

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ,
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΕΣ
ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ**

Υπεύθυνος καθηγητής:

Αλεξόπουλος Ανδρέας

Σπουδαστές:

Αραβαντινού Μάρια

Τσάκωνας Νεκτάριος

ΠΑΤΡΑ 2000



APIOMON
MBAFCH 12

3068

Περιεχόμενα

Πρόλογος _____	1
Επισκόπηση Βιβλιογραφίας _____	7
Ορολογία _____	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 _____	17
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ _____	
1.1. Εισαγωγή στον προγραμματισμό επενδύσεων _____	17
1.2. Διάκριση δαπανών: τρέχουσες δαπάνες και κεφαλαιουχικές δαπάνες. _____	19
1.3. Προσδιορισμός του αρχικού κόστους _____	20
1.4. Καθορισμός της επαυξητικής ταμειακής ροής _____	20
Βιβλιογραφία 1 ^{ου} Κεφαλαίου _____	23
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 _____	24
ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ: ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ _____	
2.1 Μέση αποδοτικότητα (ARR) _____	25
2.2. Περίοδος επανείσπραξης (Payback period) _____	26
2.2.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου _____	27
2.3. Καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value method) _____	29
2.3.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου _____	32
2.4 Δείκτης Αποδοτικότητας _____	35
2.5. Εσωτερική αποδοτικότητα (IRR) _____	36
2.5.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου _____	36
2.6. Αξιοπιστία των μεθόδων NPV και IRR _____	38
Βιβλιογραφία 3 ^{ου} Κεφαλαίου _____	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 _____	

ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ	
ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ: ΜΕ ΚΙΝΔΥΝΟ	41
3.1. Ο κίνδυνος στον προγραμματισμό επενδύσεων	41
3.2. Προσέγγιση του ισοδύναμου βεβαιότητας (CEA)	43
3.3. Ανάλυση ευαισθησίας	44
3.4. Το Μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (CAPM) στον προϋπολογισμό επενδύσεων	46
3.5. Τεχνικές προσομοίωσης	47
3.6. Αξιολόγηση Επενδύσεων κάτω από συνθήκες πληθωρισμού	48
<i>Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 3</i>	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	52
ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	52
Εισαγωγή	52
4.1 Επενδύσεις σε πάγια περουσιακά στοιχεία	53
4.2 Τραπεζικές καταθέσεις	55
4.3 Έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου	56
4.4 Χρηματιστήριο και χρηματιστηριακές συναλλαγές	57
4.5 Ανάλυση και αξιολόγηση και άλλων τρόπων επένδυσης	60
4.5.1 Επένδυση σε κοσμήματα , χρυσό και πολύτιμους λίθους	60
4.5.2 Επενδύσεις σε έργα τέχνης και αντίκες	62
Βιβλιογραφία στο 4 ^ο Κεφάλαιο	63

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	64
5.1. Πολιτική του μερίσματος που διανέμεται	64
5.2 Σταθερότητα του μερίσματος	68
5.3 Ωφελιμότητα από τη σταθερότητα του μερίσματος	69
5.4 Νομικό Πλαίσιο	71
5.5 Φορολογικοί λόγοι	74
5.5.1. Αντιπληθωριστική πολιτική της κυβερνήσεως	77
5.6. Διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν την διανομή μερίσματος	78
5.6.1. Ρευστότητα της εταιρείας	78
5.6.2. Δανειοληπτική ικανότητα	79
5.6.3. Συνθήκες στις κεφαλαιαγορές.	79
5.6.4. Πληθωρισμός	61
5.7 Αξιολόγηση Μερισματικής Πολιτικής	61
Βιβλιογραφία στο 5 ^ο Κεφάλαιο	87
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	88
<i>ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΨΗ</i>	
6.1. Εισαγωγή κόστος κεφαλαίου	88
6.1.1 Το κόστος κεφαλαίου ως σημείο αναφοράς για τις επενδυτικές αποφάσεις	89
6.1.2. Το κόστος κεφαλαίου ως μέτρο της αποδοτικότητας	91
6.2. Χρήση εσωτερικών και εξωτερικών πηγών άντλησης κεφαλαίου	93

6.3. Ο κίνδυνος και το κόστος κεφαλαίου	95
6.4. Κόστος μακροπρόθεσμου ομολογιακού δανείου	99
6.4.1. Εκτιμήσεις κατά προσέγγιση	100
6.4.2. Τράπεζες επενδύσεων και κόστος κυκλοφορίας ομολογιών	101
6.5. Κόστος προνομιούχων μετοχών	103
6.5.1 Προσδιορισμός κόστους προνομιούχων μετοχών	105
6.6 Κόστος κοινών μετοχών	106
6.6.1 Προσδιορισμός κόστους κοινών μετοχών	108
Παραπομπές στο Κεφάλαιο 6	112
Επίλογος	113
Βιβλιογραφία	115

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Οι αποφάσεις που αφορούν επενδύσεις κεφαλαίου, ίσως είναι οι πιο σημαντικές που λαμβάνει η διοίκηση μιας επιχείρησης.

« Μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων, επενδυτικές και μερισματικές αποφάσεις». Το παραπάνω θέμα καλείτε να καλύψει ένα ευρύ φάσμα των θεμάτων στον τομέα της Χρηματοοικονομικής Διοικητικής.

Η άριστη πολιτική επενδύσεων είναι απαραίτητη για να επιζήσει και να αναπτυχθεί η επιχείρηση. Οι αποφάσεις επενδύσεων είναι πολύ σημαντικές και λαμβάνονται από την ανώτατη ηγεσία της επιχειρήσεως. Οι αποφάσεις αυτές βασίζονται σε προβλέψεις για την μελλοντική ζήτηση και λαμβάνονται κατόπιν προσεκτικής αναλύσεως και μελέτης από την ομάδα χρηματοοικονομικών στελεχών της κάθε επιχείρησης. Ένα από τα καθήκοντα των χρηματοοικονομικών στελεχών είναι να επιλέξουν επενδύσεις που θα έχουν ικανοποιητικές ταμειακές ροές και ποσοστά απόδοσης. Έτσι, τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να είναι σε θέση να αποφασίζουν αν αξίζει ή όχι να γίνει μια επένδυση, και να μπορούν να διαλέξουν σωστά και έξυπνα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες επιλογές. Όλα τα παραπάνω αναφέρονται στις ενέργειες δημιουργίας και μεταβίβασης αξίας που προκύπτουν από την επισήμανση, αξιολόγηση και υλοποίηση παραγωγικών επενδύσεων που προσαυξάνουν την

αξία της επιχείρησης και των κατόχων των διάφορων χρεογράφων της.

Η παρούσα πτυχιακή εργασία αποτελεί μια απλή εισαγωγή στον τομέα της χρηματοοικονομικής διοικητικής και αυτό οφείλεται στο επίπεδο των γνώσεων μας πάνω σε αυτό το αντικείμενο.

Η εργασία μας χωρίζεται σε έξι κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιες βασικές εισαγωγικές έννοιες που αφορούν το προϋπολογισμό επενδύσεων γενικά. Διακρίνουμε τις δαπάνες σε τρέχουσες και κεφαλαιουχικές, προσδιορίζεται το αρχικό κόστος μιας επένδυσης και καθορίζεται η έννοια του κέρδους μιας επένδυσης.

Στο επόμενο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιες από τις πιο διαδεδομένες στον επιχειρηματικό κόσμο μέθοδοι προϋπολογισμού επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας. Η ανάπτυξη αυτών των μεθόδων είναι κυρίως θεωρητική. Οι μέθοδοι που παρουσιάζονται είναι η μέση αποδοτικότητα της οποίας η βασική ιδέα είναι να συγκριθούν τα καθαρά έσοδα έναντι του αρχικού κόστους του προγράμματος. Η περίοδος επανείσπραξης, η οποία προσδιορίζει μόνο τη χρονική περίοδο λειτουργίας της επένδυσης κατά την οποία αναμένεται να ανακτηθεί το αρχικό κόστος. Επίσης παρουσιάζεται η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας η οποία αποτελεί τη διαφορά της παρούσας αξίας των εσόδων μιας επένδυσης και της παρούσας αξίας των δαπανών της. Η μέθοδος του δείκτη αποδοτικότητας που συγκρίνει την

παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών με την αρχική επένδυση σε μια σχετική βάση. Τέλος η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας η οποία θεωρείται μια από τις πιο δημοφιλείς μεθόδους αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων. Η εσωτερική αποδοτικότητα είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που καθιστά την παρούσα αξία των ταμειακών ροών ίση με την αρχική επένδυση.

Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάζονται κάποιες μέθοδοι προϋπολογισμού επενδύσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας (συνθήκες κινδύνου). Στο προϋπολογισμό επενδύσεων στην πραγματικότητα δεν υπάρχει πρόγραμμα άνευ κινδύνου. Οι μέθοδοι προϋπολογισμού που παρουσιάζονται σε αυτό το κεφάλαιο βασίζονται σε πού καλές γνώσεις οικονομικής θεωρίας, μαθηματικών και στατιστικής και αναφέρονται παρακάτω. Η μέθοδος της προσέγγιση του ισοδυνάμου βεβαιότητας η οποία διαχωρίζει τον υπολογισμό του χρόνου των ταμειακών ροών από το κίνδυνο που παρουσιάζουν. Επίσης παρουσιάζεται η μέθοδος της ανάλυσης ευαισθησίας η οποία μετρά κάποιους δείκτες κέρδους ή κινδύνου όταν αλλάζουν οι πωλήσεις, το κόστος, το προεξοφλητικό επιτόκιο και άλλες μεταβλητές. Παρουσιάζεται το μοντέλο αποτίμησης των κεφαλαιουχικών αγαθών. Αυτή η μέθοδος θεωρεί ότι ένα επενδυτικό πρόγραμμα είναι παρόμοιο με ένα μερίδιο μετοχής, υποστηρίζοντας ότι η απόδοση του προγράμματος συνδέεται με την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας ή την απόδοση του κλάδου της βιομηχανίας. Μία ακόμα μέθοδο προϋπολογισμού που

παρουσιάζεται στο τρίτο κεφάλαιο είναι οι τεχνικές προσομοίωσης. Η ουσία αυτής της μεθόδου είναι να δημιουργεί υποθετικές καταστάσεις παρόμοιες με τις πραγματικές. Το κεφάλαιο τελειώνει με μία αναφορά για την αξιολόγηση επενδύσεων σε συνθήκες πληθωρισμού και το σωστό χειρισμό του πληθωρισμού στην διαδικασία αξιολόγησης και επιλογής επενδύσεων.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται μια αναφορά σε διάφορους εναλλακτικούς τρόπους επένδυσης που εξασφαλίζουν σημαντικές βραχυχρόνιες ή μακροχρόνιες αποδόσεις. Το κεφάλαιο αυτό δεν προσπαθεί να καλύψει όλες τις μορφές επενδύσεων που υπάρχουν απλά γίνεται μια αναφορά σε μορφές επενδύσεων που προτιμώνται από ένα μεγάλο ποσοστό νομικών και φυσικών προσώπων. Παρουσιάζονται θέματα επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία. Οι αποφάσεις επενδύσεων παγίων στοιχείων είναι αποφάσεις οι οποίες αφορούν την δυναμικότητα της επιχείρησης και οι οποίες αποβλέπουν στην μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Μια άλλη μορφή επένδυσης που παρουσιάζεται στο κεφάλαιο αυτό είναι οι τραπεζικές καταθέσεις, τρόπος αυτός είναι διαδεδομένος στο κοινό και πολλοί Έλληνες επενδύουν τα χρήματά τους στις τράπεζες γιατί εξασφαλίζουν σίγουρη απόδοση. Επίσης η επένδυση στα έντοκα γραμμάτια του ελληνικού δημοσίου παρουσιάζεται αρκετά ελκυστική και αξιόπιστη λύση για το μέσο Έλληνα επενδυτή. Ένας άλλος τρόπος επένδυσης που επιλέγουν αρκετοί είναι το Χρηματιστήριο. Το χρηματιστήριο είναι ο χώρος όπου γίνονται οι αγοραπωλησίες

των χρηματοπιστωτικών τίτλων που έχουν εκδώσει οι ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις, το δημόσιο και οι οργανισμοί του δημοσίου. Τέλος γίνεται μια αναφορά σε λιγότερο παραγωγικούς τρόπους επενδύσεων οι οποίοι είναι, οι επενδύσεις σε κοσμήματα, χρυσό, πολύτιμους λίθους και οι επενδύσεις σε έργα τέχνης και αντίκες.

Στα επόμενα δύο κεφάλαια (κεφάλαιο 5, 6) εντοπίζεται η προσοχή μας στην δεξιά πλευρά του ισολογισμού με την εξέταση των κύριων πηγών χρηματοδότησης των επενδυτικών έργων της επιχείρησης (έκδοση ομολογιακού δανείου, κόστος έκδοσης προνομιούχων και κοινών μετοχών), τόσο από μεμονωμένες όσο και από σύνθετες πηγές κεφαλαίων καθώς και το προσδιορισμό του κόστους τους. Επίσης παρουσιάζονται θέματα σχετικά με την πηγή ίδιων κεφαλαίων εσωτερικής προέλευσης, που είναι γνωστή και ως παρακράτηση κερδών και φυσικά η χρήση αυτών των κεφαλαίων που αφορά την διάθεση όλων ή μέρους των κερδών της επιχείρησης με την μορφή μερισμάτων.

Η συγγραφή της πτυχιακής αυτής έγινε κάτω υπό πολύ πιεστικές συνθήκες χρόνου. Δεν χρειάζεται να δηλώσουμε ότι τα λάθη που υπάρχουν στην εργασία μας βαρύνουν εμάς τους ίδιους.

Ευχαριστούμε, τέλος, τον υπεύθυνο καθηγητή μας κ. Ανδρέα Αλεξόπουλο που συνεργάστηκε μαζί μας δίνοντας μας χρήσιμες

συμβουλές καθώς και για την προσπάθεια του για την καλύτερη παρουσίαση της πτυχιακής μας εργασίας.

Πάτρα 2000

Αραβαντινού Μάρια, Τσάκωνας Νεκτάριος

Επισκόπηση Βιβλιογραφίας

Οι επενδυτικές αποφάσεις αποτελούν εξ' αντικειμένου μία επιλογή δύσκολη για οποιονδήποτε καλείτε να τις πάρει είτε είναι αναλυτής , είτε επιχειρηματίας. Είναι αποφάσεις που στηρίζονται σε ανάλυση δεδομένων και σε εφαρμογή τους σε πραγματικές οικονομικές συνθήκες. Κατά συνεπεία οι επιλογές της βιβλιογραφίας αυτής της πτυχιακής θα πρέπει να στηρίζονται πάνω σε κάποιες βασικές αρχές οι οποίες είναι:

1. Να στηρίζεται σε σύγχρονες επιστημονικές αντιλήψεις που βρίσκουν εφαρμογή στην υπάρχουσα οικονομική κατάσταση
2. Να αναφέρει εκείνα τα επιστημονικά εργαλεία (π.χ τύπους, αναλύσεις) που είναι κοινά αποδεκτά από την επιστημονική κοινότητα, την αγορά και τους επιχειρηματίες.
3. Να απορρίπτει εκείνα τα στοιχεία που στηρίζονται σε ξεπερασμένες πρακτικές και αφορούσαν άλλα χρονικά οικονομικά δεδομένα.

Πάνω σε αυτή τη λογική θα γίνει μια μικρή αναφορά για τους λόγους που επιλέχθηκε η συγκεκριμένη βιβλιογραφία .

Ενδεικτικά αναφέρουμε μερικά από τα βιβλία που βοήθησαν στη σύνταξη της πτυχιακής μας εργασίας.

Το πρώτο βιβλίο για το οποίο θα γίνει αναφορά είναι το 'Χρηματοοικονομική' των καθηγητών A.A.Groppeli και Ehsan Nikbakht. Στο βιβλίο αυτό γίνεται εκτενείς αναφορά στις έννοιες των επενδυτικών, χρηματοοικονομικών και μερισματικών αποφάσεων και αναλύεται σε βάθος η σημασία των συγκεκριμένων δεδομένων στις αποφάσεις των επιχειρήσεων και των αναλυτών. Επίσης γίνεται εκτενείς αναφορά στις μεθόδους προϋπολογισμού επενδύσεων με ή χωρίς κίνδυνο, με χρησιμοποίηση δεικτών όπως Καθαρή παρούσα αξία (NPN) ή του δείκτη αποδοτικότητας (PI) και πολλών ακόμα που μας διευκολύνουν να αντιληφθούμε τα δομικά στοιχεία των επιχειρήσεων και να βγάλουμε κάποια χρήσιμα συμπεράσματα. Ο τρόπος αναφοράς των στοιχείων και η αναλυτική και κατανοητή παρουσίαση τους με σύγχρονα δεδομένα μας βοηθάει να αντιληφθούμε τη πραγματική διάσταση των εννοιών. Επίσης αναλύουν οι συγγραφείς την άποψη τους τόσο μικροοικονομικά όσο μακροοικονομικά ώστε να εξηγήσουν τη σημασία της χρηματοοικονομικής σε όλη τη διάσταση της οικονομίας.

Δύο ακόμα βιβλία που μελετήσαμε και μας βοήθησαν αρκετά είναι τα: 'Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων I και II του Άγγελου Τσακλάγκανου (εκδοτικός οίκος Αφών Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη 1992, γ' έκδοση). Στα βιβλία αυτά που το ένα συμπληρώνει το άλλο παρουσιάζονται βασικά θέματα χρηματοδότησης όπως, η έκδοση μετοχών και ο καθορισμός της τιμής τους, η έκδοση ομολογιών και ο προσδιορισμός της αξίας και απόδοσης αυτών, οι εναλλακτικές μέθοδοι επενδύσεων και η σύγκριση των μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων. Θέλουμε να τονίσουμε ότι αυτά τα δύο βιβλία αναλύουν τις διάφορες δύσκολες έννοιες με τρόπο απλό ώστε το περιεχόμενο του βιβλίου να είναι κατανοητό. Τέλος θα θέλαμε να τονίσουμε ότι παρά την απλότητα και την πολύ καλή δομή του δεύτερου βιβλίου στο κεφάλαιο που παρουσιάζονται τα θέματα χρηματοδότησης αντιμετωπίσαμε κάποιες δυσκολίες. Αυτό οφείλεται στο ότι οι μορφές χρηματοδότησης είναι κάτι που εξελίσσεται συνεχώς και αλλάζει σύμφωνα με τις ανάγκες της οικονομίας και της εφαρμοσμένης κάθε φορά πιστωτικής και νομισματικής πολιτικής.

Ένα σημαντικό βιβλίο που βοήθησε στην ανάπτυξη της πτυχιακής εργασίας μας είναι η 'Χρηματοδοτική Διοίκηση', Αθήνα 1993, του Ιωάννη Τζώαννου, ιδιαίτερα στο θέμα της πολιτικής του μερίσματος. Στο βιβλίο του γίνεται εκτενής αναφορά στη σημασία του μερίσματος στην

πολιτική της κάθε επιχείρησης ,επίσης στην ανάγκη σταθερότητας του μερίσματος και στους τρόπους στήριξης αυτής της πολιτικής με αναφορές και παραδείγματα για την ωφελιμότητα αυτής της επιλογής. Στην συνέχεια γίνονται αναφορές στους περιορισμούς που υπάρχουν λόγω των νομικών πλαισίων που διέπουν την εμπορική νομοθεσία και στους περιορισμούς που υπάρχουν για φορολογικούς λόγους . Επίσης γίνεται ανάλυση των περιορισμών που πιθανόν να έχει μία επιχείρηση στην εφαρμογή της ακολουθούσας πολιτικής της από κάποιους εσωτερικούς λόγους , όπως ρευστότητα της επιχείρησης και την δανειοληπτική της ικανότητα και σε κάποιους εξωτερικούς λόγους , όπως είναι οι συνθήκες στην κεφαλαιαγορά και ο πληθωρισμός.

Το βιβλίο του καθηγητή Πέτρου Κιόχου η 'Οικονομική της Διοίκησης', εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική, Αθήνα 1990 περιείχε κατατοπιστικές αναλύσεις στο θέμα της αξιολόγησης των επενδύσεων με αναφορές στα προγράμματα των επενδύσεων και τα κριτήρια αυτών των αποφάσεων που καλείτε να πάρει η κάθε επιχείρηση ώστε να εφαρμόσει μία ορθολογική αναπτυξιακή πορεία. Επίσης αναφέρει και τα κριτήρια αυτών των αποφάσεων , τα οποία είναι :

α) Το κριτήριο της περιόδου επανάκτησης του κεφαλαίου ,

β) το κριτήριο της καθαρής παρούσας αξίας,

γ) το κριτήριο της εσωτερικής αποδοτικότητας και της μεθόδου της μέσης αποδοτικότητας.

Στη συνέχεια γίνεται ανάλυση της έννοιας του κινδύνου και αβεβαιότητας στις αποφάσεις των επιχειρήσεων και της σχέσεως Κινδύνου - Κέρδους που διέπει κάθε επενδυτική απόφαση. Γενικότερα πρόκειται για ένα βιβλίο που παραθέτει τα στοιχεία απλά και κατανοητά με στόχο την αντίληψη όσο είναι δυνατόν καλύτερα των όρων της χρηματοοικονομικής.

Ένα άλλο βιβλίο που βοήθησε στη συγγραφή της παρούσας πτυχιακής είναι 'Η εισαγωγή στη χρηματοοικονομική διοικητική' των Γ. Κ. Φιλιππάτος & Π. Ι. Αθανασόπουλος (εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1985). Σε αυτό το βιβλίο γίνεται εκτεταμένη ανάλυση στον προγραμματισμό επενδύσεων με συνθήκες βεβαιότητας αλλά και με συνθήκες αβεβαιότητας και ταυτόχρονη ανάλυση των κριτηρίων της καθαρής παρούσας , του δείκτη της αποδοτικότητας , των εννοιών του οικονομικού κινδύνου και της χρηματοοικονομικής στρατηγικής. Βέβαια ένα αρνητικό στοιχείο για μας, ήταν ότι το βιβλίο

χρησιμοποιούσε πολλά μαθηματικά μοντέλα και μαθηματικούς τύπους έτσι ώστε ήταν δύσκολη η κατανόηση των εννοιών και η περαιτέρω ανάλυσή τους. Η μαθηματική προσέγγιση των οικονομικών δεδομένων γινόταν με ενδελεχή και αναλυτικό τρόπο και ίσως μία τέτοια παρουσίαση από τη δικιά μας πλευρά να οδηγούσε την όλη πτυχιακή εργασία σε δρόμους οι οποίοι θα ήταν διαφορετικοί από αυτούς που είχαν εξαρχής ορισθεί. Εξάλλου στόχος είναι μια γενικότερη προσέγγιση του θέματος χωρίς ανάλυση μαθηματικών τύπων περισσότερο από εκείνους που θα βοηθούσαν στην κατανόηση της ύλης .

Ένα βιβλίο που μας βοήθησε πολύ είναι το 'Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως' (τεύχος β', ανάλυση επενδύσεων, Πειραιάς 1996, γ' έκδοση) του Πρόδρομου Γ. Ευθυμόγλου. Στο βιβλίο αυτό εξετάζονται θέματα αξιολογήσεως επενδυτικών προτάσεων και μακροπροθέσμου προγραμματισμού επενδυτικών δαπανών, χρησιμοποιώντας τις παράλληλες έννοιες της μεγιστοποίησης της αξίας και της σχέσεως μεταξύ κινδύνου και αναμενόμενων αποδόσεων. Ιδιαίτερο χαρακτηριστικό του βιβλίου αποτελεί ο συνδυασμός με ισορροπημένο τρόπο, της θεωρίας με παραδείγματα και εφαρμογές. Ο συνδυασμός αυτός έχει το πλεονέκτημα να βοηθά τον αναγνώστη να κατανοήσει το εννοιολογικό και πρακτικό περιεχόμενο των εξεταζόμενων θεμάτων. Ένα

πρόσθετο χαρακτηριστικό του βιβλίου, είναι ότι οι διάφορες έννοιες εισάγονται σταδιακά, γεγονός που διευκολύνει την μελέτη των πολύπλοκων θεμάτων.

ΟΡΟΛΟΓΙΑ

Παρακάτω παραθέτουμε συγκεντρωμένους τους ορισμούς* κάποιων βασικών εννοιών που αναπτύξαμε στην εργασία μας πιστεύοντας ότι αυτό θα βοηθήσει τον αναγνώστη.

- ◆ Αντιστάθμισμα απόδοσης / κινδύνου (risk return trade off): Το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης που δικαιολογεί μια επένδυση, σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου.
- ◆ Μακροοικονομικοί παράγοντες (macro factors): οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις που επηρεάζουν τις πωλήσεις και τα κέρδη της επιχείρησης.
- ◆ Μικροοικονομικές αποφάσεις (micro decisions): Εσωτερικές αποφάσεις της επιχείρησης που επηρεάζουν τα αποτελέσματα των πωλήσεων, συμβάλλουν στον έλεγχο του κόστους και καθορίζουν την τιμολογιακή πολιτική.
- ◆ Δείκτης αποδοτικότητας (profitability index): ο λόγος της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών από ένα πρόγραμμα προς την αρχική επένδυση του προγράμματος.
- ◆ Εσωτερική αποδοτικότητα (internal rate of return): το προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την καθαρά παρούσα αξία ενός προγράμματος

-
- ♦ Καθαρή παρούσα αξία (net present value): η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών ενός προγράμματος μετά την αφαίρεση της αρχικής επένδυσης του προγράμματος.
 - ♦ Μέση αποδοτικότητα (average rate of return): ο λόγος των μέσων καθαρών κερδών προς το μέσο ύψος της επένδυσης.
 - ♦ Περίοδος επανείσπραξης (payback period): η χρονική περίοδος που απαιτείται για να ανακτηθεί η χρονική επένδυση του προγράμματος.
 - ♦ Ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis): μέτρο του βαθμού μέχρι του οποίου ποικίλει ένας συντελεστής όταν μεταβάλλεται ένας άλλος συντελεστής.
 - ♦ Ποσοστό απόδοσης άνευ κινδύνου (risk free rate): προεξοφλητικό επιτόκιο ίσο με την απόδοση μιας επένδυσης που δεν εμπεριέχει κίνδυνο.
 - ♦ Προσομοίωση (simulation): υποθετική κατάσταση, παρόμοια με την πραγματική, που χρησιμοποιούμε για να μας βοηθήσει να πάρουμε μια απόφαση.
 - ♦ Αναμενόμενη Απόδοση (expected return): οι μελλοντικές εισπράξεις που προσδοκούν να λάβουν οι επενδυτές από τις επενδύσεις τους.
 - ♦ Απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης (required rate of return): οι ελάχιστες μελλοντικές εισπράξεις που θα δεχθεί ο επενδυτής κατά την επιλογή μιας επένδυσης.

-
- ◆ Κόστος ευκαιρίας (opportunity cost): το ποσοστό απόδοσης της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης που δεν έχει επιλεγεί.
 - ◆ Κόστος Κεφαλαίου (cost of capital): η απόδοση που πρέπει να παρέχει μια επιχείρηση στους επενδυτές της ώστε να τους παρακινήσει να αγοράσουν μετοχές, ομολογίες και άλλα χρεόγραφα.
 - ◆ Κόστος κυκλοφορίας ομολογιών (flotation costs): το χρηματικό ποσό με το οποίο χρεώνει μια τράπεζα επενδύσεων την επιχείρηση για να αναλάβει το κίνδυνο της αγοραπωλησίας και διανομής νέων χρεογράφων.
 - ◆ Οριακό κόστος κεφαλαίου (marginal cost of capital): το επαυξητικό κόστος για την έκδοση περισσότερων χρεογράφων

- * A.A. Gropelli-Ehsam Nikbakht, Χρηματοοικονομική, εκδόσεις Κλειδάριθμος 1996).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

1.1. Εισαγωγή στον προγραμματισμό επενδύσεων

Ο προγραμματισμός επενδύσεων είναι ένα απαραίτητο εργαλείο για τα διευθυντικά στελέχη. Ένα από τα καθήκοντα του χρηματοοικονομικού στελέχους είναι να επιλέξει επενδύσεις που θα έχουν ικανοποιητικές ταμειακές ροές και ποσοστά απόδοσης. Έτσι, το χρηματοοικονομικό στέλεχος πρέπει να είναι σε θέση να αποφασίζει αν αξίζει ή όχι να γίνει μια επένδυση, και να μπορεί να διαλέξει σωστά και έξυπνα ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες επιλογές. Για να το κάνει αυτό, απαιτείται μια σωστή διαδικασία που θα του επιτρέψει να εκτιμήσει, να συγκρίνει, και να επιλέξει επενδυτικά προγράμματα. Αυτή η διαδικασία ονομάζεται προϋπολογισμός επενδύσεων (capital budgeting).

Το κεφάλαιο, είτε είναι σε μορφή δανείου είτε είναι ίδιο κεφάλαιο, είναι μια πηγή περιορισμένη. Υπάρχει ένα όριο των πιστώσεων που μπορεί να δημιουργήσει το τραπεζικό σύστημα

στην οικονομία. Οι καταθέσεις από τις οποίες μπορούν να δανείσουν χρήματα οι εμπορικές τράπεζες και οι άλλοι δανειοδοτικοί οργανισμοί, έχοντας περιορισμένους πόρους για δανεισμό, είναι επιλεκτικοί στη χορήγηση δανείων προς τους πελάτες τους. Ακόμη, όμως, και στην περίπτωση που μια τράπεζα χορηγούσε απεριόριστο αριθμό δανείων σε μια εταιρεία, η διεύθυνση αυτής της εταιρείας θα έπρεπε να εξετάσει την επίδραση που θα είχαν αυτά τα αυξημένα δάνεια στο γενικότερο κόστος χρηματοδότησης.

Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις έχουν περιορισμένες πηγές δανεισμού οι οποίες και πρέπει να κατανεμηθούν στις καλύτερες επενδυτικές επιλογές. Θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι μια εταιρεία μπορεί να εκδώσει σχεδόν απεριόριστο αριθμό κοινών μετοχών ώστε να αντλήσει κεφάλαια. Η αύξηση, όμως, των μετοχών της εταιρείας δεν θα πετύχει τίποτε άλλο από το να διανείμει το ίδιο ποσό ιδίων κεφαλαίων σε μεγαλύτερο αριθμό μετοχών. Με άλλα λόγια, όσο αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών μιας εταιρείας, η ιδιοκτησία κάθε μετόχου στην εταιρεία μειώνεται αναλογικά.

Ο ισχυρισμός ότι το κεφάλαιο είναι περιορισμένη πηγή πόρων ισχύει για κάθε μορφή κεφαλαίου, είτε αυτό είναι δάνειο (βραχυπρόθεσμο ή μακροπρόθεσμο) ή ίδιο κεφάλαιο (κοινές μετοχές), είτε πρόκειται για παρακρατηθέντα κέρδη, πληρωτέους λογαριασμούς, πληρωτέα γραμμάτια, κ.ο.κ. Ακόμη και η καλύτερη

επιχείρηση ενός κλάδου ή μιας κοινότητας μπορεί να αυξήσει το δανεισμό της μέχρι ενός ορισμένου σημείου. Όταν φτάσει σε αυτό το σημείο, είτε δε θα δοθεί άλλη πίστωση στην επιχείρηση είτε θα της δοθεί με πολύ υψηλότερο επιτόκιο, έτσι ώστε ο δανεισμός να γίνει ανεπιθύμητος τρόπος συγκέντρωσης κεφαλαίων.

Έχοντας περιορισμένες πηγές κεφαλαίου, η διεύθυνση μιας επιχείρησης πρέπει να αποφασίσει με προσοχή αν μια συγκεκριμένη επένδυση είναι οικονομικά αποδεκτή ή όχι. Όταν υπάρχουν πολλά επενδυτικά προγράμματα, η διεύθυνση πρέπει να αναγνωρίσει εκείνα τα προγράμματα που θα συμβάλουν περισσότερο στη δημιουργία κερδών και, επομένως, στην αύξηση της αξίας (ή του πλούτου) της επιχείρησης. Αυτή είναι, στην ουσία, η βάση του επενδυτικού προϋπολογισμού.

1.2.Διάκριση δαπανών: τρέχουσες δαπάνες και κεφαλαιουχικές δαπάνες.

Μια επιχείρηση έχει δυο ειδών δαπάνες: τις τρέχουσες και τις κεφαλαιουχικές. Οι τρέχουσες δαπάνες (current expenditures) είναι βραχυπρόθεσμες και αποσβένονται εξ ολοκλήρου τον ίδιο χρόνο που προκύπτουν. Τρέχουσες δαπάνες είναι τα ημερομίσθια, οι μισθοί, το κόστος των πρώτων υλών, και τα διάφορα διοικητικά έξοδα. Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες (capital expenditures) είναι μακροπρόθεσμος και αποσβένονται (amortized)-δηλαδή, η αξία τους μειώνεται βαθμιαία-σε μια σειρά ετών σύμφωνα με τον Κώδικα Εισοδήματος.

Στις κεφαλαιουχικές δαπάνες περιλαμβάνεται, για παράδειγμα, μια δαπάνη για κατασκευή νέων κτιρίων ή αγορά μηχανημάτων, καθώς και οι δαπάνες για την αγορά προσωπικού υπολογιστή για επιχειρηματικούς σκοπούς, για την αγορά δικαιωμάτων ευρεσιτεχνίας από κάποιον εφευρέτη, για έρευνα και ανάπτυξη, κ.ο.κ.

1.3. Προσδιορισμός του αρχικού κόστους

Το πρώτο σημαντικό βήμα για να αποφασίσουμε αν ένα πρόγραμμα πρέπει να γίνει αποδεκτό ή όχι είναι ο υπολογισμός του αρχικού κόστους. Το αρχικό κόστος (initial cost), ή κόστος αρχικής επένδυσης, είναι απλώς το πραγματικό κόστος της ανάληψης μιας επένδυσης. Από τη στιγμή που τα διευθυντικά στελέχη γνωρίζουν πόσο θα κοστίσει η πραγματοποίηση ενός προγράμματος, μπορούν να συγκρίνουν την αρχική επένδυση με τα μελλοντικά οφέλη και να κρίνουν αν αξίζει ή όχι να αναλάβουν την επένδυση. Για να καθοριστεί το κόστος της αρχικής επένδυσης, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές χρειάζεται να προσδιορίσουν την επαυξητική ταμειακή ροή.

1.4. Καθορισμός της επαυξητικής ταμειακής ροής

Παραπάνω αναφέραμε τον τρόπο με τον οποίο υπολογίζεται το αρχικό κόστος επένδυσης.

Για να αποφασίσει, όμως, μια επιχείρηση αν το αρχικό κόστος θα αποδώσει, είναι απαραίτητο να υπολογίσει τις μελλοντικές

Πρόσθετο φορολογικό όφελος = Φορολογικός συντελεστής ×
Πρόσθετη απόσβεση από την απόσβεση

3. Αθροίζονται τα πρόσθετα καθαρά κέρδη και το φορολογικό
όφελος από την απόσβεση.

Επαυξητική ταμειακή ροή = Πρόσθετα καθαρά κέρδη + Πρόσθετο
όφελος από την απόσβεση.

Βιβλιογραφία - Παραπομπές στο Κεφάλαιο 1

- Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως τεύχος Β', Πειραιάς 1996, Πρόδρομος Γ. Ευθυμόγλου
- Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική, Διοικητική, εκδόσεις Παπαζήσης 1985, Γ.Κ. Φιλιπάτος και Π.Ι. Αθανασόπουλος)
- Χρηματοοικονομική εκδ.κλειδάριθμος,1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ: ΧΩΡΙΣ ΚΙΝΔΥΝΟ

Εισαγωγή

Ο προγραμματισμός επενδύσεων αφορά τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την εκτίμηση, τη σύγκριση και την επιλογή προγραμμάτων, ώστε να επιτευχθεί μέγιστη απόδοση ή μέγιστος πλούτος για μετόχους. Η μέγιστη απόδοση (maximum return) μετράται με το κέρδος και ο μέγιστος πλούτος (maximum wealth) αντανακλάται στην τιμή της μετοχής της εταιρίας.

Σε αυτό το κεφάλαιο θα περιγράψουμε μερικές από τις σημαντικότερες μεθόδους προγραμματισμού επενδύσεων. Ορισμένες από αυτές τις μεθόδους επικεντρώνονται στην απόδοση (κέρδος) ενώ άλλες δίνουν έμφαση στον πλούτο (τιμή μετοχής). Η βασική υπόθεση που χαρακτηρίζει όλες τις μεθόδους προγραμματισμού των επενδύσεων που περιγράφονται εδώ είναι ότι ο κίνδυνος, ή αβεβαιότητα δεν αποτελεί σημαντικό πρόβλημα γι' αυτούς που παίρνουν αποφάσεις.

2.1 Μέση αποδοτικότητα (ARR)

Για να βρεθεί η μέση αποδοτικότητα (average rate of return, ARR), πρέπει να εφαρμοστεί μια απλή λογιστική τεχνική που προσδιορίζει την αποδοτικότητα ενός προγράμματος, ίσως αυτή η μέθοδος προϋπολογισμού των επενδύσεων να είναι η αρχαιότερη τεχνική που χρησιμοποιείται στον επιχειρηματικό κόσμο. Η βασική ιδέα είναι να συγκριθούν τα καθαρά έσοδα έναντι του αρχικού κόστους του προγράμματος, δηλαδή να προστεθούν όλα τα μελλοντικά καθαρά έσοδα και να διαιρεθεί το άθροισμα με το μέσο ύψος της επένδυσης.

$$\text{Μέση αποδοτικότητα (ARR)} = \frac{\text{Μεσαετήσια μελλοντικά καθαρά κέρδη}}{\text{Ήμιση αρχική επένδυση}}$$

Γιατί δεν συνίσταται η ARR για χρηματοοικονομικές αναλύσεις;

1. Η ARR αγνοεί πλήρως την αξία του χρήματος στην διάρκεια του χρόνου
2. Η ARR χρησιμοποιεί λογιστικά έσοδα κι όχι ταμειακές ροές, αγνοεί την απόσβεση ως πηγή ταμειακής εισροής
3. Η παρούσα αξία του υπολειμματικού εξοπλισμού δεν υπολογίζεται στη μέση αποδοτικότητα. Σημειώστε ότι η υπολειμματική αξία μπορεί να μειώσει το αρχικό ύψος επένδυσης και να αυξήσει την ταμειακή ροή στο μέλλον. Κατά συνέπεια, το πραγματικό ποσοστό απόδοσης υποτιμάται όταν δεν λαμβάνεται υπόψη στον υπολογισμό η υπολειμματική αξία

4. Η ARR αγνοεί τη χρονική ακολουθία των καθαρών εσόδων.

2.2. Περίοδος επανείσπραξης (Payback period)

Πολλές επιχειρήσεις απαιτούν την επανείσπραξη του αρχικού κόστους της επένδυσης σε μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο. Η περίοδος επανείσπραξης μιας επενδύσεως είναι ο αριθμός των ετών λειτουργίας της στον οποίο οι σωρευτικές ετήσιες καθαρές χρηματοροές ισούνται με το μηδέν, δηλαδή το άθροισμα των καθαρών λειτουργικών χρηματοροών (εισροών) ισούται με άθροισμα των καθαρών επενδυτικών χρηματοροών (εκροών) κατά την περίοδο κατασκευής της επενδύσεως. Η ευρεία χρησιμοποίηση της περιόδου επανείσπραξης οφείλεται κυρίως στο γεγονός ότι η μέθοδος αυτή είναι απλή και τα αποτελέσματα της γίνονται εύκολα κατανοητά. Αξίζει να σημειωθεί ότι αφού η περίοδος επανείσπραξης προσδιορίζει μόνο τη χρονική περίοδο λειτουργίας της επενδύσεως κατά την οποία αναμένεται να ανακτηθεί το αρχικό κόστος της επένδυσης, η μέθοδος αυτή πρέπει να θεωρηθεί ότι δίνει τον αναμενόμενο βαθμό ρευστοποιήσεως και όχι το βαθμό οικονομικής απόδοσης της επένδυσης.

Ας υποθέσουμε ότι η μέγιστη αποδεκτή περίοδος επανείσπραξης για μια επιχείρηση είναι 4 χρόνια. Θεωρούμε ότι ένα πρόγραμμα θα αποφέρει ετήσια ταμειακή εισροή 20.000.000 δραχμών για τα επόμενα 6 χρόνια και ότι το ύψος της αρχικής επένδυσης είναι 70.000.000 δραχμές. Ένας απλός υπολογισμός

δείχνει ότι, έπειτα από 4 χρόνια, το πρόγραμμα θα συνεισφέρει ταμειακή εισροή 80.000.000 δραχμών ($4 \text{ χρόνια} \times 20.000.000 = 80.000.000$). Επομένως, πρέπει να γίνει αποδεχτό επειδή το αρχικό ύψος της επένδυσης καλύπτεται σε διάστημα μικρότερο από 4 χρόνια.

Όταν συγκρίνουμε δύο ή περισσότερα προγράμματα, θα πρέπει να προτιμάμε εκείνα που έχουν τις μικρότερες περιόδους επανείσπραξης. Τα προγράμματα όμως, που γίνονται αποδεκτά πρέπει να ανταποκρίνονται στην επιθυμητή περίοδο επανείσπραξης, η οποία πρέπει να καθοριστεί εκ των προτέρων. Σημειώνεται ότι για τον υπολογισμό της περιόδου επανείσπραξης, πρέπει να χρησιμοποιηθεί η ταμειακή εισροή (καθαρά έσοδα + απόσβεση) και όχι τα καθαρά έσοδα. Με άλλα λόγια, μια μεγάλη διαφορά ανάμεσα σε αυτή τη μέθοδο και την μέθοδο της μέσης αποδοτικότητας είναι ότι στη μέθοδο της μέσης αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται τα καθαρά έσοδα ενώ κατά τον υπολογισμό της περιόδου επανείσπραξης χρησιμοποιείται η ταμειακή εισροή.

2.2.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου

Η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης έχει αρκετά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Το κύριο πλεονέκτημά της είναι ότι είναι εύχρηστη. Δε χρειάζεται να γίνουν πολλοί υπολογισμοί για να βρεθεί σε πόσα χρόνια θα ανακτηθεί η αρχική επενδυτική δαπάνη. Επίσης, η μέθοδος αυτή είναι εύκολα κατανοητή. Έτσι, όταν οι αναλυτές χρειάζονται μια ταχεία μέθοδος υπολογισμού του

κινδύνου, μπορούν να χρησιμοποιήσουν τη περίοδο επανείσπραξης για να δουν αν το επενδυτικό κεφάλαιο θα ανακτηθεί σε λογική χρονική διάρκεια.

Παρά την απλότητά της η μέθοδος αυτή μπορεί να αποδειχτεί πολύτιμη ακόμη και για τις μεγαλύτερες πολυεθνικές εταιρίες. Για αυτές τις εταιρίες, οι πολιτικές εξελίξεις - όπως η εθνικοποίηση των βιομηχανιών σε μια ξένη χώρα - αποτελούν σημαντικές πηγές κινδύνου. Έτσι, από την άποψη των πιθανών πολιτικών εξελίξεων, όσο μικρότερη είναι η περίοδος επανείσπραξης τόσο χαμηλότερο κίνδυνο έχει το πρόγραμμα. Επομένως, η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης μπορεί να βοηθήσει τις επιχειρήσεις να υπολογίσουν τον κίνδυνο της απώλειας κεφαλαίου σε ξένες χώρες.

Το κύριο μειονέκτημα αυτής της μεθόδου είναι ότι αγνοεί πλήρως της αξία του χρήματος στην διάρκεια του χρόνου. Στη μέθοδο της περιόδου επανείσπραξης δεν υπάρχει καμιά διαφορά ανάμεσα στην αξία μιας ταμειακής εισροής κάποιου επόμενου χρόνου, Επιπλέον, αυτή η μέθοδος δεν υπολογίζει τις ταμειακές εισροές που δημιουργούνται μετά την ανάκτηση της αρχικής επένδυσης. Εξαιτίας αυτών των σοβαρών μειονεκτημάτων, η μέθοδος της περιόδου επανείσπραξης δεν μπορεί να θεωρηθεί καλή προσέγγιση του προϋπολογισμού επενδύσεων.

2.3. Καθαρή παρούσα αξία (Net Present Value method)

Σε αυτή τη παράγραφο θα αναλύσουμε την έννοια της Καθαρής Παρούσας Αξίας, η οποία αποτελεί την διαφορά της Παρούσας αξίας των εσόδων μιας επένδυσης και της Παρούσας αξίας των δαπανών της. Τόσο τα έξοδα όσο και οι δαπάνες προεξοφλούνται με τον ίδιο συντελεστή ο οποίος αντιπροσωπεύει το κόστος των κεφαλαίων της επιχείρησης ή τον απαιτούμενο συντελεστή απόδοσης.

Ο τύπος υπολογισμού της Καθαρής Παρούσας Αξίας είναι ο ακόλουθος:

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{t=-m}^n XP_t(1+r)^{-t}$$

όπου: $XP_t(t=-m, \dots, 0, \dots, n)$ παριστά την καθαρή χρηματοροφή (εκροή ή εισροή) της επενδύσεως το έτος t , και r παριστά το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Αν η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών ενός προγράμματος είναι μεγαλύτερη από το αρχικό κόστος, τότε αξίζει να γίνει επένδυση. Από την άλλη πλευρά, αν η παρούσα αξία είναι μικρότερη από το αρχικό κόστος, τότε το πρόγραμμα πρέπει να απορριφθεί, γιατί στην αντίθετη περίπτωση ο επενδυτής θα χάσει χρήματα. Εξ ορισμού, η καθαρή παρούσα αξία (net present value, NPV) ενός αποδεκτού προγράμματος είναι μηδέν ή θετική, και η καθαρή παρούσα αξία ενός απορριπτέου προγράμματος

αρνητική. Επομένως για να εφαρμόσουμε τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας ακολουθούμε την παρακάτω διαδικασία:

- ✓ Προσδιορίζουμε την Παρούσα Αξία στο χρόνο μηδέν κάθε μιας καθαρής χρηματορροής, είτε αυτή είναι εισροή ή εκροή, χρησιμοποιώντας ως επιτόκιο προεξόφλησης το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Δεδομένου του τρόπου ορισμού του χρόνου μηδέν, (τέλος της περιόδου κατασκευής της επένδυσης) η αναγωγή των καθαρών επενδυτικών εκροών γίνεται με ανατοκισμό αντί με προεξόφληση.
- ✓ Αθροίζουμε όλες τις προεξοφλημένες καθαρές χρηματορροές. Το προσδιοριζόμενο άθροισμα αποτελεί την (ΚΠΑ) της επένδυσης. Αν αθροίσουμε ξεχωριστά τις καθαρές επενδυτικές χρηματορροές (εκροές) και τις καθαρές λειτουργικές χρηματορροές (εισροές), τότε λαμβάνουμε αντίστοιχα το κόστος της επένδυσης στο χρόνο μηδέν και την αξία της επένδυσης επίσης στο χρόνο μηδέν. Η Καθαρά Παρούσα Αξία (NPV) ισούται με τη διαφορά μεταξύ της αξίας και του κόστους της επένδυσης. Αξίζει να αναφερθεί ότι όταν πρόκειται για μεγάλες επενδύσεις όπως είναι για παράδειγμα η κατασκευή του ΜΕΤΡΟ στην Αθήνα η περίοδος κατασκευής είναι μεγαλύτερη του έτους και μπορεί να επεκτείνεται από 5 έως και 8 έτη. Επομένως οι καθαρές επενδυτικές χρηματορροές (εκροές) για την κατασκευή έργων σαν και αυτό που αναφέραμε πραγματοποιούνται

στην διάρκεια μερικών ετών πριν την έναρξη της λειτουργίας τους.

- ✓ Θα πρέπει να αποδεχθούμε την επενδυτική πρόταση, όταν η Καθαρά Παρούσα Αξία είναι θετική. Αντίθετα αν η Καθαρά Παρούσα Αξία (NPV) είναι αρνητική θα πρέπει να απορρίψουμε την επενδυτική πρόταση. Όταν το πρόβλημα που αντιμετωπίζουμε είναι μεταξύ δύο αμοιβαίως αποκλειόμενων επενδύσεων με ίση διάρκεια λειτουργικής ζωής (και ισοδύναμου κινδύνου) τότε επιλέγουμε την επένδυση με την μεγαλύτερη NPV.

Το καίριο σημείο σε αυτή τη μέθοδο είναι να αποφασίσουμε ποιο προεξοφλητικό επιτόκιο πρέπει να χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Γενικά, ανάμεσα σε δύο προγράμματα, αυτό που έχει υψηλότερο κίνδυνο πρέπει να προεξοφληθεί με μεγαλύτερο επιτόκιο. Επιπλέον, τα προεξοφλητικά προγράμματα αυξάνονται όταν τα επιτόκια και ο πληθωρισμός. Όταν το επιτόκιο ανεβαίνει, η χρηματοδότηση των προγραμμάτων γίνεται πιο ακριβή, επομένως οι ταμειακές ροές των προγραμμάτων πρέπει να προεξοφλούνται με υψηλότερο επιτόκιο από αυτό που χρησιμοποιείται όταν πέφτουν τα επιτόκια.

Τα προεξοφλητικά επιτόκια που χρησιμοποιούνται στη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας επηρεάζονται και από τη διάρκεια των εκάστοτε προγραμμάτων. Αν έχουμε δύο προγράμματα, αυτό

που έχει μεγαλύτερη διάρκεια εμπεριέχει συνήθως υψηλότερο κίνδυνο. Όσο περισσότερο διαρκεί μια επένδυση, τόσο μεγαλύτερη αβεβαιότητα υπάρχει για την ολοκλήρωση και λειτουργία του προγράμματος. Κατά συνέπεια, τα μακροπρόθεσμα προγράμματα πρέπει να προεξοφλούνται, γενικά, με υψηλότερα επιτόκια απ' ό,τι τα βραχυπρόθεσμα, με δεδομένο ότι όλα τα άλλα στοιχεία είναι ίδια.

2.3.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας έχει 4 σημαντικά πλεονεκτήματα:

- 1) Χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές και όχι τα καθαρά έσοδα. Οι ταμειακές ροές (καθαρά έσοδα + απόσβεση) συμπεριλαμβάνουν την απόσβεση στις πηγές άντλησης κεφαλαίου. Αυτό ισχύει επειδή η απόσβεση δεν αποτελεί χρηματική δαπάνη κατά που αποσβένεται το στοιχείο. Σε αντίθεση με την λογιστική, ο τομέας της χρηματοοικονομικής λαμβάνει υπόψη τις ταμειακές ροές και όχι τα καθαρά έσοδα. Επομένως, η προσέγγιση της NPV, αντίθετα με τη μέθοδο της μέσης αποδοτικότητας, είναι συνεπέστερη με τη σύγχρονη χρηματοοικονομική θεωρία.
- 2) Η μέθοδος της NPV σε αντίθεση με τις μεθόδους της μέσης αποδοτικότητας και της περιόδου επανείσπραξης, αναγνωρίζει την αξία του χρήματος στην διάρκεια του χρόνου. Όσο

μεγαλύτερη είναι η χρονική διάρκεια, τόσο υψηλότερη είναι η προεξόφληση .

Με απλά λόγια, αν οι ταμειακές ροές ενός προγράμματος με μέσο επίπεδο κινδύνου προεξοφλούνται με 10 %, τότε ένα άλλο πρόγραμμα με υψηλότερο κίνδυνο πρέπει να προεξοφληθεί με ποσοστό μεγαλύτερο του 10 %. Επομένως η αξία του χρήματος στη διάρκεια του χρόνου για ένα πρόγραμμα αντανακλάται στο προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο πρέπει να επιλεγεί με προσοχή από το χρηματοοικονομικό αναλυτή. Γενικά, το προεξοφλητικό επιτόκιο αυξάνεται αν η προσφορά χρήματος είναι μικρή και αναμένεται ότι τα επιτόκια θα αυξηθούν.

3) Όταν μια εταιρία εγκρίνει μόνο τα προγράμματα που έχουν θετικές NPV, αυξάνει και την αξία της. Η αύξηση της αξίας της εταιρίας σημαίνει στην ουσία αύξηση της τιμής της μετοχής της (δηλαδή, του πλούτου των μετοχών της). Επομένως, η μέθοδος NPV του προϋπολογισμού επενδύσεων πρέπει να καταλήγει στην αύξηση του πλούτου των ιδιοκτητών μιας εταιρίας. Εφόσον ο στόχος της σύγχρονης χρηματοοικονομικής είναι να αυξάνεται συνεχώς ο πλούτος των μετοχών, η μέθοδος NPV πρέπει να θεωρηθεί ως η πιο σύγχρονη τεχνική του προϋπολογισμού επενδύσεων.

4) Το κριτήριο της NPV δίνει αποτελέσματα σε χρηματικές μονάδες π.χ δραχμές, και συνεπώς διευκολύνει την σύγκριση

με τις χρηματικές συνεισφορές από τον προϋπολογισμό των επενδύσεων

Υπάρχουν όμως και κάποια μειονεκτήματα στην προσέγγιση της NPV.

- 1) Το κριτήριο της NPV προϋποθέτει ότι ενδιάμεσες ταμειακές ροές επανασυνδέονται με το κόστος κεφαλαίων της επιχείρησης προκαλώντας επομένως αμφισβήτηση στις περιπτώσεις που αυτή η παραδοχή δεν αληθεύει.
- 2) Επίσης η μέθοδος αυτή προϋποθέτει ότι το κόστος κεφαλαίων μένει αναλλοίωτο σε όλη τη διάρκεια ζωής του έργου, υποτιμώντας έτσι την NPV όταν αυτό μειωθεί και υπερεκτιμώντας την όταν αυξηθεί.
- 3) Η μέθοδος της NPV είναι δυνατό να δημιουργήσει παρανοήσεις στην περίπτωση της $NPV = 0$, όπου πιθανό να θεωρηθεί ότι το έργο έχει μηδενική απόδοση.
- 4) Εξαιτίας της εκφράσεως της NPV σε χρηματικές μονάδες το κριτήριο της NPV δυσχεραίνει την σύγκριση επενδύσεων με διαφορετικές αρχικές δαπάνες και διαφορετική ΚΠΑ.

Παρά τα μειονεκτήματά της πάντως η μέθοδος της NPV παραμένει η καλύτερη μέθοδος προϋπολογισμού των επενδύσεων.

2.4 Δείκτης Αποδοτικότητας (P.I)

Η μέθοδος του δείκτη αποδοτικότητας (Profitability Index, P.I.) συγκρίνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών με την αρχική επένδυση σε μια σχετική βάση. Επομένως ο PI είναι ο λόγος της παρούσας αξίας των μελλοντικών ροών (present value of cash flows, PVCF) προς το αρχικό ύψος της επένδυσης ενός προγράμματος:

$$PI = \frac{PVCF}{\text{Αρχική επένδυση}}$$

Σε αυτή τη μέθοδο το πρόγραμμα του οποίου ο δείκτης αποδοτικότητας είναι μεγαλύτερος της μονάδας γίνεται αποδεκτό, ενώ το πρόγραμμα του οποίου ο δείκτης αποδοτικότητας είναι μικρότερος της μονάδας απορρίπτεται. Σημειώστε ότι η μέθοδος του PI συνδέεται στενά με την προσέγγιση της NPV. Για την ακρίβεια, αν η καθαρή παρούσα αξία ενός προγράμματος είναι θετική, ο PI θα είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Καταλήγουμε, επομένως στο ίδιο αποτέλεσμα είτε χρησιμοποιούμε τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας είτε τη μέθοδο του PI. Με άλλα λόγια, αν η παρούσα αξία των ταμειακών ροών υπερβαίνει την αρχική επένδυση, η καθαρή παρούσα αξία θα είναι θετική και ο PI θα είναι μεγαλύτερος της μονάδας, πράγμα που σημαίνει ότι το πρόγραμμα θα πρέπει να γίνει αποδεκτό.

2.5. Εσωτερική αποδοτικότητα (IRR)

Η εσωτερική αποδοτικότητα ή εσωτερικός βαθμός απόδοσης (internal rate of return, IRR) είναι ένα δημοφιλές μέτρο που χρησιμοποιείται στον προϋπολογισμό επενδύσεων. Η IRR είναι ένα μέτρο του δείκτη αποδοτικότητας. Εξ' ορισμού η IRR είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που καθιστά την παρούσα αξία των ταμειακών ροών ίση με την αρχική επένδυση. Με απλά λόγια, η IRR είναι ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την NPV. Όταν ένα πρόγραμμα πέσει κάτω από κάποιο όριο απορρίπτεται, και το ποσοστό αυτό ονομάζεται συντελεστής απόρριψης (cut of rate), ποσοστό - στόχος, ελάχιστο όριο απόδοσης, ή απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Οι επιχειρήσεις προσδιορίζουν το συντελεστή απόρριψης με το κόστος χρηματοδότησης και το βαθμό κινδύνου.

2.5.1. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου

Αρκετές μελέτες έδειξαν ότι, στην πράξη, η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας (IRR) είναι δημοφιλέστερη από την προσέγγιση της καθαρής αξίας (NVP). Ο λόγος είναι ίσως ότι ίσως η μέθοδος IRR είναι τόσο απλή όσο και η μέση αποδοτικότητα (ARR), αλλά χρησιμοποιεί τις ταμειακές ροές και αναγνωρίζει την αξία του χρήματος στη διάρκεια του χρόνου, όπως και η μέθοδος NVP. Με άλλα λόγια, ενώ η μέθοδος IRR είναι εύκολη και κατανοητή, δεν έχει τα μειονεκτήματα της ARR και της περιόδου

επανεξέτασης οι οποίες αγνοούν την αξία του χρήματος στη διάρκεια του χρόνου.

Το κύριο πρόβλημα της μεθόδου της Εσωτερικής Αποδοτικότητας (IRR) είναι ότι συχνά δίνει ποσοστά απόδοσης που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Αν υποθέσουμε ότι ο συντελεστής απόρριψης είναι 11% και υπολογίζεται ότι η μέση αποδοτικότητα είναι 40%. Αυτό σημαίνει ότι η διεύθυνση θα πρέπει να αποδεχτεί χωρίς άλλη κουβέντα το πρόγραμμα γιατί η εσωτερική αποδοτικότητα είναι 40%; Όχι βέβαια η εσωτερική αποδοτικότητα 40% προϋποθέτει ότι η επιχείρηση έχει την ευκαιρία να επανεπένδουσε τις μελλοντικές ταμειακές ροές με 40%. Αν η πρότερη εμπειρία και η κατάσταση της οικονομίας δείχνουν ότι το ποσοστό 40% δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα για μελλοντικές επανεπενδύσεις, τότε μια εσωτερική αποδοτικότητα της τάξης του 40% είναι ύποπτη.

Με απλά λόγια, εσωτερική αποδοτικότητα 40% είναι πολύ καλή για να είναι πραγματική! Έτσι, αν το ποσοστό της κατ' εκτίμηση IRR δεν είναι λογικό για την επανεπένδυση των μελλοντικών ταμειακών ροών, δεν πρέπει να χρησιμοποιηθεί ως κριτήριο για την αποδοχή ή την απόρριψη ενός προγράμματος.

Ένα άλλο πρόβλημα της μεθόδου IRR είναι ότι μπορεί να δώσει αρκετά ποσοστά απόδοσης. Ας υποθέσουμε ότι υπάρχουν δύο προεξοφλητικά επιτόκια (δύο IRR) που εξισώνουν την παρούσα αξία με την αρχική επένδυση. Σε αυτή την περίπτωση, ποιο

ποσοστό πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την σύγκριση με το συντελεστή απόρριψης ; Σκοπός αυτής της ερώτησης δεν είναι να επιλύσει τις περιπτώσεις όπου υπάρχουν διάφορες εσωτερικές αποδοτικότητες, αλλά να μας δείξει ότι η μέθοδος της IRR, παρά το ότι είναι δημοφιλής στον επιχειρηματικό κόσμο, εμπεριέχει πολύ περισσότερα προβλήματα απ' όσα θα μπορούσε να σκεφτεί ένας επαγγελματίας.

2.6. Αξιοπιστία των μεθόδων Καθαρά Παρούσα Αξία (NPV) και Εσωτερικής Αποδοτικότητας (IRR)

Σε γενικές γραμμές, μπορούμε να χρησιμοποιούμαστε και να εμπιστευόμαστε και τις δύο μεθόδους αρκεί να συντρέχουν δύο προϋποθέσεις:

- 1) Αν η σύγκριση των προγραμμάτων γίνεται με τη μέθοδο NPV, θα πρέπει να επιλεγεί ένα προεξοφλητικό επιτόκιο που θα αντανάκλα εξίσου τον κίνδυνο κάθε προγράμματος. Δεν υπάρχει πρόβλημα αν δύο προγράμματα προεξοφλούνται με δύο διαφορετικά επιτόκια επειδή το ένα πρόγραμμα εμπεριέχει περισσότερο κίνδυνο απ' ότι το άλλο. Θυμηθείτε ότι το αποτέλεσμα της μεθόδου NPV είναι τόσο αξιόπιστο όσο και το προεξοφλητικό επιτόκιο που έχει επιλεγεί. Αν το προεξοφλητικό επιτόκιο δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα, τότε η απόφαση για την αποδοχή ή την απόρριψη ενός προγράμματος είναι αβάσιμη και αναξιόπιστη.

2) Αν χρησιμοποιείται η μέθοδος IRR, δεν πρέπει να γίνει αποδεκτό το πρόγραμμα μόνο και μόνο επειδή η εσωτερική αποδοτικότητά του είναι πολύ υψηλή. Η διεύθυνση πρέπει να αναρωτηθεί αν μια τόσο εντυπωσιακή αποδοτικότητα είναι δυνατό να διατηρηθεί. Με άλλα λόγια, η διεύθυνση πρέπει να ερευνήσει τα αρχεία της και τις υπάρχουσες και τις μελλοντικές επιχειρήσεις για να δει αν υπάρχει πράγματι πιθανότητα να επανεπένδυσή τις ταμειακές ροές με τόσο υψηλή εσωτερική αποδοτικότητα. Αν η επιχείρηση πειστεί ότι μια τέτοια IRR είναι ρεαλιστική, τότε το πρόγραμμα θα μπορεί να θεωρηθεί αποδεκτό. Διαφορετικά, το πρόγραμμα θα πρέπει να εκτιμηθεί εκ νέου με τη μέθοδο NPV και με τη χρήση ενός πιο ρεαλιστικού προεξοφλητικού επιτοκίου.

Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 3

- Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως τεύχος Β', Πειραιάς 1996, Πρόδρομος Γ. Ευθυμόγλου
- Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική, Διοικητική, εκδόσεις Παπαζήσης 1985, Γ.Κ. Φιλιππάτος και Π.Ι. Αθανασόπουλος
- Χρηματοοικονομική εκδ.κλειδάριθμος, 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht
- Ιδιωτική Οικονομική, Δρος Πέτρου Κιόχου, εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 1996

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ: ΜΕ ΚΙΝΔΥΝΟ

3.1. Ο κίνδυνος στον προγραμματισμό επενδύσεων

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναφέραμε και αναλύσαμε τις μεθόδους αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων, χωρίς να ασχοληθούμε άμεσα με το πρόβλημα του κινδύνου. Συγκεκριμένα η ανάλυση μας βασίστηκε στην παραδοχή ότι οι αξιολογούμενες επενδύσεις έχουν ένα βαθμό κινδύνου ο οποίος είναι ίδιος με το βαθμό κινδύνου που χαρακτηρίζει όλη την επιχειρηματική δραστηριότητα της επιχείρησης και είναι ενσωματωμένος στο κόστος κεφαλαίου της. Είναι φανερό ότι η αρχή αυτή δεν πρέπει να μας ικανοποιεί, αφού ο κίνδυνος μαζί με την οικονομική απόδοση είναι δυο προσδιοριστικοί παράγοντες της επενδυτικής απόφασης. Επομένως, η ανάλυση κινδύνου αποτελεί ένα σημαντικό στάδιο στην διαδικασία της αξιολόγησης σε όλες τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις.

Ο κίνδυνος (risk) είναι μια άλλη λέξη για την αβεβαιότητα και την αστάθεια. Λέμε ότι μια επένδυση είναι απαλλαγμένη από κίνδυνο (risk-free) αν η απόδοσή της είναι σταθερή και αξιόπιστη. Συνήθως, οι επενδυτές θεωρούν τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου και τα κρατικά ομόλογα ως επένδυση άνευ κινδύνου, κυρίως επειδή η απόδοσή τους είναι βέβαιη και εγγυημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος μιας επένδυσης, τόσο μεγαλύτερη είναι η απόδοση από την επένδυση αυτή. Δηλαδή όσο μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα για την είσπραξη μιας μελλοντικής χρηματικής εισροής τόσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο προεξοφλήσεως για την αναγωγή της σε παρούσα αξία.

Στο προγραμματισμό επενδύσεων δεν υπάρχει πρόγραμμα άνευ κινδύνου. Οι μελλοντικές ταμειακές ροές ενός προγράμματος μπορεί να μειωθούν ή να αυξηθούν ξαφνικά. Τα επιτόκια με τα οποία επενδύονται οι μελλοντικές ταμειακές ροές μπορεί να μην παραμείνουν τα ίδια. Υπάρχουν και πολλοί άλλοι παράγοντες που μπορεί να μειώσουν τις αναμενόμενες ταμειακές ροές: απώλεια μεριδίου της αγοράς, αύξηση του κόστους των πωληθέντων αγαθών, νέοι κανονισμοί για το περιβάλλον, αυξανόμενο κόστος χρηματοδότησης, κλπ. Εφόσον υπάρχει πάντα κίνδυνος στον προγραμματισμό επενδύσεων, ένα από τα σπουδαιότερα καθήκοντα των χρηματοοικονομικών αναλυτών είναι να επιλέγουν προγράμματα σε συνθήκες αβεβαιότητας.

Η αφετηρία για την ανάλυση του κινδύνου μιας επενδύσεως είναι ο προσδιορισμός του βαθμού αβεβαιότητας που υπάρχει στις ετήσιες καθαρές χρηματοροές της επένδυσης αυτής. Η ανάλυση αυτή μπορεί να γίνει με διάφορους τρόπους από υποκειμενικές εκτιμήσεις μέχρι σύνθετες οικονομικές και στατιστικές αναλύσεις που πολλές φορές βασίζονται σε προγράμματα Η/Υ. Στο κεφάλαιο αυτό θα εξετάσουμε κάποιες από τις τεχνικές μετρήσεως του κινδύνου μιας επένδυσης.

3.2. Προσέγγιση του ισοδύναμου βεβαιότητας (CEA)

Σκοπός της προσέγγισης του ισοδύναμου βεβαιότητας (certainty equivalent factors) είναι να διαχωρίσει τον υπολογισμό του χρόνου των ταμειακών ροών από τον κίνδυνο που παρουσιάζουν.

Οι ταμειακές ροές μετατρέπονται σε ταμειακές ροές απαλλαγμένες από κίνδυνο (βέβαιες), οι οποίες προεξοφλούνται στη συνέχεια με επιτόκιο άνευ κινδύνου (risk-free). Το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του δημοσίου θεωρείται επιτόκιο άνευ κινδύνου και είναι αυτό που χρησιμοποιείται συνήθως.

Υπόδειγμα υπολογισμού των ισοδύναμων βεβαιότητας

1. υπολογίζουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές του προγράμματος.

-
2. Προσδιορίζουμε τους συντελεστές ισοδύναμου βεβαιότητας (certainty equivalent factors) ή τα ποσοστά των αναμενόμενων ταμειακών ροών τα οποία είναι βέβαια.
 3. Υπολογίζουμε τις βέβαιες ταμειακές ροές, πολλαπλασιάζοντας τις αναμενόμενες ταμειακές ροές με τους συντελεστές ισοδύναμου βεβαιότητας.
 4. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία του προγράμματος, προεξοφλώντας τις βέβαιες ταμειακές ροές με προεξοφλητικό επιτόκιο άνευ κινδύνου-την απόδοση των εντόκων γραμματίων δημοσίου, για παράδειγμα.
 5. Προσδιορίζουμε την καθαρή παρούσα αξία του προγράμματος, αφαιρώντας το αρχικό ύψος της επένδυσης από την παρούσα αξία των βέβαιων ταμειακών ροών.
 6. Αν η NPV είναι μηδενική ή θετική, το πρόγραμμα είναι αποδεκτό. Αντίθετα, αν η NPV είναι αρνητική το πρόγραμμα πρέπει να απορριφθεί.

3.3. Ανάλυση ευαισθησίας

Η ανάλυση ευαισθησίας αναφέρεται στον προσδιορισμό της σχέσεως μεταξύ μιας δεδομένης μεταβολής στις εκτιμήσεις ενός προσδιοριστικού παράγοντα και της προκύπτουσας μεταβολής στο αποτέλεσμα της αξιολογήσεως

Με άλλα λόγια, η ανάλυση ευαισθησίας μετρά την Καθαρά Παρούσα Αξία (NPV), την εσωτερική αποδοτικότητα (IRR), καθώς και άλλους δείκτες κέρδους ή κινδύνου, όταν αλλάζουν οι πωλήσεις, το κόστος, το προεξοφλητικό επιτόκιο, ή κάποιες άλλες μεταβλητές. Σκοπός είναι να βρεθεί πόσο ευαίσθητη είναι η NPV ή η IRR στην αλλαγή μιας μεταβλητής. Το πρόγραμμα που είναι περισσότερο ευαίσθητο σε μια αλλαγή θεωρείται ότι εμπεριέχει περισσότερο κίνδυνο.

Η ανάλυση ευαισθησίας είναι ένας δημοφιλής τρόπος για να βρούμε πως αλλάζει η NPV ενός προγράμματος αν οι πωλήσεις, το κόστος εργασίας ή των υλικών, το προεξοφλητικό επιτόκιο, ή οι άλλοι παράγοντες διαφοροποιούνται από τη μια περίπτωση στην άλλη. Με απλά λόγια, η ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis) είναι μια μελέτη του τύπου 'τι θα γίνει αν...'. Για παράδειγμα, ίσως να θέλετε να μάθετε τι θα συμβεί στην NPV ενός προγράμματος αν οι ταμειακές ροές του θα αυξάνονται κατά 10%, 20%, ή 30% κάθε χρόνο. Θα παραμείνει θετική η NPV αν δεν υπάρξουν ταμειακές ροές το δεύτερο χρόνο; Ποιου προγράμματος η NPV θα πέσει πιο απότομα αν το προεξοφλητικό επιτόκιο αυξηθεί από 8% σε 11%; Τέτοιου είδους ερωτήσεις θέτουν οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές ευαισθησίας. Όπως έχουμε προαναφέρει ήδη, ο κίνδυνος μετράται με την απόκλιση. Όσο μεγαλύτερη απόκλιση ή μεταβολή υπάρχει στην NPV ενός προγράμματος, τόσο περισσότερο κίνδυνο θα εμπεριέχει η επένδυση.

3.4. Το CAPM στον προϋπολογισμό επενδύσεων

Το μοντέλο αποτίμησης κεφαλαιουχικών αγαθών (capital asset pricing model, CAPM). Ο υπολογισμός του είναι πολύ απλός αν είναι γνωστή η απόδοση ενός τίτλου απαλλαγμένου από κίνδυνο, το εύρος διακύμανσης της μετοχής ή του χαρτοφυλακίου, και η απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Η απλή εξίσωση που παρουσιάζουμε έχει ως εξής:

$$K_e = R_f + \beta(\overline{K_m} - R_f)$$

Όπου K_e = απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης

β = εύρος διακύμανσης της μετοχής

R_f = ποσοστό απόδοσης άνευ κινδύνου

$\overline{K_m}$ = μέση αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου της αγοράς

Αυτή η μέθοδος θεωρεί ότι ένα επενδυτικό πρόγραμμα είναι παρόμοιο με ένα μερίδιο μετοχής, υποστηρίζοντας ότι η απόδοση του προγράμματος συνδέεται με την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας ή την απόδοση του κλάδου της βιομηχανίας. Σε περίπτωση που οι Χρηματοοικονομικοί Αναλυτές πιστεύουν ότι το υπό μελέτη πρόγραμμα έχει το ίδιο βασικό επίπεδο κινδύνου όπως και ένα χαρακτηριστικό πρόγραμμα της εταιρείας, υπάρχει η δυνατότητα χρησιμοποίησης

του εύρους διακύμανσης της εταιρείας ως εύρος διακύμανσης του προγράμματος.

3.5. Τεχνικές προσομοίωσης

Η αγγλική λέξη simulation (προσομοίωση) προέρχεται από τη λατινική λέξη similis που σημαίνει «όμοιος». Έτσι, η ουσία της προσομοίωσης είναι να δημιουργεί υποθετικές καταστάσεις παρόμοιες με τις πραγματικές. Εφόσον οι πραγματικές ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια του μέλλοντος δεν είναι γνωστά, θεωρούνται ως σωστές διαφορές ταμειακές ροές και προεξοφλητικά επιτόκια και κατόπιν μελετώνται τα αποτελέσματα. Οι περιπτώσεις αυτές που στηρίζονται σε υποθέσεις ονομάζονται προσομοιωμένα γεγονότα. Στον προϋπολογισμό επενδύσεων, τα προσομοιωμένα γεγονότα χρησιμοποιούνται για τη μελέτη των ΚΠΑ ή των ΕΑ ενός προγράμματος για διαφορετικές ταμειακές ροές και με διαφορετικά επιτόκια επανεπένδυσης. Αφού υπολογιστούν οι διάφορες ΚΠΑ, μελετώνται η μέση ΚΠΑ και η τυπική απόκλιση του προγράμματος για να εκτιμηθεί αν το πρόγραμμα μπορεί να γίνει αποδεκτό.

Αν έχουμε περισσότερα από ένα προγράμματα, μπορούμε να προσομοιώσουμε αρκετές φορές την ΚΠΑ ή την Ε.Α κάθε προγράμματος και να υπολογίσουμε το μέσο όρο των ΚΠΑ ή των Ε.Α και των τυπικών αποκλίσεων. Στη συνέχεια πρέπει να κατατάξουμε τα προγράμματα, ξεκινώντας από εκείνο που έχει την υψηλότερη ΚΠΑ ή Ε.Α και τη χαμηλότερη τυπική απόκλιση. Η

κατάταξη των προγραμμάτων θα γίνει πολύ πιο εύκολα αν διαιρέσετε πρώτα το μέσο όρο της τυπικής απόκλισης με το μέσο όρο της ΚΠΑ κάθε προσομοιωμένου γεγονότος. Το αποτέλεσμα είναι ο συντελεστής διακύμανσης. Τέλος, πρέπει να κατατάξουμε τα προγράμματα ανάλογα με τους συντελεστές διακύμανσης, τοποθετώντας στην υψηλότερη βαθμίδα το πρόγραμμα με το χαμηλότερο συντελεστή.

3.6. Αξιολόγηση Επενδύσεων κάτω από συνθήκες πληθωρισμού

Στη μέχρι τώρα ανάλυση αγνοήσαμε τον πληθωρισμό (inflation). Όλες οι ετήσιες καθαρές χρηματοροές (εισροές και εκροές) προσδιορίζονταν μέχρι τώρα με στοιχεία κόστους και τιμές πωλήσεων που επικρατούσαν κατά το χρόνο ενάρξεως της περιόδου κατασκευής του έργου. Επιπλέον έγινε η παραδοχή ότι δεν υπάρχει πληθωρισμός και επομένως το επιτόκιο προεξοφλήσεως που αντανακλά στο κόστος κεφαλαίου της επιχειρήσεως είναι εκφρασμένο σε δραχμές σταθερής αγοραστικής δυνάμεως. Η πραγματικότητα όμως είναι διαφορετική και ο πληθωρισμός αποτελεί ένα γεγονός. Αυτό σημαίνει τα εξής:

- Το κόστος κεφαλαίου της επιχειρήσεως εκφράζεται συνήθως ως ένα νόμιμο (πληθωρισμένο) χρηματικό επιτόκιο. Επομένως δεν μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε το χρηματικό αυτό επιτόκιο για να προεξοφλήσουμε ετήσιες

καθαρές χρηματορροές εκφρασμένες σε δραχμές σταθερής αγοραστικής δυνάμεως.

- Όλα τα στοιχεία κόστους και οι τιμές πωλήσεως του προϊόντος δεν αυξάνουν με τον ίδιο ρυθμό (π.χ. το κόστος καυσίμων και ορισμένων πρώτων υλών αυξάνει περισσότερο από το ρυθμό πληθωρισμού). Επίσης, λόγω της εφαρμογής μιας περιοριστικής εισοδηματικής πολιτικής, οι μισθοί και τα ημερομίσθια είναι ενδεχόμενο να αυξάνουν λιγότερο από ότι ο ρυθμός του πληθωρισμού, κ.λ.π.

Οι παραπάνω λόγοι καθιστούν απαραίτητο το σωστό χειρισμό του αναμενόμενου πληθωρισμού στην διαδικασία της αξιολογήσεως και επιλογής των επενδύσεων. Συγκεκριμένα, είναι απαραίτητο οι χρηματικές εισροές και εκροές που προσδιορίστηκαν σε πρώτο στάδιο σε τιμές του έτους ενάρξεως της κατασκευαστικής περιόδου, να προσδιοριστούν στη συνέχεια σε τρέχουσες τιμές (νόμιμες δραχμές) συνυπολογίζοντας τις αναμενόμενες κάθε φορά αυξήσεις των τιμών πωλήσεως και των στοιχείων κόστους. Οι ετήσιες καθαρές χρηματορροές που προκύπτουν σε τρέχουσες δραχμές μπορούν στη συνέχεια να προεξοφληθούν σε παρούσα αξία στο έτος μηδέν με το νόμιμο χρηματικό κόστος κεφαλαίου της επιχειρήσεως. Εναλλακτικά και σε τρίτο στάδιο, οι ετήσιες καθαρές χρηματορροές θα μπορούσαν να αποπληθωρισθούν με τον αναμενόμενο ρυθμό πληθωρισμού και να εκφραστούν σε δραχμές σταθερής αγοραστικής δυνάμεως.

Στην περίπτωση αυτή πρέπει να αποπληθωρισθεί επίσης και το νόμιμο χρηματικό κόστος κεφαλαίου της επιχειρήσεως προκειμένου στη συνέχεια να χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ετήσιων καθαρών χρηματορροών που έχουν εκφραστεί σε δραχμές σταθερής αγοραστικής δυνάμεως.

Ο πληθωρισμός είναι η γενική αύξηση των τιμών στην οικονομία. Όταν αυξάνεται ο πληθωρισμός, η πραγματική αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών μειώνεται. Αν ο αναλυτής δεν αναπροσαρμόζει τις τιμές για τον κίνδυνο του πληθωρισμού, τότε η ΚΠΑ ή η Ε.Α. ενός προγράμματος μπορεί να φαίνονται πλασματικά υψηλές. Με άλλα λόγια, μπορεί να αποδεχθούμε ένα πρόγραμμα με μη αναπροσαρμοσμένη Ε.Α. ή ΚΠΑ, ενώ οι πραγματικές Ε.Α. και ΚΠΑ, προσαρμοσμένες για τον πληθωρισμό, δεν είναι αποδεκτές. Έτσι, οι τεχνικές του προϋπολογισμού επενδύσεων που αγνοούν τον πληθωρισμό είναι συχνά παραπλανητικές. Από τη στιγμή που ο πληθωρισμός έχει γίνει μόνιμο πρόβλημα της οικονομίας, θα πρέπει να είμαστε σε θέση να τον αντιμετωπίσουμε κάθε φορά που πρέπει να πάρουμε μια σημαντική απόφαση.

Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 3

- Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως τεύχος Β', Πειραιάς 1996, Πρόδρομος Γ. Ευθυμόγλου
- Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική, Διοικητική, εκδόσεις Παπαζήσης 1985, Γ.Κ. Φιλιπάτος και Π.Ι. Αθανασόπουλος)
- Χρηματοοικονομική εκδ.κλειδάριθμος,1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Εισαγωγή

Γνωρίζοντας πλέον τις μεθόδους προϋπολογισμού και αξιολόγησης επενδύσεων επόμενο στάδιο είναι να δούμε πάνω σε τι μπορούν να επενδύσουν νομικά αλλά και φυσικά πρόσωπα. Σε αυτό το κεφάλαιο θα γίνει μια μικρή αναφορά στους εναλλακτικούς τρόπους επένδυσης κεφαλαίων σε διάφορες τοποθετήσεις που εξασφαλίζουν σημαντικές βραχυχρόνιες ή μακροπρόθεσμες αποδόσεις. Αυτές οι τοποθετήσεις κεφαλαίων είναι ένα σύνηθες φαινόμενο που αποτελεί για όλες τις επιχειρήσεις αλλά και για τους πολίτες ένα μικρό πρόβλημα, με την έννοια ότι θα πρέπει να διερευνούν όλες τις πιθανές επιλογές και να επιλέγουν εκείνες που θα ανταποκρίνονται στις ανάγκες τους. Βέβαια οι επιλογές αυτές στηρίζονται και στις συνήθειες των επενδυτών είτε είναι φυσικά είτε νομικά πρόσωπα, που άλλοτε προτιμούν συντηρητικές επενδύσεις και

άλλοτε πιο τολμηρές , ανάλογα με την ιδιοσυγκρασία τους, τις γνώσεις τους ,τις πληροφορίες τους και την εμπιστοσύνη που δείχνουν στους διαφορετικούς τρόπους επένδυσης. Ενδεικτικά θα αναφέρουμε κάποια από τα πιο διαδεδομένα είδη επενδύσεων.

4.1 Επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία

Πολλές επιχειρήσεις επενδύουν κάθε χρόνο τεράστια ποσά κεφαλαίων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, όπως είναι τα μηχανήματα, τα κτίρια, τα μεταφορικά μέσα, τα έπιπλα και ο εξοπλισμός γραφείων , τα μηχανήματα κλιματισμού, οι εγκαταστάσεις για την αποχέτευση και οι εγκαταστάσεις για τον περιορισμό της ρύπανσης του περιβάλλοντος κ.λ.π. Όλες αυτές οι επενδύσεις χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα. Γι'αυτό οι αποφάσεις που αφορούν τις επενδύσεις αυτές πρέπει να είναι σωστές γιατί δεσμεύουν κεφάλαια για πολλά χρόνια και τυχόν μεταβολές δεν είναι δυνατό να γίνουν χωρίς ζημιά για την επιχείρηση.

Οι αποφάσεις επενδύσεων παγίων στοιχείων είναι αποφάσεις οι οποίες αφορούν την δυναμικότητα της επιχείρησης (capacity) και οι οποίες αποβλέπουν στην μελλοντική πορεία της επιχείρησης, για βραχυχρόνια και μακροχρόνια περίοδο. Οι αποφάσεις αυτές είναι πιθανό να αναφέρονται στην ίδρυση ενός εργοστασίου, στην επέκταση εγκαταστάσεων, στην αγορά νέων μηχανημάτων καθώς σε διάφορες άλλες περιπτώσεις.

Οι αποφάσεις επενδύσεων όπως έχουμε ήδη αναφέρει είναι πολύ σημαντικές και συνήθως λαμβάνονται από την ανώτατη ηγεσία της επιχείρησης. Οι αποφάσεις επενδύσεων σε πάγιο εξοπλισμό βασίζονται σε μελλοντικές προβλέψεις για την μελλοντική ζήτηση και λαμβάνονται μετά από προσεκτική ανάλυση και μελέτη από την διεύθυνση Χρηματοδότησης της επιχείρησης σε συνεργασία με τον διευθυντή Παραγωγής. Οι δύο αυτές διευθύνσεις εισηγούνται για το είδος των εγκαταστάσεων και των μηχανημάτων που θα χρειαστούν, έτσι ώστε να παραχθούν τα αναγκαία προϊόντα και να αντιμετωπιστεί η ζήτηση αυτών στο μέλλον.

Η άριστη πολιτική επενδύσεων είναι απαραίτητη για να επιζήσει και να αναπτυχθεί η επιχείρηση. Επίσης η ανάπτυξη και η πρόοδος της οικονομίας επηρεάζεται από την ύπαρξη μεγάλου όγκου αποταμιεύσεως, τις οποίες οι επιχειρήσεις διοχετεύουν αποτελεσματικά στις πιο παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες. Συνοψίζοντας οι αποφάσεις επενδύσεων δεν επηρεάζουν μόνο τα συμφέροντα των μετόχων ή συνεταίρων μιας επιχείρησης αλλά και την πορεία της οικονομίας μιας χώρας.

4.2 Τραπεζικές καταθέσεις.

Οι τραπεζικές καταθέσεις είναι ένας διαδομένος και ευρεία χρησιμοποιημένος τρόπος επένδυσης που πολλοί Έλληνες αξιοποιούν γιατί εξασφαλίζει σταθερές και σίγουρες αποδόσεις ανεξαρτήτως του οποιοδήποτε οικονομικού ή πολιτικού γεγονότος, εξαιρούμενος βεβαίως των ακραίων γεγονότων.

Υπάρχουν πολλών ειδών καταθέσεις των οποίων οι διαφορές εντοπίζονται στο χρόνο αποταμίευσης των κεφαλαίων, στο επιτόκιο απόδοσης κ.α. Κάποια από τα είδη των καταθέσεων είναι τα εξής:

- ▲ Καταθέσεις ταμιευτηρίου
- ▲ Καταθέσεις προθεσμιακές
- ▲ Καταθέσεις όψεως (άτοκες και έντοκες)
- ▲ Ρέπος, κ.α.

Οι τραπεζικές καταθέσεις εξασφαλίζουν στους καταθέτες μία σταθερή απόδοση, τον τόκο, που συνήθως είναι μεγαλύτερος από τον πληθωρισμό και που ουσιαστικά είναι το κέρδος των καταθετών. Βέβαια τα τελευταία χρόνια αυτού του είδους οι επενδύσεις βρίσκονται σε σχετική πτώση εξαιτίας των χαμηλών επιτοκίων που προσφέρουν οι τράπεζες, που είναι συνέπεια του χαμηλού πληθωρισμού. Όσο, βέβαια,

πλησιάζουμε προς την ευρωπαϊκή ενοποίηση τόσο τα επιτόκια θα μειώνονται με απώτερο στόχο ένα μέσο ευρωπαϊκό επιτόκιο γύρω στο 3,5%. Κάτω από αυτές τις προϋποθέσεις οι τραπεζικές καταθέσεις δεν είναι πλέον ένας αποδοτικός τρόπος επένδυσης με βάση τα νέα δεδομένα της εποχής μας.

4.2 Έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου.

Η επένδυση στα έντοκα γραμμάτια του Δημοσίου παρουσιάζεται αρκετά ελκυστική για το μέσο Έλληνα επενδυτή και συμβαίνει αυτό για τους παρακάτω λόγους:

- ▲ έχουν σταθερή αξία
- ▲ προεξοφλούνται σε οποιαδήποτε τράπεζα άμεσα με μία μικρή επιβάρυνση
- ▲ έχουν την εγγύηση του Δημοσίου

και

- ▲ προσφέρουν απόδοση πάνω από τον πληθωρισμό.

Οι Έλληνες επενδυτές μέχρι πρόσφατα προτιμούσαν σαν αξιόπιστη λύση και με μεγάλες αποδόσεις τα έντοκα γραμμάτια, τα τελευταία χρόνια όμως αυτή η επένδυση βρίσκεται σε συνεχή πτώση τόσο ποσοστιαία όσο και σε απόλυτα μεγέθη. Αυτό συμβαίνει διότι τα επιτόκια διαρκώς μικραίνουν, εξαιτίας του χαμηλού πληθωρισμού, και οι

αποδόσεις ελαττώνονται . Παραταύτα οι Έλληνες επενδυτές συνεχίζουν να τα εμπιστεύονται και να νιώθουν σιγουριά τοποθετώντας τις οικονομίες τους στα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου. Βεβαίως αυτή η επιλογή των συμπολιτών μας στηρίζεται και σε ψυχολογικές διαστάσεις και σύνδρομα του Έλληνα πολίτη που επιδιώκει τη σιγουριά και την ασφάλεια του δημοσίου , εξαιτίας της μέχρι σήμερα οικονομικής κατάστασης ,κατάστασης που τείνει να βελτιωθεί.

Τα έντοκα γραμμάτια προσφέρονται στους επενδυτές σαν τίτλοι που είναι πάνω τους προεκτυπωμένα όλα τους τα στοιχεία με υπογραφές του υπουργού οικονομικών και εξουσιοδοτημένου οργάνου της τράπεζας της Ελλάδος. Έχουν ημερομηνία έκδοσης την τελευταία μέρα κάθε μήνα και λήξη την τελευταία μέρα του μήνα που λήγει η διάρκειά τους. Η διάρκειά τους ποικίλει και περιλαμβάνει τρίμηνης ,εξάμηνης, έτους ,διετίας κ.ο.κ ανάλογα με τις ανάγκες του δημοσίου για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του.

4.3 Χρηματιστήριο και Χρηματιστηριακές συναλλαγές

Ένας άλλος χώρος και τρόπος επένδυσης για πολλές επιχειρήσεις είναι το Χρηματιστήριο Αξιών του οποίου ο θεσμός τα τελευταία δύο χρόνια στην Ελλάδα γνωρίζει μεγάλη έξαρση και όλοι μιλούν για αυτό.

Το χρηματιστήριο Αξιών είναι χώρος δημόσιος όπου γίνονται οι αγοροπωλησίες των χρηματοπιστωτικών τίτλων που έχουν εκδώσει οι ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις, το δημόσιο και οι οργανισμοί του δημοσίου.

Αντικείμενο των χρηματιστηριακών συναλλαγών , δηλαδή οι κινητές αξίες που είναι εισαγμένες στο χρηματιστήριο είναι:

1. Τα ελληνικά δημόσια χρεόγραφα, δηλαδή οι ομολογίες και τα έντοκα γραμμάτια
2. Τα ανώνυμα ελληνικά χρεόγραφα των Δήμων και άλλων Ν.Π.Δ.Δ.
3. Οι μετοχές και ομολογίες των ελληνικών ανωνύμων εταιριών που είναι εισαγμένες στο χρηματιστήριο
4. Οι μετοχές και οι ομολογίες των ξένων ανωνύμων εταιριών που πληρούν ορισμένες προϋποθέσεις
5. Οι ράβδοι χρυσού που σπάνια, όμως διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Το χρηματιστήριο απαρτίζεται από την κύρια αγορά στην οποία συμμετέχουν εταιρείες που έχουν ορισμένες προϋποθέσεις, ενώ στην παράλληλη αγορά συμμετέχουν οι εταιρείες που δεν εκπληρώνουν όλες τις προϋποθέσεις για να εισαχθούν στην κύρια αγορά.

Το Χ.Α.Α. έχει τακτικά και έκτακτα μέλη. Τακτικά μέλη είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρείες και έκτακτα μέλη είναι οι αντικριστές. Οι αντικριστές είναι τα άτομα που οι χρηματιστές ή χρηματιστηριακές εταιρείες έχουν δώσει το δικαίωμα εκφώνησης και αντιφώνησης στην αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών τίτλων.

Οι χρηματιστές αγοράζουν και πωλούν χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες κ.λ.π.) για λογαριασμό των πελατών τους. Οι χρηματιστές προσπαθούν να αγοράσουν όσο το δυνατό φθηνότερα και να πουλήσουν όσο το δυνατό ακριβότερα προς το συμφέρον των πελατών τους. Για την υπηρεσία τους αυτή εισπράττουν προμήθεια.

Νομικά και φυσικά πρόσωπα τα οποία θέλουν να επενδύσουν στο χρηματιστήριο πρέπει να γνωρίζουν τα εξής:

- Η αγορά των μετοχών γίνεται μόνο μέσω των επίσημων μελών του Χ.Α.Α. Ανώνυμων Χρηματιστηριακών και Χρηματιστών.
- Η εντολή της αγοράς δίνεται μόνο σε συγκεκριμένο χρηματιστή ή ανώνυμη χρηματιστηριακή εταιρεία ή σε τράπεζα.
- Το επίσημο μέλος που παίρνει την εντολή αναλαμβάνει την εκτέλεση. Η εντολή μπορεί να είναι ή για αγορά σε ορισμένη τιμή ή για πώληση.

-
- Οι συναλλαγές γίνονται κάθε μέρα από Δευτέρα μέχρι Παρασκευή.
 - Οι συναλλαγές γίνονται τοις μετρητοίς.
 - Για κάθε συναλλαγή εκδίδεται πίνακας εκτέλεσης συναλλαγής, όπου αναγράφονται το είδος της συναλλαγής, ποσότητα των αντικειμένων, η κατά μονάδα τιμή καθώς και το συνολικό ποσό.
 - Τα μεσιτικά δικαιώματα των χρηματιστών ορίζονται ως ποσοστό επί του συνολικού ποσού της συναλλαγής.

4.5 Ανάλυση και αξιολόγηση και άλλων τρόπων επένδυσης

Εκτός από τις μετοχές και τους άλλους τρόπους επένδυσης που έχουν αναφερθεί στις παραπάνω παραγράφους πολλοί επενδυτές τοποθετούν τα κεφάλαια τους σε έργα τέχνης , κοσμήματα , βιβλία και διάφορους άλλους αντιπαραγωγικούς τρόπους επένδυσης. Οι παραπάνω επενδύσεις καθώς και οι επενδύσεις που θα αναλύσουμε και θα αξιολογήσουμε παρακάτω εξαρτώνται βασικά από κάποιους παράγοντες:

1. Το ύψος των διαθεσίμων αποταμιευτικών κεφαλαίων
2. Το φορολογικό καθεστώς
3. Την οικονομική , κοινωνική και πολιτική κατάσταση

4. Την ψυχολογία του επενδυτή

Παρακάτω θα αναλύσουμε κάποιους από τους τρόπους επενδύσεων που εξαρτώνται από τους παραπάνω παράγοντες.

4.5.1 Επένδυση σε κοσμήματα, χρυσό και πολύτιμους λίθους

Πολλοί επιλέγουν να επενδύσουν κεφάλαια σε κοσμήματα σπάνια, εμπλουτισμένα με πολύτιμους λίθους. Μια τέτοια τοποθέτηση μπορεί να μην δίνει ετήσια έσοδα, έχει όμως την δυνατότητα μετά από ένα χρονικό διάστημα να παρουσιάσει μια υπεραξία . Από το ύψος της θα φανεί αν έγινε σωστή ή όχι τοποθέτηση. Στην ίδια κατηγορία με τις επενδύσεις σε κοσμήματα μπορούμε να συμπεριλάβουμε τις επενδύσεις σε χρυσό (νομίσματα, λύρες), και τις επενδύσεις σε πολύτιμους λίθους (διαμάντια κ.α.).

Οι τοποθετήσεις αυτές προσφέρονται για τους εξής λόγους:

1. Για την διαφύλαξη των αξιών πέρα από τις νομισματικές υποτιμήσεις.
2. Οι τοποθετήσεις αυτές αποτελούν μέτρο για φοροδιαφυγή με την έννοια απόκρυψης εισοδημάτων.
3. Είναι ένας σίγουρος τρόπος επενδύσεις για περιόδους πολιτικής και οικονομικής αστάθειας.

4.5.2 Επενδύσεις σε έργα τέχνης και αντίκες

Είναι φαινόμενο της εποχής μας η μεγάλη άνοδος στην εκτίμηση του κοινού για ορισμένα πράγματα, δηλαδή έργα τέχνης και αντίκες. Αυτό οφείλεται κυρίως σε παράγοντες όπως είναι η άνοδος του τουρισμού, η διαφήμιση, οι δυσκολίες και τα προβλήματα που παρουσιάζονται κατά την τοποθέτηση χρημάτων σε διάφορες μορφές επένδυσης αλλά ο σημαντικότερος παράγοντας από όλους είναι η προσπάθεια του κοινού να αποκρύψει εισοδήματα.

Έτσι σήμερα παρατηρείται το φαινόμενο όλο και περισσότεροι άνθρωποι να επενδύουν τα χρήματά τους σε πίνακες ζωγραφικής των οποίων η τιμή εξαρτάται από την ποιότητα, την τεχνοτροπία την εποχή και την ωριμότητα του καλλιτέχνη. Ένας άλλος τρόπος επένδυσης που συνηθίζεται είναι η επένδυση σε βιβλία των οποίων η αξία εξαρτάται από την σπανιότητα τους, το είδος τους, την χρονολογία εκτύπωσης τους. Άλλοι επιλέγουν να επενδύουν σε γραμματόσημα και άλλοι σε αντίκες των οποίων η τιμή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως η χρονολογία κατασκευής τους, η ιστορία τους, η εποχή κατά την οποία πωλούνται κ.λ.π. Μια ένδειξη της στροφής αυτής του κοινού είναι η αύξηση των γκαλερί, οι δημοπρασίες, τα επαγγέλματα των αντικαίρ και του εκτιμητή.

Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 4

- Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων II, Άγγελος Τσακλάγκανος, εκδ. οίκος αφών Κυριακίδη , Θεσσαλονίκη 1992
- Ιδιωτική Οικονομική Δρος Πέτρου Α. Κιόχου , εκδόσεις Α. Σταμούλης Αθήνα 1996
- Το Χρηματιστήριο (οδηγός επενδυτή), Γιάννης Κ. Χολέβας, Interbooks

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

5.1. Πολιτική του μερίσματος που διανέμεται

Πολιτική του μερίσματος ή αντίστροφα πολιτική αποταμιεύσεως που ακολουθεί μια επιχείρηση καλείται το σύνολο των μέτρων που θα διατίθεται στους μετόχους της σε κάθε χρήση, καθώς και εκείνων που επηρεάζουν τη σταθερότητα του μερίσματος ανά μετοχή διαχρονικά.

Η πολιτική του μερίσματος είναι αλληλένδετη με τους στόχους που έχει καθορίσει η επιχείρηση σχετικά με το επενδυτικό έργο που θα αναλάβει και την σύνθεση του κεφαλαίου που θεωρεί επιθυμητή. Αν για παράδειγμα το επενδυτικό έργο που σχεδιάζει να αναλάβει η επιχείρηση πρόκειται στο μέγιστο του ποσοστό να είναι σε πάγια στοιχεία, θα πρέπει αυτό να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια μακράς διάρκειας. Στην περίπτωση που η ικανότητα της επιχειρήσεως να αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο η να αποκτήσει δάνεια μακράς διάρκειας είναι περιορισμένη, το νέο επενδυτικό έργο θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με μια αύξηση της αποταμιεύσεως που πραγματοποιεί η ίδια η επιχείρηση, δηλαδή

με μια αύξηση του ποσοστού των καθαρών κερδών προς διάθεση που δεν διανέμονται και σχηματίζουν τα αποθεματικά.

Εξάλλου, αν η επιχείρηση επιθυμεί να έχει μεγαλύτερη συμμετοχή δανειακού κεφαλαίου στη χρηματοδότησή της (επειδή κρίνει ότι το κόστος ευκαιρίας του είναι χαμηλότερο από εκείνο των ίδιων της κεφαλαίων) και οι συνθήκες στην κεφαλαιαγορά είναι ευνοϊκές από την άποψη προσφοράς τέτοιου κεφαλαίου, θα διαθέσει το μέγιστο ποσοστό των καθαρών κερδών της στους μετόχους της ως μέρισμα.

Βέβαια η πολιτική του μερίσματος που ακολουθεί η επιχείρηση επηρεάζει το επενδυτικό της έργο και την σύνθεση του κεφαλαίου της.

Συνεπώς η πολιτική του μερίσματος θα πρέπει να καθορίζεται με τρόπο που με δεδομένους τους επενδυτικούς στόχους και την σύνθεση κεφαλαίου οι οριακοί επενδυτές να προσδοκούν τις υψηλότερες κατά το δυνατόν τιμές για τα μελλοντικά ετήσια μερίσματα ανά μετοχή, Δ , το προεξοφλητικό επιτόκιο K_M (το κόστος ευκαιρίας του μετοχικού κεφαλαίου). Σε τελική λοιπόν ανάλυση η πολιτική του μερίσματος απευθύνεται στους οριακούς επενδυτές για τις μετοχές της επιχειρήσεως, όπως άλλωστε και η πολιτική που θα ακολουθηθεί στις επενδύσεις ή σχετικά με την σύνθεση κεφαλαίου.

Βέβαια αυτό που πρώτιστα πρέπει να ενδιαφέρει τον υπεύθυνο για την χρηματοδοτική πολιτική της επιχειρήσεως είναι οι αντιδράσεις των οριακών επενδυτών μακροχρόνια κι όχι πρόσκαιρες.

Για παράδειγμα μια σημαντική αύξηση του μερίσματος ανά μετοχή στο τέλος μιας συγκεκριμένης χρήσεως, χωρίς να υπάρχει καμιά βελτίωση στις προοπτικές για κέρδη, μπορεί μεν να δημιουργήσει πρόσκαιρες ευνοϊκές εντυπώσεις για την συμμετοχή ανάμεσα στους επενδυτές, αλλά να βλάψει τη ρευστότητα της επιχειρήσεως και την μελλοντική της αποδοτικότητα. Μια τέτοια ενέργεια θα είχε συνεπώς αρνητικές μακροπρόθεσμα επιπτώσεις πάνω στην αξία των μετοχών της επιχειρήσεως.

Η μη διανομή καθαρών κερδών αποτελεί για τον μέτοχο μια θυσία, με την έννοια της αναβολής άμεσης ικανοποιήσεως καταναλωτικών αναγκών. Κατά πόσον όμως η θυσία αυτή δικαιολογείται για τον μέτοχο, εξαρτάται βασικά από το πόσο αποδοτικά θα χρησιμοποιηθεί από την επιχείρηση το αποθεματικό που θα δημιουργηθεί από τη μη διανομή κερδών σε σύγκριση με το κόστος ευκαιρίας του.

Το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών εξαρτάται βασικά από το βαθμό αποδόσεως K_M που απαιτούν οι οριακοί μέτοχοι. Το K_M αντανakλά τις διαχρονικές προτιμήσεις τούτων ανάμεσα σε σημερινή κατανάλωση και μελλοντική, είναι δε συνάρτηση του μερίσματος, που αυτοί αναμένουν από τη μετοχή, καθώς και της

αβεβαιότητάς τους σχετικά με την απόληψη του μερίσματος αυτού.

Όσο μεγαλύτερη είναι η επιθυμία των μετόχων για άμεση απολαβή των καθαρών κερδών που προκύπτουν τόσο υψηλότερη με σταθερούς τους άλλους παράγοντες θα είναι η τιμή του K_M . Υπάρχουν επενδυτές που ενδιαφέρονται κυρίως για το κέρδος που θα προκύψει από μια μελλοντική ανατίμηση της μετοχής που αγοράζουν παρά για το τρέχον μέρισμα. Οι επενδυτές αυτοί είναι πιθανό να ανεχτούν ακόμα και την ακραία περίπτωση της μη διανομής μερίσματος, παρ' όλο ότι ακόμα υπάρχουν καθαρά κέρδη, για μια σειρά ετών, με την προϋπόθεση ότι αυτά επενδύονται σε πολύ αποδοτικές δραστηριότητες που θα έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας της μετοχής. Αν οι επενδυτές αυτοί υπερισχύουν ανάμεσα στους οριακούς μετόχους, το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών θα είναι σχετικά χαμηλό με σταθερές τις άλλες μεταβλητές.

Εξάλλου όσο περισσότερο αβέβαιοι είναι οι οριακοί μέτοχοι αναφορικά με τα μελλοντικά μερίσματα τόσο υψηλότερο θα είναι το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που δημιουργούνται από τη μη διανομή καθαρών κερδών. Η αβεβαιότητα αυτή είναι δυνατό να επηρεαστεί και από την πολιτική μερίσματος που ακολουθεί μια εταιρεία σε ότι αφορά στη διαχρονική του σταθερότητα.

5.2 Σταθερότητα του μερίσματος

Σχετικά με την πολιτική του μερίσματος μπορούμε να διακρίνουμε τις επιχειρήσεις σε δύο διαφορετικές κατηγορίες:

1) Σε εκείνες που έχουν καθορίσει ένα μακροπρόθεσμα επιθυμητό ποσοστό των καθαρών τους κερδών, που θα διανέμουν ως μέρισμα άσχετα από τις διακυμάνσεις που υφίστανται τα καθαρά τους κέρδη

και

2) Σε εκείνες που επιδιώκουν τη διανομή ενός σταθερού σχετικού ποσού ως μερίσματος ανά μετοχή από έτος σε έτος.

Στην πρώτη κατηγορία το μέρισμα ανά μετοχή αντανakλά τις διακυμάνσεις που υφίστανται από έτος σε έτος τα καθαρά κέρδη. Αν η οικονομική συγκυρία σε μια χρήση είναι ευνοϊκή και τα κέρδη της εταιρίας υψηλά, δίνεται υψηλό μέρισμα. Αν η οικονομική συγκυρία είναι δυσμενής και υπάρχουν ζημιές, δεν διανέμεται καθόλου μέρισμα στους μετόχους.

Στη δεύτερη κατηγορία, τις διακυμάνσεις στα καθαρά κέρδη που προκύπτουν για την επιχείρηση από έτος σε έτος τις απορροφούν τα αποθεματικά. Στην περίπτωση που τα καθαρά κέρδη είναι υψηλά, σε σύγκριση με το ποσόν που συνήθως διανέμεται στους μετόχους, τα αποθεματικά της εταιρίας θα παρουσιάσουν αύξηση, ενώ αν τα κέρδη είναι χαμηλά θα

διανεμηθούν στο μεγαλύτερο τους ποσοστό στους μετόχους και τα αποθεματικά δε θα παρουσιάσουν σημαντική αλλαγή.

Εξυπακούεται βέβαια ότι, αν η χρήση παρουσιάζει ζημιά, δε θα διανεμηθεί μέρισμα. Αν λοιπόν στα αποτελέσματα χρήσεως από έτος σε έτος τα κέρδη εναλλάσσονται με ζημιές, το μέρισμα ανά μετοχή θα παρουσιάζει διακυμάνσεις σημαντικές, άσχετα με το αν η επιχείρηση επιδιώκει την σταθερότητα στο μέρισμα που διανέμει. Γι' αυτό τον λόγο στη δεύτερη κατηγορία κατατάσσονται οι επιχειρήσεις που επιδεικνύουν *σχετική* σταθερότητα στο μέρισμα που διανέμουν.

5.3 Ωφελιμότητα από τη σταθερότητα του μερίσματος

Οι επενδυτές πιστεύεται ότι εκτιμούν την σχετική σταθερότητα στο μέρισμα εξαιτίας του πληροφοριακού της περιεχομένου και την επιθυμία για τρέχον εισόδημα που τους δίνει την ευκαιρία να ικανοποιήσουν άμεσες καταναλωτικές ανάγκες.

Η σχετική σταθερότητα στο μέρισμα ανά μετοχή που έχει παρουσιάσει μια εταιρία στο πρόσφατο παρελθόν είναι πολύ πιθανό να δημιουργεί ανάμεσα στους μετόχους ένα αίσθημα σχετικής βεβαιότητας ότι η τάση που παρουσιάστηκε στο παρελθόν θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Αντίθετα, αν στο πρόσφατο παρελθόν το μέρισμα ανά μετοχή παρουσίασε σημαντικές διακυμάνσεις, οι μέτοχοι είναι επόμενο ότι θα διακατέχονται από υψηλό βαθμό αβεβαιότητας σχετικά με τα

μελλοντικά μερίσματα. Έτσι, με μια πολιτική σχετικής σταθερότητας στο μέρισμα ανά μετοχή οι υπεύθυνοι για τη χρηματοδοτική πολιτική μιας επιχείρησης είναι δυνατό να μειώσουν το βαθμό αβεβαιότητας που θα έχουν οι επενδυτές σχετικά με τα μελλοντικά μερίσματα. Βέβαια όσο μικρότερη είναι η αβεβαιότητα που έχουν οι οριακοί επενδυτές στη μετοχή μιας εταιρίας, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η αξία της μετοχής με σταθερούς τους άλλους παράγοντες.

Βέβαια η διοίκηση της επιχείρησης δεν μπορεί να παραπλανήσει για πολύ καιρό την κεφαλαιαγορά με μια πολιτική σταθερού μερίσματος, όταν η μακροπρόθεσμη τάση στα καθαρά κέρδη είναι πτωτική. Όταν το μέλλον από την άποψη της αποδοτικότητας των δραστηριοτήτων που αναπτύσσει η επιχείρηση δεν είναι ρόδινο, αργά ή γρήγορα θα υπάρξει και μια αντίστοιχη μείωση του μερίσματος. Ίσως όμως και στην περίπτωση αυτή μια σταδιακή προσαρμογή του μερίσματος, ώστε να ανταποκρίνεται στα μειωμένα κέρδη, να επιφέρει μείωση της τιμής μικρότερη από ότι θα συνέβαινε αν η προσαρμογή γινόταν απότομα στο τέλος μιας χρήσεως.

Πολλοί επενδυτές επιθυμούν, όταν αγοράζουν μετοχές, να έχουν ένα συγκεκριμένο τακτικό εισόδημα από την επένδυσή τους, ώστε να προγραμματίσουν καλύτερα τις δαπάνες τους. Οι επενδυτές αυτοί είναι πιο εύκολο να ικανοποιηθούν όταν υπάρχει ένα σταθερό ετήσιο μέρισμα, παρά όταν τα μερίσματα

παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές από έτος σε έτος. Για τους επενδυτές αυτούς οι εταιρίες που διανέμουν ένα σταθερό σχετικά ποσό ως μέρισμα έχουν μεγαλύτερη αξία, με σταθερούς τους άλλους παράγοντες, από εκείνες που παρουσιάζουν αστάθεια στο μέρισμά τους, έστω και αν η συνολική αποδοτικότητα από την επένδυση, δηλ. το σύνολο των μερισμάτων και η αύξηση στην αξία της μετοχής, είναι η ίδια και για τις δύο κατηγορίες εταιριών.

5.4 Νομικό Πλαίσιο

Οι δύο βασικοί παράγοντες που θα πρέπει να καθορίζουν το ποσόν που παρακρατείται από τα καθαρά κέρδη (ή αντίστροφα αυτό που διανέμεται) είναι η αποδοτικότητα που αναμένεται από τις δραστηριότητες που θα επιδιώξει η επιχείρηση και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που παρακρατούνται από τους μετόχους. Αν η αποδοτικότητα αυτή ήταν χαμηλότερη από το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών, θα έπρεπε το σύνολο των καθαρών κερδών να διανεμηθεί στους μετόχους. Αντίθετα, αν η αποδοτικότητα ήταν υψηλότερη, θα έπρεπε, θεωρητικά τουλάχιστον, το σύνολο των καθαρών κερδών να παρακρατηθεί για να χρηματοδοτήσει τις νέες δραστηριότητες.

Οι επιλογές που μπορεί να κάνει μια επιχείρηση σχετικά με την παρακράτηση καθαρών κερδών περιορίζονται από το νομικό πλαίσιο που διέπει τη λειτουργία των εταιριών, και δη των

ανωνύμων. Σύμφωνα με το άρθρο 44 του νόμου 2190/1920 ορίζεται για τις ελληνικές Α,Ε ότι:

«Ετησίως αφαιρείται το εικοστό τουλάχιστον των καθαρών κερδών προς σχηματισμό τακτικού αποθεματικού. Η προς σχηματισμό αποθεματικού αφαιρέσεις παύει ούσα υποχρεωτική, άμα ως τούτο φτάσει τουλάχιστον το τρίτον του εταιρικού κεφαλαίου. Το αποθεματικό τούτο χρησιμοποιείται αποκλειστικώς προς εξίσωσιν προ πάσης διανομής μερίσματος του τυχόν χρεωστικού υπολοίπου του λογαριασμού κερδών και τιμών».

Με πρόβλεψη του καταστατικού της εταιρίας είναι δυνατό να οριστεί μεγαλύτερο ποσοστό κερδών που παρακρατείται για τακτικό αποθεματικό από το 5 % που καθορίζει η διάταξη αυτή. Είναι προφανές από την διάταξη αυτή ότι ο νομοθέτης επέβαλε ένα υποχρεωτικό ελάχιστο ποσοστό αποταμιεύσεως των καθαρών κερδών στις ανώνυμες εταιρίες (παρόμοια διάταξη ισχύει και για τις Ε.Π.Ε. με νόμο 3190/1955), με άμεσο σκοπό το σχηματισμό κεφαλαίου για να αντιμετωπίζονται από την εταιρία άνετα μελλοντικές ζημιογόνες καταστάσεις χωρίς να μειώνεται το μετοχικό της κεφάλαιο. Πρέπει να σημειωθεί ότι στις κεφαλαιουχικής μορφής εταιρίες (Α.Ε. και Ε.Π.Ε.) το μετοχικό κεφάλαιο είναι η μόνη εγγύηση που παρέχεται στους πιστωτές των εταιριών αυτών και μια μείωσή του θα μπορούσε να κλονίσει ανεπανόρθωτα την εμπιστοσύνη του προς την εταιρία.

Από την άλλη όμως πλευρά ο νομοθέτης για να προστατεύσει τους μετόχους εκείνους που αποτελούν την μειοψηφία στη γενική συνέλευση ορίζει με τα άρθρα 23 και 25 του ίδιου νόμου ότι πρέπει να διανέμεται το υπόλοιπο των καθαρών κερδών μετά την αφαίρεση των κρατήσεων για τακτικό αποθεματικό ποσό ίσο τουλάχιστον προς 6 % πάνω στο εταιρικό κεφάλαιο που έχει καταβληθεί κάθε αμοιβή που χορηγείται στα μέλη του διοικητικού συμβουλίου της εταιρίας από τα καθαρά κέρδη.

Αν δεν υπήρχε ο περιορισμός αυτός, θα ήταν δυνατόν η μειοψηφία των μετόχων που δεν συμμετέχει στην διοίκηση της εταιρείας να μην έχει κανένα εισόδημα από τις μετοχές της για σειρά ετών, αν η αποτελεσματική πλειοψηφία των μετόχων αποφάσιζε την παρακράτηση για αποθεματικό του συνόλου των καθαρών κερδών.

Συμπληρωματικά το άρθρο 3 του Α.Ν.148/1967 "Περί μέτρων προς ενίσχυσιν της κεφαλαιαγοράς», όπως έχει τροποποιηθεί με το νόμο 876/1979, ορίζει ότι οι ανώνυμες εταιρίες υποχρεούνται να διανέμουν κάθε χρόνο στους μετόχους τους τμήμα των καθαρών κερδών που να μην είναι κατώτερο από το 35 % τούτων, μετά την αφαίρεση του τακτικού αποθεματικού. Με το άρθρο όμως αυτό ορίζεται ότι η γενική συνέλευση των μετόχων μπορεί να αποφασίσει για την εφαρμογή της διατάξεως αυτής με πλειοψηφία 3/4 των ψήφων που εκπροσωπούνται σ' αυτήν.

Η διανομή που αναφέρει το άρθρο αυτό μπορεί να γίνει είτε σε μετρητά στο σύνολο είτε μερικώς με νέες μετοχές, που παραδίδονται στους δικαιούχους με αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Είναι φανερό από τις διατάξεις αυτές ότι το ποσόν που μπορεί να παρακρατηθεί για αποθεματικό από μια επιχείρηση έχει ένα ανώτατο όριο που καθορίζεται από το υποχρεωτικό μέρισμα και ένα κατώτατο όριο που επιβάλλεται από το νόμο για τακτικό αποθεματικό.

5.5 Φορολογικοί λόγοι

Η πολιτική του μερίσματος που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση επηρεάζεται και από την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία σχετικά με την φορολογία του εισοδήματος φυσικών και νομικών προσώπων. Όπως είναι γνωστό, σύμφωνα με την ελληνική νομοθεσία στην φορολογία εισοδήματος νομικών προσώπων (Ν.Δ. 3843/1958, Ν. 1731/1987) υπάγονται τα καθαρά κέρδη των ανώνυμων εταιριών, ενώ τα κέρδη των εταιριών διαφορετικής νομικής μορφής (Ε.Π.Ε., Ο.Ε., Ε.Ε.) υπάγονται στη φορολογία φυσικών προσώπων.

Οι συντελεστές φορολογίας των κερδών των ανώνυμων εταιριών διαφέρουν ανάλογα με το αν τα κέρδη παρακρατούνται ή διανέμονται και ανάλογα με αν οι μετοχές της εταιρίας έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα μερίσματα υπάγονται στη φορολογία φυσικών προσώπων, αλλά παρακρατείται φόρος από την εταιρία υπέρ του Δημοσίου σε προκαθορισμένα ποσοστά. Για τα μερίσματα από μετοχές που είναι εισαγμένες στο Χρηματιστήριο ή από ονομαστικές και μη εισαγμένες ο μέτοχος δικαιούται να ζητήσει την υπαγωγή τους στο φόρο σύμφωνα με τις ισχύουσες διατάξεις για φορολογία εισοδήματος φυσικών προσώπων και να συμπεριλάβει στη δήλωσή του το εισόδημα από αυτές. Στην περίπτωση αυτή ο φόρος που έχει ήδη παρακρατηθεί θα συμψηφιστεί με τους άλλους φόρους που υποχρεούται να πληρώσει ο μέτοχος. Για τα μερίσματα όμως από τις ανώνυμες μετοχές που δεν είναι εισαγμένες στο Χρηματιστήριο τέτοιος συμψηφισμός δεν επιτρέπεται να γίνει. Στις ανώνυμες μη εισαγμένες μετοχές η φορολογική υποχρέωση του μετόχου εξαντλείται με την αρχική παρακράτηση από την εταιρεία.

Στις ανώνυμες εταιρείες που έχουν ανώνυμες μετοχές μη εισαγμένες στο Χρηματιστήριο ο συντελεστής φορολογίας των καθαρών κερδών που δεν διανέμονται είναι χαμηλότερες από το συντελεστή φορολογίας του μερίσματος. Η διαφοροποίηση αυτή θα μπορούσε να λεχθεί ότι ενθαρρύνει την παρακράτηση κερδών σ' αυτή την κατηγορία ανώνυμης εταιρείας, διότι μειώνει κατά τι το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών, με σταθερούς βέβαια τους άλλους παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική του μερίσματος.

Για τις άλλες περιπτώσεις μετοχών ανώνυμων εταιρειών κατά ποσόν η ισχύουσα φορολογία ενθαρρύνει ή όχι τη διανομή του μερίσματος εξαρτάται από τους οριακούς συντελεστές φορολογίας εισοδήματος που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι της εταιρείας. Αν οι συντελεστές αυτή είναι υψηλοί, τότε ενθαρρύνεται η μη διανομή των καθαρών κερδών. Πρέπει να σημειωθεί σχετικά ότι για το μέρισμα από μετοχές που έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο υφίσταται έκπτωση αφορολόγητου ποσού δρχ. (50.000) κάθε χρόνο κατά μέτοχο, εφόσον το μέρισμα προέρχεται από την ίδια εταιρεία, και δρχ. (200.000) εφόσον προέρχεται από περισσότερες.

Δεδομένης της διασποράς ενός σημαντικού ποσοστού των μετοχών των εταιριών που έχουν μετοχές εισαγμένες στο Χρηματιστήριο σε μεγάλο αριθμό μικρομετόχων θα μπορούσε να εικασθεί ότι τα αφορολόγητα αυτά ποσά για το μέρισμα μειώνουν αρκετά τη φορολογικά επιβάρυνση των κερδών που διανέμονται και κατά συνέπεια ενθαρρύνουν τη διανομή.

Ειδικά για επενδύσεις σε προηγμένη τεχνολογία το ποσοστό στο αφορολόγητο αποθεματικό αυξάνεται σε 35%.

Συνεπώς η ενθάρρυνση διανομής των κερδών για τις εταιρείες που είναι εισαγμένες στο Χρηματιστήριο, εξαιτίας των αφορολόγητων μερισμάτων αντισταθμίζεται από τις νέες αυτές φορολογικές ρυθμίσεις.

Το κόστος ευκαιρίας των αποθεματικών επηρεάζεται και από τη διαφορετική φορολογικά μεταχείριση του εισοδήματος φυσικών προσώπων που προκύπτει από μια αγοραπωλησία μετοχών σε σύγκριση με το εισόδημα από τη διανομή μερίσματος. Στην Ελλάδα τα κέρδη που προέρχονται από την πώληση τίτλων απαλλάσσονται από το φόρο εισοδήματος. Αυτό σημαίνει σε σύγκριση με τη φορολογία εισοδήματος από μερίσματα ότι για τους μετόχους που έχουν μεγάλο κεφάλαιο σε μια επιχείρηση και αντιμετωπίζουν και μεγάλο οριακό συντελεστή φορολογίας εισοδήματος είναι προτιμότερη η παρακράτηση κερδών από τη διανομή τους πέρα από το αφορολόγητο όριο που αναφέραμε. Με την αντίστοιχη αύξηση του αποθεματικού θα αυξηθεί η καθαρή θέση της εταιρείας και η αξία των μετοχών, ιδιαίτερα όταν τα αποθεματικά αυτά χρηματοδοτήσουν αποδοτικές δραστηριότητες. Με τη διαδικασία αυτή οι μέτοχοι αυτοί θα επιτύχουν μεγαλύτερη αύξηση του πλούτου τους από ότι θα συνέβαινε αν έπαιρναν μέρισμα σε ύψος μεγαλύτερο από το αφορολόγητο όριο που επιτρέπει η σημερινή νομοθεσία.

5.5.1. Αντιπληθωριστική πολιτική της κυβερνήσεως

Το ύψος των καθαρών κερδών που παρακρατούνται επηρεάζεται και από τα μέτρα που παίρνουν εκάστοτε διάφορες κυβερνήσεις στα πλαίσια της πολιτικής των τιμών και εισοδημάτων, όπως είναι εκείνα που επιβάλλουν ότι το μέρισμα που θα διανεμηθεί στο τέλος μιας χρήσεως δεν μπορεί να είναι

υψηλότερο (ή θα είναι υψηλότερο κατά ένα συγκεκριμένο ποσοστό) από το μέρισμα της προηγούμενης χρήσεως. Τέτοια μέτρα έχουν θεσπιστεί σε διάφορες χώρες για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού.

5.6. Διάφοροι παράγοντες που επηρεάζουν την διανομή μερίσματος

5.6.1. Ρευστότητα της εταιρείας

Το αν θα διανεμηθεί υψηλό ποσοστό των καθαρών κερδών ή όχι εξαρτάται και από τη ρευστότητα που έχει η επιχείρηση. Το μέρισμα αντιπροσωπεύει μια ταμειακή εκροή για την επιχείρηση. Αν η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό ρευστότητας, θα είναι εύκολο να διαθέσει σημαντικό ποσοστό κερδών της ως μέρισμα, χωρίς να περιορίζεται η ευελιξία της για την ανάπτυξη νέων δραστηριοτήτων ή την αντιμετώπιση μελλοντικών προβλημάτων. Αντίθετα, αν η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, μια εκταμίευση ρευστών με τη διανομή μερίσματος μπορεί να της δημιουργήσει προβλήματα σε ότι αφορά την εκπλήρωση διάφορων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της.

Η ρευστότητα βέβαια της επιχειρήσεως εξαρτάται από το είδος των επενδύσεων που έχει πραγματοποιήσει, καθώς και από το είδος των κεφαλαίων (ίδια, ξένα, μακροπρόθεσμα, βραχυπρόθεσμα) που έχουν χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότησή τους.

Μια επιχείρηση που βρίσκεται στο στάδιο πραγματοποίησεως νέων επενδύσεων δεν είναι συνήθως ρευστή, επειδή δεσμεύει κεφάλαιο σε πάγια στοιχεία και σε μόνιμο κεφάλαιο κινήσεως. Η επιχείρηση αυτή δε θα διανείμει συνήθως μεγάλο ποσοστό των καθαρών της κερδών ως μέρισμα κατά το στάδιο αυτό, έστω και αν υπάρχουν υψηλά κέρδη.

5.6.2. Δανειοληπτική ικανότητα

Η πολιτική του μερίσματος επηρεάζεται και από τη δανειοληπτική ικανότητα της επιχειρήσεως. Αν η διοίκησή της έχει λόγους να πιστεύει ότι η άντληση δανείων (είτε μακροπρόθεσμων είτε βραχυπρόθεσμων) από την κεφαλαιαγορά θα είναι δυσχερής, θα αποφύγει τη διανομή υψηλού μερίσματος. Η δανειοληπτική ικανότητα μιας επιχειρήσεως είναι συνήθως μειωμένη όταν έχει λάβει πολλά δάνεια και οι προοπτικές της για κέρδη είναι άσχημες. Στην περίπτωση αυτή μια ταμειακή εκροή με τη μορφή μερίσματος είναι δυνατό να οδηγήσει την επιχείρηση μελλοντικά σε δύσκολη θέση σχετικά με την εκπλήρωση των υποχρεώσεών της, διότι δε θα είναι εύκολο να αναπληρωθεί με άντληση νέου κεφαλαίου από την κεφαλαιαγορά.

5.6.3. Συνθήκες στις κεφαλαιαγορές.

Η πολιτική του μερίσματος που θα ακολουθήσει μια επιχείρηση δεν μπορεί να καθοριστεί χωρίς να ληφθούν υπόψη οι

γενικότερες συνθήκες που αναμένεται να επικρατήσουν στις κεφαλαιαγορές. Ιδιαίτερα πρέπει να εξεταστεί κατά πόσο στην αγορά μετοχικών τίτλων (είτε στο Χρηματιστήριο είτε εξωχρηματιστηριακά) θα υπάρχει μικρή ή μεγάλη προσφορά επενδυτών που ενδιαφέρονται να συνεισφέρουν κεφάλαιο με την αγορά μετοχών. Από τις συνθήκες της αγοράς αυτής θα εξαρτηθεί κατά πόσο θα είναι ευχερής μια μελλοντική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση νέων μετοχών. Οι συνθήκες αυτές θα επηρεάσουν την τιμή διαθέσεως των νέων μετοχών και κατά συνέπεια και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που θα αντληθούν με τον τρόπο αυτό.

Παρόμοια διερεύνηση θα πρέπει να γίνει σχετικά με τις προοπτικές άνετης προσφοράς τραπεζικών ή εξωτραπεζικών πιστώσεων.

Για παράδειγμα αν προβλέπεται ότι οι νομισματικές αρχές της χώρας θα ακολουθήσουν περιοριστική πολιτική αναφορικά με τις πιστώσεις που θα διαθέτουν οι τράπεζες προς τις επιχειρήσεις (είτε βραχυπρόθεσμες με την εξόφληση γραμματίων είτε μακροπρόθεσμες για την απόκτηση πάγιων στοιχείων), η κάθε επιχείρηση θα πρέπει να επιδιώξει περισσότερο το σχηματισμό ίδιου κεφαλαίου με τη μη διανομή κερδών.

Την όλη κατάσταση στις κεφαλαιαγορές την επηρεάζει μεταξύ άλλων και η νομισματική πολιτική που ακολουθεί η εκάστοτε κυβέρνηση στα πλαίσια της γενικότερης οικονομικής πολιτικής. Η

νομισματική πολιτική αφορά βασικά στην προσφορά χρήματος στο σύνολο της οικονομίας και στα επιτόκια που θα ισχύσουν. Αν η νομισματική πολιτική είναι «ελαστική» με την έννοια ότι αφήνει την προσφορά χρήματος να αυξάνει με υψηλούς ρυθμούς, η εξερεύνηση πιστώσεων από την επιχείρηση θα είναι σχετικά εύκολη και τα επιτόκια χαμηλά, με δεδομένο βέβαια ότι η επιχείρηση δεν παρουσιάζει άλλες αδυναμίες. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση θα μπορούσε να ακολουθήσει μια πολιτική διανομής ποσοστού των κερδών της στους μετόχους.

Επίσης η αύξηση στην προσφορά χρήματος σε υψηλούς ρυθμούς μπορεί να επηρεάσει θετικά μεταξύ άλλων και τη ζήτηση μετοχών στο Χρηματιστήριο, με αποτέλεσμα να είναι πιο ευχερής η άντληση κεφαλαίων απ' αυτό με την έκδοση νέων μετοχών.

Για τους λόγους αυτούς οι υπεύθυνοι της χρηματοδοτικής πολιτικής μιας επιχείρησης πρέπει να παρακολουθούν και να αξιολογούν τις εξελίξεις του νομισματικού τομέα της οικονομίας.

5.6.4. Πληθωρισμός

Η πολιτική του μερίσματος επηρεάζεται και από τον πληθωρισμό που επικρατεί σε μια χώρα. Όταν οι τιμές και δη των κεφαλαιουχικών αγαθών αυξάνονται με υψηλούς ρυθμούς, τα ρευστά κεφάλαια που προκύπτουν από την πραγματοποίηση προγραμματισμένων αποσβέσεων είναι πιθανό να μην επαρκούν για την αντικατάσταση των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού

μιας επιχειρήσεως. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση θα αναγκαστεί να αυξήσει το ποσοστό των καθαρών κερδών που παρακρατείται για το σχηματισμό αποθεματικού, μόνο και μόνο για να διατηρήσει ανέπαφη την αξία των περιουσιακών στοιχείων.

5.7 Αξιολόγηση Μερισματικής Πολιτικής

Σχετικά με την πολιτική του μερίσματος αξίζει να αναφερθεί ότι οι ανώνυμες εταιρίες έχουν τη δυνατότητα να προσφέρουν στους μετόχους τους, με την έγκριση βεβαίως της γενικής συνελεύσεως, δωρεάν νέες μετοχές αντί για μέρισμα με αντίστοιχη κεφαλαιοποίηση των καθαρών τους κερδών.

Με τη μέθοδο αυτή η μη διανομή των καθαρών κερδών αντί να οδηγήσει σε αύξηση των αποθεματικών, προκαλεί αντίστοιχη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι νέες δωρεάν μετοχές διανέμονται στους μετόχους με αναλογία προς τις παλιές που έχουν στην κατοχή τους ίση προς την αναλογία του νέου μετοχικού κεφαλαίου προς το παλιό. Η ποσοστιαία συμμετοχή κάθε μετόχου στην εταιρία δεν αλλάζει.

Η διανομή δωρεάν μετοχών αντί για το μέρισμα δεν πρέπει να συγχέεται με την διανομή δωρεάν μετοχών που συνδέεται με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου από την κεφαλαιοποίηση του αποθεματικού. Στην πρώτη περίπτωση τα καθαρά κέρδη μετατρέπονται κατευθείαν σε μετοχικό κεφάλαιο.

Η δωρεάν διανομή μετοχών από την κεφαλαιοποίηση των καθαρών κερδών αντί για μέρισμα έχει το προτέρημα από τη σκοπιά της επιχειρήσεως ότι αυτή δεν υπόκειται σε καμία ταμειακή εκροή και έτσι διατηρεί τη ρευστότητα. Παράλληλα η διανομή του μερίσματος με τη μορφή νέων μετοχών έχει και κάποιο πληροφοριακό χαρακτήρα, που μπορεί να επηρεάσει ευνοϊκά, όπως και τα μερίσματα σε ρευστά, τη στάση των οριακών μετοχών σε ότι αφορά στην αβεβαιότητα που έχουν σχετικά με τα μελλοντικά μερίσματα και τις γενικότερες προοπτικές της εταιρίας με ευνοϊκές επιπτώσεις για την τιμή της μετοχής.

Θεωρητικά με την απολαβή νέων μετοχών στη θέση του μερίσματος δεν αλλάζει η συνολική αξία του πλούτου του μετόχου, ούτε το ποσοστό συμμετοχής του στην καθαρή θέση της εταιρίας. Έχει απλούστατα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών στα χέρια του για την ίδια καθαρή θέση της εταιρίας.

Έστω ότι μια εταιρία έχει την ακόλουθη καθαρή θέση στο τέλος μιας εταιρικής χρήσεως :

Μετοχικό κεφάλαιο

80.000.000

(400.0 κοινές μετοχές x 2)

<i>Ειδικό αποθεματικό</i>	40.000.000
από την έκδοση υπέρ το άρτιο	
<i>Λοιπά αποθεματικά</i>	248.000.000
<i>Αδιάθετα καθαρά κέρδη</i>	32.000.000
Σύνολο	400.000.000

Ας υποθέσουμε ότι η εταιρία διανέμει τα αδιάθετα κέρδη στους μετόχους με τη μορφή δωρεάς νέων μετοχών της ίδιας ονομαστικής αξίας με τις παλιές και ότι η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής είναι δρχ. 1600. Με την αγοραία αυτή τιμή τα 32 εκατομμύρια που αντιπροσωπεύουν τα αδιάθετα κέρδη αντιστοίχου σε 20.000 μετοχές. Μετά τη διανομή η σύνθεση της καθαρής θέσεως θα είναι η ακόλουθη:

<i>Μετοχικό κεφάλαιο</i>	84.000.000
420.000 κοινές μετοχές x 2)	
<i>Ειδικό αποθεματικό</i>	68.000.000
από την έκδοση υπέρ το άρτιο	

Λοιπά αποθεματικά	248.000.000
Σύνολο	400.000.000

Με τη διανομή του μερίσματος με τη μορφή δωρεάς νέων μετοχών η καθαρή θέση της εταιρίας δεν αλλάζει, αλλά μεταφέρονται κονδύλια από το λογαριασμό των αδιάθετων κερδών στους λογαριασμούς του μετοχικού κεφαλαίου και του ειδικού αποθεματικού από την υπέρ το άρτιο έκδοση. Έτσι για είκοσι παλιές μετοχές ο μέτοχος λαμβάνει μια δωρεάν.

Θεωρητικά, επειδή η καθαρή θέση παραμένει η ίδια, η αγοραία τιμή της μετοχής μετά την έκδοση θα πρέπει να μειωθεί, ώστε η συνολική αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου να παραμείνει η ίδια. Επειδή ο αριθμός των νέων μετοχών αντιπροσωπεύει το 5% των παλιών, η νέα αγοραία τιμή θα έπρεπε, μετά τη διάθεση, να είναι χαμηλότερη κατά $1.600 (1-1,00/1,05)=76$ δρχ.

Το τι θα συμβεί στην πράξη στην τιμή της μετοχής μετά από μια τέτοια διανομή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, οι κυριότεροι από τους οποίους είναι η αποδοτικότητα που αναμένεται από τις επενδύσεις που θα χρηματοδοτήσουν τα αδιανέμητα κέρδη και το μέρισμα ανά μετοχή που θα διανέμεται. Αν η εταιρεία εξακολουθήσει να πληρώνει το ίδιο μέρισμα ανά μετοχή όπως και πριν από τη διανομή των νέων μετοχών, η

συνολική απολαβή κάθε μετόχου σε ρευστά θα αυξηθεί. Κατά πόσον αυτό θα έχει ευεργετικά αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής θα εξαρτηθεί από τις διαχρονικές προτιμήσεις των μετόχων σχετικά με την άμεση ή την μεγαλύτερη μελλοντική απολαβή.

Πάντως η διανομή μερίσματος υπό τη μορφή μετόχων μπορεί να έχει ευεργετικά αποτελέσματα στην τιμή της μετοχής για ψυχολογικούς λόγους, επειδή πολλοί επενδυτές αντιμετωπίζουν μια τέτοια διανομή ως ένα αναπάντεχο κέρδος στο κεφάλαιό τους, που μπορούν να το ρευστοποιήσουν χωρίς να θίγεται ο αρχικός αριθμός των τίτλων που διέθεταν.

Επίσης με τον τρόπο αυτό αυξάνεται ο αριθμός των μετοχών που κυκλοφορούν και διευκολύνεται η εμπορευσιμότητά τους, που μπορεί να αυξήσει την τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Για την επιχείρηση η διανομή μερίσματος υπό μορφή μετοχών έχει το μειονέκτημα, σε σύγκριση με το μέρισμα σε ρευστά, ότι συνοδεύεται με περισσότερα έξοδα που αφορούν στις διαδικασίες εκδόσεως και διαθέσεως των μετοχικών τίτλων.

Τελικά πρέπει να σημειωθεί ότι στην Ελλάδα το μέρισμα υπό τη μορφή μετοχών δε διαφέρει από το μέρισμα σε ρευστά σε ο,τι αφορά στη φορολογικά μεταχείριση του εισοδήματος από κινητές αξίες.

Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 5

- Κόστος κεφαλαίου – Πολιτική μερισμάτων & χαρτοφυλακίου, Γ.Κ. Φιλιππάτος & Π.Ι. Αθανασόπουλος, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1986
- Χρηματοδοτική Διοίκηση , Ιωάννης Τζώαννος , Αθήνα 1993
- Χρηματοοικονομική, εκδ. Κλειδάριθμος 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ - ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΨΗ

6.1. Εισαγωγή κόστος κεφαλαίου

Τα άτομα πρέπει να αποφασίσουν που θα επενδύσουν το εισόδημα που έχουν αποταμιεύσει. Ο στόχος τους, προφανώς, είναι να κερδίσουν τη μέγιστη δυνατή απόδοση. Για να προσδιορίσουν οι επενδυτές τους τίτλους που είναι επικερδείς και αυτούς που δεν είναι, πρέπει να έχουν κάποιο σημείο αναφοράς. Αυτό το σημείο αναφοράς είναι γνωστό ως απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης (required rate of return).

Με δεδομένες τις προσωπικές προτιμήσεις και τις συνθήκες της αγοράς, οι επενδυτές καθορίζουν μια αναμενόμενη απόδοση για κάθε τίτλο που αγοράζουν. Οι αναμενόμενες αποδόσεις (expected returns) είναι οι μελλοντικές εισπράξεις που προσδοκούν ότι θα λάβουν οι επενδυτές όταν αναλαμβάνουν τον

κίνδυνο των επενδύσεων. Αν η αναμενόμενη απόδοση από έναν τίτλο πέσει κάτω από το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης, η επένδυση δεν θα γίνει. Αν κάποιος τίτλος αναμένεται ότι θα αποδώσουν περισσότερα από το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης, τότε οι επενδυτές θα τους αγοράσουν. Για παράδειγμα, ένας επενδυτής υπολογίζει ότι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης από μια επένδυση είναι 10%. Αν του δοθεί η ευκαιρία να αγοράσει έναν τίτλο με αναμενόμενη απόδοση 9%, ο επενδυτής θα αρνηθεί να αγοράσει αυτόν τον τίτλο. Αντίθετα, θα προτιμήσει να αγοράσει τίτλους που αποδίδουν 11%, 12%, ή περισσότερο.

6.1.1 Το κόστος κεφαλαίου ως σημείο αναφοράς για τις επενδυτικές αποφάσεις

Ο διευθυντής μιας επιχείρησης που έχει την ευθύνη της λήψης επενδυτικών αποφάσεων χρησιμοποιεί ένα παρόμοιο σημείο αναφοράς. Αυτό το σημείο αναφοράς, το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης μιας επιχείρησης, ονομάζεται κόστος κεφαλαίου (cost of capital). Η επιχείρηση πρέπει να κερδίσει ένα ελάχιστο ποσοστό απόδοσης ώστε να καλύψει το κόστος της άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων - διαφορετικά, κανείς δεν θα είναι πρόθυμος να αγοράσει τις ομολογίες της και τις προνομιούχες και κοινές μετοχές της. Στόχος ενός χρηματοοικονομικού στελέχους είναι να επιτύχει την υψηλότερη αποτελεσματικότητα και αποδοτικότητα από τους

τίτλους και, ταυτόχρονα, να διατηρήσει το κόστος των κεφαλαίων που αντλεί η επιχείρηση από διάφορες χρηματοδοτικές πηγές όσο το δυνατό χαμηλότερο. Με άλλα λόγια, το κόστος κεφαλαίου είναι το ποσοστό της απόδοσης (κόστος) που πρέπει να πληρώσει μια επιχείρηση στους επενδυτές για να τους παρακινήσει να διακινδυνεύσουν τα κεφάλαιά τους και να αγοράσουν τις ομολογίες και τις προνομιούχες και κοινές μετοχές που εκδίδει η επιχείρηση.

Οι παράγοντες που προσδιορίζουν το κόστος κεφαλαίου είναι ο κίνδυνος που εμπεριέχουν τα κέρδη, η αναλογία του χρηματοδοτικού ανοίγματος στη διάρθρωση του κεφαλαίου, η χρηματοοικονομική φερεγγυότητα της επιχείρησης, και ο τρόπος με τον οποίο αξιολογούν οι επενδυτές τα χρεόγραφα της επιχείρησης. Αν τα αναμενόμενα κέρδη ή ταμειακές ροές είναι ασταθή, ο δανεισμός είναι υψηλός και η επιχείρηση στερείται ασφαλούς χρηματοοικονομικού ιστορικού, οπότε οι επενδυτές θα αγοράσουν τα χρεόγραφα της μόνο αν αναμένουν από αυτά μεγάλα κέρδη που θα τους αποζημιώσουν για τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν. Αντίθετα, τα κέρδη που αυξάνονται σταθερά, ο χαμηλός δανεισμός, και ένα καλό χρηματοοικονομικό υπόβαθρο θα δώσουν στην επιχείρηση τη δυνατότητα να εκδώσει χρεόγραφα με χαμηλό κόστος.

Το κόστος κεφαλαίου είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που χρησιμοποιούνται στον προσδιορισμό της αξίας

μιας επιχείρησης. Στη χρηματοοικονομική, το κόστος κεφαλαίου είναι ίδιο με το προεξοφλητικό επιτόκιο. Υψηλός κίνδυνος σημαίνει υψηλό κόστος κεφαλαίου, ενώ χαμηλός κίνδυνος σημαίνει χαμηλό κόστος κεφαλαίου. Επιπλέον, το υψηλό κόστος κεφαλαίου (υψηλό προεξοφλητικό επιτόκιο) σημαίνει συνήθως χαμηλή εκτίμηση των χρεογράφων, ενώ χαμηλό προεξοφλητικό επιτόκιο σημαίνει υψηλή τιμή για τα χρεόγραφα της επιχείρησης. Εφόσον η πώληση αυτών των χρεογράφων παρέχει στην επιχείρηση κεφάλαια για επενδύσεις, το κόστος της χρηματοδότησης αυξάνεται όταν η αξία των χρεογράφων είναι χαμηλή και μειώνεται όταν η αξία τους είναι υψηλή. Το σημείο αναφοράς για τον προσδιορισμό των αποδόσεων των χρεογράφων μιας επιχείρησης (αν, δηλαδή, είναι υψηλές ή χαμηλές) είναι το κόστος κεφαλαίου.

6.1.2. Το κόστος κεφαλαίου ως μέτρο της αποδοτικότητας

Μπορούμε να εξηγήσουμε και με έναν άλλο τρόπο το ρόλο που παίζει το κόστος κεφαλαίου στη διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Όταν μια επιχείρηση εκδίδει χρεόγραφα, υπόσχεται να καταβάλει μια απόδοση στους κατόχους των ομολογιών και των μετοχών της. Αυτή η πληρωμή αντιπροσωπεύει ένα κόστος. Τα κεφάλαια που αντλούνται από την έκδοση μετοχών και ομολογιών επενδύονται με σκοπό τη δημιουργία εισοδήματος για την επιχείρηση. Αυτό το εισόδημα, που συνήθως αναφέρεται ως ταμειακή ροή, μετράται με τον υπολογισμό της παρούσας αξίας

των αποδόσεων που δημιουργούν οι επενδύσεις, και τη σύγκρισή τους με το κόστος των επενδύσεων.

Η αποδοτικότητα μιας επένδυσης αντιπροσωπεύει την παρούσα αξία (PV) των ταμειακών ροών μείον το κόστος επένδυσης. Όταν το αποτέλεσμα της αφαίρεσης του κόστους της επένδυσης από την παρούσα αξία των ταμειακών της ροών είναι μηδέν, έχουμε την εσωτερική αποδοτικότητα.(internal rate of return, IRR) της επένδυσης.

Επειδή η Εσωτερική Αποδοτικότητα είναι το ποσοστό απόδοσης μιας επένδυσης, είναι εύκολο να προσδιορίσουμε αν αυτή η επένδυση είναι επικερδής ή όχι, συγκρίνοντας απλώς την IRR με το κόστος κεφαλαίου. Όταν η Εσωτερική Αποδοτικότητα υπερβαίνει το κόστος του κεφαλαίου, η επιχείρηση έχει υψηλότερη απόδοση από το κόστος που πληρώνει για την άντληση των κεφαλαίων. Αντίστροφα, όταν η Εσωτερική Αποδοτικότητα μιας επένδυσης είναι μικρότερη από το κόστος κεφαλαίου, αυτό σημαίνει ότι το ποσοστό απόδοσης της επένδυσης είναι χαμηλότερο από το κόστος της απόκτησης κεφαλαίων και, συνεπώς, η επένδυση δεν πρέπει να αναληφθεί.

Ανακεφαλαιώνοντας, υπάρχει μια πολύ απλή σχέση ανάμεσα στην Εσωτερική Αποδοτικότητα, το κόστος κεφαλαίου, και την επιθυμία για ανάληψη ενός προγράμματος: όταν η Εσωτερική Αποδοτικότητα είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου, το

πρόγραμμα είναι επικερδές. Όταν είναι μικρότερη από το κόστος κεφαλαίου, το πρόγραμμα δεν είναι επικερδές.

6.2. Χρήση εσωτερικών και εξωτερικών πηγών άντλησης κεφαλαίου

Τα κεφάλαια που έχει στη διάθεσή της μια επιχείρηση προέρχονται από εσωτερικές και από εξωτερικές πηγές. Η προέλευση των κεφαλαίων εσωτερικής προέλευσης (internally generated funds) φαίνεται στον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (ανάλυση εσόδων-εξόδων), όπου αναφέρονται τα ποσά των κεφαλαίων που δημιουργούνται από τα αδιανέμητα κέρδη και από τις αποσβέσεις.

Αυτά τα κεφάλαια που δημιουργούνται στο εσωτερικό της εταιρείας μειώνουν την ανάγκη για εξωτερική χρηματοδότηση. Επειδή αποτελούν εναλλακτική πηγή άντλησης κεφαλαίων, πρέπει να θεωρήσουμε ότι έχουν κάποιο κόστος ευκαιρίας (opportunity cost) χωρίς αυτά τα κεφάλαια, η επιχείρηση θα αναγκαζόταν να εκδώσει νέα μερίδια μετοχών ή ομολογιών, οπότε θα πλήρωνε περισσότερα μερίσματα ή τόκους. Στη χρηματοοικονομική, σε αυτές τις εσωτερικές πηγές κεφαλαίου συνηθίζεται να αποδίδεται κάποιο κόστος.

Εφόσον τα αδιανέμητα κέρδη θεωρούνται υποκατάστατο των κοινών μετοχών, η χρηματοδότηση του κόστους των παρακρατηθέντων κερδών ισοδυναμεί με την έκδοση νέων

κοινών μετοχών (χωρίς να γίνει προσαρμογή λόγω κόστους κυκλοφορίας των χρεογράφων). Επειδή η απόσβεση θεωρείται υποκατάστατο κάθε είδους χρηματοδότησης, της αποδίδεται το κόστος κεφαλαίου του συνολικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Παρόλα αυτά, όλες οι εσωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίων, είτε άμεσες είτε έμμεσες, παίζουν σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό του γενικού κόστους κεφαλαίου.

Οι εξωτερικές πηγές κεφαλαίων (*external sources of funds*) εμφανίζονται στη δεξιά πλευρά του ισολογισμού. Ο ισολογισμός δηλώνει τη σχετική σημασία που έχουν για την επιχείρηση τα μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Το μόνο που χρειάζεται να κάνετε είναι να συγκρίνεται τα ποσά που προέρχονται από τα τρέχοντα βραχυπρόθεσμα δάνεια (πληρωτέα γραμμάτια), το μακροπρόθεσμο δανεισμό (κυρίως ομολογίες), τις προνομιούχες, και τις κοινές μετοχές.

Σχετικά με το βραχυπρόθεσμο δανεισμό από τράπεζες τις αποσβέσεις. Τα κεφάλαια θα έπρεπε να αποτελούν τμήμα του κόστους κεφαλαίων. Ορισμένοι αναλυτές συμπεριλαμβάνουν το κόστος των τραπεζικών και των άλλων βραχυπρόθεσμων δανείων στον υπολογισμό του γενικού κόστους κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Παρά το ότι η απόσβεση δεν αποτελεί χρηματικό στοιχείο, αντιπροσωπεύει σαφώς ένα κόστος ευκαιρίας με το οποίο θα επιβαρυνόταν η επιχείρηση αν αναγκαζόταν να καταφύγει σε εξωτερική χρηματοδότηση για να καλύψει τα

κεφάλαια από απόσβεση. Ως εσωτερική πηγή άντλησης κεφαλαίων όμως, θεωρείτε ότι η απόσβεση έχει το ίδιο γενικό κόστος κεφαλαίου με αυτό της επιχείρησης. Επομένως, ο συνυπολογισμός δε θα άλλαζε καθόλου τα αποτελέσματα.

6.3. Ο κίνδυνος και το κόστος κεφαλαίου

Το κόστος για την άντληση κεφαλαίων από βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες πηγές καθορίζεται από την αγορά. Οι επενδυτές αναλύουν το επίπεδο του κινδύνου που εμπεριέχει η παροχή κεφαλαίων σε μια επιχείρηση. Προφανώς, αν ο κίνδυνος είναι υψηλός, η απόδοση που ζητούν - το κόστος της επιχείρησης - είναι υψηλή. Αν ο κίνδυνος είναι χαμηλός, το κόστος θα είναι και αυτό χαμηλό, εκτός και αν τα επιτόκια της αγοράς επηρεάζονται από υπερβολική οικονομική αβεβαιότητα.

Υπάρχει ακόμη η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος του χρόνου. Όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα για το οποίο επενδύονται τα κεφάλαια, τόσο υψηλότερο είναι το κόστος κεφαλαίου εξαιτίας των κινδύνων που έχουν σχέση με το χρόνο-συμπεριλαμβανομένου και του κινδύνου απώλειας του αρχικού κεφαλαίου από πτώχευση και αδυναμία πληρωμής.

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει μια ανάλυση των τρεχουσών υποχρεώσεων (πληρωτέα γραμμάτια) και των μακροπρόθεσμων εξωτερικών πηγών άντλησης κεφαλαίων που έχει στη διάθεσή της η εταιρεία ΧΨΩ. Αυτός ο πίνακας

παρουσιάζει τις κύριες καταχωρίσεις που εμφανίζονται στη δεξιά πλευρά του ισολογισμού, στις οποίες και περιλαμβάνονται οι τρέχουσες υποχρεώσεις, τα μακροπρόθεσμα δάνεια, και το μετοχικό κεφάλαιο. Σε κάθε περίπτωση, ο ισολογισμός αναφέρει την προέλευση αυτών των κεφαλαίων, είτε προέρχονται από κάποια τράπεζα είτε από την έκδοση νέων χρεογράφων. Για παράδειγμα, στις περισσότερες περιπτώσεις μπορεί να υποτεθεί ότι τα εξωτερικά βραχυπρόθεσμα κεφάλαια προέρχονται από τραπεζικές πιστώσεις που διατέθηκαν στην επιχείρηση, παρά το ότι και οι πληρωτέοι λογαριασμοί αποτελούν σημαντική πηγή. Ο ισολογισμός παρουσιάζει επίσης τις εξωτερικές πηγές των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, είτε προέρχονται αυτά από τραπεζικά δάνεια είτε προέρχονται από την έκδοση ομολογιών ή μετοχών, καθώς επίσης και τις εσωτερικές πηγές (όπως είναι τα αδιανέμητα κέρδη). Έτσι, αν ανατρέξουμε στον ισολογισμό μιας επιχείρησης, μπορούμε να προσδιορίσουμε τη σύνθεση των εξωτερικών της κεφαλαίων, τη λογιστική αξία αυτών των κεφαλαίων, και τη σημασία που έχει για την επιχείρηση κάθε πηγή άντλησης κεφαλαίων. Κάθε πηγή έχει το δικό της συγκεκριμένο κόστος κεφαλαίου.

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΧΨΩ: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΚΑΙ ΕΣΩΤΕΡΙΚΩΝ ΠΗΓΩΝ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΜΕ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ(πηγή: Χρηματοοικονομική, εκδ. Κλειδάριθμος 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht)

Πηγές κεφαλαίων	Ποσά σε δρχ.	Θεωρούμενο κόστος κεφαλαίου για κάθε πηγή άντλησης κεφαλαίων (%)	Ποσοστό συνολικής αξίας κάθε πηγής (%)
<u>Εξωτερικές</u>			
Τρέχουσες υποχρεώσεις			
Πληρωτέα γραμμάτια	1.000.000	7,0	10
Μακροπρόθεσμα δάνεια			
2000 ομολογίες με ονομαστική αξία 1.000 δρχ.	2.000.000	8,0	20
Μετοχικό κεφάλαιο			
Προνομιούχες μετοχές			
50.000 μερίδια με ονομαστική αξία 10 δρχ.	50.000	10,0	5
Κοινές μετοχές			
1.000.000 μερίδια με ονομαστική αξία 5 δρχ.	5.000.000	13,5	50
<u>Εσωτερικά</u>			
Αδιανέμητα κέρδη	<u>1.500.000</u>	13,0	<u>15</u>

Σύνολο υποχρεώσεων και μετοχικού κεφαλαίου	10.000.00 0		100

- Αυτό το κόστος αντιπροσωπεύει το σχετικό κίνδυνο που συνδέεται με κάθε πηγή κεφαλαίων

Ένας σημαντικός λόγος γι' αυτή την αύξηση είναι ο παράγοντας του χρόνου. Τα πληρωτέα γραμμάτια είναι συνήθως βραχυπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια που εξοφλούνται μέσα σε ένα χρόνο. Ο κίνδυνος είναι μικρός και το κόστος δανεισμού είναι συνήθως χαμηλότερο από αυτό των μακροπρόθεσμων πηγών. Τα μακροπρόθεσμα χρεόγραφα δανεισμού έχουν το αμέσως υψηλότερο κόστος γιατί λήγουν σε συγκεκριμένο χρόνο και γιατί οι ομολογιούχοι εξοφλούνται πριν από τους μετόχους σε περίπτωση πτώχευσης. Τέλος, εφόσον οι κάτοχοι κοινών μετοχών επενδύουν κεφάλαια για όλη τη ζωή της επιχείρησης, ο κίνδυνος να χάσουν το αρχικό τους κεφάλαιο είναι υψηλότερος που υπάρχει, ο χρόνος της επένδυσής τους είναι μεγαλύτερος, και έτσι οι επενδυτές θα απαιτήσουν υψηλό ποσοστό απόδοσης για να αποζημιωθούν για τους επιπλέον κινδύνους που αναλαμβάνουν. Αντίθετα από τους δανειστές όμως, οι μέτοχοι συμμετέχουν στην ανάπτυξη, την αποδοτικότητα, και τον πλούτο της επιχείρησης.

6.4. Κόστος μακροπρόθεσμου ομολογιακού δανείου

Τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν μακροχρόνιες πηγές χρηματοδότησης, στα οποία υπάρχουν πάρα πολλοί δανειστές και ο καθένας δανείζει στην επιχείρηση μόνο ένα μικρό ποσό του συνολικού δανείου. Οι τίτλοι του δανείου ονομάζονται ομολογίες, οι οποίες αποτελούν αξιόγραφα και μπορούν να μεταβιβαστούν με την οπισθογράφιση ή αν εκδοθούν στον κομιστή με την απλή παράδοση του τίτλου.

Η ομολογία αντιπροσωπεύει τίτλο δανείου που σύναψε η επιχείρηση με τους χρηματοδότες και δανειστές της, δηλαδή τους αγοραστές των ομολογιών της (ομολογιούχους). Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση εξασφαλίζει μακροπρόθεσμα δάνεια από μεγάλο αριθμό δανειστών.

Ένα παράδειγμα μακροπρόθεσμου δανείου είναι οι ομολογίες που εκδίδονται για συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Οι ομολογίες έχουν προκαθορισμένα τοκομερίδια, τα οποία καταβάλλονται συνήθως κάθε έξι μήνες και αντιπροσωπεύουν πληρωμές τόκων στους ομολογιούχους. Αυτά τα χρεόγραφα σταθερού εισοδήματος έχουν ημερομηνία λήξης ή ωρίμανσης (*maturity date*), οποία δεν είναι παρά η ημερομηνία κατά την οποία πρέπει να αποδοθεί το αρχικό ονομαστικό κεφάλαιο.

Οι ομολογίες εκδίδονται συνήθως στο άρτιο (*par value*), με ονομαστική τιμή 100(μονάδες). Συνήθως πάντως, εκδίδονται με ονομαστική τιμή πολλαπλάσια των 100.000 δραχμών.

Το κόστος έκδοσης ομολογιών διαμορφώνεται από την αγορά, όπου εκτιμώνται οι κίνδυνοι, αποτιμάται η χρηματοοικονομική ασφάλεια της επιχείρησης, εξετάζεται το ιστορικό της φερεγγυότητας της, και υπολογίζονται οι πιθανότητες να μην μπορέσει η επιχείρηση να καταβάλει τις πληρωμές που υπόσχεται. Το κόστος μπορεί να ποικίλει, ανάλογα με το αν τα επιτόκια της αγοράς είναι υψηλά ή χαμηλά. Όταν τα επιτόκια της αγοράς είναι υψηλά, το κόστος έκδοσης ομολογιών είναι μεγαλύτερο από την περίπτωση που οι αποδόσεις της αγοράς είναι χαμηλές. Επιπλέον, οι μεγάλες περίοδοι ως την ημερομηνία λήξης αυξάνουν συνήθως το κόστος έκδοσης των ομολογιών, κατά ένα μέρος επειδή η πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου, και κατά ένα άλλο μέρος επειδή οι επενδυτές προτιμούν τις βραχυπρόθεσμες ημερομηνίες πληρωμής από τις μακροπρόθεσμες. Με άλλα λόγια, η ομολογία πρέπει να έχει αυξημένη απόδοση για να ξεπεραστεί η απροθυμία των επενδυτών να δεσμεύσουν κεφάλαια για μεγάλες χρονικές περιόδους.

6.4.1. Εκτιμήσεις κατά προσέγγιση

Το κόστος έκδοσης μιας ομολογίας καθορίζεται κατά ένα μέρος από ειδικά χρηματιστηριακά γραφεία εκτίμησης και κατάταξης (rating agencies). Αυτά τα γραφεία εκτιμούν τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας εταιρίας καθώς και το ιστορικό της, και υποδεικνύουν την ποιότητα των ομολογιών της, αποδίδοντας σε

αυτά τα χρεόγραφα ένα «βαθμό» . Αυτός ο βαθμός παρέχει ένα μέτρο για τη σύγκριση του σχετικού κινδύνου των διαφόρων χρεογράφων σταθερού εισοδήματος. Αυτά τα γραφεία συνήθως (αλλά όχι πάντα) συμφωνούν για το βαθμό μιας συγκεκριμένης ομολογίας.

Ένας άλλος τρόπος για να εκτιμηθεί το κόστος μιας ομολογίας στην επιχείρηση είναι να εξεταστούν οι ομολογίες των εταιριών που έχουν παρόμοια χρηματοοικονομική διάρθρωση και χαρακτηριστικά κινδύνου. Σε όλες σχεδόν τις εφημερίδες δημοσιεύονται οι τρέχουσες αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολογιών. Αν οι ομολογίες παρόμοιων εταιριών αποδίδουν 12 % και η επιχείρηση θέλει να εκδώσει ομολογίες με 12 % ή και περισσότερο, τότε είναι πιθανό ότι οι επενδυτές θα αγοράσουν αυτές τις ομολογίες. Η προσφορά, όμως, επιτοκίου τοκομεριδίου 10 % όταν οι αγοραστές ομολογιών μπορούν να πάρουν 12 % για τον ίδιο τύπο επένδυσης δε θα έχει και τόση επιτυχία.

5.4.2. Τράπεζες επενδύσεων και κόστος κυκλοφορίας ομολογιών

Το καθορισμένο τοκομερίδιο και η αντίστοιχη απόδοση μιας ομολογίας υπολογίζονται από τις τράπεζες επενδύσεων, οι οποίες είναι υπεύθυνες για τη χορηγία, τη διάθεση, και την πώληση χρεογράφων. Αυτές οι τράπεζες είναι ειδικευμένες στον προσδιορισμό λογικών τιμών για την έκδοση ομολογιών. Γνωρίζουν τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, είναι

γνώστες της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης και θέσης κάθε επιχείρησης, και γνωρίζουν αρκετά καλά, βασιζόμενες στην εμπειρία τους, σε ποιο κόστος ή απόδοση θα πουλήσει μια ομολογία.

Η διαδικασία της έκδοσης ομολογιών μιας τράπεζας ή εταιρίας επενδύσεων αποτελεί επιπλέον δαπάνη. Ο ανάδοχος είναι ένας χρηματοοικονομικός οίκος που βοηθά μια επιχείρηση να προετοιμάσει ένα διαφημιστικό φυλλάδιο, συγκεντρώνει τους επενδυτές, και διαθέτει το κατάλληλο δίκτυο διανομής. Όπως είναι φυσικό, γι' αυτές τις υπηρεσίες χρεώνει κάποια αμοιβή. Επειδή οι ανάδοχοι αναλαμβάνουν συνήθως κινδύνους εγγυώμενοι την πώληση ομολογιών, θέλουν να αποζημιωθούν. Η συνδυασμένοι δαπάνη για τις παρεχόμενες υπηρεσίες και τον κίνδυνο ονομάζεται κόστος κυκλοφορίας ομολογιών (flotation costs). Αυτό το κόστος μειώνει τις εισπράξεις της επιχείρησης από την πώληση των ομολογιών και των μετοχών. Παρά το ότι οι ομολογίες πωλούνται στο άρτιο, το πραγματικό καθαρό ποσό που εισπράττει η επιχείρηση είναι κάτω από το άρτιο.

Επειδή οι ομολογίες αποδίδουν τόκο ο οποίος εκπίπτει από το εισόδημα της επιχείρησης, το κόστος της έκδοσης ομολογιών πρέπει να αναπροσαρμοστεί εξαιτίας αυτής της ωφέλειας φόρου. Έτσι το κόστος της επιχείρησης, μετά την αφαίρεση των φόρων, είναι πάντα χαμηλότερο από το επιτόκιο του τοκομεριδίου της ομολογίας. Αν το κόστος του ομολογιακού δανείου είναι K_d τότε

το πραγματικό κόστος του ομολογιακού δανείου για την επιχείρηση είναι

$$K_{dt} = K_d (1 - \text{φορολογικός συντελεστής})$$

Μια εταιρία με φορολογικό συντελεστή 40 % η οποία πουλά ομολογίες με απόδοση 11 % θα έχει κόστος έκδοσης ομολογιακού δανείου ίσο με 6,6 % ή 0,11 (1 - 0,40). Η ωφέλεια φόρου μειώνει συνήθως το κόστος των ομολογιών έναντι του κόστους χρηματοδότησης μέσω άλλων μεθόδων άντλησης κεφαλαίων.

6.5. Κόστος προνομιούχων μετοχών

Οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών προηγούνται κατά την απαίτηση των μερισμάτων τους από τα περιουσιακά στοιχεία μιας ανώνυμης εταιρίας, σε σχέση με τους κατόχους κοινών μετοχών. Ωστόσο οι προνομιούχες μετοχές δεν έχουν ημερομηνία λήξης και, στην περίπτωση της εκκαθάρισης μιας επιχείρησης, οι κάτοχοι προνομιούχων μετοχών πληρώνονται αφού εξοφληθούν τα βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα χρέη.

Κάθε φορά που εκδίδεται μια προνομιούχος μετοχή, υπάρχουν διάφοροι περιορισμοί που εξασφαλίζουν στους κατόχους τους ότι θα καταβληθούν το μερίσματά τους και ότι η εταιρία θα βρίσκεται σε μια ασφαλή και ευχερώς ρευστοποιήσιμη οικονομική θέση. Παρά το ότι η επιχείρηση δεσμεύεται να καταβάλει σταθερό μέρισμα κάθε χρόνο, αυτή η πληρωμή δεν είναι απαραίτητο να γίνει - στις περισσότερες περιπτώσεις - αν δεν υπάρχουν κέρδη.

Αν, όμως οι προνομιούχες μετοχές είναι σωρευτικές, όπως συμβαίνει συνήθως, το μέρισμα πρέπει να καταβληθεί από τα μελλοντικά κέρδη, πριν διανεμηθούν τα μερίσματα των κοινών μετοχών. Ακόμη και έτσι όμως, σε σύγκριση με τις ομολογίες, ο κίνδυνος για την επιχείρηση είναι μικρότερος από την περίπτωση που αντλεί κεφάλαια με την έκδοση προνομιούχων μετοχών. Οι επενδυτές, όμως, απαιτούν υψηλότερη απόδοση από τις προνομιούχες μετοχές παρά την αγορά ομολογιών.

Στα χαρακτηριστικά των προνομιούχων μετοχών περιλαμβάνεται η καταβολή σταθερού μερίσματος ή ποσοστιαίας απόδοσης με βάση την αξία της μετοχής, η οποία προσδιορίζεται κατά την έκδοση μετοχών. Όταν δεν υπάρχουν κέρδη, δεν καταβάλλονται μερίσματα, τα οποία όμως μπορεί να καταβληθούν αργότερα σωρευτικά, και πριν καταβληθούν μερίσματα στις κοινές μετοχές. Ακόμα αν δεν καταβληθούν τα μερίσματα στις προνομιούχες μετοχές δεν μπορούν να πληρωθούν μερίσματα στις κοινές μετοχές, καθίσταται σχεδόν αδύνατο για την επιχείρηση να βρει νέα κεφάλαια πουλώντας ομολογίες, ή περισσότερες προνομιούχες και κοινές μετοχές. Η επιχείρηση που έχει εκδώσει προνομιούχες μετοχές και αντιμετωπίζει προσωρινά χρηματοοικονομικά προβλήματα βρίσκεται σε καλύτερη θέση από την επιχείρηση που έχει εκδώσει ομολογίες και πρέπει να πληρώσει τόκους. Ο ρόλος που παίζει η αγορά στον προσδιορισμό της απόδοσης των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών είναι σημαντικός. Ο ανάδοχος της

έκδοσης χρεογράφων, σε συνεργασία με την εκδότρια επιχείρηση, θα αποφασίσει τελικά για τους όρους που θα προσφερθούν.

6.5.1 Προσδιορισμός του κόστους των προνομιούχων μετοχών & παράδειγμα* υπολογισμού του (Χρηματοοικονομική, εκδ. Κλειδάριθμος 1996, A.A. Gropelli – Ehsan Nikbakht, κεφ. 9)

«Αν εκδοθούν οι προνομιούχες μετοχές με 100.000 δραχμές ανά μερίδιο και με δηλωτέο ετήσιο μέρισμα 12.000 δραχμών, το κόστος των προνομιούχων μετοχών για την επιχείρηση θα είναι

Κόστος προνομιούχων (K_p)=

$$\frac{\text{μέρισμα προνομιούχου μετοχής}}{(\text{τρέχουσα αξία προνομιούχου μετοχής})(1 - \text{Κόστος κυκλοφορίας})}$$

Αν το κόστος της κυκλοφορίας των μετοχών είναι 3%, τότε το πραγματικό κόστος των προνομιούχων μετοχών θα είναι

$$\text{Κόστος προνομιούχων } (K_p) = \frac{12.000}{100.000(1 - 0,03)} = 12,4\%$$

Αντίθετα από την περίπτωση των ομολογιών, εδώ δε γίνεται καμία προσαρμογή λόγω φόρου, επειδή τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών καταβάλλονται αφού πληρώσει η εταιρεία τους φόρους εισοδήματος. Επομένως, όταν μια επιχείρηση εκδίδει προνομιούχες μετοχές, αναλαμβάνει όλο το κόστος χρηματοδότησης της αγοράς».

6.6 Κόστος κοινών μετοχών

Όταν τα άτομα χρειάζονται χρήματα για να πληρώσουν τα χρέη τους, μπορούν να καταφύγουν σε διάφορες πηγές, κάθε μια από τις οποίες μπορεί να τους προσφέρει ένα περιορισμένο ποσό κεφαλαίων: μπορούν να δανειστούν από τράπεζες ή από εταιρείες χρηματοδότησης, μπορούν να βάλουν ενέχυρο πολύτιμα αντικείμενα που έχουν στην κατοχή τους, μπορούν ακόμη να ζητήσουν δάνειο από έναν εύπορο συγγενή. Η ίδια αρχή ισχύει και για τις επιχειρήσεις - δεν έχουν απεριόριστη πρόσβαση σε εξωτερικά κεφάλαια, από οποιοδήποτε πηγή κι αν προέρχονται αυτά. Επίσης, αν μια επιχείρηση εξέδιδε ένα μόνο είδος χρεογράφων, θα έχανε τις ευκαιρίες που προσφέρουν τα άλλα είδη χρεογράφων. Στην περίπτωση των ομολογιών, η επιχείρηση κερδίζει από πλευράς χρηματοοικονομικής εξάρτησης, κάτι που δεν εξασφαλίζεται με τη χρηματοδότηση μέσω μετοχών. Όταν όμως μια επιχείρηση εκδίδει ομολογίες δεσμεύεται να καταβάλλει σταθερές χρηματοοικονομικές πληρωμές, οι οποίες μπορεί να αποδειχθούν επικίνδυνες όταν τα κέρδη μειώνονται. Επειδή η επιχείρηση προσπαθεί να επιτύχει τη βέλτιστη διάρθρωση του κεφαλαίου της, επιδιώκει να χρηματοδοτείται με το πιο συμφέρον κόστος. Αυτό σημαίνει ότι, από καιρού σε καιρό, πρέπει να εκδίδει κοινές μετοχές.

Οι κοινές μετοχές αποτελούν τίτλους ιδιοκτησίας, μπορούν να εκδοθούν ονομαστικές ή στον κομιστή, μεταβιβάζονται με απλή οπισθογράφηση ή παράδοση και διαπραγματεύονται στις οργανωμένες αγορές τα χρηματιστήρια , για τις μετοχές εκείνες που είναι εισαγμένες στο Χρηματιστήριο.

Οι κάτοχοι κοινών μετοχών, ως ιδιοκτήτες της επιχείρησης, έχουν δικαίωμα ψήφου και συμμετέχουν σε όλα τα κέρδη και τις ζημιές - και τους κινδύνους - που αφορούν την επιχείρηση. Όταν δεν έχει κέρδη η επιχείρηση, οι μέτοχοι μπορεί να μην πάρουν καμία απόδοση από την επένδυσή τους. Οι κάτοχοι κοινών μετοχών δεν έχουν καμία εγγύηση στην περίπτωση που τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης ρευστοποιηθούν. Από την άλλη πλευρά, αν και δεν υπάρχει περίπτωση να χάσουν περισσότερα χρήματα από αυτά της αρχικής τους επένδυσης, μπορεί να κερδίσουν σημαντικές αποδόσεις. Επειδή οι κάτοχοι κοινών μετοχών αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους από τους κατόχους χρεογράφων χρέους (όπως οι ομολογίες) και προνομιούχων μετοχών, οι αποδόσεις που θα έχουν θα πρέπει να είναι μεγαλύτερες.

Οι κάτοχοι κοινών μετοχών συμμετέχουν κυρίως στις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης οι οποίες και μεταφράζονται σε αναμενόμενα μερίσματα και κεφαλαιουχικά κέρδη (ή ανατίμηση της τιμής της μετοχής). Επειδή αυτές οι αποδόσεις συσσωρεύονται στο μέλλον, η συνήθης διαδικασία

είναι να προεξοφληθούν με ένα συντελεστή κινδύνου. Η προοπτική αύξησης αυτών των αποδόσεων επηρεάζει την τιμή των μεριδίων των κοινών μετοχών. Επιπλέον, η τιμή των μετοχών αντικατοπτρίζει τη στάση που έχουν οι επενδυτές και η αγορά έναντι στον κίνδυνο και τις προοπτικές απόδοσης που θα έχει η επιχείρηση στο μέλλον.

6.6.1 Προσδιορισμός του κόστους των κοινών μετοχών

Τρεις είναι οι κυριότεροι παράγοντες που καθορίζουν το κόστος των κοινών μετοχών: η τιμή της κοινής μετοχής, τα μερίσματα που καταβάλει η επιχείρηση για τις κοινές μετοχές, και το ποσοστό απόλυτης αύξησης των μερισμάτων. Η αξία των κοινών μετοχών (υποθέτοντας ότι η αύξηση των μερισμάτων είναι σταθερή) υπολογίζεται με την παρακάτω εξίσωση :

Τιμή μετοχής =

$$\frac{\text{Μέρισμα } (1 + G)^1}{\text{Προεξοφλητι κόεπι όκιο ή κόστος κεφαλα ίου } (K_{\Sigma}) - \text{Σταθερ όποσοστ ά αύξησης } (G)}$$

Το υπόδειγμα σταθερής αύξησης μερισμάτων θεωρεί ότι το ποσοστό απόλυτης αύξησης των μερισμάτων παραμένει το ίδιο επάπειρον. Επομένως τα τρέχοντα μερίσματα πρέπει να προσαρμοστούν εξαιτίας του ποσοστού απόλυτης αύξησης ενός μόνο έτους - δηλαδή $D_0 (1+G)^1 = D_1$. Για να βρούμε το κόστος κεφαλαίου για τις κοινές μετοχές, το μόνο που πρέπει να κάνουμε

είναι να λύσουμε την εξίσωση ως προς το K_S - δηλαδή, το προεξοφλητικό επιτόκιο.

Αλλάζοντας τη σειρά των όρων στην παραπάνω εξίσωση, μπορούμε να υπολογίσουμε το κόστος των νεοκδοθείσων κοινών μετοχών (K_S) χρησιμοποιώντας την εξίσωση :

$$K_S = \frac{D_0(1+G)^1}{\text{Τιμή μετοχής}(1 - \text{κόστος κυκλοφορίας})} + \text{Σταθερό ποσοστό αύξησης}$$

Αν οι κοινές μετοχές είναι σε κυκλοφορία, αφαιρούμε από την εξίσωση την προσαρμογή λόγω κόστους κυκλοφορίας μετοχών.

Τους αριθμούς που μας χρειάζονται για να υπολογίσουμε το κόστος των κοινών μετοχών μπορούμε να τους βρούμε στους πίνακες με τις τιμές των μετοχών στις εφημερίδες αναφέρουν τα μερίσματα και τις τιμές των μετοχών.

Ο τελευταίος συντελεστής που απαιτείται για να ολοκληρωθεί ο υπολογισμός είναι η αύξηση. Μπορούμε να βρούμε την αύξηση των μερισμάτων αν δούμε τα μερίσματα που καταβλήθηκαν στο ποσοστό απόλυτης αύξησης αυτών των μερισμάτων.

Παράδειγμα : Υπολογισμός του κόστους των κοινών μετοχών (*Χρηματοοικονομική, εκδ. Κλειδάριθμος 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht, κεφ. 9)

«Υποθέτουμε ότι το ποσοστό αύξησης των μερισμάτων της επιχείρησης Α ήταν 5 % ετησίως, η τιμή της μετοχής της ήταν 2.000.000 δραχμές, απέδιδε 200.000 δραχμές σε μέρισμα ανά μερίδιο, και το κόστος διάθεσης των μετοχών ήταν 3 %. Είναι εύκολο να υπολογιστεί το κόστος :

Κόστος έκδοσης κοινών μετοχών (K_S) =

$$\frac{200.000(1,05)^1}{2.000.000(1 - 0,03)} + 0,05 = \frac{210.000}{1.940.000} + 0,05 = 15,8\%$$

Μπορεί το κόστος της επιχείρησης για την έκδοση κοινών μετοχών να διαφέρει από τα 15,8% που υπολογίσθηκε παραπάνω; Ναι - αν το ποσοστό απόλυτης αύξησης και ο κίνδυνος που έχουν σχέση με αυτή την επιχείρηση αναμένεται να αλλάξουν στο μέλλον. Η ταχύτερη αύξηση που οδηγεί σε υψηλότερα μερίσματα, θα αντικατοπτριστεί στην υψηλότερη τιμή των μετοχών και το χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου. Η βραδύτερη αύξηση θα αντικατοπτριστεί στη χαμηλότερη τιμή των μετοχών και το υψηλότερο κόστος κεφαλαίου.

Είναι πολύ εύκολο να ελέγξει κανείς τις επιδράσεις στο κόστος των κοινών μετοχών - αρκεί να αλλάξει απλώς τους αριθμούς στο παραπάνω παράδειγμα και να παρατηρήσει την επίδραση αυτής της αλλαγής. Αν αυξανόταν για παράδειγμα το ποσοστό αύξησης από 5% σε 10%, το κόστος των κοινών μετοχών θα αυξανόταν από το τρέχον επίπεδο του 15,8% σε 21,3%. Είναι επίσης πιθανό να γίνουν περισσότερο αισιόδοξες οι προσδοκίες που έχουν οι

επενδυτές σε ότι αφορά τη χρηματοοικονομική και λειτουργική θέση της επιχείρησης. Αν συμβεί κάτι τέτοιο η τιμή των μετοχών θα αυξηθεί και το κόστος έκδοσης κοινών μετοχών για την επιχείρηση θα μειωθεί ανάλογα».

Βιβλιογραφία στο Κεφάλαιο 6

- Κόστος κεφαλαίου – Πολιτική μερισμάτων & χαρτοφυλακίου, Γ.Κ. Φιλιππάτος & Π.Ι. Αθανασόπουλος, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1986
- Χρηματοοικονομική, εκδ. Κλειδάριθμος 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht
- ²Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική , εκδόσεις Παπαζήση Αθήνα 1985, Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος
- Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων Ι, Άγγελος Τσακλάγκανος, γ' έκδοση εκδ. οίκος Αφών Κυριακίδη Θεσσαλονίκη

ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Σκοπός της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας ήταν μια ουσιώδη γνωριμία μας με το αντικείμενο της χρηματοοικονομικής διοικήσεως της πολύ σημαντικής αυτής λειτουργίας των επιχειρήσεων. Δηλαδή ήρθαμε σε επαφή με θέματα που αφορούν την μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης, δεδομένου ότι αυτή η αγοραία αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα των αξιών των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων. Όλα τα παραπάνω μπορεί να τα πετύχει μια επιχείρηση κάνοντας την καλύτερες δυνατές επιλογές για επενδύσεις και επιλέγοντας το καλύτερο τρόπο χρηματοδότησης τους.

Δεν αποτελούσε βασικό μας σκοπό να καλύψουμε ολόκληρα τα θέματα της αξιολόγησης επενδύσεων καθώς και των εναλλακτικών τρόπων επένδυσης με τους τρόπους χρηματοδότησης τους. Βασικό μας στόχος ήταν να εμπλουτίσουμε τις γνώσεις μας πάνω στο συγκεκριμένο θέμα όσο βέβαια μας το επέτρεπε το επίπεδο των γνώσεων μας. Εξάλλου αντιμετωπίσαμε αρκετές δυσκολίες όλο το διάστημα που ασχοληθήκαμε με την σύνταξη της εργασίας. Οι δυσκολίες αυτές ήταν κυρίως στο να καταλάβουμε κάποιες έννοιες και μαθηματικούς τύπους ειδικά στο έκτο κεφάλαιο της εργασίας.

Συγκεκριμένα στην πτυχιακή εργασία μας εξετάσαμε κάποιες μεθόδους αξιολόγησης επενδύσεων , τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους , σε συνθήκες βεβαιότητας και αβεβαιότητας.

Θα θέλαμε να τονίσουμε ότι η ανάλυση που κάναμε στα παραπάνω θέματα είναι κυρίως θεωρητική και φτάνει μέχρι εκεί που το επιτρέπει το επίπεδο των γνώσεων μας. Ένα άλλο θέμα που παρουσιάσαμε ήταν διάφοροι εναλλακτικοί τρόποι επένδυσης. Δηλαδή από την στιγμή που γνωρίζουμε τις μεθόδους αξιολόγησης των επενδυτικών σχεδίων επόμενο στάδιο είναι να δούμε τους εναλλακτικούς τρόπους επενδύσεων που έχουμε τη δυνατότητα να κάνουμε. Επόμενο θέμα που μας απασχόλησε ήταν πως θα βρεθεί το κεφάλαιο που θα χρηματοδοτήσει την επένδυση Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να τονίσουμε ότι η απόφαση για την επένδυση θα πρέπει να ληφθεί ξεχωριστά και ανεξάρτητα από την απόφαση χρηματοδότησεως.

Όλα τα παραπάνω θέματα εξετάζονται και παρουσιάζονται με τρόπο απλό και σύντομο που ανταποκρίνεται στις γνώσεις μας.

Σας ευχαριστούμε πολύ



ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Χρηματοοικονομική, εκδόσεις Κλειδάριθμος 1996, Α.Α. Gropelli – Ehsan Nikbakht
- Οικονομική της Διοίκησης, εκδόσεις Σύγχρονη εκδοτική Αθήνα 1990, Πέτρος Κίοχος
- Ιδιωτική Οικονομική, εκδόσεις Α. Σταμούλης Αθήνα 1996, Πέτρος Κίοχος
- Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική , εκδόσεις Παπαζήση Αθήνα 1985, Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος
- Χρηματοοικονομική Διοικητική – Κόστος Κεφαλαίου – Πολιτική Μερισμάτων και Χαρτοφυλακίου, εκδόσεις Παπαζήση Αθήνα 1986, Γ.Κ. Φιλιππάτος – Π.Ι. Αθανασόπουλος
- Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως, τεύχος β', γ' έκδοση Πειραιάς 1996, Πρόδρομος Γ. Ευθυμόγλου
- Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων Ι, εκδοτικός οίκος Αφών Κυριακίδη Θεσσαλονίκη, γ' έκδοση, Άγγελος Α. Τσακλάγκανος

-
- Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων II, εκδοτικός οίκος Αφών Κυριακίδη Θεσσαλονίκη 1992, Άγγελος Α. Τσακλάγκανος
 - Χρηματοδοτική Διοίκηση , Ιωάννης Τζώαννος, Αθήνα 1997
 - Το Χρηματιστήριο (οδηγός επενδυτή), Γιάννης Κ. Χολέβας, Interbooks
 - Κόστος κεφαλαίου – Πολιτική μερισμάτων & χαρτοφυλακίου, Γ.Κ. Φιλιππάτος & Π.Ι. Αθανασόπουλος, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα 1986