.1 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

Η βασική υπόθεση είναι αυτή της αποτελεσματικής αγοράς. Ως <<αποτελεσματική>> ορίζεται η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα σε κάθε νέα πληροφορία [(που έχει ανακοινωθεί ή πρόκειται να ανακοινωθεί) ποσοτική (π.χ. κέρδη εξαμήνου) ή ποιοτική (π.χ. νέα στρατηγική)], με αποτέλεσμα να αντικατοπτρίζουν κάθε στιγμή την δίκαιη και σωστή αξία της επιχείρησης. Οι δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης είναι αυτές που αξιολογούν τις πληροφορίες και διαμορφώνουν την τιμή της μετοχής.

Η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς έχει δεχθεί κριτική από πολλούς επιστήμονες και αναλυτές της αγοράς. Οι λόγοι που τους παρακινούν σε αυτή την αμφισβήτηση είναι οι εξής:

- Η κεφαλαιαγορά εξαρτάται από ορισμένους αντικειμενικούς παράγοντες :
 - Προοπτικές της οικονομίας (εθνικής και διεθνούς).
 - Επιτόκια. Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που βασίζονται στα επιτόκια και ειδικά αυτά που δεν εμπεριέχουν κίνδυνο είναι άμεσα συγκρίσιμα με την απόδοση μίας άλλης επένδυσης, όπως είναι η υπεραξία από την κεφαλαιαγορά. Έτσι εάν αυξηθούν τα επιτόκια των προϊόντων χωρίς κίνδυνο είναι πιθανό οι επενδυτές να στραφούν προς αυτά γιατί είναι πιο ελκυστικά. Παράλληλα η αύξηση του επιτοκίου δανεισμού έχει μεγάλη επίπτωση στα κέρδη των επιχειρήσεων γιατί αυξάνει σημαντικά το κόστος χρήματος για αυτήν.
 - Το συναλλαγματικό κόστος της επένδυσης σε αυτήν.

- Την ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς. Η ρευστότητα διαμορφώνει τα εμπόδια εισόδου και εξόδου από αυτήν. Σε μία αγορά που υπάρχει ρευστότητα (μεγάλο ποσοστό των μετοχών είναι διαθέσιμες για διαπραγμάτευση) ένας επενδυτής μπορεί να βρει εύκολα αγοραστή για τις μετοχές που διαθέτει ή να βρει πωλητή για τις μετοχές που επιθυμεί (δεν υπάρχουν εμπόδια εισόδου).
 - Το νομικό πλαίσιο εκκαθάρισης και διακανονισμού των συναλλαγών καθώς και το νομικό πλαίσιο φορολόγησης των υπεραξιών που παράγονται στην κεφαλαιαγορά.
- Η κεφαλαιαγορά επίσης εξαρτάται από υποκειμενικούς παράγοντες και κυρίως από τις προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία της αγοράς, της τοπικής – εθνικής οικονομίας, κλπ.

Σε μία αποτελεσματική αγορά δεν είναι δυνατή η δημιουργία υπεραξιών. Αντίθετα όμως, παρατηρείται ότι δημιουργούνται υπεραξίες από την κεφαλαιαγορά. Ιστορικά, παρατηρούνται κυκλικότητες στην πορεία των μετοχών και μετακίνηση σε διαφορετικά επίπεδα τιμών, ενώ παράλληλα υπάρχουν διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα ή ανωμαλίες όπως λέγονται (calendar effects or market anomalies) στις αποδόσεις των μετοχών των εισηγμένων εταιριών. Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων δηλώνει την δυνατότητα να αποκτά κάποιος επενδυτής υπεραποδόσεις με την ανάλογη στρατηγική του συγχρονισμού αγοράς (market timing), γεγονός όμως που ανατρέπει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών. Για το λόγο αυτό έχουν ονομαστεί ανωμαλίες της κεφαλαιαγοράς, και διακρίνονται κυρίως στα εξής φαινόμενα:

1. Το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας (the day-of-the week effect)
2. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (the January effect)
3. Το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (the size effect). Έχουν παρατηρηθεί επίσης το φαινόμενο της ημέρας αργίας (the holiday effect), το φαινόμενο της παρασκευής και 13 (the Friday the 13th effect), όπου εξετάστηκε μόνο για την αγορά των ΗΠΑ μέχρι σήμερα, το φαινόμενο του λόγου κέρδη ανά μετοχή προς τιμή μετοχής (E/P) και άλλα.

Οι προϋποθέσεις ύπαρξης μιας αποτελεσματικής αγοράς έχουν ως ακολούθως:

1. Υπάρχουν πολλοί συμμετέχοντες απ' τους οποίους ο καθένας ανεξάρτητα αναλύει και αποτιμά μετοχές.
2. Κάθε νέα πληροφορία για μία εταιρία ή μετοχή της, εμφανίζεται στην αγορά εντελώς τυχαία και ανεξάρτητα από άλλα γεγονότα.
3. Οι επενδυτές έσω κινήσεων αγοραπωλησιών προσαρμόζουν τις αποτιμήσεις των μετοχών ώστε οι τελευταίες να αντανακλούν σε κάθε χρονική στιγμή όλη τη διαθέσιμη πληροφόρηση.

Συνεπώς, οι παράγοντες της ρευστότητας και της διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά είναι πολύ σημαντικοί για την υιοθέτηση της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς

5.2.2 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Η μέθοδος της προεξόφλησης μελλοντικών μερισμάτων έχει ως βασική αρχή ότι ο επενδυτής είναι μακροχρόνιος και βασίζει την επιλογή της επένδυσης του αποκλειστικά στα μερίσματα που θα εισπράττει από την επιχείρηση.

Βασικές υποθέσεις είναι:

- Η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και ταμιακές ροές.
- Η επιχείρηση θα συνεχίσει να έχει την ίδια πολιτική μερισμάτων.
- Η αγορά θα είναι σταθερή και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις.

5.2.3 Η μέθοδος του P/E–EPS

Ο δείκτης τιμής προς κέρδη (P/E) ενσωματώνει δύο βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες, η πρώτη είναι η αγοραία αξία της μετοχής και η δεύτερη τα κέρδη. Το γεγονός ότι οι δύο αυτές βασικές πληροφορίες είναι κρίσιμες για έναν επενδυτή και η ευκολία ταξινόμησης και σύγκρισης την κάνουν ιδανική για την λήψη απόφασης από έναν επενδυτή ο οποίος δεν είναι διατεθειμένος να προχωρήσει σε ολοκληρωμένη ανάλυση των θεμελιωδών και τεχνικών στοιχείων τη επιχείρησης.

Εάν μία επιχείρηση έχει P/E 14 σημαίνει ότι η αξία της επιχείρησης είναι ίση με τα κέρδη 13 ετών. Ο δείκτης P/E θα πρέπει να χρησιμοποιείται σε συνάρτηση με ορισμένες ποιοτικές πληροφορίες, όπως είναι ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση, οι προοπτικές ανάπτυξής της, οι συνθήκες ανταγωνισμού, την μετοχική σύνθεση σε συνάρτηση με την ελκυστικότητά της για εξαγορά/ συγχώνευση και το management της επιχείρησης. Αλλά και ορισμένες ποσοτικές, όπως είναι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης, ο κίνδυνος αφερεγγυότητας και επενδυτικοί κίνδυνοι που μπορεί να προέρχονται από σύνθεση του παθητικού (λόγος ξένων προς ιδίων κεφαλαίων), τη σύνθεση μετοχικού κεφαλαίου, κλπ.

5.2.4 Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to Share holder (TRS)]

Προέκταση των παραπάνω μεθόδων είναι και η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης του Μετόχου. Με βάση την μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων της. Οι υποθέσεις είναι οι ίδιες με τις προηγούμενες δύο μεθόδους.

Οι προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές μεθόδους, στο σκέλος των τιμών των μετοχών, γίνονται με την χρήση της τεχνικής ανάλυσης, ενώ για το σκέλος των κερδών χρησιμοποιούνται οι κλασσικές μέθοδοι προβλέψεων χρηματοοικονομικών στοιχείων.

5.2.5 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς μέσω ενός αριθμοδείκτη υπολογίζει την αξία της κάθε εταιρίας. Για την εφαρμογή της μεθόδου θα πρέπει να γίνουν δεκτές όλες οι υποθέσεις – παραδοχές για την εφαρμογή της μεθόδου της καθαρής περιουσιακής θέσης και του μεγαλύτερου μέρους από την μέθοδο των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών, γιατί ο αριθμοδείκτης βασίζεται στα αποτελέσματα των δύο αυτών μεθόδων.

5.2.6 Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added)

Βάση της μεθόδου αυτής είναι ότι η προστιθέμενη αξία ισούται:

MVA = Αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου και των λοιπών υποχρεώσεων (δανείων) μείον το ποσό του επενδυτικού κεφαλαίου.

5.3 Εφαρμογή της Μεθόδου

5.3.1 Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

Η ανάγνωση και διαπίστωση της χρηματιστηριακής τιμής μιας εισηγμένης επιχείρησης στην κεφαλαιαγορά μπορεί να γίνει οποιαδήποτε στιγμή (από εφημερίδες, περιοδικά διαδίκτυο κλπ.). Η πρόγνωση και πρόβλεψη της χρηματιστηριακής τιμής μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος είναι η θεμελιώδης ανάλυση (λογιστικά χρηματοοικονομικά δεδομένα) και η δεύτερη η τεχνική ανάλυση (ανάλυση διαγραμμάτων, σχηματισμών και δεικτών).

Η βασική υπόθεση για την τεχνική ανάλυση είναι ότι η <<συμπεριφορά>> των μετοχών επαναλαμβάνεται. Έτσι χρησιμοποιούνται :

- Γραμμές τάσης
- Κινητοί μέσοι όροι
- Σχηματισμοί τιμών και όγκων
- Δείκτες συμπεριφοράς τιμών
- Ταλαντωτές

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται αποκλειστικά από χρηματιστηριακούς και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πρόβλεψη των τιμών, έχοντας ως σκοπό την κερδοσκοπία στην κεφαλαιαγορά μέσω της βραχυπρόθεσμης πρόβλεψης της τεχνικής ανάλυσης.

5.3.2 Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Η εφαρμογή της μεθόδου με την προεξόφληση των μερισμάτων μπορεί να γίνει με 4 τρόπους, ανάλογα με τις υποθέσεις που μπορούν να γίνουν δεκτές. Οι τρόποι αυτοί είναι:

- Προεξόφληση των μερισμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση και την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.
- Προεξόφληση μερισμάτων που παρουσιάζουν σταθερή άνοδο (τύπος Gordon).

$$P_0 = D_1 / (r - g)$$

Όπου:

D_1 = Το μέρισμα

r = Το επιτόκιο κινδύνου

g = ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου)

- **Προεξόφληση μερισμάτων σε δύο στάδια.** Στην περίπτωση αυτή γίνεται η υπόθεση ότι υπάρχει μία περίοδος όπου τα μερίσματα παρουσιάζουν μεγάλη άνοδο και στην συνέχεια επιστρέφουν σε κανονικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

$$P_0 = D_0 * [1 + g_H / (r - g_H)] * [1 - (1 + g_H / (1 + r))^n] + D_0 (1 + g_H)^n (1 + g_L) / (r - g_L) (1 + r)^m$$

Όπου:

D_1 = Το μέρισμα

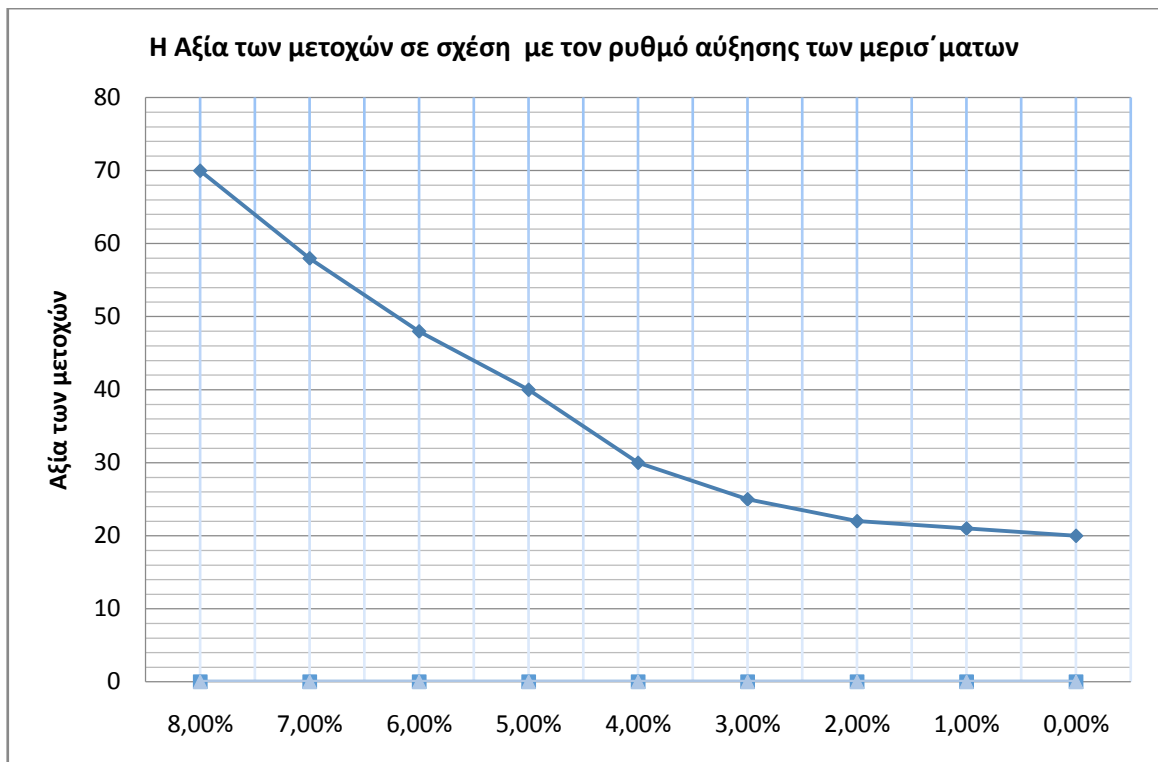
g_H = Ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της μεγάλης αύξησης του ρυθμού

g_L = Ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της σταθερότητας

- Προεξόφληση μερισμάτων σε τρία στάδια.

Ως επιτόκιο κινδύνου ή προεξόφλησης οι περισσότεροι μελετητές χρησιμοποιούν και σε αυτή τη μέθοδο το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Όπως φαίνεται και στο παρακάτω γράφημα η αξία της επιχείρησης είναι άμεσα συσχετιζόμενη με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.



5.3.3 Η μέθοδος του P/E - EPS, TRS

Η εφαρμογή των μεθόδων αυτών είναι εύκολη διότι οι δείκτες και τα οικονομικά μεγέθη που απαιτούνται για τον υπολογισμό τους (μερισματική απόδοση, P/E, κλπ.) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι διαθέσιμα σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες και περιοδικά. Επιπλέον τεχνικές αναλύσεις και προβλέψεις με βάση την τεχνική ανάλυση εκδίδουν σχεδόν καθημερινά οι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι τράπεζες και οι θεσμικοί επενδυτές.

Ο υπολογισμός του P/E παρουσιάζει τα εξής προβλήματα:

- Ποιά τιμή θα επιλεγεί (η τελευταία, ο μέσος όρος του τελευταίου μήνα, κ.ο.κ)
- Ποιά κέρδη θα επιλεγούν (τα κέρδη προ φόρων, τα λειτουργικά κέρδη, τα αναπροσαρμοσμένα, κ.ο.κ.)

Ο κάθε αναλυτής ανάλογα με την θέση του απέναντι στην επιχείρηση επιλέγει τον τρόπο που ο ίδιος επιθυμεί.

5.3.4 Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to shareholder (TRS)]

Η μέτρηση είναι το αλγεβρικό άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων.

5.3.5 Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Με βάση την επιτροπή κεφαλαιαγοράς η αξία της επιχείρησης δίνεται από τον παρακάτω αριθμοδείκτη.

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \text{ΚΠΘ} + \text{ΜΟΚ} * \text{ΠΚ} / 2$$

Όπου:

ΚΠΘ= Καθαρή Περιουσιακή Θέση

ΜΟΚ= Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας

ΠΚ= Πολλαπλασιαστής Κερδών

Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση (επιτόκια, πληθωρισμός, ρυθμοί ανάπτυξης του ΑΕΠ και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση) αλλάζει ο πολλαπλασιαστής κερδών έτσι ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα ο αριθμοδείκτης στην πραγματικότητα.

5.3.6 Η μέθοδος της αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added)

Βάση της μεθόδου αυτής είναι ότι η προστιθέμενη αξία ισούται:

$MVA = \text{Αγοραία αξία μετοχικού κεφαλαίου και των λοιπών υποχρεώσεων (δανείων)} - \text{μείον το ποσό του επενδυμένου κεφαλαίου.}$

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού είναι ότι η MVA ισούται με την παρούσα αξία όλων των ΠΟΑ και συνεπώς η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογισθεί με την πρόσθεση στην MVA της λογιστικής αξίας των μετοχών.

6 ΚΕΦΑΛΑΙΟ Η μεθοδος της Οικονομικής Προστιθέμενης αξίας (EconomicValueAdded ή EconomicProfit)

6.1 ΓΕΝΙΚΑ

Η μέθοδος αυτή έχει εμφανισθεί τα τελευταία χρόνια και αποκτά ολο και περισσότερη σημασία για τους μελετητές και για όλες τις ενδιαφερόμενες ομάδες ανθρώπων ή επιχειρήσεων. Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της που θα παρουσιασθούν παρακάτω την κάνουν ιδανική για αξιολόγηση της συνεισφοράς της διοίκησης στην επίτευξη των στόχων της επιχείρησης και στην δυναμική αποτίμηση των επιχειρήσεων στην διάρκεια του χρόνου. Επίσης στο μεγάλο θέμα της εταιρικής διακυβέρνησης, την δομή, τον τρόπο διοίκησης των επιχειρήσεων και τους στόχους που πρέπει να θέτει μια επιχείρηση, η μέθοδος της προστιθέμενης αξίας προσφέρει ένα αξιόπιστο μέτρο επιμέτρησης της αξίας της επιχείρησης.

Η μέθοδος αυτή μαζί με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών θεωρούνται σήμερα από τους μελετητές ότι είναι οι πιο αξιόπιστες μεθοδολογίες επιμέτρησης της αξίας μιας επιχείρησης. Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο που βασίζεται σε ιστορικά λογιστικά δεδομένα και συνεπώς έχει όλους τους περιορισμούς που έχουν όλα τα συναφή εργαλεία.

Η βασική αρχή είναι ότι η προστιθέμενη αξία είναι το υπόλοιπο των καθαρών εσόδων μετά τους φόρους μείον το κόστος του κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για την παραγωγή των εσόδων.

ΠΟΑ = Λειτουργικά Έσοδα μετά φόρων – (Επενδυμένα κεφάλαια * Μέσο Σταθμικό Κόστος του Κεφαλαίου)

Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη και οι προσδοκίες των επενδυτών και δανειστών για την πορεία της επιχείρησης.

Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού είναι: **ΠΟΑ = (ROI - WACC) * Επενδυμένο Κεφάλαιο**

Ο πρώτος τύπος είναι ο λειτουργικός ενώ ο δεύτερος ο χρηματοοικονομικός. Η ΠΟΑ είναι ένα χρηματικό ποσό. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι θετικό ή αρνητικό. Εάν είναι θετικό η εταιρία έχει κερδίσει περισσότερο λειτουργικό εισόδημα μετά τη φορολογία από τι το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για να παραχθεί αυτό το εισόδημα. Έτσι η εταιρία έχει δημιουργήσει πλούτο. Εάν το αποτέλεσμα είναι αρνητικό αυτό σημαίνει ότι η εταιρία καταναλώνει το κεφάλαιο. Ο στόχος μιας επιχείρησης είναι να έχει θετική και αυξανόμενη προστιθέμενη οικονομική αξία.

Αγοραία αξία επιχείρησης = Λογιστική Αξία Μετοχικού κεφαλαίου + Παρούσα αξία Μελλοντικών ΠΟΑ

Στην περίπτωση που η επιχείρηση είναι κερδοφόρα η διαφορά της αγοραίας αξίας από την λογιστική αξία είναι οι προεξοφλημένες προστιθέμενες αξίες. Όσο

μεγαλύτερη είναι η προστιθέμενη αξία τόσο μεγαλύτερη είναι και η αξία της επιχείρησης. Στην αντίθετη περίπτωση που η επιχείρηση είναι ζημιογόνα οι αρνητικές προστιθέμενες αξίες επηρεάζουν σημαντικά και την αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου.

6.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΠΟΑ

Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μεθόδου οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι τα παρακάτω:

Πλεονεκτήματα

- Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται όχι μόνο για την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης αλλά και για ρύθμιση συστημάτων αμοιβών και κινήτρων απόδοσης.
- Καλύπτει όλο τον επιχειρηματικό κύκλο.
- Παρουσιάζει πιο καλά την αγοραία αξία της επιχείρησης, χρησιμοποιώντας μέτρα που γίνονται άμεσα αντιληπτά από την αγορά και δεν μπορούν να αμφισβητηθούν από τρίτους.
- Περιορίζει σημαντικά τις λογιστικές ανωμαλίες στην απεικόνιση των οικονομικών γεγονότων και δεδομένων (ο SternSteward που είναι ο εισηγητής της μεθόδου έχει βρει 164 αλλαγές που πρέπει να γίνουν στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις για να εφαρμοσθεί η μέθοδος).
- Είναι πιο εύκολα κατανοητή ως έννοια κερδοφορίας από ότι το ROI και μπορεί να εφαρμοσθεί για τις καθημερινές λειτουργίες της επιχείρησης και όχι μόνο στο τέλος της χρήσης ή με το πέρας του επιχειρηματικού σχεδίου.

Μειονεκτήματα

- Δίνει βάση στα άμεσα οικονομικά αποτελέσματα με συνέπεια την μείωση του κινήτρου για σχεδιασμό και ανάπτυξη μακροπρόθεσμων στρατηγικών.
- Η τεχνογνωσία για την εφαρμογή της δεν είναι πολύ διαδεδομένη.
- Είναι πολύπλοκη μέθοδος και χρειάζεται πολύ χρόνο και μεγάλη ποσότητα δεδομένων για την εφαρμογή της.
- Η μέθοδος αυτή βασίζεται σε χρηματοοικονομικές – λογιστικές μεθόδους και πληροφορίες, με αποτέλεσμα οι πληροφορίες και οι μέθοδοι αυτοί να έχουν και τους αντίστοιχους περιορισμούς και να είναι επιρρεπής σε χειραγώγηση.

6.3 Τα 4M της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας

Ο δημιουργός της SternSteward την περιέγραψε με 4 λέξεις που ξεκινάνε από το γράμμα M.

6.3.1 Επιμέτρηση (Measurement)

Η ΠΟΑ είναι ένα από τα πιο ολοκληρωμένα και πιο ακριβή μέτρα της εταιρικής απόδοσης γιατί περιλαμβάνει σχεδόν όλους τους χρηματοοικονομικούς παράγοντες και είναι καλύτερα προσαρμοσμένη στις απαιτήσεις της εποχής.

6.3.2 ΣύστημαΔιοίκησης (ManagementSystem)

Η επιμέτρηση της μπορεί να δώσει στην επιχείρηση ένα μέτρο της απόδοσής της, όμως η πραγματική της αξία υπόκειται στο γεγονός ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μέτρο για τη χάραξη πολιτικών, διαδικασιών, μεθόδων και στρατηγικών. Η δυνατότητα που δίνει για χρήση σε όλο το φάσμα των στρατηγικών, λειτουργικών και τακτικών αποφάσεων της επιχείρησης την κάνει μοναδική.

6.3.3 Σύστημα Κινήτρων (MotivationSystem)

Η μέθοδος αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να παρέχονται κίνητρα στους διευθυντές. Ο σχεδιασμός του συστήματος κινήτρων μπορεί να γίνει με βάση αυτή τη μέθοδο. Βασικό πλεονέκτημα της χρήσης της είναι ο εξαναγκασμός των διευθυντών να λειτουργούν σαν ιδιοκτήτες γιατί αμείβονται σαν αυτούς.

6.3.4 Συμπεριφορά (Mindset)

Η διοίκηση και η αμοιβή με βάση την μέθοδο αυτή επιφέρει αλλαγές στον τρόπο σκέψης και στην συμπεριφορά μέσα στην επιχείρηση. Αποτελεί την βάση επικοινωνίας και διευθέτησης των προβλημάτων, των ευκαιριών και των απειλών καθώς δημιουργεί ένα πλαίσιο λειτουργίας που μπορεί να γίνει αποδεκτό από όλους χωρίς να υπάρχουν περιθώρια μεροληψίας. Έτσι μπορεί να χαρακτηριστεί ως ένα σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης που καθοδηγεί όλους τους υπαλλήλους και διευθυντές να εργάζονται για τα συμφέροντα των ιδιοκτητών. Επιπρόσθετα δίνει τη δυνατότητα αποκέντρωσης της διαδικασίας λήψης αποφάσεων, καθώς η επιμέτρησή της μπορεί να γίνει ανά τμήμα, επιχειρησιακή μονάδα, κλπ και έτσι γίνεται εύκολη η αναγνώριση των ευθυνών για την επιτυχία ή την αποτυχία.

6.4 Υποθέσεις και Δεδομένα στα οποία στηρίζεται

Για τον υπολογισμό της οικονομικής αξίας πρέπει πρώτα να κάνουμε δεκτές ορισμένες υποθέσεις:

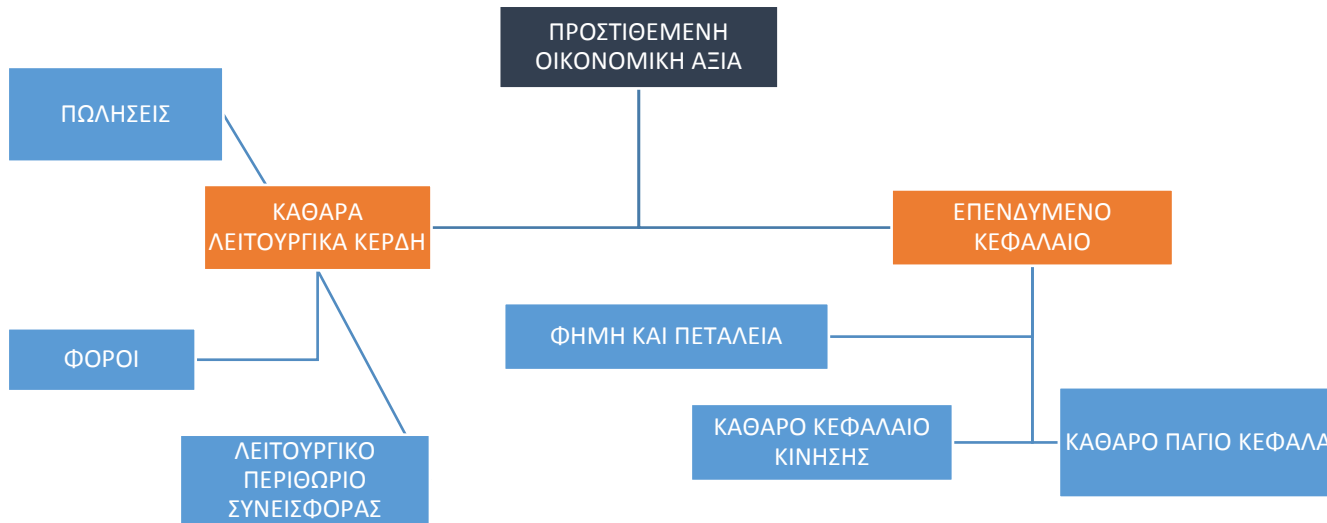
- Βάση της αποτίμησης είναι η σύγκριση με μέτρα αξιολόγησης επενδύσεων. Έτσι στους τύπους που παρουσιάζονται παρακάτω εμφανίζονται μέτρα όπως το ROI (return on investment), RONA (return on net assets), ROCE (return on capital employed).
- Το risk premium, η επιπλέον απόδοση από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο που απαιτούν οι μέτοχοι από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (των επενδύσεων σαν σύνολο) υπολογίζεται ως η απόδοση ενός κρατικού αξιογράφου.
- Το επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης θεωρείται ότι είναι το σύνολο ξένων και ιδίων κεφαλαίων. Ο μελετητής μπορεί να κάνει τις 164 διαφορετικές αναπροσαρμογές στους λογαριασμούς που προτείνει ο Steward.

6.5 Εφαρμογή της Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή έχει την ίδια βασική ιδέα με την μέθοδο της προεξόφλησης των υπερπροσόδων, κάποιιοι θεωρούν ότι η ΠΟΑ είναι εξέλιξη της μεθόδου της υπερπροσόδου, αλλά και με την μέθοδο προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Η σύγκριση μεταξύ τους γίνεται με το εναλλακτικό κόστος – κέρδος του κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για να λειτουργήσει και να παράγει έσοδα και κέρδη. Για αυτό το λόγο οι μέθοδοι παρουσιάζουν πολλές ομοιότητες όσο αφορά τις υποθέσεις που χρειάζονται για να γίνουν δεκτές και για την καταλληλότητά τους σε διάφορες συνθήκες. Μαθηματικά η μέθοδος Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας δίνει τα ίδια αποτελέσματα με την προεξόφληση των ταμειακών ροών ή την καθαρά παρούσα αξία. Όμως οι ταμειακές ροές και η καθαρά παρούσα αξία δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την μέτρηση της απόδοσης γιατί εξαρτώνται αποκλειστικά από τις ταμειακές ροές. Οι διαφορές με την μέθοδο των υπερπροσόδων είναι κυρίως στον τρόπο που ορίζεται το έσοδο και το κεφάλαιο για την επιχείρηση.

Η προσέγγιση της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας με βάση το λειτουργικό τύπο ξεκινά με τα στοιχεία του ενεργητικού και καταλήγει στο επενδυμένο κεφάλαιο. Η προσέγγιση της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας με βάση το χρηματοοικονομικό τύπο ξεκινά από τις υποχρεώσεις και προσθέτει το μετοχικό κεφάλαιο και όλα τα στοιχεία που είναι ισοδύναμα του μετοχικού κεφαλαίου για να καταλήξει στο επενδυμένο κεφάλαιο. Στη συνέχεια χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου βασισμένο στις τιμές του δανειακού και του μετοχικού κεφαλαίου για να υπολογισθεί το κόστος κεφαλαίου. Τέλος το ποσό του κόστους κεφαλαίου αφαιρείται από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων και το αποτέλεσμα είναι η Προστιθέμενη Οικονομική Αξία.

Σχεδιάγραμμα χ. Σχέση μεταξύ βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών και ΠΟΑ



6.5.1 Υπολογισμός βάση τον λειτουργικό τύπο

Ο υπολογισμός με βάση αυτόν τον τύπο γίνεται ως εξής:

ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ (ΚΛΚΜΦ) – ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
 (ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ * ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ) =
 ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΞΙΑ

Τα επενδυμένα κεφάλαια με βάση το λειτουργικό τύπο υπολογίζονται ως το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού μείον τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις.

Τα ΚΛΚΜΦ είναι τα λειτουργικά έσοδα μετά από αποσβέσεις και μετά από προσαρμογές για την καλύτερη οικονομικά και όχι λογιστικά, προσέγγιση της κερδοφορίας. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως υπάρχουν 164 διαφορετικές προσαρμογές. Το κόστος όμως σε χρόνο και χρήμα για να γίνουν αυτές οι προσαρμογές μετατρέπουν τη μέθοδο αυτή σε μη ελκυστική.

Μερικές από τις προσαρμογές που μπορούν να γίνουν είναι οι παρακάτω:

- Πρόσθεση των κεφαλαιοποιημένων εξόδων έρευνας και ανάπτυξης. Με βάση το ΔΠΧΑ τα μόνα έξοδα που μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν είναι τα έξοδα ανάπτυξης. Οι δαπάνες έρευνας, από τη στιγμή που η έρευνα γίνεται μέσα στην επιχείρηση θεωρούνται έξοδα και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης.
- Πρόσθεση των μεταβολών στα αποθέματα.

- Πρόσθεση των εσόδων από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης, αφού κατά πλειοψηφία είναι τμήμα των οργανικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Στις βιομηχανικές επιχειρήσεις τα ποσα αυτά δεν επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα γιατί είναι πολύ μικρά.
- Υπολογισμός και απομείωση της φήμης και πελατείας (goodwill). Η ετήσια απομείωση της φήμης και πελατείας θα πρέπει να προστίθεται για την μέτρηση των κερδών και παράλληλα χρειάζεται οι συσσωρευμένες απομειώσεις να προσθέτονται στο ισοδύναμο μετοχικού κεφαλαίου.
- Προσθήκη των εξόδων των τόκων μετά από φόρους (θεωρείται ότι το έξοδο των τόκων είναι κεφαλαιουχικό παρά λειτουργικό). Τα έξοδα συμπεριλαμβάνουν όλες τις μορφές δανεισμού ακόμη και τις μακροχρόνιες μισθώσεις (leasing). Οι μακροχρόνιες μισθώσεις με βάση τα ΔΠΧΑ θεωρούνται ότι είναι δανεισμός κεφαλαίου και για αυτό το πάγιο στοιχείο κεφαλαιοποιείται και γίνεται αναγνώριση της υποχρέωσης ως δανεισμός. Το μίσθωμα παρουσιάζεται ως ο τόκος τους δανεισμού.
- Με βάση τα κριτήρια που θα παρουσιαστούν παρακάτω θα πρέπει να επανεξετάζεται ο συνυπολογισμός των έκτακτων εσόδων και κερδών στα ΚΛΚΜΦ.

Αυτές οι προσαρμογές δείχνουν τις επενδύσεις σε πάγια ή κυκλοφορούντα στοιχεία που κάνει η επιχείρηση για την επίτευξη κερδών. Οι προσαρμογές αυτές μοιάζουν με τον υπολογισμό των ταμειακών ροών με την έμμεση μέθοδο.

Τα βασικά κριτήρια για την πραγματοποίηση των προσαρμογών είναι :

- Σαφήνεια: Οι προσαρμογές θα πρέπει να ορίζονται με σαφήνεια.
- Σημαντικότητα: Οι προσαρμογές που θα γίνονται θα πρέπει να έχουν σημαντική επίπτωση στην ΠΟΑ.
- Απλότητα: Οι προσαρμογές δεν πρέπει να είναι σύνθετες.
- Διακυβέρνηση: Οι προσαρμογές θα πρέπει να έχουν σημαντική επίδραση σε μελλοντικές αποφάσεις.

Εάν κάποιος λογαριασμός πληρεί όλα τα κριτήρια τότε η προσαρμογή του πρέπει να γίνεται.

Οι φόροι υπολογίζονται με τον πολλαπλασιασμό των ΚΛΚΜΦ με τον συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης. Οι φόροι που υπολογίζονται από τον παραπάνω τύπο δεν είναι πάντα μεγάλοι. Η επίδραση των αποσβέσεων και το γεγονός ότι η φορολογητέα βάση της επιχείρησης μπορεί να μειωθεί σημαντικά από κυβερνητικές επιλογές, δημιουργείται άλλο ποσό φόρων με βάση τη λογιστική.

6.5.2 Υπολογισμός βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο

Ο υπολογισμός της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας με βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο είναι ο παρακάτω:

$$\text{ΠΟΑ} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{Επενδυμένα κεφάλαια}$$

Η βασική διαφορά ανάμεσα στους δύο τύπους είναι ο τρόπος υπολογισμού των επενδυμένων κεφαλαίων.

$$\text{Επενδυμένα Κεφάλαια} = \text{Μετοχικό Κεφάλαιο} + \text{Αποθεματικά} + \text{Υποχρεώσεις}$$

Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου καθώς και ο υπολογισμός των υποχρεώσεων βρίσκονται με τη χρήση της λογιστικής αξίας ή της αγοραίας αξίας.

Στο παρακάτω πίνακάκι παρουσιάζεται ο τρόπος υπολογισμού της εταιρικής και μετοχικής αξίας της επιχείρησης:

(Παράδειγμα από το βιβλίο του Θ.Λαζαρίδη)

ΕΤΟΣ	Κεφάλαιο στην αρχή της χρήσης	Επενδύσεις	ΚΛΚΜ Φ	Κόστος Κεφαλαίου	ΠΟΑ	ΠΑ της ΠΟΑ	Αθροιστική ΠΟΑ
1	1400	450	400	140	260	236,36	236,6
2	1850	500	475	185	290	239,67	476,03
3	2350	600	550	235	315	236,66	712,69
4	2950	650	640	295	345	235,64	948,33
5	3600	497	775	360	415	257,68	1206,01
6	4097	-	775	409,7	365,3	2268,23	3474,24
Αθροιστική ΠΑ της ΠΟΑ						3474,24	
+ Κεφάλαιο στην αρχή της χρήσης(Έτος 1)						1400	
= Εταιρική Αξία						4874,24	
- Δανειακά Κεφάλαια						800	
= Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου						4074,24	
Αριθμός Μετοχών						135,8	
Αξία ανά μετοχή (Αξία Μ.Κ / Αρ. Μετοχών)						30	

6.5.3 Προβλήματα της Μεθόδου και Προσαρμογές στους λογαριασμούς

Οι τρόποι υπολογισμού της ΠΟΑ έχουν και ορισμένες ανεπάρκειες και προβλήματα. Παρακάτω θα παρουσιαστούν αναλυτικά

Επενδυμένο Κεφάλαιο: Οι ορισμοί για το επενδυμένο κεφάλαιο και τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων δεν είναι τυποποιημένοι. Η χρήση διαφορετικών ορισμών και τιμών για αυτά τα μεγέθη έχει ως αποτέλεσμα τον υπολογισμό διαφορετικών ΠΟΑ.

Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου:Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογιστεί με πολλούς τρόπους. Αν υπολογιστεί με βάση τον αριθμητικό μέσο άλλων ομοειδών επιχειρήσεων μπορεί να προκύψουν λανθασμένα αποτελέσματα και δεν ελέγχεται με αυτό τον τρόπο το εναλλακτικό κέρδος ή το κόστος συμμετοχής σε άλλες επιχειρήσεις και κλάδους. Ένας άλλος τρόπος είναι ο υπολογισμός με τη χρήση όλως των εταιριών που είναι εισηγμένες, για μεγάλο χρονικό διάστημα και με άλλο στατιστικό στοιχείο όπως ο γεωμετρικός μέσος. Τέλος πολλά προβλήματα παρουσιάζει και ο υπολογισμός του beta.

Η μέθοδος Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας μπορεί να χειραγωγηθεί από την κεφαλαιοποίηση των λογαριασμών που εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσης. Κάθε λογαριασμός που μεταφέρεται στον ισολογισμό αντί να εμφανίζεται σαν έξοδο (π.χ έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης), αυξάνει κατά πολύ τα λειτουργικά κέρδη και τα απασχολούμενα κεφάλαια. Αυτή η μεταβολή όμως φαίνεται έντονα μόνο στα λειτουργικά κέρδη.

Μεγάλες επιπτώσεις στην ΠΟΑ έχει και η μέθοδος της απόσβεσης που θα χρησιμοποιηθεί. Με τη σταθερή μέθοδο και συγκεκριμένα όπως γίνεται στη χώρα μας, με υπολογισμό των συντελεστών απόδοσης από το κράτος και όχι από την επιχείρηση με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή του παγίου, δεν δίνονται σωστά αποτελέσματα. Η χρήση άλλων μεθόδων απόσβεσης προκαλεί αυξήσεις ή μειώσεις στα επενδυμένα κεφάλαια όπως και στα λειτουργικά κέρδη.

Παρακάτω παρουσιάζονται ακόμη μερικές ανεπάρκειες ή προβλήματα και προσαρμογές που πρέπει να γίνουν για τον υπολογισμό της ΠΟΑ :

- Στη μέθοδο αυτή μπορούν να χειραγωγηθούν εύκολα τα αποτελέσματα καθώς δεν μετράει τις ταμειακές ροές και χρησιμοποιεί λογιστικά μέτρα όπως το δεδουλευμένο εισόδημα.
- Επειδή οι αμοιβές των στελεχών είναι συνδεδεμένες με την βραχυχρόνια μεταβολή της ΠΟΑ, τα στελέχη θα μπορούσαν να μην κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό.
- Η αναγνώριση ενδεχόμενων υποχρεώσεων ή απαιτήσεων. Το λογιστικό πλαίσιο (ΓΛΣ,ΚΒΣ) θεωρεί ότι οι υποχρεώσεις και οι απαιτήσεις αναγνωρίζονται μόνο αν η βεβαιότητα είναι πλήρης ή περατωθεί η συναλλαγή. Τα ΔΠΧΑ έχουν εντελώς διαφορετική προσέγγιση των στοιχείων αυτών.

Πίνακας Χ. Αναγνώριση Ενδεχομένων Απαιτήσεων – Υποχρεώσεων

Κλίμακα Πιθανότητας	Πιθανότητα (P)	Ενδεχόμενη υποχρέωση	Ενδεχόμενη Απαιτήση
Ουσιαστικά Βέβαιο	$P > 95\%$	Δημιουργία πρόβλεψης και αναγνώριση	Αναγνώριση
Πιθανό	$95\% < P > 50\%$	Δημιουργία πρόβλεψης και αναγνώριση	Καταγραφή στο Προσάρτημα
Δυνατό	$50\% > P > 5\%$	Καταγραφή στο Προσάρτημα	Μη καταγραφή στο Προσάρτημα
Απομακρυσμένη	$P < 5\%$	Μη καταγραφή στο Προσάρτημα	Μη καταγραφή στο Προσάρτημα

- Η μέθοδος αυτή απαιτεί να κεφαλαιοποιούνται οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης. Τα στελέχη των επιχειρήσεων έχουν αυτή την τάση για να αυξήσουν τα βραχυχρόνια έσοδά τους. Τα ΔΠΧΑ έχουν όμως τελείως διαφορετική λογιστική προσέγγιση.
- Οι μεταβολές στη μέθοδο αποτίμησης των αποθεμάτων (π.χ. από LIFOσεFIFO) ή στη λογιστική απεικόνιση των αναβαλλόμενων φόρων έχουν σημαντική επίδραση στα λειτουργικά κέρδη και τα επενδυμένα κεφάλαια.
- Η ΠΟΑ επιτρέπει τη χρήση μεταβατικών λογαριασμών με αποτέλεσμα την αλλοίωση των λειτουργικών κερδών.
- Δεν μετρά την αποδοτικότητα των πόρων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αξίας.
- Η χρήση της ΠΟΑ για την μέτρηση της αξίας επιχειρηματικών μονάδων γίνεται μόνο με τη χρήση διαφορετικών συντελεστών κινδύνου και κόστους κεφαλαίου.
- Η μέθοδος αυτή χειρίζεται μεροληπτικά τις νέες επενδύσεις γιατί οι αυξημένες επενδύσεις των πρώτων χρήσεων μειώνουν σημαντικά την ΠΟΑ, εκτός από την περίπτωση που η απόδοση των επενδύσεων είναι πολύ υψηλή από τις πρώτες χρήσεις.
- Επίσης η μέθοδος είναι μεροληπτική απέναντι στις επιχειρήσεις που είναι εντάσεων κεφαλαίου (λόγω του υψηλού επιπέδου απασχολούμενων κεφαλαίων) καθώς και στις βιομηχανικές επιχειρήσεις που είναι στο στάδιο της ωρίμανσης στον επιχειρησιακό κύκλο και στον κύκλο ζωής προϊόντος.
- Η φήμη και η πελατεία θα πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να αποσβένεται κανονικά. Εάν μειώνουν την φορολογητέα βάση τότε θα πρέπει η προσαρμογή του ενεργητικού να γίνει με το ποσό που αντιστοιχεί μετά την αφαίρεση των φόρων. Η αναγνώριση και προσαρμογή της μη επιμετρημένης φήμης και πελατείας μπορεί να γίνει. Το πρόβλημα είναι ο τρόπος επιμέτρησης από την

αρχή. Η αγοραία αξία της όπως προκύπτει ως υπολειμματικό μέγεθος του ποσού της εξαγοράς – συγχώνευσης από τη λογιστική αξία της επιχείρησης έχει τα μειονεκτήματα που αναφέρονται στην αποτίμηση στοιχείων που στηρίζονται μόνο στον μηχανισμό διαμόρφωσης αξιών από την αγορά.

6.5.4 Τρόποι Βελτίωσης της Μεθόδου

Υπάρχουν κάποιοι τρόποι μέσω των οποίων η ΠΟΑ θα μπορούσε να μεγεθυνθεί χωρίς να υπάρχουν τα στοιχεία της αμφιβολίας ή της οικονομικής διαστρέβλωσης και θα αναφερθούν παρακάτω:

- Επιλογή των επενδυτικών ευκαιριών που έχουν μεγαλύτερη απόδοση από το κόστος κεφαλαίου.
- Μείωση των μη απασχολούμενων κεφαλαίων.
- Αύξηση της αποδοτικότητας και των λειτουργικών κερδών, χωρίς προηγούμενη αύξηση κεφαλαίων.
- Από την υπάρχουσα δραστηριότητα επιλέγονται οι δραστηριότητες που αποδίδουν λιγότερο και τα στοιχεία του ενεργητικού που απασχολούνται σε αυτές πωλούνται σε άλλες επιχειρήσεις.

6.6 Σύγκριση

Η σύγκριση γίνεται με τη χρήση των εργαλείων της Καθαρής Παρούσας Αξίας ή του Εσωτερικού Ποσοστού Απόδοσης. Η μεθοδολογία δεν διαφέρει καθόλου από την αντίστοιχη σε περίπτωση ανάλυσης της επένδυσης. Η χρήση και των δύο μεθόδων είναι κατάλληλη γιατί και οι δύο έχουν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους και με αυτό τον τρόπο είναι δυνατή η πλήρης κατανόηση του αποτελέσματος.

Η χρήση των δύο μεθόδων εξαρτάται από την απόφαση που πρέπει να ληφθεί και ιδιαίτερα αν η απόφαση αφορά μόνο μία επένδυση, αν οι επενδύσεις αποκλείονται αμοιβαία και αν οι επενδύσεις έχουν να κάνουν με πολλαπλές αποδόσεις.

Στην πρώτη περίπτωση και οι δύο μέθοδοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν εφόσον αν η επένδυση έχει θετική ΚΠΑ τότε και το Εσωτερικό Ποσοστό Απόδοσης θα είναι μεγαλύτερο από το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Στην δεύτερη περίπτωση υπάρχουν μερικές ιδιαιτερότητες γιατί οι δύο μέθοδοι δεν δίνουν τα ίδια αποτελέσματα. Η διαφορά προκύπτει από το γεγονός ότι η αξία του χρήματος μεταβάλλεται μέσα στο χρόνο. Με αυτό τον τρόπο η ΚΠΑ θα δίνει μεγαλύτερη απόδοση σε μία περίπτωση ενώ ο ΕΠΑ θα δίνει στην άλλη.

6.6.1 Παράδειγμα και επιλογή μεθόδου σύγκρισης

Το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης είναι 12%

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΕΤΟΣ 0	ΕΤΟΣ 1
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1	300	370
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2	200	250

Υπολογισμός με βάση της μεθόδους :

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΚΠΑ	ΕΠΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1 = $[(370/1,012)-300]$	30,36	23,3%
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2 = $[(250/1,012)-200]$	23,21	25%

Αν χρησιμοποιούσαμε την ΚΠΑ θα επιλέγαμε την πρώτη επένδυση, ενώ αν χρησιμοποιούσαμε το ΕΠΑ θα επιλέγαμε την δεύτερη.

Αν τα απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης αυξηθεί στο 20% και στο 23%

ΕΠΕΝΔΥΣΗ	ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ 20%		ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΟ ΠΟΣΟΣΤΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ 23%	
	ΚΠΑ	ΕΠΑ	ΚΠΑ	ΕΠΑ
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 1	8,33	23,3%	0,81	23,3%
ΕΠΕΝΔΥΣΗ 2	8,33	25%	3,25	25%

Όταν το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης είναι 20% ο επενδυτής είναι αδιάφορος στο ποια επένδυση θα επιλέξει με τη μέθοδο της ΚΠΑ καθώς και οι ίδιοι είναι ίδιες, ενώ με βάση την ΕΠΑ θα διαλέξει την δεύτερη επένδυση. Όταν το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης γίνει 23% τότε ο επενδυτής θα διαλέξει την δεύτερη επένδυση και στις δύο μεθόδους.

Ο μελετητής πρέπει να ελέγξει την αξία της επιχείρησης και με τις δύο μεθόδους, θα πρέπει να προσέξει τις παραμέτρους υπολογισμού και των δύο καθώς θα πρέπει να ελέγξει αν υπάρχουν περισσότερες από μία ΕΠΑ. Εάν υπάρχουν περισσότερες από μία ΕΠΑ θα επιλέξει ως πιο αξιόπιστη μέθοδο την ΚΠΑ γιατί έτσι δεν χρειάζεται η τεκμηρίωση της επιλογής ενός από τα πολλά ΕΠΑ που θα έχουν υπολογισθεί.

Για την καλύτερη τεκμηρίωση του αποτελέσματος της σύγκρισης είναι καλό να παρατίθενται αντίστοιχες αποτιμήσεις από άλλες επιχειρήσεις του κλάδου ή την σύγκριση με το κλαδικό ποσοστό απόδοσης επένδυσης ή ιδίων κεφαλαίων.

6.7 Συμπεράσματα

Για να καταλήξουμε σε συμπεράσματα για τη μέθοδο της Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας θα πρέπει να γίνει καλή τεκμηρίωση των παραγόντων που μας οδήγησαν σε αυτά.

7 ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

7.1 Εισαγωγή

Το δείγμα της έρευνας μελετά τις μετοχές 216 εταιριών διαφόρων κλάδων (λιανικής-χονδρικής πώλησης, ναυτιλιακές, βιομηχανικές, κ.α.). Η έρευνα αφορά την χρονική περίοδο 2001 έως 2014, και για σκοπό της έρευνας έχει χωριστεί σε δύο μέρη. Τα 2001-2004 που αφορούν την χρήση του Ελληνικού Λογιστικού Σχεδίου, και τα έτη 2005-2014 που αφορούν την χρήση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.

7.2 Σκοπός και σχεδιασμός της έρευνας

Κυρίως στόχος της διεξαγωγής αυτής της έρευνας είναι, να παρατηρήσουμε τις μεταβολές των τιμών μετοχών για τις εταιρίες που έχουμε επιλέξει σε σχέση με τα κέρδη ανά μετοχή και τα κέρδη ανά μετοχή. Για τον σκοπό αυτό έχουμε χρησιμοποιήσει το εξής υπόδειγμα:

$Y = \alpha + \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + u$ όπου:

- Y = εξαρτημένη μεταβλητή που αναπαριστά την τιμή της μετοχής
- X_1 = ανεξάρτητη μεταβλητή που αναπαριστά τα κέρδη ανά μετοχή
- X_2 = ανεξάρτητη μεταβλητή και αναπαριστά τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή
- Η μεταβλητή u είναι μη παρατηρήσιμη και ουσιαστικά περιλαμβάνει την επίδραση των υπόλοιπων μεταβλητών πάνω στην τιμή της μετοχής.
- β_1 = συντελεστής που αναπαριστά την οριακή επίδραση που ασκεί η μεταβλητή κέρδη ανά μετοχή στην τιμή της μετοχής.
- β_2 = συντελεστής που αναπαριστά την οριακή επίδραση που ασκεί η μεταβλητή ίδια κεφάλαια ανά μετοχή στην τιμή της μετοχής.
- α = συντελεστής που αναπαριστά το σημείο που τέμνει η συνάρτηση παλινδρόμησης δείγματος τον άξονα Ψ

Στην συνέχεια θα πρέπει να προσδιορίσουμε τις παραπάνω μεταβλητές α, β_1, β_2 , για τις 2 χρονικές περιόδους που έχουμε αναφέρει.

7.3 Εφαρμογή και Συμπεράσματα

ΕΤΗ 2001 -2004

ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
<i>Στατιστικά παλινδρόμησης</i>								
Πολλαπλό R	0,682198163							
R Τετράγωνο	0,465394334							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,46202497							
Τυπικό σφάλμα	5,484527416							
Μέγεθος δείγματος	959							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	<i>βαθμοί ελευθερίας</i>	<i>SS</i>	<i>MS</i>	<i>F</i>	<i>κρίσιμη F</i>			
Παλινδρόμηση	6	24928,88797	4154,814662	138,1252993	8,7E-126			
Υπόλοιπο	952	28636,19901	30,08004098					
Σύνολο	958	53565,08698						
	<i>Συντελεστής</i>	<i>Τυπικό σφάλμα</i>	<i>t</i>	<i>τιμή-P</i>	<i>κρίσιμη 95%</i>	<i>Υψηλότερο 95%</i>	<i>Κατώτερο 95,0%</i>	<i>Υψηλότερο 95,0%</i>
Τεταγμένη επί την αρχή	1,586904306	0,234093974	6,778919945	2,12111E-11	1,127504	2,046304127	1,127504485	2,046304127
Μεταβλητή X 1	0,002708089	0,003252492	0,832619605	0,40526812	-0,00367	0,009090971	-0,003674793	0,009090971
Μεταβλητή X 2	1,048304339	0,036946132	28,37385901	7,8046E-129	0,975799	1,120809607	0,97579907	1,120809607

7.3.1. Πίνακας αποτελέσματος Παλινδρόμησης 2001-2004

- Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της παλινδρόμησης οι μεταβλητές που αναζητούμε έχουν ως εξής: $\alpha=1,58690430608611$
 $\beta_1=0,00270808856462485$ $\beta_2=1,04830433882213$

Το οποίο σημαίνει πως αν τα κέρδη ανά μετοχή αυξηθούν κατά 1 μονάδα τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί κατά 0,0027 μονάδες. Αντίστοιχα, αν τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή αυξηθούν κατά μία μονάδα τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί κατά 1,04830

- Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας β_1 :

Για να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα της β_1 ελέγχουμε τις εξής υποθέσεις:

1. $G_0: \beta_1=0$ που σημαίνει ότι δεν είναι στατιστικά σημαντική
2. $G_1: \beta_1 \neq 0$ που σημαίνει ότι είναι στατιστικά σημαντική

Το επίπεδο σημαντικότητας που έχουμε επιλέξει είναι: $(1-\alpha) \cdot 100\%=95\%$ άρα $\alpha=0,05$

Για βαθμούς ελευθερίας $n=6$ το $C_{\alpha/2}=1,96$

Για να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα μίας μεταβλητής χρησιμοποιούμε το $t\text{-static} > C_{\alpha/2}$. Δηλαδή εάν η μεταβλητή είναι μεγαλύτερη από το $C_{\alpha/2}$ δεχόμαστε την υπόθεση G_0 .

Στην συγκεκριμένη περίπτωση το $\beta_1=0,00270808856462485 < C_{\alpha/2}$ άρα δεχόμαστε την υπόθεση πως η β_1 **Δεν** είναι στατιστικά σημαντική.

Ένας δεύτερος τρόπος για να ελέγξουμε την στατιστική σημαντικότητα είναι ο p -value

Εάν $p\text{-value} < \alpha$ απορρίπτουμε την G_0 . Στην συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε 0,405268120036595 το οποίο είναι μεγαλύτερο του $\alpha=0,05$. Ά και πάλι δεχόμαστε την υπόθεση πως η β_1 δεν είναι στατιστικά σημαντική.

- Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας β_2 :

Κάνοντας τις ίδιες υποθέσεις που κάναμε και στην μεταβλητή β_1 έχουμε τα εξής:

Για $t\text{-static} > C_{\alpha/2}$:

$28,3738590080132 > 1,96$ άρα δεχόμαστε ότι η β_2 είναι στατιστικά σημαντική

Για το $p\text{-value} < \alpha$:

$7,80458151747668E-129 < 0,05$ άρα και πάλι δεχόμαστε την υπόθεση πως η β_2 είναι στατιστικά σημαντική.

- Εξέταση του R^2

Το R^2 είναι ένα μέγεθος το οποίο μας δείχνει κατά πόσο ταιριάζει συνάρτηση παλινδρόμησης του δείγματος με την συνάρτηση παλινδρόμησης πληθυσμού. Το R^2 μπορεί κυμαίνεται στις τιμές μεταξύ 0 και 1, δείχνοντας καλύτερη τα συσχέτιση των συναρτήσεων όσο πιο κοντά είναι στο 1. Στην συγκεκριμένη περίπτωση έχουμε $R^2 = 0,465394333824917$ που σημαίνει πως η συσχέτιση των 2 συναρτήσεων δεν είναι και τόσο καλή.

ΕΤΗ 2005 – 2014

ΕΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ								
Στατιστικά παλινδρόμησης								
Πολυπλό R	0,869148401							
R Τετράγωνο	0,755418943							
Προσαρμοσμένο R Τετράγωνο	0,754633351							
Τυπικό σφάλμα	5,288347437							
Μέγεθος δείγματος	1875							
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ								
	βαθμοί ελευθερίας	SS	MS	F	Σημαντικότητα F			
Παλινδρόμηση	6	161354,7987	26892,46645	961,5916325	0			
Υπόλοιπο	1868	52241,64357	27,96661862					
Σύνολο	1874	213596,4423						
	Συντελεστής	Τυπικό σφάλμα	t	τιμή-P	Κατώτερο 95%	Υψηλότερο 95%	Κατώτερο 95,0%	Υψηλότερο 95,0%
Τεταγμένη επί την αρχή	0,325844875	0,189205714	1,722172484	0,085203811	-0,045231946	0,696921695	-0,045231946	0,696921695
Μεταβλητή X 1	4,079351064	0,211742875	19,26558835	1,38439E-75	3,66407358	4,494628547	3,66407358	4,494628547
Μεταβλητή X 2	0,783353289	0,030947847	25,31204516	8,7672E-122	0,722657297	0,844049281	0,722657297	0,844049281

- Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της δεύτερης παλινδρόμησης έχουμε τα εξής δεδομένα: $\alpha = 0,325844874662194$, $\beta_1 = 4,07935106389578$, $\beta_2 = 0,783353289239304$.

Το οποίο σημαίνει πως αν τα κέρδη ανά μετοχή αυξηθούν κατά 1 μονάδα τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί κατά 4,07935 μονάδες. Αντίστοιχα, αν τα ίδια κεφάλαια ανά μετοχή αυξηθούν κατά μία μονάδα τότε η τιμή της μετοχής θα αυξηθεί κατά 0,78335 μονάδες.

- Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας β_1 :

Κάνοντας τις ίδιες υποθέσεις με παραπάνω έχουμε τα εξής:

Για υπόθεση $t\text{-static} > C_{\alpha/2}$:

$19,2655883539382 > 1,96$ άρα δεχόμαστε πως η β_1 είναι στατιστικά σημαντική

Για υπόθεση $p\text{-value} < \alpha$:

$1,38438858013987E-75 < 0,05$ άρα καταλήγουμε στο ίδιο συμπέρασμα.

- Έλεγχος στατιστικής σημαντικότητας β_2 :

Για υπόθεση $t\text{-static} > C_{\alpha/2}$:

$25,3120451623144 > 1,96$ άρα δεχόμαστε πως η β_2 είναι στατιστικά σημαντική

Για υπόθεση $p\text{-value} < \alpha$:

$8,76719315787907E-122 < 0,05$ άρα καταλήγουμε στο ίδιο συμπέρασμα.

- Εξέταση του R^2

Σ' αυτήν την περίπτωση το $R^2 = 0,755418943222276$, τιμή αρκετά κοντά στο 1 κάτι που δείχνει πως η συσχέτιση που έχουν οι 2 συναρτήσεις είναι αρκετά καλή.

7.4 Γενικότερα Συμπεράσματα

Κάνοντας μία ανασκόπηση στην μελέτη παραπάνω μπορούμε να κάνουμε τις εξής βασικές παρατηρήσεις.

Αρχικά παρατηρούμε πως τα έτη 2005-2014 (όπου εφαρμόζονται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα) οι παράμετροι β_1, β_2 , είναι κι οι 2 στατιστικά σημαντικές σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη 2001-2004 (όπου εφαρμόζονταν το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο) όπου μόνο η παράμετρος β_2 είναι στατιστικά σημαντική.

Επίσης μπορούμε να παρατηρήσουμε πως το R^2 είναι αρκετά μεγαλύτερο στην 2η περίοδο που εφαρμόζονται τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Αυτό συμβαίνει διότι κατά την περίοδο εκείνη οι μεταβολές στην τιμή της μετοχής οφείλονται κυρίως στις μεταβολές των άλλων δύο ανεξάρτητων μεταβλητών (κέρδη ανά μετοχή και ίδια κεφαλαία ανά μετοχή) Αυτό σημαίνει πως το μοντέλο μας κατά την εφαρμογή την δεύτερη περίοδο έχει καλύτερη ερμηνευτική ικανότητα.

8 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης Αποτίμηση επιχειρήσεων Κυριακίδη Αφοί, 2005

Σφαρνάς, Αλέξανδρος Αποτίμηση επιχειρήσεων / Α. Σφαρνάς. Γαλαίος, 1993.

Αποστόλου, Απόστολος Ανάλυση Λογιστικών-Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων 2015

Βλάχος Δρ. Χρίστος, Λουκάς Λουκά (2008), Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 2009,

9 ΙΣΤΟΣΕΛΙΔΕΣ

<http://www.doing-business.gr/yphresies/xrhmatooikonomikes-yphresies/apotimhseis/>

http://www.synapsisnet.com/PDF_Files/2014_01_24.pdf

<http://www.kathimerini.gr/117463/article/oikonomia/epixeirhseis/treis-enallaktikes-epiloges-gia-thn-apotimhsh-twn-symmetoxwn-ths-mhtrikhs-etaireias>

<http://www.gbrconsulting.gr/greek/articles/Business%20Valuations.pdf>

https://repository.kallipos.gr/bitstream/11419/3754/1/02_chapter_10.pdf

<http://www.aua.gr/gpapadopoulos/files/regression9.pdf>

http://www.specisoft.gr/home/manual/VALUE_prospect.pdf

<http://www.e-boss.gr/eboss/articles/article.jsp?context=103&articleid=26927>

<http://dealsanddeals.eu/deals-blog/?p=86>

<http://www.stocklearning.gr/lessons/special/lesson/48/i-proeksoflisi-tameiakon-roon.html>

<ftp://ftp.soc.uoc.gr/incoming/stamatakis/%D3%D4%C1%CF%20/Linear%20Regression.pdf>

<http://www2.aueb.gr/users/tsionas/excel.pdf>