



**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΠΑΤΡΩΝ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ**

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Η ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΗΣ ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ ΣΤΙΣ ΑΝΩΝΥΜΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ: ΑΡΒΑΝΙΤΗΣ ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ (ΑΜ. 8688)
ΕΠΟΠΤΕΙΑ: ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ**

ΠΑΤΡΑ, 2012

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	5
1.1 ΠΑΓΙΑ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	6
1.2 ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	7
1.2.1 Αποθέματα Ασφαλείας.....	8
1.2.2 Κύκλος Δέσμευσης Κεφαλαίων.....	8
1.2.3 Επιχειρήσεις Εποχιακού Χαρακτήρα.....	9
1.2.4 Χαμηλή Κυκλοφοριακή Ταχύτητα.....	9
1.3 ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	10
1.4 ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ.....	12
1.5 ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	14
1.6 ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	18
2.1 ΚΟΣΤΟΣ ΠΗΓΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	19
2.1.1 Κόστος Ομολογιακού Δανείου.....	19
2.1.2 Κόστος Προνομιούχων Μετοχών	21
2.1.3 Κόστος Παρακρατημένων ή Αδιανέμητων Κερδών.....	22
2.1.4 Κόστος Νέων Κοινών Μετοχών.....	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΟΧΛΕΥΣΗ (“LEVERAGE”).....	27
3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ	28
3.1.1 Οι μέθοδοι υπολογισμού του νεκρού σημείου (<i>break even techniques</i>) ²⁹	
3.1.2 Μειονεκτήματα Ανάλυσης Νεκρού Σημείου.....	31
3.2 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (“BUSINESS RISK”).....	32
3.3 ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ (“FINANCIAL RISK”)	33
3.4 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ (“OPERATIONAL LEVERAGE”).....	34
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ	38
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ (CASE STUDY).....	40
ΓΕΝΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	44
ΠΗΓΕΣ.....	45
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ:.....	45
ΔΙΑΔΙΚΤΥΟ:	45

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ο σκοπός της εκπόνησης αυτής της πτυχιακής εργασίας είναι να βοηθήσει τον αναγνώστη να κατανοήσει τους κινδύνους που υπάρχουν από την κακή διαχείριση του χρέους στις Ανώνυμες Εταιρείες (εφεξής: «ΑΕ»).

Αρχικά, θα γίνει αναφορά στις βασικές αρχές της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, επικεντρώνοντας στις ΑΕ. Θα αναλυθούν τα χαρακτηριστικά τους, αναφέροντας τα κυριότερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

Στο κύριο μέρος της εργασίας, που έχει ως θέμα τη δανειακή επιβάρυνση όσων από τις ΑΕ χρησιμοποιούν Ξένα Κεφάλαια, θα επεκταθούμε στους τρόπους σωστής διαχείρισης και περιορισμού της. Η εργασία ολοκληρώνεται με παράδειγμα επιχείρησης, που παρουσιάζει το πώς αυτή διαχειρίστηκε το χρέος της και τι επιπτώσεις είχε η διαχείριση αυτή στη λειτουργία της εταιρείας. Αυτή η προσέγγιση θα βοηθήσει τον αναγνώστη να κατανοήσει τους κινδύνους που υπάρχουν σε εταιρίες με αυξημένο χρέος.

Τέλος, παραθέτουμε τα συμπεράσματά μας, με σκοπό να παρουσιαστεί μια όσο το δυνατόν πιο εμπειριστατωμένη και αντικειμενική άποψη, σχετικά με το πώς πρέπει να διαχειρίζεται μια ΑΕ την περιουσία της συνολικά.

Βασικές έννοιες

Με τον όρο «χρήμα» καλούμε «οποιοδήποτε εμπορεύσιμο αγαθό ή υπηρεσία που χρησιμοποιείται από μια κοινωνία ως υποκατάστατο αξίας, ένα μέσο ανταλλαγής, και μια μονάδα υπολογισμού». Δεδομένου ότι οι ανάγκες προκύπτουν φυσικά, οι κοινωνίες πάντα δημιουργούν ένα συναλλακτικό μέσο. Σε άλλες περιπτώσεις, μια κεντρική αρχή δημιουργεί ένα συναλλακτικό μέσο. Το συχνότερο συναλλακτικό μέσο στις σύγχρονες κοινωνίες είναι τα χαρτονομίσματα. Ως ρήμα, η λέξη «χρηματοδοτώ» σημαίνει «δίνω τα αναγκαία χρήματα για εργασία ή επιχείρηση».

«Κεφάλαιο» είναι «το από κάθε προέλευση αποταμιευτικό κεφάλαιο, που είναι επενδυμένο σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία, και τα οποία η επιχείρηση έχει στη διάθεσή της για την εκπλήρωση των επιδιωκόμενων σκοπών». Πιο απλά, μπορούμε να πούμε ότι είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ως πιο γενικός όρος, το κεφάλαιο προσδιορίζει τον πλούτο ανεξάρτητα από το ποιος τον έχει στην κυριότητα ή την ιδιοκτησία του. Στην επιχείρηση, η διοίκηση προσπαθεί να κάνει καλή χρηματοοικονομική διαχείριση για να μειώσει το κόστος και να αυξήσει την κερδοφορία της.

Ως προς τα βασικά χαρακτηριστικά των δανειακών κεφαλαίων, ισχύουν τα εξής: πρόκειται για κεφάλαια που πρέπει να εξοφληθούν και να καταβληθούν τόκοι για την εξυπηρέτησή τους, κατά τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Είναι κεφάλαια υψηλού κινδύνου, που εξασφαλίζονται με την εγγραφή εμπράγματων δικαιωμάτων, όπως υποθηκών, προσημειώσεων και ενεχύρων, σε πάγια στοιχεία της επιχείρησης. Οι δανειστές της επιχείρησης θα υποστούν ζημιές μόνο στην περίπτωση που η επιχείρηση έχει ζημιές μεγαλύτερες από τα Ίδια Κεφάλαιά της. Όσο μικρότερη είναι η τιμή του δείκτη χρέους (“debt ratio”) τόσο πιο πρόθυμοι είναι οι πιστωτές να χορηγήσουν πρόσθετες πιστώσεις.

Επομένως, τα Ξένα Κεφάλαια διατρέχουν κατά πολύ μικρότερο κίνδυνο από ό,τι τα Ίδια Κεφάλαια και για το λόγο αυτό απαιτούν μικρότερη αμοιβή από ό,τι τα τελευταία. Με άλλα λόγια, το κόστος του Δανειακού Κεφαλαίου είναι μικρότερο από το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων.

Σήμερα, η περιουσία των επιχειρήσεων αποτελείται στο μεγαλύτερο ποσοστό της από ξένα κεφάλαια.

Κεφάλαιο 1: Βασικές Αρχές Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων

Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης κατατάσσονται, ανάλογα με τη διάρκειά τους, δηλαδή ανάλογα με το χρόνο δέσμευσης κεφαλαίων, σε «περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας» και «περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας».

Τα περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας περιλαμβάνουν κυρίως τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μεγάλη σειρά ετών, η οποία αρχίζει με την αγορά ή κατασκευή των πάγιων ενεργητικών στοιχείων και τελειώνει με την πλήρη απόσβεσή τους. Επίσης, περιλαμβάνουν μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης, όπως συμμετοχή ή χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων σε θυγατρικές επιχειρήσεις. Τα ανωτέρω περιουσιακά στοιχεία ονομάζονται, επίσης, «επενδύσεις μεγάλης διάρκειας».

Τα «περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας, ή αλλιώς επενδύσεις μικρής διάρκειας», περιλαμβάνουν τα κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μικρό χρονικό διάστημα, το οποίο αρχίζει, στην περίπτωση των βιομηχανιών, με την αγορά της πρώτης ύλης, και τελειώνει με την είσπραξη του τιμήματος πώλησης του έτοιμου προϊόντος.

1.1 Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία

Βασική αρχή της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι ότι η αξία των επενδύσεων μεγάλης διάρκειας πρέπει να καλύπτεται, αντίστοιχα, με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η επιχείρηση που χρηματοδοτεί την επέκταση των εγκαταστάσεών της, την αγορά μηχανημάτων ή τη συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις με βραχυπρόθεσμα δάνεια, διατρέχει σοβαρούς κινδύνους. Αρχικά, η επιχείρηση αναλαμβάνει τον κίνδυνο μη ανανέωσης των δανείων κατά τη λήξη τους. Αν η ανανέωση των βραχυπρόθεσμων δανείων στις διάφορες λήξεις τους είναι εξασφαλισμένη, αυτό ισοδυναμεί με μακροπρόθεσμα δάνεια. Παρ' όλα αυτά, η διαδικασία ανανέωσης δεν είναι πάντα δυνατή, λόγω των γενικών οικονομικών συνθηκών και πολλών άλλων παραγόντων, που επικρατούν κάθε φορά.

Επιπλέον, η επιχείρηση δεν έχει πληροφορίες όσον αφορά στους όρους του νέου δανείου, όπως το επιτόκιο με το οποίο θα ανανεωθεί το βραχυπρόθεσμο δάνειο μετά τη λήξη του, αναλαμβάνοντας τον κίνδυνο να αντιμετωπίσει πιο δυσμενείς όρους σε σχέση με πριν.

Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός ότι τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια έχουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις από τα μακροπρόθεσμα, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι μια επιχείρηση, η οποία είναι υποχρεωμένη να ανανεώσει το βραχυπρόθεσμο δανεισμό της σε μια περίοδο ανόδου των επιτοκίων, μπορεί να πληρώσει τόκους για επιμέρους βραχυπρόθεσμα δάνεια. Οι τόκοι αυτοί, συνολικά, είναι υψηλότεροι από εκείνους που θα πλήρωνε, αν είχε χρησιμοποιήσει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο, το οποίο θα κάλυπτε όλη τη διάρκεια της ζωής του παγίου στοιχείου. Συνήθως, όμως, όσο μεγαλύτερη είναι η διάρκεια ζωής του δανεισμού τόσο υψηλότερο είναι το επιτόκιο. Συνεπώς, όταν μια επιχείρηση κάνει χρήση μακροπρόθεσμου δανεισμού, μειώνει τους παραπάνω αναφερθέντες κινδύνους, αντιμετωπίζοντας το ενδεχόμενο να πληρώνει υψηλότερους τόκους.

Σύμφωνα με τα παραπάνω, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ο καθορισμός και η επίτευξη της άριστης σχέσεως μεταξύ κινδύνου και κόστους δανεισμού είναι θέμα που πρέπει να απασχολεί τη διοίκηση της κάθε επιχείρησης.

1.2 Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Η δεύτερη βασική αρχή της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αναφέρει ότι μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η επιχείρηση δε μπορεί να βασίζεται αποκλειστικά σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, από το οποίο εξαρτάται άμεσα η πραγματοποίηση των αντικειμενικών της σκοπών.

Συνήθως, η ρευστότητα θεωρείται εξασφαλισμένη αν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν υπερβαίνουν το άθροισμα των απαιτήσεων και των διαθεσίμων, ενώ τα αποθέματα χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Αλλά, αυτό δεν είναι απόλυτο. Αντίθετα, σε πολλές περιπτώσεις θα αποτελούσε υπερβολικά αυστηρό όριο χρησιμοποίησης της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Οι λόγοι, οι οποίοι επιβάλλουν τη χρηματοδότηση μέρους του κυκλοφορούντος ενεργητικού της επιχείρησης με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας είναι:

1. Τα αποθέματα ασφαλείας,
2. Ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία,
3. Τα μη σταθερά έσοδα των επιχειρήσεων εποχιακού χαρακτήρα,
4. Η χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

1.2.1 Αποθέματα Ασφαλείας

Αποθέματα είναι οι ποσότητες προϊόντων, οι οποίες φυλάσσονται σε αποθήκες για μελλοντική χρήση. Τα προϊόντα αυτά μπορεί να είναι πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα ή έτοιμα προϊόντα, κεφάλαια, μηχανές κτλ. Τα αποθέματα, εάν διατηρούνται με ασφάλεια, συμβάλλουν σημαντικά στη σωστή λειτουργία των επιχειρήσεων. Επομένως, αποτελούν για τις διοικήσεις των επιχειρήσεων ένα τομέα με πολλές παραμέτρους, οι οποίες θα πρέπει να αντιμετωπίζονται με τον πιο συμφέροντα για την επιχείρηση τρόπο.

Για να αποφύγουν προβλήματα εξυπηρέτησης των πελατών και μη διαθεσιμότητας εξαρτημάτων, οι εταιρείες διατηρούν αποθέματα ασφαλείας (“safety stock inventory”). Τα αποθέματα ασφαλείας είναι χρήσιμα όταν οι προμηθευτές δεν παραδίδουν την απαιτούμενη ποσότητα στην προκαθορισμένη ημερομηνία σε αποδεκτή ποιότητα ή όταν τα παρασκευασμένα αντικείμενα έχουν υποστεί ζημιές ή απαιτούν περαιτέρω διορθώσεις. Η διατήρηση αυτού του είδους αποθεμάτων εξασφαλίζει την ομαλή λειτουργία της παραγωγικής διαδικασίας σε περίπτωση παρόμοιων προβλημάτων. Για τη διατήρησή τους, μια επιχείρηση πραγματοποιεί μια παραγγελία είτε νωρίτερα από ό,τι τη χρειάζεται πραγματικά, είτε σε μεγαλύτερη ποσότητα.

Το απόθεμα αυτό, αποτελεί ένα περιουσιακό στοιχείο, που χρησιμοποιείται πάγια στην επιχείρηση. Έτσι, πρέπει να ισχύσει και για αυτό η αρχή της χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

1.2.2 Κύκλος Δέσμευσης Κεφαλαίων

Ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (χρήμα – πρώτες ύλες – ημικατεργασμένα προϊόντα – έτοιμα προϊόντα – πίστωση – χρήμα) εξαρτάται από τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας και των πιστώσεων που παρέχονται στην πελατεία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στις βιομηχανικές και βιοτεχνικές επιχειρήσεις. Ο κύκλος αυτός είναι συνήθως μεγαλύτερος από τη διάρκεια των κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτείται, πχ. πιστώσεις προμηθευτών, προεξοφλήσεις γραμματίων, βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις κλπ.

Αν ο ρυθμός ανανέωσης των παραπάνω πιστώσεων είναι κανονικός, τότε αυτές αποτελούν συνεχή πηγή χρηματοδότησης, γιατί οι νέες πιστώσεις έρχονται να αντικαταστήσουν τις ληξιπρόθεσμες παλιές. Οποιαδήποτε, όμως, μείωση των

πιστώσεων ή επιβράδυνση του ρυθμού ανανέωσής τους, η οποία οφείλεται σε συγκυριακούς ή εποχιακούς λόγους, ή ακόμη σε πιθανή μείωση της πίστωσης, που απολαμβάνει η επιχείρηση, μπορεί να φέρει την επιχείρηση σε δύσκολη οικονομική θέση.

Συνεπώς, πρέπει να ισχύσει και για τον παραπάνω κύκλο δέσμευσης κεφαλαίων σε στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού η αρχή της χρηματοδότησης των στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

1.2.3 Επιχειρήσεις Εποχιακού Χαρακτήρα

Η διάρκεια του κύκλου δέσμευσης κεφαλαίων σε στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού δεν παραμένει σταθερή. Αντίθετα, μάλιστα, στις επιχειρήσεις με έντονο εποχιακό χαρακτήρα, αυτή παρατείνεται σημαντικά σε ορισμένες εποχές του έτους. Το γεγονός αυτό απαιτεί την πρόσθετη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, η οποία δεν είναι πάντα εύκολο να βρεθεί και μάλιστα με όρους που δε διαφέρουν από τους συνηθισμένους. Έτσι, πρέπει να ισχύσει και για τον κύκλο αυτό η παραπάνω αρχή της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

1.2.4 Χαμηλή Κυκλοφοριακή Ταχύτητα

Μερικές φορές, μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού περιλαμβάνονται και στοιχεία βραδύτατης κυκλοφορίας, όπως υπόλοιπα προϊόντων παλιού τύπου (“slow moving products”), επισφαλείς απαιτήσεις και άλλα. Τα στοιχεία αυτά, δεσμεύουν κεφάλαια για χρονικό διάστημα, που είναι μεγαλύτερο από τα όρια της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Από χρηματοοικονομικής άποψης, συμπεριφέρονται σαν πάγια στοιχεία.¹

¹ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 113-114

² Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 255

1.3 Ρευστότητα

Η «ρευστότητα» γενικά ορίζεται, ως «η ικανότητα μετατροπής ενός περιουσιακού στοιχείου σε μετρητά χωρίς καθυστέρηση και σε μια λογική αγοραία αξία». Είναι, δηλαδή, η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και αποτελεί σημαντικό παράγοντα σταθερότητας και προόδου για κάθε επιχείρηση. Ο κίνδυνος ρευστότητας (“liquidity risk”) μετριέται με την πιθανότητα που διατρέχει μια ομολογία να μη μπορεί να πωληθεί στην τρέχουσα αξία της.

Αν μια επιχείρηση παρουσιάζει υπερβολική ρευστότητα, τότε το γεγονός αυτό βλάπτει την αποδοτικότητα. Αντιθέτως, η ανεπαρκής ρευστότητα επιφέρει ταμειακή στενότητα ικανή να οδηγήσει σε αποσύνθεση. Η ρευστότητα αυξάνεται με τους εξής τρόπους:

- Αύξηση κεφαλαίου με εισφορά μετρητών
- Εκποίηση παγίων και αποθεμάτων
- Μακροχρόνιος δανεισμός

Όταν θέλει να μειώσει τη ρευστότητα πρέπει να κινηθεί με τον ακριβώς αντίθετο τρόπο. Δηλαδή, να μειώσει τις εισφορές μετρητών στο κεφάλαιο, την εκποίηση παγίων και αποθεμάτων, και να αποφύγει το μακροχρόνιο δανεισμό. Πρέπει να ξέρουμε ότι η ρευστότητα είναι αρνητικά συσχετισμένη με την απόδοση.

Η μεταβολή της ρευστότητας, όμως, θα επιφέρει στην επιχείρηση και συνέπειες. Πιο συγκεκριμένα, η αύξηση του κεφαλαίου θα είναι ωφέλιμη όταν δε μειώνει το μέγεθος της συμμετοχής των συνιδιοκτητών. Ακόμα, όταν εκποιούμε πάγια και αποθέματα, πρέπει να ξέρουμε ότι μόνο όταν πλεονάζουν θα έχουμε ωφέλεια. Τέλος, και σε κάθε περίπτωση, ο μακροχρόνιος δανεισμός θα πρέπει να έχει ευνοϊκούς όρους. Ο κίνδυνος της ρευστότητας (“liquidity risk”) μετριέται με την πιθανότητα μια ομολογία να μη μπορεί να πωληθεί στην τρέχουσα αξία της.

Η ρευστότητα διακρίνεται σε στατική και δυναμική. Η στατική ρευστότητα χρησιμοποιείται από εξωτερικούς αναλυτές και δείχνει, τη στιγμή της σύνταξης του Ισολογισμού, την ικανότητα των πληρωμών. Ο εξωτερικός προσδιορισμός της ρευστότητας είναι πιθανόν μη πραγματικός, γιατί δε γνωρίζουμε το βαθμό ρευστοποίησης των στοιχείων του Ενεργητικού. Η δυναμική ρευστότητα χρησιμοποιείται για τις ανάγκες της επιχείρησης και εξάγεται από εσωλογιστικά δεδομένα.

Για να έχουμε μια πραγματική ρευστότητα πρέπει να γίνει ταξινόμηση της περιουσίας κατά βαθμό ρευστότητας και των υποχρεώσεών της κατά βαθμό ληκτότητας. Στα πάγια περιουσιακά στοιχεία πρέπει να αντιστοιχούν τα Διαρκή

Κεφάλαια (Ίδια Κεφάλαια και Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις). Στο κυκλοφορούν ενεργητικό, ή κεφάλαιο κίνησης, πρέπει να αντιστοιχούν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας μετράει το περίσσευμα των ρευστών κεφαλαίων πάνω από τις τρέχουσες υποχρεώσεις. Εκφράζει μια στατική αντίληψη του ποιοι παραγωγικοί πόροι είναι διαθέσιμοι σε μια δεδομένη χρονική στιγμή για να ικανοποιήσουν υποχρεώσεις της στιγμής αυτής.

$$\text{Γενική ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Όπου, το Κυκλοφορούν Ενεργητικό αναφέρεται στο άθροισμα των αποθεμάτων, των απαιτήσεων και των διαθεσίμων. Αυτό, περιλαμβάνει αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα και διαθέσιμα.

Ο Δείκτης της γενικής Ρευστότητας θα πρέπει να συνοδεύεται από αύξηση της αποδοτικότητας των Ίδιων Κεφαλαίων, του ποσοστού αποθεματοποίησης κερδών του ποσοστού μεταβολής των κερδών, του βαθμού παγιοποίησης του ενεργητικού και του βαθμού μεταβολής των Ίδιων Κεφαλαίων. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να μειώνεται ο βαθμός της Δανειακής Επιβάρυνσης και ο βαθμός της Δανειακής Πίεσης.²

² Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 255
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 44-45

1.4 Δανειακή Επιβάρυνση

Όταν μια ΑΕ συνάπτει συμφωνία με ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, για μια χρηματοδότηση, προσαυξάνει το βαθμό δανειακής επιβάρυνσής της, και ως εκ τούτου το χρηματοοικονομικό της κίνδυνο. Χρησιμοποιεί τη χρηματοοικονομική μόχλευση για να αυξήσει την απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων. Η σχέση του βαθμού δανειακής επιβάρυνσης με την πιστοληπτική ικανότητα είναι αντιστρόφως ανάλογη. Αυτές τις δύο μεταβλητές τις ονομάζουμε αρνητικά συσχετισμένες, και στη συνέχεια θα δούμε πως αλληλοεπηρεάζονται. Συνήθως, τα μακροπρόθεσμα δάνεια, λαμβάνονται για αγορές παγίων στοιχείων μεγάλου κόστους, όπως εδαφικές εκτάσεις, κτίρια και εγκαταστάσεις κτιρίων, αλλά και για μεγάλα μηχανήματα υψηλού κόστους. Ο δανειστής, έχει την ασφάλεια ότι δε θα ζημιωθεί, καθώς ο δανειζόμενος βάζει σε υποθήκη κάποιο ακίνητό του. Η ασφάλεια αυτή, έχει ως αποτέλεσμα, το επιτόκιο να κυμαίνεται σε χαμηλότερες τιμές από ό,τι στα βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Το ύψος της δανειακής επιβάρυνσης υπολογίζεται από τους παρακάτω τύπους:

- Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης (“debt ratio ή debt-to-assets ratio”)

$$\Sigma ΔΕ = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

- Δείκτης Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια (“debt-to-equity ratio”)

$$ΕΙΚ = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Και οι δύο συναρτήσεις παρέχουν τις ίδιες πληροφορίες στο χρήστη. Στον αριθμητή έχουμε τα Ξένα Κεφάλαια, που περιλαμβάνουν τις βραχυπρόθεσμες και τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις. Οι δανειστές προσδοκούν χαμηλά επίπεδα δανειακής επιβάρυνσης, για να σιγουρέψουν ότι υπάρχουν αρκετά ίδια κεφάλαια, που θα τους καλύψουν σε ενδεχόμενη χρεοκοπία της επιχείρησης. Ο δανειζόμενος επιδιώκει υψηλότερα επίπεδα του δείκτη, καθώς έτσι αυξάνει τα κέρδη του. Η δανειακή επιβάρυνση αποτελεί αριθμοδείκτη της δομής των κεφαλαίων μιας ΑΕ, αλλά και κάθε άλλης επιχείρησης. Δείχνει τι ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων της Εταιρείας καταλαμβάνουν τα Ξένα Κεφάλαια και ως αριθμοδείκτης, είναι ενδεικτική του βαθμού προστασίας των πιστωτών με Ίδια Κεφάλαια. Με άλλα λόγια, όσο χαμηλότερο είναι το ποσοστό των Ξένων Κεφαλαίων, τόσο χαμηλότερο είναι και το επίπεδο της δανειακής επιβάρυνσης.

Ανεξάρτητα από τις διαφορές που παρουσιάζονται στην απόδοση των κεφαλαίων της επιχείρησης, παρατηρούμε ότι η χρηματοοικονομική μόχλευση επιφέρει προβλήματα που μπορούν να αποβούν μοιραία. Αυτά τα ονομάζουμε χρηματοοικονομικές δυσχέρειες (“financial distress”), και εμφανίζονται μετά από υπερβολικό δανεισμό, με διάφορες μορφές όπως:

1. Απώλεια ικανών στελεχών που θα μπορούσαν να γλιτώσουν τη σχεδόν βέβαιη πτώχευση,
2. Εξαφάνιση της πιστοληπτικής ικανότητας, με αποτέλεσμα οι προμηθευτές να ζητούν άμεσες πληρωμές,
3. Απώλεια πελατών, λόγω αδυναμίας της επιχείρησης να παράγει τις επιθυμητές ποσότητες για να καλύψει τις παραγγελίες,
4. Έλλειψη αναγκαίων κεφαλαίων, κάτι που απαγορεύει από την επιχείρηση να ελπίζει σε επενδυτικά προγράμματα, που κάτω από άλλες συνθήκες θα αύξαναν τον πλούτο της και κατά συνέπεια των μετόχων της,
5. Από τη στιγμή που υπάρχει έλλειψη ρευστότητας, δε μπορεί να αγοράσει νέα μηχανήματα, κάτι που απαξιώνει τα ήδη υπάρχοντα. Έτσι η επιχείρηση θα γίνει μη ανταγωνιστική και θα χάσει μεγάλο μερίδιο της αγοράς,
6. Μια ενδεχόμενη πτώχευση, σημαίνει την πώληση των ήδη απαξιωμένων περιουσιακών στοιχείων, σε πολύ χαμηλότερες τιμές από ό,τι θα μπορούσε σε άλλη περίπτωση,
7. Στην περίπτωση αυτή, οι αμοιβές των δικηγόρων και τα διαχειριστικά και δικαστικά έξοδα κοστίζουν τόσο πολύ, που θα απορροφήσουν ένα μεγάλο μέρος,
8. Η αυξημένη πιθανότητα πτώχευσης της εταιρείας μειώνει δραματικά την πιστοληπτική της ικανότητα, και για να δανειστεί επιπλέον κεφάλαια το κόστος είναι πολύ μεγαλύτερο. Αυτό δυσχεράνει ακόμα περισσότερο τα αποτελέσματα χρήσης της.³

³ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 218-219

1.5 Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

Από τους πιο σημαντικούς παράγοντες για τη σωστή διαχείριση της δανειακής επιβάρυνσης μιας επιχείρησης είναι η μελέτη του επιπέδου της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων της (“Return of Equity”).

Η μέτρηση της αποδοτικότητας αποτελεί διαδικασία της εκτίμησης της προόδου, που κάνει η επιχείρηση, ως προς την επίτευξη των προκαθορισμένων στόχων της. Ταυτόχρονα περιέχει πληροφορίες όπως:

1. την αποτελεσματικότητα με την οποία οι επιχειρησιακοί πόροι μετατρέπονται σε προσφερόμενα προϊόντα και υπηρεσίες,
2. την αντιλαμβανόμενη ποιότητα των προϊόντων και υπηρεσιών από τους καταναλωτές,
3. την αποτελεσματικότητα των επιχειρησιακών διαδικασιών και τη συνεισφορά της καθεμιάς από αυτές, στους στόχους της επιχείρησης.

Ένα πετυχημένο σύστημα μέτρησης της αποδοτικότητας πρέπει να βοηθά την επιχείρηση να κατανοήσει τι λειτουργεί σωστά και τι όχι, με αποτέλεσμα να μπορεί να κρίνει ποια λειτουργία χρειάζεται βελτίωση, αλλά και ποια απαιτεί άμεση διακοπή.

Θεωρείται πολύ σημαντικό να υπάρχει άμεση ενημέρωση σε όλους τους τομείς της επιχείρησης, σχετικά με την απόδοσή της. Έτσι, θα πρέπει οι πληροφορίες αυτές να δημοσιοποιούνται σε όλη την ιεραρχία της, από τους εργαζόμενους μέχρι τους μετόχους, τους πωλητές, τους πελάτες αλλά και τους προμηθευτές. Η ενημέρωση, αυτή, του προσωπικού προσβλέπει και στην αξιολόγησή του. Η επιχείρηση συνδέει την αξιολόγηση με τις ανταμοιβές και την αναγνώριση, συσχετίζοντας τα οικονομικά και μη κίνητρα με την απόδοση.

Επίσης θα πρέπει να υπάρχει μια στρατηγική υλοποίησης που θα κάνει σαφείς τις αξίες, τις αρχές αλλά και το όραμα της επιχείρησης. Η διοίκηση της επιχείρησης θα πρέπει να καθοδηγεί λεπτομερώς όλες τις λειτουργίες για να μπορέσει να φτάσει στο αποτέλεσμα που επιθυμεί και να αποδώσει αναλόγως.

Ο τύπος που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων είναι ο παρακάτω:

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ένα ικανοποιητικό αποτέλεσμα. Συμβαίνει κατά τη διάρκεια μιας χρήσης να έχουμε αύξηση των ιδίων κεφαλαίων είτε με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, είτε από αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, ή για άλλους λόγους.

Ένας χαμηλός δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ενδεικτικός του ότι η επιχείρηση πάσχει σε κάποιο τομέα της (ανεπαρκής διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες κλπ). Αντίθετα, ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί, κάτι που μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της κλπ.

Παρατηρείται, λοιπόν, ότι η αποδοτικότητα της επιχείρησης αποτελεί ένα σημαντικότατο εργαλείο για να υπολογίσει το χρέος της και να μπορέσει να το διαχειριστεί.

1.6 Πιστοληπτική Ικανότητα

Σε μια οικονομία, όπου οι συναλλαγές πραγματοποιούνται με πίστωση, οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί διατρέχουν υψηλό κίνδυνο εμφάνισης πελατειακής επισφάλειας. Αυτό το πρόβλημα το χωρίζουμε σε δύο κύρια θέματα, την επιλογή των πελατών και το ύψος της χρηματοδότησης, που αναλογεί στον καθένα. Το ίδιο συμβαίνει με κάθε επιχείρηση που διαχειρίζεται σωστά το πελατολόγιό της.

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου πραγματοποιείται με βάση μια σειρά ενεργειών ως εξής:

- Αναζήτηση πληροφοριών σχετικές με τον εκάστοτε πελάτη,
- Ανάλυση των πληροφοριών αυτών,
- Λήψη απόφασης και έγκριση ή απόρριψη της αίτησης για πίστωση.

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων πραγματοποιείται με τη χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών δεικτών (“financial ratio analysis”), καθώς και με την ανάλυση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων (“source and use of funds analysis”). Ο αναλυτής (“credit controller”) ο οποίος θέλει να εκτιμήσει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης η οποία ζητά την πίστωση, ενδιαφέρεται ιδιαίτερα για τη ρευστότητά της, καθώς επίσης και για την ικανότητά της να πληρώσει τα χρέη της έγκαιρα. Στην περίπτωση αυτή, οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, που έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα, είναι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας (“acid test or quick ratio”), η κυκλοφοριακή ταχύτητα εισπρακτέων και αποθεμάτων (“accounts receivable turnover and inventory turnover”), η μέση περίοδος πληρωμής (“average payable period”), ο δείκτης ιδίων προς ξένα κεφάλαια (“net-worth-to-debt ratio”) και ο βαθμός κάλυψης υποχρεώσεων με ταμειακά διαθέσιμα (“cash-flow coverage ratio”).

Ο αναλυτής του τμήματος πίστης εξετάζει, ακόμα τις δυνατότητες της εταιρείας, τη θέληση και τη φήμη της διοίκησης της, τον επιχειρηματικό κίνδυνο αλλά και άλλους παράγοντες. Στη συνέχεια προσπαθεί να διαπιστώσει αν η εταιρεία είναι ικανή να καλύψει τις πιστώσεις τις οποίες ζητά και κατά πόσο είναι πιθανό να μην πληρώσει στην ώρα της ή ακόμα και καθόλου. Τα παραπάνω, σε συνάρτηση με το περιθώριο κέρδους, δίνουν στον αναλυτή τη δυνατότητα να κρίνει την πιστοληπτική ικανότητα της εταιρείας.

Οι οικονομολόγοι αναφέρουν τα πέντε C της πίστωσης από το αρχικό της λέξης (“credit”). Αυτά, είναι τα εξής:

1. *Character*, που απευθύνεται στην προσωπικότητα και το χαρακτήρα, ως τον

πιο σημαντικό παράγοντα για τη χορήγηση πίστωσης. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, ο πιστολήπτης θα εμφανιστεί τίμιος και θα προσπαθήσει να πληρώσει στην ώρα του.

2. *Collateral*, που αναφέρεται στην εξασφάλιση ή αλλιώς την υποθήκη, η οποία προσθέτει ασφάλεια στον πιστωτή.
3. *Capital*, για τα κεφάλαια του πιστολήπτη.
4. *Capacity*, για την ικανότητα της εξόφλησης των χρεών. Ο πιστολήπτης καλύπτει τις υποχρεώσεις του μέσω των ταμειακών ροών της επιχείρησής του. Αν ο αναλυτής είναι σε θέση να προβλέψει τη ρευστότητα της επιχείρησης στο άμεσο μέλλον, τότε μπορεί να υπολογίσει την πιστοληπτική ικανότητά του.
5. *Conditions*, για τις συνθήκες της εθνικής οικονομίας ή του κλάδου, στον οποίο δραστηριοποιείται ο πιστολήπτης.

Είναι πολύ σημαντικό για τον πιστωτή να μπορεί να κρίνει ποιος πιστολήπτης είναι εχέγγυος και ποιος όχι. Αρκεί να σκεφτούμε, ότι με αυτό τον τρόπο, ο χρηματοδότης, γίνεται επενδυτής στην εταιρεία του δανειζομένου, με έμμεσο τρόπο, καθώς ενδιαφέρεται για το ύψος των κερδών του, ώστε να εξασφαλίσει την πληρωμή του. Ακόμα, πρέπει να γνωρίζουμε ότι είναι τελείως υποκειμενικό θέμα η έγκριση για πίστωση. Είναι στην κρίση του αναλυτή πια μέθοδο θα χρησιμοποιήσει και αν αυτή θα αποδειχθεί σοφή επιλογή.⁴

⁴ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 118

Κεφάλαιο 2: Κόστος Κεφαλαίου

Το κόστος κεφαλαίου (“cost of capital”) μιας επιχείρησης είναι το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων (“opportunity cost of funds”) που έχουν όλοι οι μέτοχοι και οι δανειστές της. Είναι η απόδοση της καλύτερης εναλλακτικής που είναι διαθέσιμη, δηλαδή η υψηλότερη απόδοση που μπορεί να έχει ένας επενδυτής αν επιλέξει να μην επενδύσει σε ένα συγκεκριμένο πρόγραμμα. Από αυτό, μπορούμε να καταλάβουμε ότι άλλα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία φέρουν τον ίδιο κίνδυνο, θα προσφέρουν ακριβώς την ίδια απόδοση. Έτσι, λέμε ότι το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση που πρέπει να αποκομίζει η επιχείρηση από τις επενδύσεις της, με αποτέλεσμα οι επενδυτές της να κερδίζουν την απαιτούμενη από αυτούς απόδοση (“required rate of return”).

Σε περίπτωση που ο βαθμός απόδοσης του επενδυτικού προγράμματος υπερβαίνει το κόστος των κεφαλαίων, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότησή του, το πλεόνασμα που δημιουργείται μετά την αποπληρωμή τους το μοιράζονται οι μέτοχοι της επιχείρησης. Κατά συνέπεια, η αποδοχή ενός προγράμματος, του οποίου ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου, αυξάνει τη χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης, και επομένως και τον πλούτο των μετόχων της. Αντιθέτως, αν η επιχείρηση αποδεχθεί ένα επενδυτικό πρόγραμμα με απόδοση μικρότερη από το κόστος του κεφαλαίου, η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της θα μειωθεί. Τέλος, στην περίπτωση που η απόδοση είναι ίση με το κόστος κεφαλαίου, η μετοχή θα μείνει λογικά αμετάβλητη. Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση μιας επένδυσης που αφήνει την τιμή της μετοχής της επιχείρησης αμετάβλητη.

Η διαδικασία του υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου περιλαμβάνει πραγματοποιείται με αφού ληφθούν υπ’ όψιν οι παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Τα ενδεχόμενα επενδυτικά προγράμματα, που εξετάζονται από την επιχείρηση, εμπεριέχουν τον ίδιο κίνδυνο με τα ήδη υπάρχοντα προγράμματα, που σημαίνει ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος παραμένει σταθερός.
2. Η πολιτική του μερίσματος της επιχείρησης παραμένει σταθερή.
3. Η διάρθρωση των κεφαλαίων παραμένει σταθερή, κάτι που σημαίνει ότι και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος παραμένει σταθερός.

Οι προϋποθέσεις αυτές είναι σημαντικές, διότι αν το κεφάλαιο δεν παραμένει σταθερό δεν είμαστε σε θέση να υπολογίσουμε το κόστος του. Έπειτα, ο

υπολογισμός του κόστους πραγματοποιείται στα εξής στάδια:

1. Γίνεται η επιλογή των πηγών που θα χρηματοδοτήσουν το επενδυτικό πρόγραμμα και έπειτα καθορίζεται το ποσοστό κατά το οποίο θα συνεισφέρει η καθεμιά από αυτές.
2. Υπολογίζουμε το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης.
3. Υπολογίζουμε το συνολικό κόστος του κεφαλαίου, χρησιμοποιώντας τα παραπάνω στοιχεία (ποσοστό συμμετοχής και κόστος της κάθε πηγής).

2.1 Κόστος Πηγών Χρηματοδότησης

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διάφορες πηγές για να αντλήσουν τα κεφάλαια, που χρειάζονται για να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις τους. Αυτές που εμφανίζονται συχνότερα είναι τα δανειακά κεφάλαια ή αλλιώς χρέος, οι προνομιούχες μετοχές, και οι κοινές μετοχές. Είναι πολύ σημαντικό κομμάτι της διαχείρισης του χρέους, να αναφερθούμε στο κόστος που επιβαρύνει την επιχείρηση από την κάθε πηγή χρηματοδότησης.

Η διοίκηση της κάθε επιχείρησης εκδίδει αξιόγραφα, όπως ομολογίες, κοινές μετοχές κλπ, τα οποία πουλά στους επενδυτές, για να αντλήσει τα απαιτούμενα κεφάλαια που θα χρηματοδοτήσουν της δραστηριότητές της. Οι επενδυτές, προκειμένου να αποδεχτούν το εκάστοτε πρόγραμμα, το οποίο τους προτείνει η επιχείρηση, απαιτούν να έχουν μια προκαθορισμένη απόδοση. Η απόδοση, που απαιτείται για την αγορά του κάθε επενδυτικού προγράμματος, αποτελεί το κόστος της συγκεκριμένης επένδυσης για την επιχείρηση. Έτσι, θα πρέπει το κόστος της επένδυσης να ισούται με την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές.

2.1.1 Κόστος Ομολογιακού Δανείου

Ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου αναφέρεται σε μακροχρόνιες επενδύσεις, οπότε και τα δανειακά κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση θα πρέπει να είναι μακροπρόθεσμα. Αυτό, συνεπάγεται την προσπάθεια της επιχείρησης για χρονική ταύτιση του επενδυτικού προγράμματος και της χρηματοδότησης.

Οι εταιρικές ομολογίες (“bonds”) αποτελούν χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιου μακροπρόθεσμου δανεισμού. Έτσι, το κόστος του ομολογιακού δανείου (“cost of debt”) ορίζεται το προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο εξισώνει την πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση από το δάνειο, με την παρούσα αξία των εξόδων

που καταβάλλονται από την επιχείρηση για την αποπληρωμή του, αφού προσαρμοστούν αναλόγως με το συντελεστή της φορολογίας.

Έτσι για να υπολογίσουμε το κόστος του ομολογιακού δανείου υπάρχουν δύο στάδια:

1. Υπολογίζουμε το κόστος του δανείου πριν τους φόρους, προσαρμοσμένο στο κόστος έκδοσης και διάθεσής του (“before-tax flotation-adjusted cost of bond”). Η διαδικασία γίνεται με τον παρακάτω τύπο:

$$NP = \sum_{t=1}^n \frac{l_t}{(1 + k_d)^t} + \frac{FV}{(1 + k_d)^n}$$

όπου:

- NP, η πραγματική ταμειακή εισροή (net proceeds) στην επιχείρηση από το ομολογιακό δάνειο,
- l_t , το ετήσιο τοκομερίδιο σε νόμισμα,
- n , ο αριθμός των ετών που διαρκεί η ομολογία,
- FV , η ονομαστική αξία της ομολογίας
- k_d , το κόστος του ομολογιακού δανείου.

Αν ο επενδυτής είναι τράπεζα, τότε ο τύπος μετασχηματίζεται ως:

$$NP = \sum_{t=1}^n \frac{l_t + P_t}{(1 + k_d)^t}$$

όπου:

- NP, η πραγματική ταμειακή εισροή στην επιχείρηση από το τραπεζικό δάνειο,
 - l_t , η ετήσια πληρωμή του τόκου σε νόμισμα,
 - P_t , η ετήσια πληρωμή του χρεολυσίου
 - n , ο αριθμός των ετών που διαρκεί το δάνειο,
 - k_d , το κόστος του τραπεζικού δανείου.
2. Υπολογίζουμε το κόστος του ομολογιακού δανείου μετά από του φόρους, προσαρμόζοντας το κόστος που βρήκαμε με τον εκάστοτε συντελεστή φορολογίας, που ισχύει για την επιχείρηση. Η διαδικασία αυτή είναι απαραίτητη, επειδή οι ομολογίες παρέχουν στους κατόχους τον τόκο, ο οποίος εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα της επιχείρησης. Επομένως,

το κόστος του ομολογιακού δανείου θα πρέπει να προσαρμοστεί λόγω αυτής της ωφέλειας φόρου. Ο παρακάτω τύπος υπολογίζει το κόστος του ομολογιακού δανείου μετά τους φόρους:

$$k_{dt} = k_d \times (1 - t)$$

όπου:

- k_{dt} , το μετά από φόρους κόστος του ομολογιακού δανείου
- k_d , το προ φόρων κόστος του ομολογιακού δανείου
- t , ο οριακός συντελεστής φορολόγησης της επιχείρησης

Το k_{dt} είναι το οριακό κόστος του νέου ομολογιακού δανείου που θα εκδώσει η επιχείρηση για να χρηματοδοτήσει το επενδυτικό πρόγραμμα και όχι το κόστος των ομολογιακών δανείων που είχε στο παρελθόν. Επίσης η μείωση του κόστους λόγω της φορολογίας έχει βάση μόνο όταν η επιχείρηση έχει κέρδη. Σε αντίθετη περίπτωση το κόστος του ομολογιακού δανείου είναι k_d και όχι k_{dt} .

2.1.2 Κόστος Προνομιούχων Μετοχών

Η αξία των προνομιούχων μετοχών στο χρηματιστήριο βασίζεται στην υποχρεωτική καταβολή ενός σταθερού μερίσματος, το οποίο είναι ποσοστό της ονομαστικής αξίας της προνομιούχου μετοχής. Αυτό μας δείχνει ότι η αποτίμησή τους είναι παρόμοια με την αποτίμηση των διηνεκών ομολογιών. Για τον υπολογισμό του κόστους των προνομιούχων μετοχών χρησιμοποιούμε τον τύπο

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{M_0}$$

όπου:

- D_{ps} , το ετήσιο μέρισμα της προνομιούχου μετοχής,
- M_0 , η πραγματική ταμειακή εισροή ανά προνομιούχο μετοχή, την οποία θα έχει η επιχείρηση από την έκδοση προνομιούχων μετοχών,
- k_{ps} , το κόστος των προνομιούχων μετοχών.

Η παραπάνω παραδοχή ισχύει στις ΗΠΑ. Στην Ελλάδα, το σταθερό μέρισμα που καταβάλλει υποχρεωτικά στους προνομιούχους μετόχους η επιχείρηση είναι τόσο χαμηλό, που η αποτίμηση της αξίας των προνομιούχων μετοχών πρέπει να γίνεται με τρόπο παρόμοιο με εκείνον των κοινών μετοχών.

2.1.3 Κόστος Παρακρατημένων ή Αδιανέμητων Κερδών

Μια επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει Ίδια Κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει νέα επενδυτικά προγράμματα με δύο τρόπους:

1. Με τη χρησιμοποίηση των παρακρατημένων ή αδιανέμητων κερδών (“retained earnings”) της χρήσης αυτής (καθώς τα παρακρατημένα κέρδη των παλαιότερων χρήσεων έχουν ήδη επενδυθεί).
2. Με την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος των παρακρατημένων κερδών ή αποθεματικών είναι ίσο με την απόδοση, την οποία απαιτούν οι μέτοχοι της συγκεκριμένης επιχείρησης να έχουν από τις μετοχές τους για να τις διακρατήσουν. Αυτό συμβαίνει διότι τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης είτε διανέμονται στους μετόχους της είτε παρακρατούνται. Τα διανεμημένα κέρδη επενδύονται από τους μετόχους σε μετοχές, ομολογίες κλπ. Αντίθετα, τα αδιανέμητα ή παρακρατημένα κέρδη επενδύονται από την επιχείρηση σε διάφορα επενδυτικά προγράμματα, και θα πρέπει να αποφέρουν απόδοση τουλάχιστον ίση με την απόδοση, που θα αποκόμιζαν οι μέτοχοι της επιχείρησης εάν τα επένδυαν σε εναλλακτικές επενδύσεις με ανάλογο κίνδυνο. Διαφορετικά, θα πρέπει να διανεμηθούν στους μετόχους και να μην παρακρατηθούν.

Το κόστος των παρακρατημένων κερδών είναι ίσο με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση, για να αγοράσουν την κοινή μετοχή της συγκεκριμένης επιχείρησης. Συνεπώς, αυτό που μας ενδιαφέρει είναι να βρούμε το κόστος των κοινών μετοχών (“cost of common stock”) της επιχείρησης. Η μέτρηση του κόστους αυτού παρουσιάζει αρκετές δυσκολίες.

Χρησιμοποιούνται τρεις διαφορετικές μέθοδοι για τη μέτρηση του κόστους των κοινών μετοχών, οι οποίες είναι οι εξής:

- a) Η προσέγγιση με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (“Capital Asset Pricing Model - CAPM”):

Δείχνει τον τρόπο με τον οποίο αποτιμά η αγορά τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία. Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, η απόδοση την οποία απαιτούν οι επενδυτές να έχει μια μετοχή για να την αγοράσουν (και επομένως το κόστος της μετοχής), ισούται με μια απόδοση χωρίς κίνδυνο συν μια ανταμοιβή για τον κίνδυνο τον οποίο αναλαμβάνουν για την αγορά της μετοχής. Η ανταμοιβή για τον κίνδυνο εξαρτάται από το συντελεστή β της μετοχής και την ανταμοιβή του κινδύνου που ενέχει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Άρα, η απαιτούμενη απόδοση μιας μετοχής βρίσκεται με τον εξής τύπο:

$k_s = \text{Απόδοση χωρίς κίνδυνο} + \text{Ανταμοιβή για τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο} \Rightarrow$

$$k_s = r_F + (r_M - r_F)\beta$$

Όπου:

- k_s , η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής, και επομένως το κόστος των παρακρατημένων κερδών ή της κοινής μετοχής,
- r_F , η απόδοση χωρίς κίνδυνο,
- r_M , η αναμενόμενη απόδοση ολόκληρης της αγοράς
- β , ο συντελεστής της μετοχής.

Στην πραγματικότητα, δεν υπάρχει επένδυση, η οποία να μην ενέχει κίνδυνο. Για αυτόν το λόγο οι περισσότεροι αναλυτές χρησιμοποιούν την απόδοση των εντόκων γραμματίων του Ελληνικού Δημοσίου ως μια προσέγγιση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο.

Ο συντελεστής β μιας μετοχής μετρά την ευαισθησία, που παρουσιάζει η απόδοση της μετοχής σε μεταβολές της απόδοσης του δείκτη της αγοράς. Είναι ένα μέτρο του συστηματικού κινδύνου, που ενέχει η μετοχή.

Παράδειγμα:

Σε μια επιχείρηση, τα τρίμηνα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου αποδίδουν 8% και έχει υπολογίσει ότι ο συντελεστής β της μετοχής είναι 1,2. Η αναμενόμενη απόδοση ολόκληρης της αγοράς θα είναι 15%.

Άρα, χρησιμοποιώντας τη μέθοδο CAPM υπολογίζουμε το κόστος της μετοχής της επιχείρησης.

$$\begin{aligned} k_s &= r_F + (r_M - r_F)\beta \Rightarrow \\ k_s &= (0,08) + [(0,15 - 0,08) \times (1,2)] \Rightarrow \\ k_s &= 16,40\% \end{aligned}$$

b) Η προσέγγιση με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (“dividend discount model”):

Καθορίζει ότι η τιμή μιας κοινής μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων, που θα διανείμει η μετοχή αυτή, προεξοφλημένων με την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Δηλαδή, ισχύει το εξής:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1 + k_s)} + \frac{D_2}{(1 + k_s)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1 + k_s)^\infty}$$

Όπου:

- P_0 , η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής,
- D , τα ετήσια μερίσματα ανά μετοχή, τα οποία αντιστοιχούν στα έτη 1, 2, ..., ∞
- K_s , η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση για να αγοράσουν τη μετοχή (δηλαδή το κόστος της κοινής μετοχής).

Στην προηγούμενη εξίσωση, λύνοντας ως προς την απόδοση K_s , αν υποθέσουμε ότι τα μερίσματα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνονται με σταθερό αριθμό g και το k_s είναι μεγαλύτερο από το g (αν $k_s < g$ τότε το υπόδειγμα δίνει αποτελέσματα χωρίς νόημα διότι ο παρονομαστής είναι αρνητικός αριθμός), τότε θα έχουμε:

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Όπου D_1 είναι το μέρισμα ανά μετοχή που αναμένεται να πληρωθεί στο τέλος της πρώτης περιόδου.

Έτσι, το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου υπολογίζονται με τον παρακάτω τύπο:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Ακόμα, υποτίθεται ότι τα μερίσματα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνονται με ανατοκίζόμενο επιτόκιο g για πάντα.

Παράδειγμα:

Μια επιχείρηση με μετοχές με τρέχουσα αξία 10.000€ και περιμένει μέρισμα ανά μετοχή ίσο με 500€ στο τέλος της περιόδου. Τα μερίσματα ανά μετοχή αναμένεται να αυξάνονται με ρυθμό 10% το χρόνο. Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δίνεται από τη σχέση:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g = \frac{500}{10000} + 10\% = 5\% + 10\% = 15\%$$

c) Η προσέγγιση της ανταμοιβής για τον κίνδυνο:

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο από ό,τι οι δανειστές της, και επομένως θα πρέπει να ζητούν μια ανταμοιβή για τον πρόσθετο αυτό κίνδυνο (“risk premium”). Άρα, η απαιτούμενη απόδοση των μετοχών θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη από την απόδοση που απαιτούν οι δανειστές της επιχείρησης, κατά μια απόδοση που ισούται με την ανταμοιβή τους για τον πρόσθετο κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

$$k_s = k_d + RP$$

Όπου:

- k_s , η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής και επομένως το κόστος των παρακρατημένων κερδών,
- k_d , το προ φόρων κόστος του ομολογιακού κινδύνου,
- RP , μια ανταμοιβή για τον πρόσθετο κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές.

Η προσέγγιση αυτή έχει δύο μειονεκτήματα τα οποία είναι τα εξής:

- Η μέθοδος αυτή δεν επιτρέπει τη διαχρονική της ανταμοιβής για τον κίνδυνο
- Το ποσοστό της ανταμοιβής εκτιμάται από όλες γενικά της επιχειρήσεις, επομένως η μέθοδος αυτή είναι λιγότερο ακριβής από ό,τι άλλες μέθοδοι, οι οποίες εκτιμούν απευθείας την απαιτούμενη απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου.

2.1.4 Κόστος Νέων Κοινών Μετοχών

Εάν τα παρακρατημένα κέρδη δεν είναι αρκετά για να καλύψουν τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων, τότε η επιχείρηση θα πρέπει να εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να λάβει υπόψη της και το κόστος έκδοσης και διάθεσης (“floatation cost”) των νέων μετοχών. Η πιο διαδεδομένη πρακτική είναι να χρησιμοποιείται το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων, τροποποιημένο με τέτοιο τρόπο ώστε να λαμβάνει υπόψη του το γεγονός ότι η επιχείρηση θα έχει μικρότερες ταμειακές εισροές από την έκδοση νέου κοινού μετοχικού κεφαλαίου, από ό,τι αν είχε χρησιμοποιήσει παρακρατημένα κέρδη.

Εάν υπολογίσουμε το κόστος έκδοσης και διάθεσης, που αντιστοιχεί σε κάθε μια νεοεκδιδόμενη μετοχή και το αφαιρέσουμε από την τρέχουσα χρηματιστηριακή

αξία της μετοχής, θα λάβουμε την καθαρή είσπραξη ανά μετοχή, την οποία θα πάρει η επιχείρηση. Για τον υπολογισμό του κόστους της νέας κοινής μετοχής χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο:

$$k_e = \frac{D_1}{NP} + g$$

Όπου:

- k_e , το κόστος της νεοεκδιδόμενης κοινής μετοχής,
- NP , η πραγματική ταμειακή εισροή που έχει η επιχείρηση από κάθε νεοεκδιδόμενη μετοχή.

Παράδειγμα:

Οι μέτοχοι μιας επιχείρησης έλαβαν πρόσφατα μέρισμα 5€ ανά μετοχή και αναμένουν το μέρισμα αυτό να αυξάνει στο μέλλον με ετήσιο ρυθμό 10%. Εάν η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής είναι 100€ και το κόστος έκδοσης και διάθεσης νέων κοινών μετοχών ανέρχεται σε 15% της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής, τότε η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση είναι:

$$k_e = \frac{D_1}{NP} + g = \frac{D_0(1+g)}{NP} + g \Rightarrow$$
$$k_e = \frac{5(1 + 0,10)}{100 - (0,15 \times 100)} + 0,10 = 0,1647$$

Δηλαδή, η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση της νεοεκδιδόμενης κοινής μετοχής είναι ίση με 16,47%.⁵

⁵ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 151-152
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ.100-113

Κεφάλαιο 3: Μόχλευση (“Leverage”)

Με τον όρο μόχλευση εννοούμε τη χρησιμοποίηση από την επιχείρηση ενεργητικών (λειτουργική μόχλευση) και παθητικών (χρηματοοικονομική μόχλευση) στοιχείων, η οποία συνεπάγεται σταθερό κόστος και αποβλέπει στην καταλυτική αύξηση των αποδόσεων. Ο ορισμός της λέξης μόχλευση στη φυσική είναι η χρησιμοποίηση ενός μοχλού για την ανύψωση βάρους με λίγη δύναμη.

Μια επιχείρηση χρησιμοποιεί λειτουργική και χρηματοοικονομική μόχλευση προσδοκώντας την επίτευξη αποδόσεων, οι οποίες υπερβαίνουν το σταθερό κόστος των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων και συνεπώς αυξάνουν τις αποδόσεις των κοινών μετοχών. Όμως, η μόχλευση αυξάνει τη μεταβλητότητα των αποδόσεων αυτών, γεγονός που αποτελεί βασικό μειονέκτημα.

Είναι ιδιαίτερα σημαντική για τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές λόγω του ότι δίνει έμφαση στις σχέσεις κινδύνου και απόδοσης (“risk-return trade-off”).

3.1 Ανάλυση Νεκρού Σημείου

Νεκρό σημείο είναι το ποσό εκείνο των πωλήσεων (κύκλο εργασιών), με το οποίο μια επιχείρηση καλύπτει ακριβώς τόσο τα σταθερά όσο και τα μεταβλητά της έξοδα, χωρίς να πραγματοποιεί ούτε κέρδος ούτε ζημιά. Το νεκρό σημείο αποτελεί σημαντικό αντικείμενο μελέτης και ανάγεται στη σφαίρα της αναλύσεως των πωλήσεων μιας επιχείρησης.

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

Το σταθερό μέρος του κόστους αποτελείται από τις δαπάνες εκείνες, που παραμένουν αμετάβλητες και ανεξάρτητες από το ύψος των πωλήσεων. Τέτοιες δαπάνες αποτελούν τα έξοδα διοικήσεως, οι αποσβέσεις, τα ενοίκια γραφείων, μηχανών, τα χρηματοοικονομικά έξοδα κλπ. Αντίθετα, οι μεταβλητές δαπάνες είναι ανάλογες προς το ύψος των πωλήσεων ή τον κύκλο εργασιών μιας επιχείρησης.

Πάνω από όλα, η ανάλυση του νεκρού σημείου θα πρέπει να θεωρηθεί ως οδηγός για τη λήψη ορθολογικών επιχειρηματικών και όχι ως μέσο κριτικής των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Ο υπολογισμός του νεκρού σημείου δείχνει το ελάχιστο ύψος πωλήσεων (κύκλου εργασιών), που πρέπει να πραγματοποιεί μια επιχείρηση για να καλύπτονται τόσο οι σταθερές όσο και οι μεταβλητές δαπάνες της.

Είναι αυτονόητο ότι κάθε επιχείρηση έχει το δικό της νεκρό σημείο και είναι εκείνο στο οποίο οι πωλήσεις της ισούνται με το συνολικό κόστος παραγωγής των προϊόντων της, οπότε το οικονομικό της αποτέλεσμα είναι μηδέν. Αν οι πωλήσεις της επιχείρησης είναι μεγαλύτερες του νεκρού σημείου, τότε αυτή πραγματοποιεί κέρδος, ενώ αν είναι χαμηλότερες, πραγματοποιεί ζημιά.

Η ανάλυση του νεκρού σημείου είναι δυνατόν να εμπλουτισθεί και με ανάλυση ευαισθησίας (“sensitivity analysis”). Είναι η επίδραση, που ασκείται στο νεκρό σημείο από τη μεταβολή ενός από τους παράγοντες που το διαμορφώνουν, με βασική προϋπόθεση ότι όλοι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί (“ceteris paribus”).

3.1.1 Οι μέθοδοι υπολογισμού του νεκρού σημείου (break even techniques)

1. Η μέθοδος της μαθηματικής ισότητας

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο η σχέση ανάμεσα στις μεταβλητές δαπάνες, τις σταθερές δαπάνες, και τις πωλήσεις μιας επιχείρησης ορίζεται ως εξής:

$$\Pi = F + V + K$$

όπου:

- Π , η αξία των πωλήσεων,
- F , το σταθερό κόστος,
- V , το μεταβλητό κόστος,
- K , το καθαρό κέρδος.

Όμως στο νεκρό σημείο το κέρδος της επιχείρησης είναι ίσο με μηδέν, οπότε η παραπάνω σχέση παίρνει τη μορφή:

$$\Pi = F + V$$

Τα έσοδα πωλήσεων εξαρτώνται από το γινόμενο των πωληθέντων μονάδων και της τιμής τους. Οι σταθερές δαπάνες δε μεταβάλλονται, ενώ όπως υποθέσαμε παραπάνω, οι μεταβλητές δαπάνες είναι ανάλογες του ύψους παραγωγής των πωληθέντων μονάδων, οπότε η προηγούμενη εξίσωση γίνεται:

$$P \cdot X = F + AV \cdot X$$

όπου:

- P , η τιμή πώλησης του προϊόντος,
- X , η ζητούμενη ποσότητα του πωληθέντος προϊόντος,
- F , το συνολικό σταθερό κόστος της παραγωγής,
- AV , το μεταβλητό κόστος ανά μονάδα προϊόντος.

Λύνοντας ως προς X έχουμε:

$$X = \frac{F}{(P - AV)}$$

2. Η μέθοδος του μεικτού κέρδους (contribution margin method)

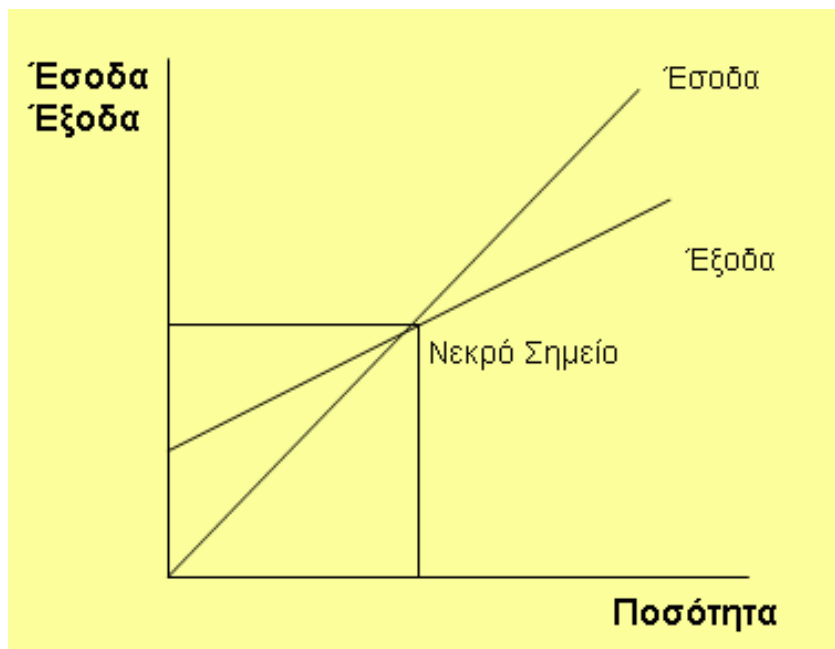
Είναι ουσιαστικά μια επέκταση της μεθόδου της μαθηματικής ισότητας, η οποία δείχνει καλύτερα τις σχέσεις μεταξύ κόστους, πωλήσεων και κερδών της επιχείρησης. Προκειμένου να υπολογίσουμε το νεκρό σημείο σε αξία πωλήσεων θα πρέπει να βρούμε το συντελεστή του μικτού κέρδους. Αυτός ο συντελεστής υπολογίζεται ως εξής:

$$\alpha = \frac{(P - AV)}{P}$$

3. Η μέθοδος της γραφικής παράστασης

Η συγκεκριμένη μέθοδος, απαιτεί το σχεδιασμό του διαγράμματος του νεκρού σημείου, δίνοντας έμφαση κυρίως στο ίδιο το σημείο, αλλά και σε άλλα τμήματα του διαγράμματος, όπως το κομμάτι που μια επιχείρηση έχει κέρδη, και το τμήμα που έχει ζημιές. Στον κάθετο άξονα του διαγράμματος εμφανίζονται τα έσοδα και τα έξοδα, ενώ στον οριζόντιο άξονα εμφανίζονται οι μονάδες πώλησης, ή η αξία πωλήσεων, ή ακόμα και η παραγωγική δυναμικότητα της εκάστοτε επιχείρησης. Εμφανίζονται οι ευθείες των σταθερών εξόδων, των μεταβλητών εξόδων και από το άθροισμά τους προκύπτει η ευθεία των συνολικών εξόδων. Ακόμα εμφανίζεται η ευθεία των συνολικών εσόδων της επιχείρησης. Το σημείο τομής της ευθείας των συνολικών εξόδων της επιχείρησης με την ευθεία των συνολικών εσόδων είναι το νεκρό σημείο της.

Ένα τυπικό διάγραμμα νεκρού σημείου έχει την εξής μορφή:



3.1.2 Μειονεκτήματα Ανάλυσης Νεκρού Σημείου

Η ανάλυση του νεκρού σημείου θεωρείται πολύ σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και διοίκησης, αλλά μειονεκτεί εξαιτίας των λόγων που ακολουθούν:

1. Η σχέση μεταξύ του κόστους, του όγκου των πωλήσεων και των κερδών θεωρείται ότι είναι γραμμική. Για να ισχύσει αυτό, όμως, θα πρέπει να υποθέσουμε ότι η κλίμακα της παραγωγής είναι περιορισμένη.
2. Η γραμμή των συνολικών εσόδων από πωλήσεις θεωρείται ότι αυξάνει γραμμικά, ανάλογα με την αύξηση της παραγόμενης και πωλούμενης ποσότητας. Αυτό, ισχύει όσο η τιμή πώλησης παραμένει σταθερή. Σε αντίθετη περίπτωση, θα πρέπει να έχουμε διαφορετικές γραμμές εσόδων και τότε να υπολογίσουμε τα αντίστοιχα νεκρά σημεία.

Αν έχουμε διαφορετικές τιμές πώλησης αναλόγως της πωλούμενης ποσότητας, η γραμμή των συνολικών εσόδων είναι καμπύλη και είναι πιθανό να έχουμε δύο νεκρά σημεία. Το διάγραμμα αυτό λέγεται μη γραμμικό διάγραμμα του νεκρού σημείου. Στην περίπτωση αυτή, η περιοχή μεταξύ των δύο νεκρών σημείων είναι κερδοφόρος, ενώ οι περιοχές πριν και μετά τα δύο νεκρά σημεία είναι ζημιογόνοι. Στην πρώτη περιοχή υπάρχει ζημία μέχρι το σημείο που τα έσοδα καλύπτουν το σταθερό και το μεταβλητό κόστος, και η δεύτερη περιοχή λόγω χαμηλής απόδοσης. Ένας άλλος λόγος εμφάνισης δύο νεκρών σημείων είναι και ότι το συνολικό κόστος δεν είναι

- μια ευθεία γραμμή.
3. Για την ανάλυση του νεκρού σημείου υποθέτουμε ότι η σύνθεση της παραγωγής είναι σταθερή, καθώς και των πωλήσεων. Αν αυτό αλλάξει, δηλαδή αν η επιχείρηση θελήσει να αλλάξει την παραγωγή της, και να παράγει περισσότερο από κάποιο προϊόν και λιγότερο από κάποιο άλλο, τότε θα πρέπει να υπολογίσουμε νέο νεκρό σημείο. Ο μόνος τρόπος, για να μη χρειαστεί νέος υπολογισμός του νεκρού σημείου, θα ήταν να είναι σταθερός και ίδιος, για όλα τα προϊόντα, ο λόγος του συνολικού μεταβλητού κόστους.
 4. Τέλος, μειονέκτημα αποτελεί το ότι η ανάλυση είναι στατική. Αυτό σημαίνει ότι αν μεταβληθεί η σύνθεση των στοιχείων ή οι τιμές, τότε επιβάλλεται υπολογισμός του νεκρού σημείου εκ νέου. Έτσι, καταλήγουμε ότι πιο χρήσιμη είναι η χρήση του νεκρού σημείου σε σταθερούς κλάδους, παρά σε δυναμικούς.⁶

3.2 Επιχειρηματικός Κίνδυνος (“business risk”)

Επιχειρηματικός κίνδυνος λέγεται ο κίνδυνος, που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης, η οποία δε χρησιμοποιεί Ξένα ή Δανεικά Κεφάλαια. Είναι άμεσα συνδεδεμένος με τις επενδυτικές αποφάσεις, που λαμβάνει η διοίκηση κατά τη σύσταση του ενεργητικού της. Ο κίνδυνος αυτός, πηγάζει από την αβεβαιότητα των προβλεπόμενων ταμειακών ροών της επιχείρησης. Αυτή η αβεβαιότητα οφείλεται στην αβεβαιότητα των λειτουργικών κερδών που θα έχει η επιχείρηση και των κεφαλαίων που θα πρέπει να επενδύσει.

Το επίπεδο του επιχειρηματικού κινδύνου σε μια επιχείρηση το βρίσκουμε με το Δείκτη Απόδοσης Συνολικών Κεφαλαίων (“ROIC, Return On Invested Capital”).

$$ROIC = \frac{EBIT(1 - T)}{IC}$$

όπου:

- *EBIT*, (“Earnings before interest and taxes”) τα κέρδη προ τόκων και φόρων
- *T*, (“Taxes”) οι φόροι
- *IC*, (“Invested Capital”) τα επενδυμένα κεφάλαια ή το σύνολο των απασχολούμενων κεφαλαίων.

⁶ Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Νιάρχος, 2004, σελ. 301-328
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 192-200

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου συνδυάζει τις δύο παραπάνω πηγές αβεβαιότητας και με τη μεταβλητότητά της μετράμε το μεμονωμένο επιχειρηματικό κίνδυνο.

Οι σημαντικότεροι παράγοντες, από τους οποίους εξαρτάται ο επιχειρηματικός κίνδυνος, είναι οι εξής:

1. Η μεταβλητότητα της ζήτησης των προϊόντων που πουλά η επιχείρηση,
2. Η μεταβλητότητα των τιμών, στις οποίες πουλά η επιχείρηση τα προϊόντα της,
3. Η μεταβλητότητα του κόστους που έχουν οι εισροές της,
4. Η ικανότητα προσαρμογής των τιμών αυτών, σε μεταβολές του κόστους εισροών,
5. Η ικανότητα ανάπτυξης νέων προϊόντων σε συγκεκριμένο χρόνο και τρόπο,
6. Η έκθεση της επιχείρησης σε συναλλαγματικό ή πολιτικό κίνδυνο,
7. Η έκταση κατά την οποία η επιχείρηση χρησιμοποιεί μεθόδους παραγωγής σταθερού κόστους (επίπεδο λειτουργικής μόχλευσης).⁷

3.3 Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος (“Financial Risk”)

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι αποτέλεσμα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Όταν η διοίκηση αυξάνει το κεφάλαιο της επιχείρησης με δανεισμό, κάνει χρήση μόχλευσης για να αυξήσει την απόδοση τη περιουσίας της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή, ο επιχειρηματικός κίνδυνος υπάρχει και επιβαρύνει μόνο τους κοινούς μετόχους. Η χρήση Ξένου Κεφαλαίου αυξάνει τη μεταβλητότητα των κερδών προ φόρων, και κατά συνέπεια την αβεβαιότητα των καθαρών εσόδων και των κερδών προς διάθεση. Είναι γνωστό ότι με τη χρήση δανειακών κεφαλαίων, αυξάνεται η αναμενόμενη απόδοση των ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης. Για να συμβεί όμως αυτό, θα πρέπει να η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού της επιχείρησης να είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού μετριέται με τον δείκτη:

⁷ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 30
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 201-202

$$AAE = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \quad 8$$

3.4 Λειτουργική Μόχλευση (“Operational Leverage”)

Ως λειτουργική μόχλευση, ορίζεται η αντικατάσταση των μεθόδων παραγωγής μεταβλητού κόστους μιας επιχείρησης, με μεθόδους σταθερού κόστους. Ο σκοπός της μεταβολής, αυτής, είναι οι νέες πωλήσεις να οδηγήσουν σε μεγαλύτερες μεταβολές των καθαρών λειτουργικών κερδών της επιχείρησης.

Απόρροια αυτού, είναι να χρειάζεται πολύ μεγαλύτερες πωλήσεις, ώστε να καλύπτονται τα υψηλά σταθερά κόστη. Το πλεονέκτημα, που εμφανίζει η λειτουργική μόχλευση είναι ότι αφού επιτευχθεί το νεκρό σημείο, κάθε πρόσθετη αύξηση πωλήσεων αυξάνει τα κέρδη με μεγαλύτερο ρυθμό από ό,τι όταν είχε περισσότερα μεταβλητά κόστη. Μπορούμε να πούμε ότι είναι ένα είδος ελαστικότητας, το οποίο έχει σαν βάση το επίπεδο των πωλήσεων που εξετάζεται. Άρα, η λειτουργική μόχλευση εξαρτάται από το συγκεκριμένο σημείο του διαγράμματος του νεκρού σημείου που εξετάζεται κάθε φορά.

Η τεχνολογία αποτελεί καθοριστικό παράγοντα για τη χρησιμοποίηση λειτουργικής μόχλευσης σε μια επιχείρηση. Βιομηχανίες, όπως χαλυβουργίες, διυλιστήρια, χημικές εταιρείες, εταιρείες τηλεπικοινωνιών, ηλεκτρισμού, ύδρευσης είναι υποχρεωμένες να χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό λειτουργική μόχλευση. Αντίθετα, εταιρείες τροφίμων και ποτών, εμπορίας ενδυμάτων, διαφημιστικές, τουριστικές και άλλες παρόμοιες, λόγω του είδους της δραστηριότητάς τους, δε μπορούν να κάνουν χρήση λειτουργικής μόχλευσης σε μεγάλο βαθμό.

Ανεξάρτητα από το είδος της παραγωγής της επιχείρησης, όταν πραγματοποιείται λήψη αποφάσεων για προϋπολογισμό των επενδύσεων κεφαλαίου, αυτή μπορεί να αυξομειώνει τη λειτουργική της μόχλευση. Το μόνο πρόβλημα, που έχουν να αντιμετωπίσουν οι ιδιοκτήτες της, είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος. Αν λάβουμε υπόψιν ότι όλοι οι άλλοι παράγοντες της επιχείρησης παραμένουν σταθεροί (“ceteris paribus”), τότε όσο μεγαλύτερη είναι η λειτουργική μόχλευση, τόσο μεγαλύτερος θα είναι και ο επιχειρηματικός κίνδυνος.

Όταν η επιχείρηση θέλει να προσδιορίσει το επίπεδο της λειτουργικής μόχλευσης

⁸ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 32
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 214

χρησιμοποιεί το βαθμό της λειτουργικής μόχλευσης (“degree of operating leverage”). Αυτός είναι ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής των καθαρών κερδών (“earnings before interest and taxes – EBIT”) προς την ποσοστιαία μεταβολή του αριθμού των μονάδων προϊόντος που πουλήθηκαν. Ο τύπος που παίρνουμε έχει ως εξής:

$$DOL = \frac{\Delta EBIT / EBIT}{\Delta Q / Q} = \dots \text{φορές}$$

Μπορούμε να πούμε ότι η λειτουργική μόχλευση είναι ένα είδος ελαστικότητας, οπότε μεταβάλλεται αναλόγως του επιπέδου πωλήσεων που εξετάζεται. Η μεταβολή της λειτουργικής μόχλευσης εξαρτάται από το σημείο του διαγράμματος του νεκρού σημείου που εξετάζεται.⁹

3.5 Χρηματοοικονομική Μόχλευση (“Financial Leverage”)

Χρηματοοικονομική μόχλευση ονομάζουμε τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό ισχύει όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν δηλαδή η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, και συνεπώς η επιχείρηση δε θα είναι σε θέση να καλύψει τις υποχρεώσεις της, θα δημιουργηθούν ζημιές και είναι πιθανόν να πτωχεύσει. Έτσι, λέμε ότι το ύψος των δανειακών κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση και οι μεγάλες αναμενόμενες αποδόσεις θα πρέπει να εξισορροπούνται με την ύπαρξη του προσθέτου κινδύνου αθέτησης (“default risk”) των δανειακών υποχρεώσεων.

Όταν χρησιμοποιείται χρηματοοικονομική μόχλευση, τότε οι μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη (“earnings before interest and taxes – EBIT”) επιφέρουν ακόμη μεγαλύτερες μεταβολές στα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή (“earnings per share – EPS”). Η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τα κέρδη προς διάθεση, χωρίς να αυξάνει τον αριθμό των μετοχών. Έτσι τα περισσότερα κέρδη διανέμονται στον ίδιο αριθμό μετοχών.

Για να προσδιοριστεί το ύψος της χρηματοοικονομικής μόχλευσης χρησιμοποιούμε

⁹ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 74-76
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 203-211

το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης (“degree of financial leverage – DFL”). Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης δείχνει την ευαισθησία των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή, σε μεταβολές των καθαρών λειτουργικών κερδών. Έτσι, συμπεραίνουμε ότι είναι ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή προς την ποσοστιαία μεταβολή των καθαρών λειτουργικών κερδών. Ο τύπος που παίρνουμε είναι ο εξής:

$$DFL = \frac{\Delta EPS / EPS}{\Delta EBIT / EBIT} = \dots \text{φορές}$$

Για το γραμμικό νεκρό σημείο έχει αναπτυχθεί σχέση η οποία δίνει το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης ανεξαρτήτως επιπέδου παραγωγής Q και χρηματοοικονομικών δαπανών I (που είναι ίσες με το γινόμενο επιτόκιο επί δανειακά κεφάλαια).

$$EBIT = P \cdot Q - V \cdot Q - F = (P - V) \cdot Q - F \quad \Rightarrow$$

$$EPS = \frac{(EBIT - I) \cdot (1 - T)}{N}$$

όπου:

- I , οι χρεωστικοί τόκοι,
- T , ο φορολογικός συντελεστής,
- N , ο αριθμός των μετοχών της.

Αν υποθέσουμε ότι οι χρεωστικοί τόκοι παραμένουν σταθεροί τότε $\Delta I = 0$ και θα έχουμε σαν ποσοστιαία μεταβολή των κερδών

$$\Delta EPS = \frac{(\Delta EBIT - \Delta I)(1 - T)}{N} = \frac{\Delta EBIT(1 - T)}{N}$$

Άρα η ποσοστιαία μεταβολή των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή είναι:

$$\frac{\Delta EPS}{EPS} = \frac{\frac{\Delta EBIT(1 - T)}{N}}{\frac{(EBIT - I) \cdot (1 - T)}{N}} = \frac{\Delta EBIT}{EBIT - I}$$

Έτσι, ο βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης υπολογίζεται από τον τύπο:

$$DFL = \frac{\frac{\Delta EPS}{EPS}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{\frac{\Delta EBIT}{EBIT - I}}{\frac{\Delta EBIT}{EBIT}} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Επίσης, μπορούμε να πούμε ότι

$$DFL = \frac{(P - V) \cdot Q - F}{(P - V) \cdot Q - F - I}$$

Από τον τελευταίο τύπο μπορούμε να διακρίνουμε ότι όσο μεγαλύτερες είναι χρηματοοικονομικές δαπάνες “I”, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο βαθμός της χρηματοοικονομικής μόχλευσης “DFL” και επομένως είναι μεγαλύτερη και η μεταβολή στα κέρδη ανά μετοχή “EPS”.¹⁰

¹⁰ Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αρτίκης, 2002, σελ. 77-80
Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία & Πρακτική, Βασιλείου – Ηρειώτης, 2008, σελ. 217-221

Κεφάλαιο 4: Δημόσιο Χρέος

Με τον όρο δημόσιο χρέος, εννοούμε το σύνολο των οφειλών σε χρηματικές μονάδες του ευρύτερου δημόσιου τομέα. Πιο συγκεκριμένα, συμπεριλαμβάνονται στον ορισμό αυτό όλα τα επίπεδα διοίκησης ενός κράτους. Το δημόσιο χρέος αυξάνεται από έτος σε έτος κατά το ποσό που ο ετήσιος κρατικός προϋπολογισμός παρουσιάζει έλλειμμα, ή αντιστρόφως μειώνεται κατά το ποσό που παρουσιάζει πλεόνασμα.

Καθώς η εκάστοτε κυβέρνηση αντλεί τα έσοδά της από το μεγαλύτερο μέρος των πολιτών, δηλαδή των φορολογουμένων, το δημόσιο χρέος έμμεσα μετατρέπεται σε χρέος των φορολογουμένων. Αυτό δεν είναι ορθό, καθώς οι πραγματικοί κάτοχοι του χρέους είναι οι ιδιώτες, οι τράπεζες και οποιοσδήποτε θεσμικός ή ιδιώτης επενδυτής έχει αγοράσει και κατέχει κρατικά ομόλογα. Το δημόσιο χρέος διακρίνεται σε εσωτερικό χρέος, δηλαδή σε πιστωτές που βρίσκονται εντός της συγκεκριμένης χώρας, και σε εξωτερικό χρέος, δηλαδή σε πιστωτές που εδρεύουν στο εξωτερικό. Η διάκριση αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία όταν μάλιστα το εξωτερικό χρέος αναφέρεται σε άλλο νόμισμα, έναντι του εσωτερικού που αναφέρεται στο εθνικό ή εσωτερικό νόμισμα, (για τα κράτη μέλη της ΕΕ το κοινό νόμισμα θεωρείται εσωτερικό).

Η κυβέρνηση, προκειμένου να καλύψει τις δημόσιες δαπάνες, χρηματοδοτείται κατά κύριο λόγο με φορολογικά έσοδα. Ένα μέρος αυτών, όμως, καλύπτεται συνηθέστερα από δημόσιο δανεισμό, εκδίδοντας και πουλώντας ομόλογα ή άλλα αξιόγραφα. Κάθε προσφυγή σε δημόσιο δανεισμό για κάλυψη δημοσίων δαπανών επιφέρει, αναγκαστικά, είτε τη δημιουργία, είτε την προσαύξηση του υφιστάμενου δημόσιου χρέους. Αυτό ουσιαστικά απεικονίζει και την θέση του συνόλου των υποχρεώσεων του Δημοσίου σε δεδομένη στιγμή, έναντι των κάθε κατηγορίας δανειστών του.

Το εσωτερικό δημόσιο χρέος διακρίνεται επιμέρους ανάλογα της πηγής αλλά και της μορφής δανεισμού από την οποία έγινε η άντληση του προϊόντος του δανείου. Αυτό μπορεί να αφορά υποχρεώσεις σε φυσικά πρόσωπα, επιχειρήσεις, τράπεζες κλπ., μπορεί όμως να αναφέρεται και σε χρέος εντόκων γραμματίων, χρέος από κρατικά ομόλογα κλπ.

Μια ιδιαίτερα σπουδαία διάκριση που γίνεται επίσης, είναι αυτή ανάμεσα στο καταναλωτικό και παραγωγικό δημόσιο χρέος, που χαρακτηρίζεται ανάλογα εκ του σκοπού κάλυψης του δανείου, προκειμένου να καλυφθούν αντίστοιχα καταναλωτικές ή επενδυτικές δαπάνες του Δημοσίου. Λόγω της διάκρισης αυτής

καθίσταται εμφανές ότι ο καταναλωτικός δανεισμός είναι ιδιαίτερα επιζήμιος και επικίνδυνος, καθώς διογκώνει το χρέος χωρίς να διευρύνεται η παραγωγική δυνατότητα της οικονομίας και κατ' επέκταση του εθνικού εισοδήματος. Αντιθέτως, το παραγωγικό δημόσιο χρέος, όταν αυξάνεται συμπορεύεται με τη βελτίωση της παραγωγικής δυνατότητας της οικονομίας. Εκ του τελευταίου αυτού λόγου συχνά υποστηρίζεται από πολλούς, δίκαια, ότι το παραγωγικό δημόσιο χρέος είναι αυτοεξυπηρετούμενο. Πράγματι, μέσω αυτού αυξάνεται το εθνικό εισόδημα, αφού επιταχύνοντας τις επενδύσεις χρηματοδότησης από το προϊόν του δανείου, παρέχεται η δυνατότητα στο Δημόσιο για εξεύρεση πρόσθετων πόρων, αναγκαίων στην εξόφληση του χρέους.

Παράδειγμα (Case Study)

Η εταιρεία ΑΒΓ έχει για το 2011 τα παρακάτω στοιχεία που εμφανίζονται στον πίνακα. Με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών υπολογίζεται η αξιοπιστία της επιχείρησης και συγκρίνονται τα στοιχεία των δύο ετών μεταξύ τους.

ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΑΒΓ

(Τα ποσά είναι εκφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ)

Κατάσταση Οικονομικής Θέσης

	31-Δεκ-2011	31-Δεκ-2010
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
Μη κυκλοφορούν ενεργητικό		
Ασώματα πάγια στοιχεία	4.711	4.978
Ενσώματα πάγια στοιχεία	73.133	81.848
Υπεραξία	0	0
Επενδυτικά Ακίνητα	1.596	1.596
Συμμετοχές σε θυγατρικές	98.510	98.220
Συμμετοχές σε συγγενείς	0	0
Συμμετοχές σε κοινοπραξίες	6.957	3.708
Επενδύσεις διαθέσιμες προς πώληση	36	36
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	33.087	577
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	11.524	6.975
Σύνολο μη κυκλοφορούντος ενεργητικού	229.554	197.938
Κυκλοφορούν ενεργητικό		
Αποθέματα	3.422	4.205
Εμπορικές απαιτήσεις	232.402	219.176
Απαιτήσεις από κατασκευαστικές συμβάσεις	86.343	57.511
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	96.516	162.985
Απαιτήσεις από φόρο εισοδήματος	15.470	6.791
Χρηματικά διαθέσιμα	84.137	93.671
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	518.290	544.339
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	747.844	742.277

ΠΑΘΗΤΙΚΟ

Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους ιδιοκτήτες		
Μετοχικό κεφάλαιο	28.910	28.910
Διαφορά υπέρ το άρτιο	35.922	35.922
Αποθεματικά	46.040	44.028
Κέρδη εις νέον	23.208	1.816
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων	134.080	110.676
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		
Μακροπρόθεσμα δάνεια	84.350	97.000
Δάνεια από χρηματοδοτικές μισθώσεις	24.591	36.708
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	63.932	71.761
Λοιπές προβλέψεις	2.188	2.374
Πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού	3.085	3.134
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	0	0
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων	178.146	210.977
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις		
Προμηθευτές	94.685	111.212
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	122.687	82.430
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	69.317	16.310
Υποχρεώσεις από κατασκευαστικές συμβάσεις	18.021	41.158
Δεδουλευμένες και λοιπές Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	119.704	166.419
Φόρος εισοδήματος πληρωτέος	11.204	3.095
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	435.618	420.624
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	747.844	742.277

Κατάσταση συνολικών εσόδων	31-Δεκ-2011	31-Δεκ-2010
Συνεχιζόμενες δραστηριότητες		
Κύκλος εργασιών	492.209	351.224
Κόστος πωλήσεων	-426.663	-334.061
Μικτό κέρδος	65.546	17.163
Έξοδα διοίκησης	-13.976	-15.550
Έξοδα έρευνας και ανάπτυξης	-332	-696
Λοιπά έσοδα/(έξοδα)	-1.210	5.476

Καθαρά χρηματοοικονομικά έσοδα/(έξοδα)	-20.730	-8.310
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	29.298	-1.917
Φόρος εισοδήματος	-6.011	-775
Καθαρά Κέρδη	23.287	-2.692

$$1. \text{ Γενική ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} \Rightarrow$$

$$\text{Γενική ρευστότητα} = \frac{518290}{435618} = 1,19$$

Παρατηρείται ότι η γενική ρευστότητα βρίσκεται σε επίπεδα υψηλότερα της μονάδας ($1,19 > 1$), γεγονός που δείχνει ότι η ΑΒΓ ανταποκρίνεται με σχετική ευκολία στις υποχρεώσεις της. Αντιθέτως παρατηρείται πτώση του επιπέδου σε σχέση με τη γενική ρευστότητα του 2010 που ήταν 1,29. Είναι εμφανές, αρκεί να δει κανείς τη μεταβολή του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε σχέση με τη μεταβολή μη κυκλοφορούντος ενεργητικού από το ένα έτος στο άλλο.

$$2. \text{ AIK} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{23287}{134080} = 0,17 = 17\%$$

Παρατηρείται ότι το ποσοστό των Ιδίων Κεφαλαίων, που αντιστοιχούν στα καθαρά κέρδη της ΑΒΓ είναι ίσο με 17%. Αυτό σημαίνει ότι παράγει κέρδος από τα Ίδια Κεφάλαιά της σε ποσοστό 17%. Είναι ξεκάθαρο ότι η διοίκηση προσπαθεί να μειώσει τη δανειακή της επιβάρυνση (όπως θα δούμε παρακάτω), αυξάνοντας τα ίδια κεφάλαια, γεγονός που με τη σειρά του αυξάνει το σύνολο του παθητικού.

$$3. \text{ ΣΔΕ} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{608491}{747844} = 0,81 = 81\%$$

Το επίπεδο της δανειακής επιβάρυνσης βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα για την επιχείρηση. Σε σχέση όμως με το επίπεδο του προηγούμενου έτους, το οποίο βρίσκεται στο 84%, η ΑΒΓ παρουσιάζει πρόοδο. Αντίστοιχα με την αύξηση των ιδίων, τα ξένα κεφάλαια έχουν μειωθεί κατά € 17.602.000.

$$4. \text{ EIK} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{608491}{134080} = 4,54$$

Έτσι βλέπουμε ότι ο δείκτης Ξένων Κεφαλαίων προς Ίδια έχει μειωθεί, από 5,65 που ήταν για το έτος 2010, κατά 1,11 μονάδες φτάνοντας τις 4,54 για το έτος 2011. Συγκρίνοντας με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης παρατηρούμε ότι η ΑΒΓ έχει πολύ υψηλό χρέος με αποτέλεσμα να είναι δύσκολο να δανειστεί. Τα οικονομικά αποτελέσματα δείχνουν καθαρά ότι από το ένα οικονομικό έτος στο άλλο, η εταιρεία έχει μειώσει τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της σε ποσοστό 18%. Αντιθέτως, τα ίδια κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 21%, πράγμα που φανερώνει τη μείωση της δανειακής επιβάρυνσης. Επίσης ο δείκτης της κεφαλαιακής διάρθρωσης (ΞΙΚ) μας δείχνει ότι επιχείρηση προσπαθεί να αυξήσει τα ίδια κεφάλαιά της, κάτι που οφείλεται στα υψηλά κέρδη του 2011.

Η ΑΒΓ διατηρεί ένα πολύ καλό επίπεδο ρευστότητας, που της δίνει το δικαίωμα να ανταποκρίνεται σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις, χωρίς όμως να διατηρεί υπερβολικά υψηλά επίπεδα διαθεσίμων, κάτι που θα μείωνε την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της.

Η καλή πορεία της φαίνεται επίσης, και από τα επίπεδα του κύκλου εργασιών. Το 2010 παρουσιάζει ζημιά ύψους € 2.692, σε αντίθεση με το 2011 που παρουσιάζει κέρδη ύψους € 23.287. Οι ετήσιες πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 40% ενώ το κόστος τους σε απόλυτες τιμές, μόνο κατά 28%.

Γενικά Συμπεράσματα

Κάθε επιχείρηση έχει ανάγκη από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης. Ο όγκος των λειτουργικών εξόδων είναι αρκετά υψηλός, καθιστώντας ανώφελο και επιχειρηματικά ανούσιο να χρησιμοποιεί μόνο ίδια κεφάλαια. Τα πάγια περιουσιακά της στοιχεία, και ειδικότερα το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι ζωτικής σημασίας για τη λειτουργία της, οπότε η χρηματοδότησή τους αποτελεί πρωτίστης σημασίας διαδικασία.

Η διοίκηση της Ανώνυμης Εταιρείας, θα πρέπει να κάνει ενδελεχείς ελέγχους όσον αφορά τη λειτουργία της. Με τον τρόπο αυτό, είναι δυνατόν να γνωρίζει την οικονομική της κατάσταση ανά πάσα στιγμή, και πιο συγκεκριμένα το επίπεδο της δανειακής της επιβάρυνσης.

Το επίπεδο του χρέους αποτελεί σημαντικότατο παράγοντα, που καθορίζει το αν θα γίνουν επενδύσεις ή όχι, αν θα αυξηθεί το μετοχικό κεφάλαιο, αν θα αγοραστούν νέα πάγια.

Οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν τους αριθμοδείκτες για να υπολογίσουν, με βάση τα στοιχεία των οικονομικών αναφορών, το επίπεδο της αποδοτικότητας της επιχείρησης, και να κρίνουν το βαθμό στον οποίο είναι ικανή να δανειστεί.

Η σωστή διαχείριση των κεφαλαίων είναι ένας παράγοντας που δηλώνει την ικανότητα να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, δηλαδή το χρέος της. Το κόστος του κεφαλαίου πρέπει να είναι γνωστό σε κάθε χρονική στιγμή, καθώς αποτελεί τους τόκους που οφείλονται.

Με τα δύο είδη μόχλευσης, η ΑΕ μπορεί να μεταβάλλει την αποδοτικότητά της, ανάλογα με τον κίνδυνο που θέλει να αντιμετωπίσει κάθε φορά.

Είναι σαφές ότι η διαχείριση της δανειακής επιβάρυνσης, όταν γίνεται σωστά, μπορεί να καθορίσει τη μελλοντική πορεία των επιχειρήσεων αλλά και ολόκληρης της αγοράς.

Πηγές

Βιβλιογραφία:

1. Ζαφειρόπουλος Γεώργιος, (1998), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική
2. Βασιλείου Δημήτριος – Ηρειώτης Νικόλαος, (2008), Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική
3. Αρτίκης Π. Γεώργιος, (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων
4. Αποστολόπουλος Ν. Ιωάννης, (1997), Ειδικά Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως
5. James C. Van Horne, (2001), Financial Management & Policy Twelfth Edition
6. Νιάρχος Α. Νικήτας, (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων
7. Κίοχος Πέτρος – Κίοχος Απόστολος, (2003), Ιδιωτική Οικονομική

Διαδίκτυο:

1. el.wikipedia.org
2. www.taxheaven.gr
3. www.logistis.gr