

**ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

ΕΥΘΥΜΙΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΥ ΚΕΛΕΠΟΥΡΗΣ

Διπλωματική Εργασία για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα Ειδίκευσης στη

Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστημίου Πειραιά

ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2005

ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Ευθύμιος Γεωργίου Κελεπούρης

Σημαντικοί όροι: Αξία Επιχείρησης, Μέθοδος Προεξόφλησης Ταμιακών Ροών, Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος, Απόδοση Επενδυμένου Κεφαλαίου.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η εργασία αποτελεί ένα εγχειρίδιο για την εισαγωγή στην έννοια της αξίας των επιχειρήσεων. Στην εργασία:

- παρουσιάζονται οι λόγοι για τους οποίους η διοίκηση με στόχο τη δημιουργία αξίας έχει πλέον εδραιωθεί στον δυτικό οικονομικό πολιτισμό,
- αναλύονται οι τεχνικές υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης, με έμφαση στις τεχνικές που στηρίζονται στο οικονομικό και όχι το λογιστικό κέρδος,
- παρουσιάζονται οι οικονομικοί «αξιακοί» δείκτες που βοηθούν τη Διοίκηση μιας επιχείρησης να μεγιστοποιεί την αξία της εταιρίας,
- δίνεται έμφαση στον δείκτη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, ως τον πλέον ενδεδειγμένο οικονομικό «αξιακό» δείκτη
- αναλύονται οι τεχνικοί όροι που είναι απαραίτητοι για την κατανόηση της αξίας των επιχειρήσεων και της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας
- παρουσιάζονται τα συχνότερα προβλήματα που προκύπτουν από τη χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, καθώς και οι τεχνικές αντιμετώπισής τους
- παρατίθενται στρατηγικές διοίκησης επιχειρήσεων με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης
- δίνονται παραδείγματα εφαρμογής της «διοίκησης με στόχο την αύξηση της αξίας της επιχείρησης» και υπολογισμού της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, για κορυφαίες επιχειρήσεις.

Τέλος, προτείνονται και μια σειρά πιθανών θεμάτων, για τον αναγνώστη που επιθυμεί να ασχοληθεί σε επίπεδο έρευνας, με το αντικείμενα της «Αξίας των Επιχειρήσεων» και της «Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας».

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ	8
1.1	ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ	9
1.2	ΑΙΤΙΕΣ ΕΠΙΚΡΑΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΑΞΙΑΣ	10
1.2.1	Απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου	12
1.2.2	Νέα γενιά επενδυτών.....	13
1.2.3	Ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων.....	14
1.2.4	Συμπεράσματα.....	15
1.2.5	Η ευρωπαϊκή διάσταση.....	15
1.3	ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΑΞΙΑΣ	18
2	ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	22
2.1	ΠΟΣΟΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	22
2.2	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΓΟΡΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΑΛΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	25
2.2.1	Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη	27
2.2.2	(Λόγος αγοραίας τιμής/ κέρδη) προς ρυθμό ανάπτυξης	27
2.2.3	Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας	28
2.2.4	Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης.....	29
2.2.5	Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα	30
2.3	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ.....	31
2.3.1	Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου	31
2.3.2	Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των πιθανών κερδών της προσεχούς περιόδου και της εναπομένουσας καθαρής θέσης.....	32
2.3.3	Μέθοδος της «επιτροπής κεφαλαιαγοράς»	32
3	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΑΞΙΑΣ.....	33
3.1	ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	33
3.1.1	Εισαγωγή.....	33
3.1.2	Πλεονεκτήματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών	35

3.1.3	Υπολογισμός των ελεύθερων ταμιακών ροών.....	36
3.1.4	Μεθοδολογία προεξόφλησης ταμιακών ροών	38
3.1.5	Αξία λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης	39
3.1.6	Αξία μη λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης.....	42
3.1.7	Κόστος κεφαλαίου	43
3.1.7.1	<i>Εισαγωγή</i>	43
3.1.7.2	<i>Τι είναι το Κόστος Κεφαλαίου</i>	44
3.1.7.3	<i>Κόστος δανεισμού</i>	45
3.1.7.4	<i>Κόστος προνομιούχων μετοχών</i>	47
3.1.7.5	<i>Κόστος ιδίων κεφαλαίων</i>	48
3.1.7.6	<i>Κόστος αποθεματικών</i>	48
3.1.7.7	<i>Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων</i>	49
3.1.7.8	<i>Εκτίμηση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο</i>	50
3.1.7.9	<i>Εκτίμηση του ασφαλίστρου κινδύνου της αγοράς</i>	51
3.1.7.10	<i>Υπολογισμός του συντελεστή β</i>	52
3.1.7.11	<i>Παράδειγμα Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων</i>	53
3.1.7.12	<i>Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών</i>	54
3.1.7.13	<i>Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου</i>	55
3.1.7.14	<i>Κόστος νέου μετοχικού κεφαλαίου</i>	55
3.1.7.15	<i>Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου</i>	56
3.1.7.16	<i>Παράγοντες ελέγχου του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου</i>	58
3.1.8	Παράδειγμα υπολογισμού αξίας επιχείρησης	60
3.2	ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	63
4	ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	64
4.1	ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	64
4.2	ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ	65
4.2.1	Κέρδη ανά μετοχή	65
4.2.2	Χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία.....	66
4.3	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ.....	67
4.3.1	Προστιθέμενη αγοραία αξία	67

4.3.2	Υπερβάλλουσα απόδοση	69
5	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	71
5.1	ΟΡΙΣΜΟΣ.....	71
5.2	ΓΙΑΤΙ ΕΝΔΕΙΚΝΥΤΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	75
5.3	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ.....	77
5.4	ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	79
5.5	ΣΥΣΤΑΤΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	80
5.6	ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	81
5.7	ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΑΙ ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	83
5.7.1	Λειτουργικό ενεργητικό.....	85
5.7.1.1	<i>Λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης</i>	<i>85</i>
5.7.1.2	<i>Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό.....</i>	<i>88</i>
5.7.2	Μη λειτουργικό ενεργητικό.....	89
5.7.3	Αποτελεσματική διοίκηση και ύψος λειτουργικού ενεργητικού.....	90
5.8	ΚΑΘΑΡΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ	91
5.9	ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	93
5.10	ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	95
5.11	ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ.....	96
5.12	ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ	98
5.12.1	Εισαγωγή.....	98
5.12.2	Μέθοδος αναγνώρισης εσόδων και εξόδων	99
5.12.3	Κύριες προσαρμογές λογιστικών καταστάσεων.....	101
5.12.3.1	<i>Επενδύσεις σε άυλα πάγια</i>	<i>101</i>
5.12.3.2	<i>Μέθοδος Απόσβεσης</i>	<i>103</i>
5.12.3.3	<i>Αποθέματα.....</i>	<i>104</i>
5.12.3.4	<i>Λειτουργική χρηματοδοτική μίσθωση</i>	<i>105</i>
5.12.3.5	<i>Αναβαλλόμενη φορολογία</i>	<i>107</i>
5.12.3.6	<i>Πόσο απαραίτητες είναι οι προσαρμογές των οικονομικών καταστάσεων; 109</i>	

6	ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ	111
6.1	Ο ΦΟΒΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟ-ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	112
6.1.1	Αναβαλλόμενη παροχή των επιπλέον χρηματικών ωφελειών	113
6.1.2	Παράλληλα χρήση και μη οικονομικών οδηγών παραγωγής αξίας.....	114
6.1.3	Προοδευτική ενσωμάτωση των επενδύσεων στο επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης.....	115
6.1.4	Χρήση δικαιωμάτων επί μετοχών.....	115
6.2	ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΩΝ ΣΥΝΕΡΓΙΩΝ	116
6.3	ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	118
7	ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΑΞΙΑΣ	120
7.1	ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ	121
7.2	ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ MCKINSEY.....	123
7.2.1	Γεφύρωση χάσματος	123
7.2.1.1	Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης	126
7.2.1.2	Εσωτερικές βελτιώσεις	128
7.2.1.3	Αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου επιχείρησης.....	130
7.2.1.4	Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης	131
7.2.1.5	Εκμετάλλευση χρηματοοικονομικής μόχλευσης	132
7.2.2	Παραγωγή αξίας σε καθημερινή βάση.....	133
7.2.2.1	Θέσπιση στρατηγικής.....	133
7.2.2.2	Διαχείριση του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου	135
7.2.2.3	Οργάνωση της επιχείρησης	136
7.2.2.4	Κατανόηση των οδηγών παραγωγής αξίας.....	137
7.2.2.5	Διαχείριση της απόδοσης της επιχείρησης.....	138
7.3	ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ	139
7.3.1	Συνήθεις λόγοι αποτυχίας των Σ&Ε	140
7.3.1.1	Καταβολή μεγάλου τιμήματος	140
7.3.1.2	Αποτυχία στην υλοποίηση.....	141
7.3.2	Μεθοδολογία συγχωνεύσεων και εξαγορών.....	141

8	ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ	145
8.1	VOLKSWAGEN A.G.	145
8.1.1	Ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικού ελέγχου με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.	146
8.2	COCA COLA ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ (CCHBC)	153
8.2.1	Υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.....	154
8.2.1.1	<i>Ισολογισμοί</i>	155
8.2.1.2	<i>Αποτελέσματα χρήσης</i>	156
8.2.1.3	<i>Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων</i>	157
8.2.1.4	<i>Υπολογισμός λειτουργικού ενεργητικού</i>	159
8.2.1.5	<i>Υπολογισμός της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου</i>	160
8.2.1.6	<i>Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας</i>	162
8.2.2	Σχολιασμός αποτελέσματος.....	163
9	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	165
9.1	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	165
9.2	ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ.....	166
9.2.1	Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για κλάδους της ελληνικής οικονομίας	167
9.2.2	Επίδραση των ομάδων της οικονομίας (κατά Michael Porter) στην συνολική οικονομική προστιθέμενη αξία.	167
9.2.3	Εκτίμηση του αν μια επιχείρηση ή συνολικά το Χ.Α.Α. είναι υπερεκτιμημένο....	168
9.2.4	Υπολογισμός «σημείου κορεσμού» αγορών κεφαλαίου.....	169
9.2.5	Πολλαπλασιαστικά φαινόμενα επενδύσεων: «τοπικοί ή ξένοι επενδυτές».....	170
10	ΕΡΕΥΤΗΡΙΟ.....	171
11	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	174
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: ΣΥΣΤΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΕΛΕΓΧΟΥ ΤΟΥ ΟΜΙΛΟΥ		
	VOLKSWAGEN	176

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ ΓΙΑ ΤΟΥΣ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Κατά την δεκαετία του 1990 και ιδιαίτερα στις αγγλοσαξονικές χώρες του δυτικού κόσμου, αναπτύχθηκε ιδιαίτερα έντονα η έννοια της διοίκησης με βάση την μεγιστοποίηση της οικονομικής αξίας των μετόχων της επιχείρησης.

Η επίδραση της διοικητικής αυτής μεθοδολογίας είναι ιδιαίτερα έντονη στις αποφάσεις που λαμβάνονται στις αγορές κεφαλαίου για τον προσδιορισμό της αξίας των επιχειρήσεων και την αποτελεσματικότητα της διοίκησης τους. Παράλληλα, σημαντικές αποφάσεις σε επίπεδο επιχείρησης (συγχωνεύσεις, από-επενδύσεις, περικοπές κόστους κλπ) λαμβάνονται με βάση την οικονομική αξία προς τους μετόχους. Η θεώρηση της επιχείρησης ως μηχανισμού παραγωγής πλούτου για τους μετόχους επεκτείνεται ραγδαία και σε περιοχές με διαφορετική επιχειρηματική κουλτούρα, όπως η Γερμανία και η Γαλλία.

Στα πλαίσια αυτά και με δεδομένη τη δυναμική που έχει αποκτήσει η διοίκηση επιχειρήσεων με βάση την οικονομική αξία, η παρούσα εργασία ασχολείται με την παρουσίαση και ανάλυση της θεώρησης αυτή έχοντας ως πυρήνες, τα εξής:

- α) Τις μεθοδολογίες ποσοτικού προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης με βάση οικονομικές και λογιστικές αρχές, με έμφαση στις πρώτες,
- β) Τους ποσοτικούς δείκτες που βοηθούν την ανώτατη διοίκηση κάθε επιχείρησης στο να παράγει αξία,
- γ) Το δείκτη της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, παρουσιάζοντας τους λόγους τον καθιστούν το κύριο εργαλείο διοικητικής πληροφόρησης, ενώ

πραγματεύονται και οι τεχνικές συνιστώσες που είναι απαραίτητες για τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας

1.1 ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η επιχειρηματικότητα είναι η παραγωγή αξίας (Robert Grant 2001, σελ. 38). Η αξία μπορεί να δημιουργηθεί είτε με τη παραγωγή είτε με το εμπόριο. Μέσω της παραγωγής, δημιουργείται μετασχηματισμός από αντικείμενα χαμηλής σε υψηλής αξίας για τους καταναλωτές, ενώ μέσω του εμπορίου, με τη μεταφορά των αντικειμένων και την επανατοποθέτησή τους στον χρόνο και τον τόπο.

Η διαφορά ανάμεσα στην αξία του προϊόντος της επιχείρησης και την αξία των χρησιμοποιούμενων πόρων και υλικών, είναι η δημιουργούμενη από την επιχείρηση προστιθέμενη αξία.

Δηλαδή, η προστιθέμενη οικονομική αξία ισούται με τα έσοδα μείον το κόστος χρήσης των πόρων. Σημειώνεται και θα αναλυθεί στην παράγραφο 5.1, πως στο κόστος χρήσης των πόρων συμπεριλαμβάνεται και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης.

Η οικονομική αυτή αντιμετώπιση του κόστους έρχεται σε ευθεία αντίθεση με το λογιστικό κόστος, στο οποίο αγνοείται τελείως το κόστος ευκαιρίας των μετόχων. Συνέπεια της διαφορετικής αντιμετώπισης του κόστους είναι να διαφοροποιείται και η απόδοση της επιχείρησης στην παραγωγή αξίας. Αν μία

εταιρία παράγει λογιστικά κέρδη αλλά αποδίδει στους μετόχους λιγότερο πλούτο από ότι θα λάμβαναν σε μια άλλη επένδυσή τους ισοδύναμου κινδύνου, οι μέτοχοι δεν λαμβάνουν προστιθέμενη αξία αλλά αντίθετα, η επιχείρηση που έχουν επενδύσει καταστρέφει τον πλούτο τους, τους αφαιρεί αξία από την περιουσία τους.

1.2 ΑΙΤΙΕΣ ΕΠΙΚΡΑΤΗΣΗΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΑΞΙΑΣ

Μετά τον ορισμό της παραγόμενης από την επιχείρηση αξίας, το ερώτημα που ανακύπτει είναι η διανομή της παραγόμενης αξίας σε όλα τα εμπλεκόμενα μέρη που συνεργάσθηκαν για τη δημιουργία της. Η αξία αυτή μπορεί να διανεμηθεί στους εργαζόμενους μέσω των μισθών, τους πιστωτές μέσω των τόκων, στην κυβέρνηση μέσω των φόρων κα. Η αξία αυτή μπορεί να διανεμηθεί ακόμα και στους πελάτες της επιχείρησης, στην περίπτωση που για την αγορά των αγαθών πληρώνουν τιμές μικρότερες από την ωφέλεια που αποκομίζουν από τη χρήση του προϊόντος (πλεόνασμα καταναλωτή).

Για τη διανομή της παραγόμενης αξίας έχουν προκύψει δύο θεωρίες:

α) Η μία αντιμετωπίζει την επιχείρηση ως μία σύγκρουση μεταξύ των εχόντων ίδιο συμφέρον από τη λειτουργία της (stakeholders) και τους διοικούντες να προσπαθούν να εξισορροπήσουν τα διαφορετικά συμφέροντα. Η θεώρηση αυτή, στηρίζεται στην αντιμετώπιση της επιχείρησης ως ενός κοινωνικού ιδρύματος που επιδιώκει την επίτευξη πολλών αντικρουόμενων

συμφερόντων. Στην ηπειρωτική Ευρώπη και την Ιαπωνία, η θεώρηση αυτή έχει μακρά παράδοση.

B) Η δεύτερη θεωρία, υποστηρίζει πως η επιχείρηση πρέπει να επιδιώκει τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η θεώρηση αυτή, έχει μακρά παράδοση στον άγγλο-σαξονικό κόσμο και τείνει να κυριαρχήσει παγκοσμίως.

Όμως για ποιο λόγο, έχει επικρατήσει η κουλτούρα δημιουργίας πλούτου (οικονομικής αξίας) για τους μετόχους;

Οι επενδυτές πάντοτε ενδιαφέρονταν για την απόδοση των επενδύσεών τους και ασχολούνταν με την απόδοση των επενδύσεων τους αλλά κατά τα τελευταία είκοσι χρόνια, έχουν προκύψει σημαντικές αλλαγές αρχικά στις Ηνωμένες Πολιτείες και μετέπειτα στην Ευρώπη, στην Λατινική Αμερική και στην Ασία. Μια σειρά παραγόντων και περιστάσεων έχουν οδηγήσει τους μετόχους, τα διοικητικά συμβούλια και τα ανώτατα στελέχη επιχειρήσεων στο να επανεξετάσουν τους ρόλους τους και τους ρόλους των εταιρειών τους, ειδικά όσον αφορά την δημιουργία οικονομικής αξίας για τους μετόχους.

Σύμφωνα με τους S. David Young, Stephen F. O'Byrne (2000, σελ. 5-6), οι παράγοντες αυτοί είναι:

1.2.1 Απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου

Μέχρι πριν πρόσφατα οι αγορές κεφαλαίου ήταν τμηματοποιημένες (segmented) και υψηλά κανονιστικές (regulated). Τα όρια στην ροή κεφαλαίου σε συνδυασμό με την χαμηλή ρευστότητα στα περισσότερα χρηματιστήρια του κόσμου, είχαν ως συνέπεια την στασιμότητα των κεφαλαιακών πόρων.

Σε ένα τέτοιο περιβάλλον στασιμότητας, τα στελέχη των επιχειρήσεων ήταν ωφελημένα διότι δεν είχαν σημαντικές πιέσεις από τους επενδυτές σχετικά με την απόδοση των εταιρειών τους. Η απουσία πίεσης ενισχυόταν και από ένα ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον στο οποίο υπήρξε σημαντική οικονομική ανάπτυξη των κρατών¹ με συνέπεια την ικανοποιητική πορεία των επιχειρήσεων οι οποίες κέρδιζαν αρκετά χρήματα για τους επενδυτές.

Η κατάσταση αυτή της απομόνωσης των αγορών και του προστατευτισμού άρχισε να μεταβάλλεται σημαντικά στις δεκαετίες 1970 και 1980, εξαιτίας μιας σειράς γεγονότων όπως: η ελεύθερη διακύμανση των συναλλαγματικών ισοτιμιών στις αγορές χρήματος, η πετρελαϊκή κρίση και το τέλος της πολιτικής σταθερών προμηθειών διαμεσολάβησης (fixed brokerage commissions) στις Ηνωμένες Πολιτείες. Έτσι, δημιουργήθηκε ένα αυξανόμενο ρεύμα απελευθέρωσης (Deregulation) που επεκτάθηκε σε πολλούς τομείς της οικονομίας καθώς και από μια μαζική τάση ιδιωτικοποιήσεων.

¹ Ενδεικτικά αναφέρεται πως για τριάντα χρόνια μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο, οι ετήσιοι ρυθμοί ανάπτυξης στις περισσότερες δυτικές οικονομίες ήταν 4% με 5% ή ακόμα και περισσότερο.

Την ίδια περίοδο δημιουργήθηκαν αρκετοί θεσμοί που επέτρεψαν την ελεύθερη διακίνηση αγαθών και κεφαλαίων, όπως η GATT (General Agreement on Tariffs and Trade) ενώ δρομολογήθηκε η ολοκλήρωση της Ευρωπαϊκής Κοινότητας.

Παράλληλα, τα κατά τόπους χρηματιστήρια προσπαθώντας να προωθήσουν τα συμφέροντά των εισηγμένων σε αυτά εταιρειών και σε ένα συνεχώς αυξανόμενο ανταγωνιστικό διεθνές περιβάλλον, άρχισαν να αίρουν τους περιορισμούς στους ξένους διαπραγματευτές, υιοθετώντας παράλληλα προηγμένα τεχνολογικά συστήματα συναλλαγών. Ταυτόχρονα, αύξησαν σημαντικά το βάθος και την ρευστότητα των χρηματιστηριακών αγορών ώστε να μειωθεί το κόστος ανά συναλλαγή.

Όλες αυτές οι αλλαγές, συντελούνταν παράλληλα με την ανάπτυξη ενός κανονιστικού συστήματος εποπτείας και επιβολής της νομιμότητας, της διαφάνειας και των «κανόνων του παιχνιδιού».

1.2.2 Νέα γενιά επενδυτών

Καθώς οι εξελίξεις αυτές υλοποιούνταν, άρχισε να δημιουργείται μια νέα γενιά από νεαρούς επενδυτές. Η νέα αυτή γενιά είχε αρκετό εισόδημα και νέες ιδέες σχετικά με τις αγορές κεφαλαίου, ιδέες οι οποίες ήταν αρκετά διαφοροποιημένες σε σχέση με αυτές των προηγούμενων γενεών. Αντίθετα από τους γονείς τους οι οποίοι επηρεασμένοι από τα χρόνια του πολέμου αποταμίευαν τα χρήματα

τους στις τράπεζες ή έφτιαχναν σπίτια, η νέα αυτή γενιά πεπεισμένη πως η επένδυση σε μετοχές είναι μακροπρόθεσμα η πλέον πρόσφορη άρχισε να επενδύει στα χρηματιστήρια. Η τάση αυτή επιταχύνθηκε από το κύμα ιδιωτικοποιήσεων που επέτρεψε σε εκατομμύρια ανθρώπους να γίνουν μέτοχοι πρώην κρατικών εταιρειών.

1.2.3 Ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων

Όλα τα προηγούμενα είχαν ως αποτέλεσμα μια επενδυτική έκρηξη, η οποία οδήγησε σε ραγδαία αύξηση στον αριθμό και στο μέγεθος των αμοιβαίων κεφαλαίων και άλλων μορφών θεσμικών επενδύσεων.

Το γεγονός αυτό είναι εξαιρετικής σημασίας για τα στελέχη των επιχειρήσεων διότι τα αμοιβαία αυτά κεφάλαια διευθύνονται από επαγγελματίες διαχειριστές, οι οποίοι ενδιαφέρονται αποκλειστικά για την απόδοση των χαρτοφυλακίων των πελατών τους πιέζοντας έτσι για την μεγιστοποίηση των αποδόσεων των επιχειρήσεων.

Δεν υπάρχει αμφιβολία πως η έκρηξη στα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και η συνεπακόλουθη ανάπτυξη των επαγγελματιών διαχειριστών κεφαλαίου είναι ο σημαντικότερος παράγοντας για την επικράτηση της κουλτούρας δημιουργίας πλούτου για τους μετόχους στις επιχειρήσεις των Ηνωμένων Πολιτειών.

1.2.4 Συμπεράσματα

Το συμπέρασμα από τα παραπάνω είναι πως υφίσταται πλέον μια άνευ προηγουμένου ελευθερία στην κίνηση κεφαλαίων που σε συνδυασμό με την ύπαρξη τεράστιων επενδυτικών κεφαλαίων και την συνεχώς αυξανόμενη και τεχνοκρατική απαίτηση των μετόχων για υψηλότερες αποδόσεις, οδηγούν τα κεφάλαια εκεί όπου πιστεύεται πως θα επενδυθούν με τον πλέον αποδοτικό τρόπο.

Στην νέα αυτή πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις πρέπει πλέον να είναι ανταγωνιστικές όχι μόνο στις εμπορικές αγορές αλλά και στις αγορές κεφαλαίου αλλιώς το κόστος κεφαλαίου τους θα είναι υψηλότερο από αυτό των ανταγωνιστών τους.

Αυτό σημαίνει πως αν τα στελέχη των επιχειρήσεων, επιθυμούν οι εταιρείες τους να επιβιώσουν και να αναπτυχθούν πρέπει να τις καταστήσουν ανταγωνιστικές τόσο σε όρους λειτουργικού κόστους (εργατικό κόστος, κόστος πρώτων υλών ή διοικητικά κόστη) αλλά και κόστους κεφαλαίου.

1.2.5 Η ευρωπαϊκή διάσταση

Όλες οι αναφερθείσες εξελίξεις, ξεκίνησαν από τις Ηνωμένες Πολιτείες και αυτό οδήγησε αρκετούς αναλυτές να θεωρούν, πως η αποδοχή και η εξάπλωση σε παγκόσμιο επίπεδο των αρχών της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους

οφείλεται σε πιέσεις από τις μεγάλες αμερικάνικες επενδυτικές τράπεζες. Όμως, ακόμα και στις Ηνωμένες Πολιτείες κατά την δεκαετία του 1980 τα ανώτατα στελέχη των επιχειρήσεων αντιστέκονταν στις απαιτήσεις των κεφαλαιαγορών επιθυμώντας την διατήρηση του status quo.

Η πραγματικότητα όμως είναι πως η αποδοχή των αρχών της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους σε παγκόσμιο πλέον επίπεδο, οφείλεται στους ίδιους ακριβώς λόγους στους οποίους οφείλεται και η επικράτηση της κουλτούρας στις Ηνωμένες Πολιτείες, δηλαδή:

Η ελευθερία στην μεταφορά κεφαλαίων, η μεγαλύτερη ρευστότητα στην αγοράς χρήματος και κεφαλαίου, η πρόοδος της τεχνολογίας και η αυξανόμενη σημασία των θεσμικών επενδυτών έχουν όλα μαζί δημιουργήσει μεγάλες δεξαμενές επενδυτικών κεφαλαίων που μπορούν να ρέουν -πρακτικά άμεσα- από την μία αγορά στην άλλη. Η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου επιτρέπει στους επενδυτές να τοποθετούν πλέον τα κεφάλαια τους, εκεί όπου θα έχουν μεγαλύτερη αξία.

Στην Ευρώπη κατά την δεκαετία του 1990 οι ευρωπαϊκές εταιρίες βρέθηκαν από ένα καθεστώς προστατευτισμού σε ένα περιβάλλον έντονου ανταγωνισμού που δημιουργήθηκε από την ευρωπαϊκή ολοκλήρωση και το άνοιγμα του παγκόσμιου εμπορίου. Στο νέο αυτό ανταγωνιστικό περιβάλλον, οι ευρωπαϊκές εταιρίες προσαρμόστηκαν σχετικά γρήγορα και με επιτυχία, όπως δείχνουν και οι συνεχώς αυξανόμενες εξαγωγές τους.

Όπως λοιπόν οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις έμαθαν να ανταγωνίζονται με επιτυχία στις εμπορικές αγορές, έτσι θα πρέπει να μάθουν να ανταγωνίζονται και για τα κεφάλαια των επενδυτών, πείθοντας τους ίδιους και τους αντιπρόσωπους τους (διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων) να τοποθετηθούν σε αυτές.

Μάλιστα, εξαιτίας της συνεχιζόμενης γήρανσης του πληθυσμού στην Ευρώπη² και την αύξηση των κεφαλαίων που είναι επενδυμένα σε συνταξιοδοτικά αμοιβαία κεφάλαια, η επικράτηση της κουλτούρας δημιουργίας αξίας για τους μετόχους θα επεκτείνεται με αυξανόμενους ρυθμούς.

Αυτό συμβαίνει διότι τα συνεχώς αυξανόμενα υπό επαγγελματική διαχείριση κεφάλαια διευθύνονται από επαγγελματίες τεχνοκράτες (managers), οι οποίοι ανταγωνίζονται σκληρά μεταξύ τους και τους οποίους απασχολεί αποκλειστικά η απόδοση των επενδύσεων τους. Μόνο έτσι οι επαγγελματίες διαχειριστές κεφαλαίων μπορούν να αυξήσουν τον όγκο των υπό διαχείριση κεφαλαίων και έτσι τις προμήθειες που εισπράττουν. Άλλωστε οι πελάτες τους, όταν κρίνουν που τοποθετούν τα κεφάλαια τους έχουν ως αποκλειστικό κριτήριο την απόδοση στην επένδυση τους (αναλογικά βέβαια με τον κίνδυνο που έχουν αναλάβει).

Ενδεικτικά στοιχεία, της προοδευτικής επικράτησης της κουλτούρας της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους στην Ευρώπη είναι η αλλαγή των

² Ενδεικτικά αναφέρεται πως το INSEE (το γραφείο στατιστικών ερευνών της Γαλλίας) υπολογίζει πως το 2010 θα αναλογούν 1,65 εργαζόμενοι ανά συνταξιούχο αντί των 4,69 εργαζόμενων ανά συνταξιούχο το 1960.

Διευθυντικών Στελεχών με ρυθμούς που δεν συνηθίζονταν παλαιότερα καθώς και οι συχνότερες συγχωνεύσεις και εξαγορές.

1.3 ΚΡΙΤΙΚΗ ΣΤΗΝ ΚΟΥΛΤΟΥΡΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΑΞΙΑΣ

Παρόλο ότι η κουλτούρα δημιουργίας αξίας για τους μετόχους καταξιώνεται συνεχώς και η δημιουργία αξίας καθίσταται ο κύριος στόχος των επιχειρήσεων, υπάρχει σημαντική επιχειρηματολογία εναντίον της καθώς και αντίσταση στην υιοθέτηση της.

Συχνά η κριτική εστιάζεται στο ότι η κουλτούρα δημιουργίας αξίας για τους μετόχους είναι μονομερής και δεν λαμβάνει υπόψη τους έχοντες συμφέρον από τη λειτουργία της επιχείρησης (stakeholders), όπως: οι εργαζόμενοι, οι πελάτες, οι προμηθευτές και οι τοπικές κοινότητες στις οποίες δραστηριοποιείται η εταιρία.

Η θεωρία των εχόντων συμφέρον από τη λειτουργία της επιχείρησης, υποστηρίζει πως πρέπει οι υπάλληλοι, οι τοπικές κοινότητες και τα σχετικά τρίτα ενδιαφερόμενα μέρη, να έχουν αυξημένη επιρροή ή ακόμα και δυνατότητα συναπόφασης σε σημαντικά για την επιχείρηση θέματα. Σε αντίθετη περίπτωση, τα συμφέροντα των εχόντων συμφέρον από την επιχείρηση, δεν θα υποστηρίζονται ικανοποιητικά.

Όμως, υπάρχουν αποδείξεις στην Ευρώπη και την Βόρεια Αμερική που δείχνουν πως οι επιχειρήσεις με καλή φήμη στα ακόλουθα:

1. Ποιότητα προϊόντων και υπηρεσιών
2. Την προσέλκυση και αξιοποίηση ικανού ανθρώπινου δυναμικού
3. Επίδειξη κοινωνικής και περιβαλλοντικής υπευθυνότητας

τείνουν να αποδίδουν καλύτερα από τον μέσο όρο των χρηματιστηριακών αγορών.

Κάθε χρόνο το περιοδικό Fortune δημοσιεύει μία λίστα με τις εταιρίες που εκτιμώνται περισσότερο στις Ηνωμένες Πολιτείες. Παράλληλα η συμβουλευτική εταιρία³ Stern Stewart & Co. δημιουργεί την λίστα Stern Stewart 1000, που αξιολογεί τις 1000 μεγαλύτερες εισηγμένες σε χρηματιστήρια αμερικάνικες εταιρίες, σύμφωνα με την αξία που δημιούργησαν για τους επενδυτές τους.

Ένδεκα από τις κορυφαίες είκοσι εταιρίες παραγωγής οικονομικής αξίας κατά το 1996, αναφέρονταν ταυτόχρονα και στις κορυφαίες είκοσι εταιρίες της λίστας του περιοδικού Fortune (σε σύνολο 431 εταιρειών). Στην άλλη πλευρά της κλίμακας, δώδεκα από τις τελευταίες είκοσι εταιρίες στην παραγωγή οικονομικής αξίας βρισκόταν στο χειρότερο 20% της λίστας του Fortune.

Το Fortune χρησιμοποιεί οκτώ κριτήρια για τις εταιρίες που εκτιμώνται περισσότερο, από τα οποία τα πέντε (καινοτομία, ποιότητα διοίκησης, κοινωνική και περιβαλλοντική υπευθυνότητα, την ικανότητα να προσελκύουν και

³ Είναι η εταιρία που έχει τα δικαιώματα από τη χρήση του όρου Economic Value Added (EVA)

να διατηρούν άξιο προσωπικό και τέλος την ποιότητα των προϊόντων/ υπηρεσιών τους), είναι μη χρηματοοικονομικά.

Συμπληρωματικά, η Boston Consulting Group πραγματοποίησε μία μελέτη (L.Bilmes, K.Wetzker, and P.Xhonneux, "Value in Human Recourses" financial 10 Φεβρουαρίου 1997, σελ. 10) στην Γερμανία και η οποία αποκαλύπτει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της επένδυσης σε ανθρώπινο δυναμικό και της απόδοσης στις αγορές κεφαλαίου.

Τα στοιχεία αυτά αποδεικνύουν ότι μια επιχείρηση μπορεί να παράγει αξία για τους μετόχους της, μόνο όταν παράγει αξία στους έχοντες ίδιον συμφέρον από την επιχείρηση. Πράγματι, αν οι πελάτες δεν είναι ευχαριστημένοι, αγοράζουν από άλλες εταιρίες. Αν οι υπάλληλοι αισθάνονται πως δεν αξιοποιούνται και δεν αμείβονται ανάλογα με την προσφορά τους, θα επιχειρήσουν να αλλάξουν εργοδότη.

Ενδεικτικό της φιλοσοφίας αυτής είναι και η δήλωση στο ετήσιο δελτίο του 1995 της Coca-Cola: «Η Coca-Cola προσδίδει αξία σε όποιον την αγγίζει». Με τη δήλωση αυτή, η Coca-Cola δείχνει πως ο κατεξοχήν στόχος της είναι να δημιουργεί αξία για τους μετόχους και αυτό επιτυγχάνεται με το να δημιουργεί αξία και για όλους τους συναλλασσόμενους μαζί της.

Η προώθηση των συμφερόντων των εχόντων ίδιον συμφέρον από την επιχείρηση (stakeholders) έναντι των μετόχων, ισοδυναμεί με ένα είδος φόρου στα ίδια κεφάλαια. Ο φόρος αυτός μπορεί όμως να αποφευχθεί σχετικά εύκολα

από τους επενδυτές -αντίθετα από τους κρατικούς φόρους- με το να επενδύσουν σε άλλη επιχείρηση.

Αντίθετα, όλες οι παροχές (υψηλοί μισθοί, ενδιαφέρον περιβάλλον εργασίας και άλλες παροχές) είναι διατηρήσιμες μόνο όταν οι μέτοχοι που πραγματοποιούν τις παροχές επιβραβεύονται με επαρκείς αποδόσεις στα κεφάλαια τους. Αλλιώς, θα μεταφέρουν τα κεφάλαια τους σε άλλες -παραγωγικές- εταιρίες με ότι αυτό συνεπάγεται για τους έχοντες συμφέρον από τη λειτουργία της επιχείρησης. Συχνά όμως, η προώθηση από τα Διευθυντικά Στελέχη των συμφερόντων των εχόντων συμφέρον από τη λειτουργία της επιχείρησης εις βάρος της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους, είναι προσχηματική έτσι ώστε να καλύψουν την αδυναμία τους να παράξουν οικονομική αξία.

2 ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1 ΠΟΣΟΤΙΚΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η αποδοχή της δημιουργίας αξίας για τους μετόχους ως κύριο σκοπό της επιχείρησης, οδηγεί αναπόφευκτα σε δύο ερωτήματα:

α) Πως ορίζεται η αξία της επιχείρησης;

β) Με ποια μεγέθη και δείκτες είναι δυνατή η παρακολούθηση της πορείας της επιχείρησης σχετικά με τη δημιουργία ή καταστροφή της αξίας;

Η ποσοτικοποίηση της αξίας της επιχείρησης είναι απαραίτητη διότι αν η αξία της επιχείρησης περιορισθεί σε κάποιο θεωρητικό πλαίσιο, θα είναι ευάλωτη σε κάθε είδους προσωπικές ερμηνείες. Μια πιθανή όμως ποικιλία στις απόψεις ως προς το τι ακριβώς νοείται ως αξία της επιχείρησης, δεν θα επιτρέπει την ξεκάθαρη επικοινωνία μεταξύ των εχόντων ίδιον συμφέρον από την επιχείρηση αλλά και την επικοινωνία μεταξύ της επιχείρησης και τρίτων.

Η ποσοτικοποίηση της αξίας της επιχείρησης επιτρέπει στα στελέχη των επιχειρήσεων, στους αναλυτές και στους μετόχους να διαπιστώνουν με αντικειμενικό τρόπο την πορεία των επιχειρήσεων. Παράλληλα, επιτρέπει στα στελέχη να αξιολογούν διαφορετικές στρατηγικές, όχι βασιζόμενοι στην υποκειμενική κρίση τους, αλλά σύμφωνα με την αξία που θα προσδώσουν αυτές στην επιχείρηση.

Μόνον έτσι, καθίσταται δυνατή η ταύτιση στόχων μεταξύ ανωτάτης διοίκησης της επιχείρησης και συμφερόντων των μετοχών.

Για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης (valuation) έχουν κατά καιρούς προταθεί διάφορες τεχνικές οι οποίες όμως μπορούν να ομαδοποιηθούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες:

- Αυτές που συνάγουν με το οικονομικό κέρδος:
 - α) η μέθοδος προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών (Free Cash Flows) και η οποία αναλύεται στην παράγραφο 3.1
 - β) η μέθοδος προεξόφλησης της αναμενόμενης οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added) και αναλύεται στην παράγραφο 5.10
- Αυτές που συνάγουν με λογιστικά μεγέθη και:
 - 1. Δίνουν έμφαση σε αγοραίες τιμές παρεμφερών επιχειρήσεων (σχετική αποτίμηση):
 - α) η μέθοδος αγοραίας τιμής προς κέρδη
 - β) η μέθοδος (Λόγος αγοραίας τιμής/ κέρδη) προς ρυθμό ανάπτυξης
 - γ) η μέθοδος του λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία
 - δ) η μέθοδος του λόγου αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης
 - ε) η μέθοδος του λόγου αγοραίας αξίας προς έσοδα
 - 2. Δίνουν έμφαση στα λογιστικά κέρδη (net income) της επιχείρησης:
 - α) η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου
 - β) η μέθοδος της κεφαλαιοποίησης του μέσου όρου των πιθανών κερδών της προσεχούς περιόδου και της εναπομένουσας καθαρής θέσης

γ) η μέθοδος της «επιτροπής κεφαλαιαγοράς»

Οι σχολές αυτές προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης, οδηγούν σε διαφορετικά αποτελέσματα διότι όπως περιγράφεται και στην παράγραφο 3.1.1 υπάρχει σημαντική διαφορά ανάμεσα στα λογιστικά κέρδη και τις ελεύθερες ταμιακές ροές αλλά και διότι οι οικονομικές μέθοδοι λαμβάνουν υπόψη το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων των μετόχων. Επίσης οι μέθοδοι που στηρίζονται στις σχετικές αποτιμήσεις, επηρεάζονται καθοριστικά από τις εφήμερες τάσεις της αγοράς.

Στο παρόν κεφάλαιο παρατίθενται οι μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης που έχουν λογιστική βάση, ενώ στο επόμενο αναπτύσσονται λεπτομερειακά οι μέθοδοι υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης με βάση το οικονομικό κέρδος (intrinsic value of company).

2.2 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΑΓΟΡΑΙΕΣ ΤΙΜΕΣ ΑΛΛΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η επιχείρηση ορίζεται ως σύνολο δικαιωμάτων, πραγμάτων, πράξεων που έχουν οργανωθεί σε οικονομική ενότητα από το φορέα τους (Ε. Σακέλλης 1991, σελ. 39). Για το λόγο αυτό, η αξία της επιχείρησης δεν είναι ούτε η διαφορά μεταξύ των ενεργητικών και παθητικών στοιχείων (υποχρεώσεις προς τρίτους) τα οποία δίνουν τη λογιστική καθαρή θέση της επιχείρησης, ούτε η ακριβής αποτύπωση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η οικονομική μονάδα, εφόσον εμφανίζεται με τη μορφή οργανωμένου και δρώντος συνόλου, έχει την αξία την οποία διαμορφώνουν η εξέλιξη της οικονομικής της κατάστασης και των αποτελεσμάτων της.

Στην εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων με την τεχνική της εξόφλησης ταμιακών ροών (βλέπε επόμενο κεφάλαιο), ο στόχος είναι να βρεθεί η αξία της επιχείρησης με τη χρήση των ταμειακών ροών, της αναμενόμενης ανάπτυξης της επιχείρησης, καθώς και του χαρακτηριστικού βαθμό επικινδυνότητας. Αντίθετα στην τεχνική σχετικής αποτίμησης ο στόχος είναι να εκτιμηθεί η αξία της επιχείρησης με βάση το πως αποτιμώνται παρόμοιες επιχειρήσεις στις αγορές.

Οι τεχνικές σχετικής αποτίμησης είναι πολύ διαδεδομένες. Οι λόγοι για τους οποίους οι τεχνικές αυτές είναι δημοφιλείς είναι αρχικά το γεγονός πως η σύγκριση με άλλες όμοιες επιχειρήσεις πραγματοποιείται πολύ πιο γρήγορα και με πολύ μικρότερο αριθμό υποθέσεων από ότι η στη χρήση της προεξόφλησης

ταμειακών όρων. Επίσης οι τεχνικές σχετικής αποτίμησης είναι πολύ πιο εύκολες να κατανοηθούν και να παρουσιαστούν σε μη ειδικούς. Τέλος, οι τεχνικές σχετικής αποτίμησης αντανακλούν τη διάθεση των αγορών αφού αποτιμάνε σε σχετικούς και όχι σε απόλυτους όρους. Για τον λόγο αυτό, οι τεχνικές σχετικής αποτιμήσεις δίνουν αξίες πλησιέστερες στις αξίες των αγορών από ότι η προεξόφληση ταμιακών ροών (η ιδιότητα αυτή είναι ιδιαίτερα χρήσιμη για όσους εμπλέκονται στην εκτίμηση της αξίας μιας επιχείρησης σε σχετικούς όρους, όπως οι διευθυντές των αμοιβαίων κεφαλαίων).

Όμως τα πλεονεκτήματα της τεχνικών σχετικής αποτίμησης είναι ταυτόχρονα και τα μειονεκτήματά τους. Όταν εκτιμάται η αξία μιας επιχείρησης με βάση την αξία κάποιας άλλης, δεν λαμβάνονται υπόψη σημαντικές παράμετροι που διαχωρίζουν τη μία επιχείρηση από τις άλλες, όπως ο κίνδυνος και ο αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης. Επίσης η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από την εκάστοτε διάθεση των αγορών (όταν οι αγορές βρίσκονται σε άνοδο τότε η επιχείρηση υπερτιμάται), ενώ επίσης ένας αναλυτής μπορεί να δικαιολογήσει οποιαδήποτε τιμή για μια επιχείρηση επιλέγοντας απλά τον κατάλληλο δείκτη σχετικής αποτίμησης και μία άλλη εταιρεία που εξυπηρετεί τη τιμή στόχο που θέλει να εμφανίσει ο αναλυτής.

Ακολουθούν οι πιο διαδεδομένοι δείκτες σχετικής αποτίμησης μαζί με μια συνοπτική περιγραφή τους:

2.2.1 Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη

Ο λόγος της αγοραίας τιμής προς τα κέρδη (PE ratio) ορίζεται ως:

$$PE = \frac{\text{Market price per share}}{\text{Earnings per share}}$$

Ο λόγος ορίζεται με συνέπεια όταν ο αριθμητής ισούται με την αγοραία τιμή της μετοχής και ο παρανομαστής ως τα κέρδη ανά μετοχή. Το μεγαλύτερο πρόβλημά με τον λόγο αυτό, είναι οι ετήσιες μεταβολές των κερδών καθώς και το ότι δεν υπάρχει συνέπεια ως προς το ποια κέρδη πρέπει να χρησιμοποιούνται (κέρδη ανά μετοχή, αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή, κέρδη προ φόρων, κέρδη μετά φόρων, κ.λ.π.).

2.2.2 (Λόγος αγοραίας τιμής/ κέρδη) προς ρυθμό ανάπτυξης

Ο δείκτης (αγοραίας τιμής / κέρδη) προς ρυθμό ανάπτυξης (PEG ratio) ορίζεται

ως:

$$PE = \frac{PE \text{ ratio}}{\text{Expected growth rate}}$$

Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων και οι αναλυτές, συγκρίνουν μερικές φορές τον δείκτη PE προς τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης έτσι ώστε να εντοπίσουν υπερτιμημένες ή υποτιμημένες μετοχές. Στην πιο απλή μορφή της η προσέγγιση αυτή οδηγεί στο συμπέρασμα πως εταιρείες με PE μικρότερο από τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης είναι υποτιμημένες. Γενικά, όσο

χαμηλότερη τιμή έχει ο δείκτης PEG τόσο πιο υποτιμημένη θεωρείται η επιχείρηση.

2.2.3 Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας

Ο δείκτης αγοραίας προς λογιστικής αξίας (PBV ratio) ορίζεται ως:

$$price\ to\ book\ ratio = PBV = \frac{price\ per\ share}{book\ value\ of\ equity\ per\ share}$$

Υπάρχουν αρκετοί λόγοι για τους οποίους χρησιμοποιείται ο δείκτης αυτός. Αρχικά, διότι προσφέρει μια σχετικά σταθερή και εύκολα κατανοητή μέτρηση της αξίας (λογιστική αξία) που μπορεί να συγκριθεί με την αγοραία τιμή. Επίσης ο δείκτης αυτός μπορεί να χρησιμοποιηθεί ακόμα και για επιχειρήσεις που εμφανίζουν αρνητικά αποτελέσματα.

Όμως υπάρχουν αρκετά μειονεκτήματα που σχετίζονται με την μέτρηση και την χρήση της λογιστικής αξίας. Επηρεάζεται από τις λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται ενώ είναι ευάλωτη και στις αποφάσεις της Διοίκησης σχετικά με τις λογιστικές καταστάσεις. Για να λυθεί η εξάρτηση του δείκτη PBV από τη λογιστική, προτάθηκε ο ακόλουθος δείκτης.

2.2.4 Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης

Ο James Tobin παρουσίασε μια εναλλακτική μέθοδο απέναντι στις παραδοσιακές λογιστικές μεθόδους εκτίμησης της αξίας, με το να συγκρίνει την αγοραία αξία ενός πάγιου (αλλά και μιας επιχείρησης) με το κόστος αντικατάστασης του. Ο δείκτης αυτός ονομάζεται Tobin's Q και ορίζεται ως εξής:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Market value of assets in place}}{\text{replacement cost of assets in place}}$$

Αν και η χρήση του δείκτη αυτού προσφέρει κάποια θεωρητικά πλεονεκτήματα (όπως την ενσωμάτωση των πληθωριστικών πιέσεων ή την απαξίωση λόγω της τεχνολογικής εξέλιξης), εντούτοις έχει προβλήματα πρακτικής υφής, με το πιο προφανές να είναι πως το κόστος αντικατάστασης είναι δύσκολο να εκτιμηθεί για ορισμένα πάγια, ιδιαίτερα αν δεν διαπραγματεύονται σε ελεύθερη αγορά. Επίσης ο υπολογισμός του δείκτη αυτού απαιτεί σημαντικά μεγαλύτερη πληροφόρηση από τη χρήση του δείκτη PBV που στηρίζεται στις λογιστικές τιμές.

2.2.5 Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα

Ο δείκτης αυτός ορίζεται ως:

$$\text{price – to – sales ratio} = \frac{\text{market value of equity}}{\text{revenues}}$$

Ο δείκτης αυτός, έχει αρχίσει να γίνεται δημοφιλής για μια σειρά από λόγους όπως το ότι δεν επηρεάζεται από αρνητικά κέρδη και έτσι μπορεί να μετρηθεί ακόμα και για πολύ νέες επιχειρήσεις ή για εταιρείες που βρίσκονται σε δυσχερή θέση. Πολύ σημαντικό είναι επίσης το ότι δεν επηρεάζεται από λογιστικές παραδοχές σχετικά με τις αποσβέσεις, τα αποθέματα, το κόστος έρευνας και ανάπτυξης, το λογιστικό χειρισμό εξαγορών και έτσι είναι πολύ δύσκολο να χειραγωγηθεί. Τέλος, ο δείκτης αυτός είναι λιγότερο μεταβλητός από τους δείκτες που στηρίζονται στα λογιστικά κέρδη.

Το σημαντικότερο μειονέκτημά του δείκτη, είναι πως η έμφαση και η εστίαση στα έσοδα μπορεί να αποδώσει μεγάλες τιμές σε επιχειρήσεις που έχουν μεγάλα έσοδα ενώ ταυτόχρονα χάνουν σημαντικά ποσά χρημάτων. Όμως σύμφωνα με την διοίκηση βάση αξίας, μια επιχείρηση για να παράγει αξία πρέπει να δημιουργεί σημαντικές ταμειακές εισροές και όχι μόνο να εμφανίζει έσοδα.

2.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΚΕΡΔΗ

Σύμφωνα με τον Σακέλλη (μέρος Α΄- κεφάλαιο Ε΄), η αξία των επιχειρήσεων μπορεί να προσδιορισθεί και με τους ακόλουθους τρόπους:

2.3.1 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στη σκέψη ότι η αξία της επιχείρησης είναι αυτή η οποία αν τοποθετηθεί με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, να αποδίδει ετήσιο εισόδημα, ίσο με το μέσο όρο των ετήσιων κερδών της εταιρίας.

Κατά τη μέθοδο αυτή κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των καθαρών οργανικών κερδών της τελευταίας τριετίας με το κόστος ιδίων κεφαλαίων», δηλαδή η συνολική αξία της εταιρίας ισούται με την αρχική αξία μιας διηνεκούς ετήσιας σταθερής ράντας της οποίας ετήσιος όρος είναι ο μέσος όρος των κερδών της τελευταίας τετραετίας.

$$A_{\infty} = \text{Μέσα Ετήσια Καθαρά Κέρδη} \times \frac{1 - (1 + i)^{-\infty}}{i}$$

2.3.2 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των πιθανών κερδών της προσεχούς περιόδου και της εναπομένουσας καθαρής θέσης

Στη μέθοδο αυτή κυριαρχεί η σκέψη ότι ο αγοραστής πρέπει να αποκομίσει από την επένδυση του ετήσια κέρδη, τουλάχιστον ίσα με το εισόδημα από τόκους που θα αποκόμιζε από τη τοποθέτηση των κεφαλαίων του σε οποιαδήποτε άλλη επένδυση ίσου κινδύνου.

Για τον λόγο αυτό, κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των οργανικών κερδών που προβλέπεται να υπάρξουν την επόμενη περίοδο με το κόστος ιδίων κεφαλαίων.

2.3.3 Μέθοδος της «επιτροπής κεφαλαιαγοράς»

Για την εκτίμηση της αξίας των μετοχών των εταιριών που δεν είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο και περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο των αμοιβαίων κεφαλαίων, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφαρμόζει τον ακόλουθο τύπο:

$$\frac{\text{Pragmatik\acute{\eta} Kaqar\acute{\eta} \Theta\acute{\epsilon}sh + M\acute{\epsilon}soV OroV Kerd\acute{\omega}n Tel euta\acute{\iota}aV 3et\acute{\iota}aV \times 12}{2}$$

3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΥ ΑΞΙΑΣ

3.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

3.1.1 Εισαγωγή

Ακρογωνιαίος λίθος στον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης με βάση το οικονομικό κέρδος, είναι η μεθοδολογία της προεξόφλησης των ελεύθερων ταμιακών ροών.

Οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι το ποσό των μετρητών το οποίο παρήχθη στη διάρκεια της οικονομικής περιόδου και είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας (μετόχους και δανειστές) αφού όμως πρωτίτερα έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι απαραίτητες επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού (πάγια στοιχεία, κεφάλαιο κίνησης κλπ) ώστε η επιχείρηση να συνεχίσει την παραγωγική της δραστηριότητα.

Σύμφωνα με την τεχνική της προεξόφλησης των ταμιακών ροών, η αξία κάθε επιχείρησης εξαρτάται από:

- α) το μέγεθος των ελεύθερων ταμιακών ροών,
- β) τη χρονική στιγμή που παράγονται καθώς και
- γ) το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (βλέπε παράγραφο 3.1.7) της επιχείρησης. Η σημασία των παραγόντων αυτών για την αξία της επιχείρησης μπορεί να γίνει εύκολα κατανοητή, ακόμα και διαισθητικά.

- 1) Είναι απόλυτα εύλογο καταρχήν, η αξία να στηρίζεται στα ταμιακά και όχι τα λογιστικά κέρδη. Σύμφωνα με τις αρχές της Λογιστικής, το κέρδος καταγράφεται τη στιγμή της πώλησης ακόμα και αν ο πωλητής δεν εισπράξει τα μετρητά. Στην περίπτωση αυτή, το ποσό των μετρητών θα αναγράφεται στον λογαριασμό ενεργητικού «Εισπρακτέοι Λογαριασμοί». Όμως, για τον πιστωτή και τον μέτοχο κάθε επιχείρησης, σημασία έχει το ποσό των χρημάτων που πραγματικά μπορεί να εισπράξει και όχι τα λογιστικά κέρδη, τα οποία μπορεί και να μην πραγματοποιηθούν ποτέ, αν ο αγοραστής δεν φανεί συνεπής. Επίσης είναι απόλυτα λογικό να μεγαλώνει η αξία της επιχείρησης όσο μεγαλύτερες είναι οι ταμιακές ροές που παράγει.

- 2) Όπως είναι γνωστό από τη θεωρία επενδύσεων, η αξία του χρήματος έχει και μια χρονική διάσταση. Άλλη αξία έχουν €10.000 που λαμβάνω σήμερα και άλλη αξία αν τα λάβω σε 5 χρόνια, ακόμα και σε συνθήκες μηδενικού πληθωρισμού. Αυτό συμβαίνει διότι αν τα λάβω τώρα θα μπορώ να τα επαναεπενδύσω και σε περίοδο πενταετίας να έχω μεγαλύτερο ποσό. Αφού λοιπόν το χρήμα έχει και χρονική αξία, είναι λογικό να επηρεάζεται η αξία της επιχείρησης από τις χρονικές στιγμές που λαμβάνονται οι ταμιακές ροές.

- 3) Οι πιστωτές και μέτοχοι της επιχείρησης αναμένουν κάποια ελάχιστη απόδοση από την επένδυση που έχουν πραγματοποιήσει στην επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα, η ελάχιστη αυτή απόδοση πρέπει να είναι ίση με την απόδοση που θα είχαν επενδύοντας σε κάποια άλλη επένδυση ίδιου κινδύνου. Η ελάχιστη αυτή απόδοση η οποία στα οικονομικά ονομάζεται

κόστος ευκαιρίας, ισούται με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, (βλέπε παράγραφο 3.1.7)

3.1.2 Πλεονεκτήματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών

Η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών έχει ορισμένες ιδιότητες που τη καθιστούν εξαιρετικά χρήσιμη. Πιο συγκεκριμένα, μπορεί να εφαρμοσθεί σε επιχειρήσεις που, δεν πληρώνουν μερίσματα, σε επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες ή ακόμα και σε μεμονωμένα τμήματα της επιχείρησης.

Για παράδειγμα, μια επιχείρηση που βρίσκεται σε φάση πλήρους ανάπτυξης και δεν διανέμει μέρισμα διότι σκοπεύει να προβεί σε επενδύσεις, αποτιμάται καλύτερα με τη μέθοδο προεξόφλησης ταμιακών ροών παρά με τη μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων.

Η τεχνική προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών είναι επίσης ιδιαίτερα χρήσιμη όταν εφαρμόζεται σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικούς κλάδους (multi-business companies) δηλαδή ισχύει η αρχή της προσθετικότητας.

Η τεχνική προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών έχει επίσης το πλεονέκτημα πως υπολογίζει παρούσες αξίες, οι οποίες έχουν την ιδιότητα της αθροιστικότητας. Ένα ακραίο παράδειγμα είναι η εφαρμογή της μεθόδου ακόμα

και σε επίπεδο πελάτη (customer lifetime value) ώστε στη συνέχεια να αθροιστούν οι μεμονωμένες αξίες των πελατών και να προκύψει η ολική αξία του χαρτοφυλακίου ή ακόμα και της επιχείρησης.

3.1.3 Υπολογισμός των ελεύθερων ταμιακών ροών

Αναφέρθηκε ήδη στην παράγραφο 3.1.1 πως οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι το ποσό των μετρητών το οποίο προέρχεται από την λειτουργική κερδοφορία της επιχείρησης και είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας (μετόχους και δανειστές), αφού όμως πρωτίτερα η επιχείρηση έχει πραγματοποιήσει όλες τις απαραίτητες επενδύσεις σε λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού.

Πολύ σημαντικός παράγοντας σε ολόκληρη τη θεωρία της εκτίμησης της αξίας της επιχείρησης και άρα και στον υπολογισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών, είναι η εσωτερική συνέπεια του μοντέλου.

Στην περίπτωση του υπολογισμού των ελεύθερων ταμιακών ροών, η αρχή της συνέπειας επιτάσσει πως τα στοιχεία του ενεργητικού επί των οποίων υπολογίζονται οι επενδύσεις που πραγματοποιεί η επιχείρηση⁴, θα πρέπει να είναι το λειτουργικό ενεργητικό, δηλαδή τα στοιχεία του ενεργητικού που παράγουν τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης (το λειτουργικό ενεργητικό παρουσιάζεται στην παράγραφο 5.7.1). Έτσι, όλα τα στοιχεία ενεργητικού των οποίων τα

⁴ Ωστε να αφαιρεθούν στη συνέχεια από τις λειτουργικές ταμιακές ροές

κέρδη που παράγουν καταγράφονται ως μη λειτουργικά κέρδη ή έκτακτα, δεν θα πρέπει να προσμετρώνται στις επενδύσεις.

Ας αναλυθούν όμως περαιτέρω, τα συστατικά στοιχεία των ελεύθερων ταμιακών ροών.

Το ποσό των μετρητών το οποίο είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας πριν από οποιαδήποτε επένδυση σε ενεργητικό ονομάζεται λειτουργική ταμιακή ροή (operating cash flow) και ισούται με τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (net operating profit after taxes ή για συντομία NOPAT το οποίο και παρουσιάζεται αναλυτικά στην παράγραφο 5.8) συν τις αποσβέσεις, δηλαδή:

$$\begin{array}{l} \text{Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization} \\ - \text{ Depreciation \& Amortization} \\ - \text{ Taxes} \\ \hline = \text{Net Operating Profits After taxes} \\ + \text{ Depreciation \& Amortization} \\ \hline = \text{Operating Cash Flow} \end{array}$$

Για τον υπολογισμό όμως των ελεύθερων ταμιακών ροών (free cash flow - FCF) πρέπει από τη λειτουργική ταμιακή ροή να αφαιρεθούν οι απαραίτητες επενδύσεις σε λειτουργικά στοιχεία ενεργητικού (πάγια στοιχεία και κεφάλαιο κίνησης).

Έτσι:

Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
- Depreciation & Amortization
- Taxes
<hr/>
= Net Operating Profits After taxes
+ Depreciation & Amortization
<hr/>
= Operating Cash Flow
- Capital Expenditures (Gross)
- Changes in Working Capital (Gross)
<hr/>
= FREE CASH FLOW

Συνοπτικά τα προηγούμενα υπό μορφή σχέσεων μπορούν να γραφούν:

$$\text{Operating Cash Flow} = \text{NOPAT} + \text{Depreciation} \text{ ή}$$

$$\text{Gross Investment} = \text{Net Investment} + \text{Depreciation, και}$$

$$\text{Free Cash Flow} = \text{Operating Cash Flow} - \text{Gross Investment}$$

Τελικά:

$$\text{Free Cash Flow} = \text{NOPAT} - \text{Net Investment in Operating Assets}$$

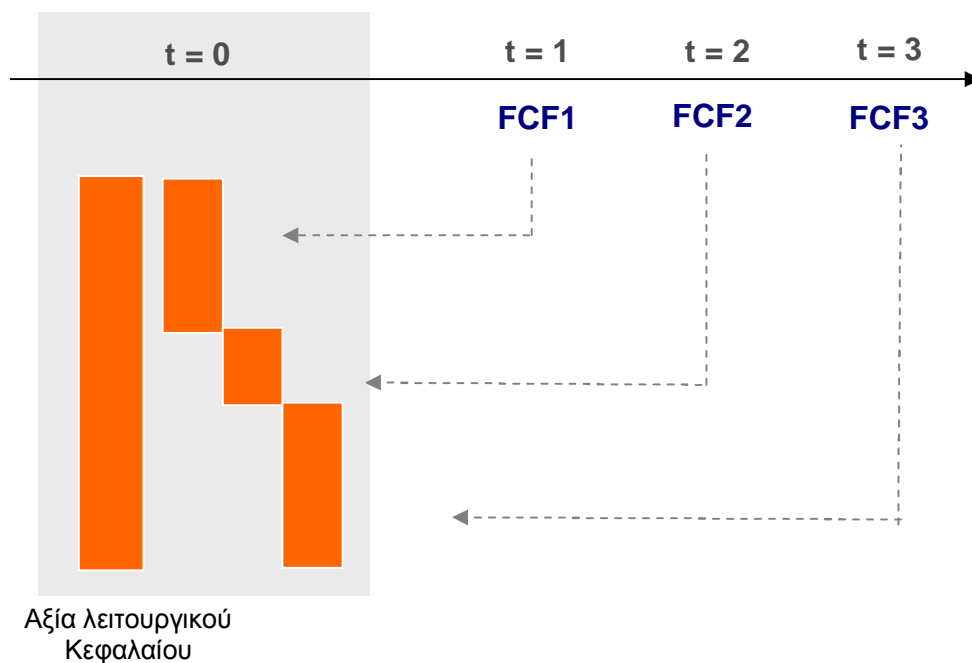
3.1.4 Μεθοδολογία προεξόφλησης ταμιακών ροών

Η αξία της επιχείρησης προκύπτει αθροίζοντας την αξία του λειτουργικού (operating) και του μη λειτουργικού (non operating) ενεργητικού της εταιρίας. Ως λειτουργικό ενεργητικό αναφέρθηκε στην παράγραφο 3.1.3 (και αναλύεται διεξοδικά στην παράγραφο 5.7.1) πως είναι το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού που δημιουργούν τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Συνεπώς, ως μη λειτουργικό ενεργητικό συνήθως θεωρούνται οι επενδύσεις σε άλλες εταιρίες που δεν ελέγχονται διοικητικά από την επιχείρηση, τα εμπορεύσιμα

αξιόγραφα καθώς και τα μετρητά που είναι επιπλέον των απαιτούμενων από τις συνήθεις λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης (το μη λειτουργικό ενεργητικό παρουσιάζεται αναλυτικά, στην παράγραφο 5.7.2).

3.1.5 Αξία λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης

Η αξία του λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης προσδιορίζεται⁵ από την προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμιακών ροών, χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό παράγοντα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.



⁵ Σε συνάρτηση με το κόστος κεφαλαίου και την περίοδο που λαμβάνεται η ταμιακή ροή

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 3.1, οι ελεύθερες ταμιακές ροές είναι η ορθή μορφή ταμιακών ροών που πρέπει να χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης, διότι εκφράζουν τα μετρητά που παράγονται από τις λειτουργικές δραστηριότητες και τα οποία είναι διαθέσιμα σε όλους όσους έχουν επενδύσει τα κεφάλαια τους στην επιχείρηση (μετόχους και δανειστές).

Για λόγους συνέπειας με τον ορισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών, ο συντελεστής προεξόφλησης των ταμιακών ροών θα πρέπει να ανακλά το κόστος ευκαιρίας όλων όσων παρείχαν τα κεφάλαιά της, σταθμισμένο με τη σχετική συνεισφορά κάθε πηγής χρηματοδότησης στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Ο συντελεστής προεξόφλησης που προκύπτει με αυτόν τον τρόπο, ορίζεται ως το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και εξετάζεται αναλυτικά στη παράγραφο 3.1.7. Κατά συνέπεια, η αξία (V_{oc}) του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης προκύπτει από τη σχέση:

$$V_{oc} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

όπου

FCF_t , η ελεύθερη ταμιακή ροή της περιόδου t ,

WACC, το ακρωνύμιο των weighted average cost of capital δηλαδή του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

Στον ορισμό της αξίας του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης υπονοείται πως η προεξόφληση των ταμιακών ροών θα πρέπει να πραγματοποιηθεί για

άπειρες μελλοντικές περιόδους. Πρακτικά, αυτό το πρόβλημα αντιμετωπίζεται με τον διαχωρισμό της λειτουργικής αξίας της επιχείρησης σε δύο τμήματα:

A) Λειτουργική αξία στο βραχυ-μεσοπρόθεσμο ορίζοντα

Το πρώτο τμήμα αντιστοιχεί στο βραχυ-μεσοπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα για τον οποίο μπορούν να πραγματοποιηθούν με μεγαλύτερη βεβαιότητα προβλέψεις για τα στοιχεία του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης της. Για την περίοδο αυτή πραγματοποιείται αναλυτικός προσδιορισμός των ελεύθερων ταμιακών ροών μέσα από τη δημιουργία των αναμενόμενων ισολογισμών και αποτελεσμάτων χρήσης. Η χρονική διάρκεια (κ-περίοδοι) της περιόδου αναλυτικών προβλέψεων εξαρτάται από τη φάση ζωής της επιχείρησης και τους ρυθμούς ανάπτυξης του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται. Μετά το πέρας της περιόδου αναλυτικών προβλέψεων θεωρείται πως η επιχείρηση εισέρχεται σε φάση ωρίμανσης και σταθερότητας.

B) Υπολειμματική αξία (continuing value ή terminal value)

Το δεύτερο τμήμα ονομάζεται υπολειμματική αξία (V_{ter}) και συνήθως αντιστοιχεί στην περίοδο σταθερότητας της επιχείρησης. Για την περίοδο αυτή γίνεται η παραδοχή πως οι ελεύθερες ταμιακές ροές αυξάνονται με σταθερό ρυθμό (g) κάθε χρόνο. Έτσι:

$$V_{ter} = \frac{FCF_k \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$$

Για τις ώριμες επιχειρήσεις γίνεται η παραδοχή πως διατηρούν τη θέση τους στην αγορά. Αυτή η παραδοχή πρακτικά σημαίνει πως θεωρείται ως ετήσιος ρυθμός αύξησης των ταμιακών ροών, ο ρυθμός αύξησης της οικονομίας (ρυθμός αύξησης του Α.Ε.Π.).

Έτσι τελικά, η αξία του λειτουργικού κεφαλαίου προκύπτει από τη σχέση:

$$V_{oc} = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_{ter}}{(1+WACC)^k}$$

3.1.6 Αξία μη λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης

Ως αξία του μη λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης, συνήθως λαμβάνονται οι αγοραίες τιμές των στοιχείων του ενεργητικού, γίνεται δηλαδή η παραδοχή πως οι αγοραίες τιμές είναι δίκαιες (fair values).

Εναλλακτικά, η αξία του μη λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης μπορεί να πραγματοποιηθεί με δύο τρόπους. Είτε να υπολογίζεται η δίκαιη τιμή με τη μέθοδο προεξόφλησης ταμιακών ροών για καθένα από τα στοιχεία του ενεργητικού που αποτελούν το μη λειτουργικό ενεργητικό, είτε ως αξία του μη λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης, να λαμβάνονται οι τιμές που αναγράφονται στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Αν για παράδειγμα, η επιχείρηση έχει δύο συμμετοχές σε άλλες εταιρίες, υπάρχουν τρεις επιλογές για την εκτίμηση της αξίας τους:

- α) Εάν οι συμμετοχές είναι εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά, να λαμβάνεται ως βάση υπολογισμού της αξίας τους, η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής τους
- β) Να λαμβάνεται ως βάση υπολογισμού της αξίας τους, η λογιστική αξία τους
- γ) Να υπολογισθούν οι δίκαιες τιμές των δύο συμμετοχών με τη μέθοδο προεξόφλησης των μελλοντικών ταμιακών ροών.

3.1.7 Κόστος κεφαλαίου

3.1.7.1 Εισαγωγή

Όπως έχει έμμεσα αναφερθεί και θα γίνει σαφές στην παράγραφο 5.1, οι επιχειρήσεις δημιουργούν πλούτο για τους μετόχους όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ο δείκτης της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου, παρουσιάζεται στην παράγραφο 5.6) είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Όμως, ενώ ο υπολογισμός της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου είναι σχετικά εύκολος, ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου είναι μία διαδικασία που συνδυάζει τις τεχνικές γνώσεις χρηματοοικονομικής με την κριτική ικανότητα.

Όσα στελέχη δεν είναι εξοικειωμένα με τη χρηματοοικονομική θεωρούν πως το κόστος χρηματοδότησης της επιχείρησης περιορίζεται στους τόκους των δανείων που έχει συνάψει και πως τα ίδια κεφάλαια δεν έχουν κόστος. Στην πραγματικότητα και επειδή οι μέτοχοι αναλαμβάνουν μεγαλύτερο κίνδυνο από

τους δανειστές, η απόδοση που απαιτούν για τα κεφάλαια τους συμπεριλαμβάνει και μια αμοιβή κινδύνου (risk premium) επιπλέον του επιτοκίου δανεισμού. Σημαντικό ποσοστό στην δυσκολία υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου αποτελεί ακριβώς ο υπολογισμός αυτού της αμοιβής κινδύνου.

Ένας επιπλέον παράγοντας που περιπλέκει τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου είναι ο προσδιορισμός της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, πρέπει να προσδιορισθεί το βέλτιστο επίπεδο δανεισμού έτσι ώστε να ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου και να αυξάνει η οικονομική προστιθέμενη αξία (βλέπε παραγράφους 3.1.7.16 και 5.1).

Το τμήμα αυτό της μελέτης στηρίζεται στο Κεφάλαιο 11 του βιβλίου «Χρηματοοικονομική Διοίκηση - Αποφάσεις Επενδύσεων» (Γεώργιος Αρτίκης, 2002) και πραγματεύεται τη μεθοδολογία υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου καθώς και τους παράγοντες που πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τα οικονομικά στελέχη επιχειρήσεων κατά τον προσδιορισμό της βέλτιστης κεφαλαιακής δομής.

3.1.7.2 Τι είναι το Κόστος Κεφαλαίου

Το κόστος κεφαλαίου για οποιαδήποτε επένδυση είναι η απόδοση που θα ανέμενε ο επενδυτής αν τοποθετούσε τα χρήματά του σε κάποια άλλη, παρόμοιου κινδύνου επένδυση. Με άλλα λόγια, το κόστος κεφαλαίου είναι ένα κόστος ευκαιρίας.

Το κόστος κεφαλαίου κατέχει θεμελιώδη θέση στη χρηματοοικονομική διότι εμπλέκεται σε θέματα αξιολόγησης επενδύσεων, αποτίμησης εταιριών, βέλτιστης κεφαλαιακής δομής, συγχωνεύσεις και εξαγορές και αξιολόγησης της απόδοσης (μέσω της EVA) των επιχειρηματικών μονάδων.

Υπογραμμίζεται πως κάθε επιχείρηση επιδιώκοντας τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, θέτει τους δικούς της στόχους σχετικά με τις μορφές χρηματοδότησης που θα χρησιμοποιήσει καθώς και τη βαρύτητα κάθε μιας εξ' αυτών στο επενδυμένο κεφάλαιο της.

Μια άλλη έννοια η οποία κατέχει κεντρική θέση στην κατανόηση και στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, είναι η έννοια του κινδύνου. Οι επενδυτές αποστρέφονται τον κίνδυνο (risk-averse) προτιμώντας τον λιγότερο δυνατό κίνδυνο για δεδομένη απόδοση. Αυτό δεν σημαίνει πως οι επενδυτές δεν επιθυμούν τον κίνδυνο (κάτι τέτοιο θα οδηγούσε σε μια κατάσταση όπου όλοι θα επένδυαν μόνο σε κρατικά ομόλογα) αλλά ότι επιθυμούν να αμείβονται «κατάλληλα» για την ανάληψη του κινδύνου και μάλιστα, για δεδομένη απόδοση να αναλαμβάνουν τον ελάχιστο δυνατό κίνδυνο.

3.1.7.3 Κόστος δανεισμού

Ως βάση για τον υπολογισμό του κόστους δανεισμού λαμβάνεται η απόδοση A_{π} (cost of debt) που απαιτούν οι δανειστές για να δανείσουν εκ νέου τα κεφάλαια τους. Η απόδοση αυτή είναι δηλαδή η νέα (ή οριακή) απόδοση που θα απαιτή-

σουν οι δανειστές από την επιχείρηση για μια νέα χρηματοδότηση και όχι η ιστορική απόδοση που αποδίδει ήδη η επιχείρηση στους δανειστές της για κεφάλαια που έχει ήδη δανεισθεί στο παρελθόν.

Σε περίπτωση που η επιχείρηση έχει εκδώσει ομολογιακό δάνειο το οποίο διαπραγματεύεται σε δευτερογενή αγορά, τότε η απόδοση A_{π} μπορεί να θεωρηθεί ως η απόδοση στην λήξη (yield to maturity) των ομολόγων. Αν η επιχείρηση δεν έχει ομολογιακό δάνειο το οποίο διαπραγματεύεται σε δευτερογενή αγορά, μπορούμε να στηριχθούμε στη απόδοση στην λήξη ομολόγων όμοιων επιχειρήσεων, που διαπραγματεύονται όμως σε δευτερογενή αγορά.

Σημειώνεται πως το κόστος δανεισμού K_{δ} της επιχείρησης δεν ισούται γενικά με την απόδοση A_{π} που απαιτούν οι δανειστές, διότι φοροεκπίπτουν οι πληρωμές των τόκων. Δηλαδή, το κράτος «πληρώνει» τμήμα της χρηματοδότησης και κατά συνέπεια το κόστος δανεισμού της επιχείρησης είναι μικρότερο από την απόδοση που απαιτούν οι δανειστές.

Έτσι ως κόστος δανεισμού (K_{δ}) για τον υπολογισμό του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, χρησιμοποιείται η μετά φόρων απόδοση A_{π} που απαιτούν οι δανειστές (cost of debt), δηλαδή:

$$K_{\delta} = A_{\pi} \times (1 - T)$$

όπου

T, ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης.

Παράδειγμα: Αν μια επιχείρηση μπορεί να συνάψει νέο δάνειο με επιτόκιο 12% και ο φορολογικός συντελεστής της επιχείρησης είναι 35%, τότε το κόστος δανεισμού της θα είναι $12\% \times (1-0,35) = 7,8\%$

3.1.7.4 Κόστος προνομιούχων μετοχών

Αν η επιχείρηση προχωρήσει σε έκδοση νέων προνομιούχων μετοχών, η απαιτούμενη απόδοση $K_{\pi\mu}$ από το νέο αυτό κεφάλαιο προκύπτει από τη σχέση:

$$K_{\pi\mu} = M_{\pi\mu} / T_{καθ}$$

όπου

$M_{\pi\mu}$ = το κόστος προνομιούχων μετοχών,

$M_{\pi\mu}$ = το μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

$T_{καθ}$ = η καθαρή τιμή έκδοσης της προνομιούχου μετοχής στην περίοδο 0

Δηλαδή, το κόστος των προνομιούχων μετοχών υπολογίζεται διαιρώντας το μέρισμα που αντιστοιχεί στη προνομιούχο μετοχή προς τη καθαρή τιμή έκδοσης της προνομιούχου μετοχής. Η καθαρή τιμή έκδοσης είναι τα κεφάλαια που λαμβάνει η επιχείρηση από την έκδοση κοινών μετοχών μείον τα έξοδα έκδοσης.

Παράδειγμα: Έστω πως μια επιχείρηση διανέμει μέρισμα €2 ανά προνομιούχο μετοχή και πως πραγματοποιεί μια νέα έκδοση προνομιούχων μετοχών με τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- τιμή μετοχής €90 και
- έξοδα έκδοσης ανά μετοχή €3.

Το κόστος προνομιούχων μετοχών για την εταιρία θα είναι ίσο με $2 / (90-3) = 2,3\%$.

3.1.7.5 Κόστος ιδίων κεφαλαίων

Οι επιχειρήσεις μπορούν να χρηματοδοτηθούν μέσω ιδίων κεφαλαίων με δύο διαφορετικούς τρόπους. Μέσω των παρακρατηθέντων κερδών ή μέσω της έκδοσης νέων κοινών μετοχών.

3.1.7.6 Κόστος αποθεματικών

Τα παρακρατηθέντα κέρδη έχουν κόστος ευκαιρίας, διότι αν οι μέτοχοι λάμβαναν υπό μορφή μερίσματος (ή μέσω επαναγοράς μετοχών) τα κέρδη αυτά θα μπορούσαν να τα αξιοποιήσουν επενδύοντας αλλού. Έτσι, οι μέτοχοι αναμένουν από τα παρακρατηθέντα κέρδη, την απόδοση που θα είχαν αν τοποθετούσαν τα χρήματά τους σε κάποια άλλη, παρόμοιου κινδύνου επένδυση. Αν η ανώτατη διοίκηση της επιχείρησης θεωρεί πως δεν μπορεί να επιτύχει την απόδοση αυτή, θα πρέπει να διανείμει το σύνολο των κερδών και να μην διατηρεί⁶ αποθεματικά.

⁶ Εκτός από τα επιβαλλόμενα από τον Νόμο.

Ο υπολογισμός της απόδοσης K_a που πρέπει να έχουν τα αποθεματικά της επιχείρησης δεν είναι το ίδιο εύκολη όπως στην περίπτωση του μακροχρόνιου δανεισμού ή των προνομιούχων μετοχών. Για τον υπολογισμό της K_a χρησιμοποιούνται τρεις διαφορετικές μέθοδοι:

- Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model)
- Το Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών και
- Η Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου

Οι μέθοδοι αυτές δεν είναι αμοιβαία αποκλειόμενες και όταν πρέπει να υπολογισθεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (μέσω αποθεματικών) χρησιμοποιούνται παράλληλα και οι τρεις.

3.1.7.7 Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Για να υπολογισθεί το κόστος αποθεματικών χρησιμοποιώντας το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM) πρέπει να υπολογισθούν τα εξής:

- Η απόδοση σε επενδύσεις χωρίς κίνδυνο (risk free rate) η οποία συμβολίζεται ως $A_{\kappa\kappa}$
- Το τρέχον αναμενόμενο ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς (expected market risk premium). Το ασφάλιστρο κινδύνου προκύπτει αφαιρώντας την απόδοση $A_{\kappa\kappa}$ από την απόδοση του χαρτοφυλακίου αγοράς που παριστάνεται ως $A_{\chi\alpha}$.
- Ο συντελεστής βήτα (β) της μετοχής της επιχείρησης

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, το κόστος K_α των αποθεματικών προκύπτει από τη σχέση:

$$K_\alpha = A_{\chi\kappa} + \beta \times (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$$

όπου

K_α = το κόστος αποθεματικών,

$A_{\chi\kappa}$ = απόδοση χωρίς κίνδυνο,

$A_{\chi\alpha}$ = η απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β = ο συντελεστής βήτα.

3.1.7.8 Εκτίμηση της απόδοσης χωρίς κίνδυνο

Στην πραγματικότητα δεν υφίσταται απόδοση δίχως κίνδυνο διότι ακόμα και τα μακροπρόθεσμα ομόλογα των Η.Π.Α. υπόκεινται σε επιτοκιακό κίνδυνο⁷ διότι αν αυξηθούν τα επιτόκια, ο επενδυτής υφίσταται απώλειες στο κεφάλαιο του. Όμως, στη πράξη έχει καθιερωθεί να χρησιμοποιείται η απόδοση των μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών ως απόδοση χωρίς κίνδυνο. Αυτό συμβαίνει διότι:

- Οι μακροπρόθεσμες κρατικές ομολογίες αντανακλούν τον αναμενόμενο δείκτη πληθωρισμού για μια μεγάλη χρονική περίοδο.
- Το κόστος των κοινών μετοχών σχετίζεται περισσότερο με αποδόσεις

⁷ Πρόσφατα όμως έχουν εκδοθεί και μακροπρόθεσμα ομόλογα συνδεδεμένα με τα επιτόκια της κεντρικής τράπεζας των Η.Π.Α. (Indexed Bonds) τα οποία θεωρούνται η επένδυση με σχεδόν μηδενικό κίνδυνο.

μακροπρόθεσμων κρατικών ομολογιών παρά με αποδόσεις εντόκων γραμματίων δημοσίου.

- Τα επιτόκια των εντόκων γραμματίων δημοσίου υπόκεινται σε περισσότερες τυχαίες μεταβολές από ότι τα επιτόκια των κρατικών ομολογιών.

3.1.7.9 Εκτίμηση του ασφαλίστρου κινδύνου της αγοράς

Το ασφαλίστρο κινδύνου της αγοράς είναι η αναμενόμενη απόδοση $A_{\alpha\alpha}$ του χαρτοφυλακίου της αγοράς μείον την απόδοση $A_{\alpha\kappa}$ χωρίς κίνδυνο. Το ασφαλίστρο κινδύνου μπορεί να υπολογισθεί στη βάση ιστορικών στοιχείων ή σε αναμενόμενα στοιχεία.

A) Χρήση ιστορικών στοιχείων

Η συλλογιστική για τη χρήση των ιστορικών στοιχείων είναι πως το μέλλον θα είναι όμοιο με το παρελθόν. Για τη χρήση ιστορικών στοιχείων σημειώνονται τα εξής:

- Ως πρόβλεψη για το αναμενόμενο ασφαλίστρο κινδύνου μπορεί να χρησιμοποιηθεί ο αριθμητικός ή γεωμετρικός μέσος των παρελθόντων περιόδων.
- Η εκλογή της εναρκτήριας και τελικής χρονικής στιγμής και οι οποίες καθορίζουν τη περίοδο βάσει της οποίας θα υπολογισθεί το ασφαλίστρο κινδύνου, έχει καθοριστική επίδραση στην τιμή του ασφαλίστρου κινδύνου που θα προκύψει.

B) Χρήση αναμενόμενων (μελλοντικών) στοιχείων

Επειδή όμως το μέλλον μπορεί κάλλιστα να μην είναι όμοιο με το παρελθόν, έχουν αναπτυχθεί και μέθοδοι υπολογισμού του ασφάλιστρου κινδύνου που στηρίζονται στις αναμενόμενες τιμές. Η πιο συνηθισμένη μέθοδος είναι η προεξόφληση των αναμενόμενων μερισμάτων για το σύνολο των εισηγμένων (ή για το πιο αντιπροσωπευτικό υποσύνολό τους). Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ισχύει πως:

$$K_a = \frac{D_1}{P_0} + g = A_{ck} + Risk\ Pr\ emium$$

και έτσι

$$Risk\ Pr\ emium = \frac{D_1}{P_0} + g - A_{ck}$$

όπου

D_1 = το σταθμισμένο μέρισμα του μετοχών κάποιου δείκτη (π.χ. S&P 500)

P_0 = η τιμή του αντίστοιχου δείκτη

g = ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των μερισμάτων

$A_{\chi\kappa}$ = η απόδοση χωρίς ρίσκο.

Αντικαθιστώντας στην παραπάνω σχέση τις τιμές των D_1 , P_0 , g και $A_{\chi\kappa}$, προκύπτει το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς.

3.1.7.10 Υπολογισμός του συντελεστή β

Ο συντελεστής β υπολογίζεται ως ο συντελεστής κλίσης της ευθείας που

προκύπτει από τη γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων της μετοχής στον άξονα $\psi\psi'$ και των παρελθουσών αποδόσεων της αγοράς (με τη χρήση του πλέον αντιπροσωπευτικού χρηματιστηριακού δείκτη) στον άξονα $\chi\chi'$.

Παρότι η μέθοδος υπολογισμού του συντελεστή β εμφανίζεται σχετικά απλή στην σύλληψη, πρακτικά υπάρχουν εστίες προβληματισμού, όπως:

- § Ποια χρονική περίοδος θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό των αποδόσεων
- § Τη συχνότητα υπολογισμού των αποδόσεων (ημερήσια, εβδομαδιαία, μηνιαία κ.λ.π.)
- § Το χρηματιστηριακό δείκτη που θα χρησιμοποιηθεί

Πρακτικά, ο συντελεστής β είναι ένα μέτρο του βαθμού συνδιακύμανσης μιας κοινής μετοχής σε σχέση με την αγορά.

3.1.7.11 Παράδειγμα Υπόδειγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Έστω μία εταιρία της οποίας η μετοχή έχει συντελεστή β ίσο με 0,8 ενώ η απόδοση χωρίς κίνδυνο είναι 4% και το ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς είναι 9%. Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων προκύπτει $K_\alpha = 4\% + 0,8 \times 9\%$ άρα $K_\alpha = 11,2\%$

3.1.7.12 Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών

Έστω K_a το κόστος αποθεματικών, D_1 το μέρισμα ανά μετοχή την περίοδο 1, P_0 η τρέχουσα τιμή μετοχής στην περίοδο 0 και g ο ρυθμός αύξησης μερισμάτων.

Τότε ισχύει πως:

$$P_0 = \frac{D_1}{K_a - g} \Rightarrow K_a = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Συνεπώς με δεδομένα τα D_1 και P_0 , είναι προφανές πως για τον υπολογισμό του κόστους των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να υπολογισθεί η αναμενόμενη αύξηση g στο μέρισμα. Οι μέθοδοι υπολογισμού του g είναι:

§ Ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης

Αν ο ρυθμός αύξησης των κερδών και των μερισμάτων εμφανίζουν μια σχετική σταθερότητα και η οποία αναμένεται να διατηρηθεί, τότε ο ρυθμός αύξησης του παρελθόντος μπορεί να χρησιμοποιηθεί και ως ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης για το μέλλον.

Συνήθως για τον προσδιορισμό του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης χρησιμοποιείται η λογαριθμική γραμμική παλινδρόμηση.

§ Υπόδειγμα ρυθμού παρακράτησης

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, η αναμενόμενη αύξηση g προκύπτει από τη σχέση: $g = \Delta ΠΚ \times A_{IK}$, όπου $\Delta ΠΚ$ είναι ο αναμενόμενος δείκτης παρακράτησης κερδών και A_{IK} είναι η προσδοκώμενη μελλοντική απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity: ROE).

§ Προβλέψεις αναλυτών χρεογράφων

Οι εισηγμένες επιχειρήσεις και ιδιαίτερα οι εταιρίες μεγάλης κεφαλαιοποίησης, αναλύονται και παρακολουθούνται συνεχώς από πλήθος αναλυτών, οι οποίοι προβαίνουν σε εκτιμήσεις για τον ρυθμό αύξησης των κερδών τους.

3.1.7.13 Μέθοδος Απόδοσης Ομολογιών και Αμοιβής Κινδύνου

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή, ο υπολογισμός της απόδοσης K_a πραγματοποιείται με την εφαρμογή ενός πριμ 3% - 5% επάνω στην απόδοση (yield to maturity) των ομολόγων που έχει εκδώσει η επιχείρηση. Έστω για παράδειγμα μία εταιρία με απόδοση στη λήξη ίσο με 10,5%. Αν θεωρήσουμε το πριμ να είναι 4%, η απόδοση K_a προκύπτει ίση με 14,5%.

3.1.7.14 Κόστος νέου μετοχικού κεφαλαίου

Αν η επιχείρηση δεν χρηματοδοτηθεί μέσω των αποθεματικών της αλλά προχωρήσει σε έκδοση νέων κοινών μετοχών, η απαιτούμενη απόδοση K_k από το νέο αυτό κοινό μετοχικό κεφάλαιο προκύπτει από τη σχέση:

$$K_k = M_1 / KTK_0 + g$$

όπου

K_k = το κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

M_1 = τα μερίσματα ανά μετοχή στην περίοδο 1

KTK_0 = η καθαρή τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0 και

g = ο ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Δηλαδή, το κόστος των νέων κοινών μετοχών υπολογίζεται διαιρώντας το μέρισμα που αντιστοιχεί στη κοινή μετοχή προς τη καθαρή τιμή έκδοσης της κοινής μετοχής. Η καθαρή τιμή έκδοσης είναι τα κεφάλαια που λαμβάνει η επιχείρηση από την έκδοση κοινών μετοχών μείον τα έξοδα έκδοσης.

3.1.7.15 Υπολογισμός μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου

Πέρα από οποιεσδήποτε θεωρητικές διαφορετικές απόψεις, έχει καθιερωθεί πλέον η άποψη, πως υπάρχει για κάθε επιχείρηση μία άριστη κεφαλαιακή δομή. Υπάρχει δηλαδή μία άριστη ποσόστωση μεταξύ των διαφορετικών μορφών κεφαλαίου, που οδηγεί στην ελαχιστοποίηση του χρηματοοικονομικού κόστους της επιχείρησης. Συνεπώς μια επιχείρηση που είναι προσανατολισμένη στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, πρέπει να προσπαθεί να διατηρεί τη διάρθρωση των πηγών χρηματοδότησης της σύμφωνη με την άριστη κεφαλαιακή δομή.

Επειδή όπως περιγράφηκε, κάθε συστατικό κεφαλαίου έχει διαφορετικό κόστος, το μέσο κόστος των κεφαλαίων της επιχείρησης θα είναι το συνιστάμενο κόστος. Θα προκύπτει δηλαδή από τη στάθμιση του κόστους των διαφορετικών μορφών κεφαλαίων σύμφωνα με τη βαρύτητα που έχουν στη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Δηλαδή:

$$K = \Sigma_1 \times K_{\delta} + \Sigma_2 \times K_{\pi} + \Sigma_3 \times K_{\alpha} + \Sigma_4 \times K_{\kappa}$$

όπου:

K = το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

$\Sigma 1$ = η αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων

$\Sigma 2$ = η αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$\Sigma 3$ = η αναλογία αποθεματικών

$\Sigma 4$ = η αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

Έστω, για παράδειγμα μια επιχείρηση Α με τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- Αγοραία αξία δανεισμού = €30 εκατ.
- Αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων = €50 εκατ.
- Κόστος δανεισμού = 9%
- Κόστος ιδίων κεφαλαίων = 15%
- Φορολογικός συντελεστής = 40%

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση Α ισούται με:

$MΣΚΚ = [30/(30 + 50)] \times (9\%) \times (1 - 40\%) + [50/(30 + 50)] \times (15\%)$, δηλαδή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα ισούται με 11,4%.

Σχετικά με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου υπογραμμίζονται τα ακόλουθα:

1. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι οριακό κόστος. Προκύπτει δηλαδή από τη νέα χρηματοδότηση και δεν απεικονίζει τα παρελθόντα κόστη χρηματοδότησης.
2. Οι αναλογίες των συστατικών μορφών χρηματοδότησης μπορούν να στηριχθούν

- είτε σε λογιστικές τιμές (book values)
- είτε σε αγοραίες τιμές (market values)
- είτε στην άριστη κεφαλαιακή δομή κάθε επιχείρησης (target values)

Για κάθε επιχείρηση που είναι προσανατολισμένη στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, η ενδεδειγμένη μέθοδος είναι αυτή που στηρίζεται στην βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

3.1.7.16 Παράγοντες ελέγχου του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου

Παράγοντες που δεν ελέγχει η επιχείρηση:

- § Τα επίπεδα των επιτοκίων: Όταν αυξάνονται τα επιτόκια, το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου της επιχείρησης αυξάνει.
- § Το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς. Όταν αυξάνει το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς, το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου της επιχείρησης αυξάνει.
- § Οι φορολογικοί συντελεστές. Επιδρούν τόσο στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων (π.χ. μια μείωση στη φορολόγηση των κεφαλαιακών κερδών⁸ θα μείωνε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων) όσο και στο κόστος δανεισμού.

Παράγοντες που ελέγχει η επιχείρηση:

⁸ Σε χώρες όπου υπάρχει τέτοια φορολόγηση

- § Κεφαλαιακή δομή. Όσο απομακρύνεται η επιχείρηση από την άριστη κεφαλαιακή δομή, θα αυξάνει το μέσο σταθμικό κόστος των κεφαλαίων της.
- § Η φύση των στοιχείων του ενεργητικού. Αν η επιχείρηση μεταβάλλει την επενδυτική πολιτική της (όπως για παράδειγμα δραστηριοποιούμενη σε άλλους κλάδους ή σε προϊόντα με διαφορετικό κίνδυνο από αυτόν που είχε έως πρόσφατα), τότε το μέσο σταθμικό κόστος των κεφαλαίων της θα μεταβληθεί.

3.1.8 Παράδειγμα υπολογισμού αξίας επιχείρησης

Θα υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης Α, της οποίας ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσης και εμφανίζονται παρακάτω:

Ισολογισμός (σε εκατομμύρια Ευρώ)					
	Πραγματικό	Πρόβλεψη			
	2003	2004	2005	2006	2007
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μετρητά	€17,0	€20,0	€22,0	€23,0	€24,0
Ρευστοποιήσιμα αξιόγραφα	63,0	70,0	80,0	84,0	88,0
Εισπρακτέοι λογαριασμοί	85,0	100,0	110,0	116,0	121,0
Αποθέματα	170,0	200,0	220,0	231,0	243,0
Κυκλοφορούν ενεργητικό	€335,0	€390,0	€432,0	€454,0	€476,0
Πάγια	279,0	310,0	341,0	358,0	376,0
Ενεργητικό	€614,0	€700,0	€773,0	€812,0	€852,0
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
Πληρωτέοι λογαριασμοί	€16,0	€20,0	€22,0	€23,0	€24,0
Βραχυπρόθεσμος δανεισμός	123,0	140,0	160,0	168,0	176,0
Αναβαλλόμενα ποσά	44,0	50,0	55,0	58,0	61,0
Τρέχουσες υποχρεώσεις	€183,0	€210,0	€237,0	€249,0	€261,0
Μακροπρόθεσμος δανεισμός	124,0	140,0	160,0	168,0	176,0
Προνομιούχες μετοχές	62,0	70,0	80,0	84,0	88,0
Κοινές μετοχές (ονομαστ. + υπερ του αρτ.)	€200,0	€200,0	€200,0	€200,0	€200,0
Παρακρατηθέντα Κέρδη	45,0	80,0	96,0	111,0	127,0
Ίδια κεφάλαια	€245,0	€280,0	€296,0	€311,0	€327,0
Παθητικό	€614,0	€700,0	€773,0	€812,0	€852,0

Αποτελέσματα χρήσης (σε εκατομμύρια Ευρώ)					
	Πραγματικό	Πρόβλεψη			
	2003	2004	2005	2006	2007
Καθαρές πωλήσεις	€700,0	€850,0	€1.000,0	€1.100,0	€1.155,0
Κόστη (εκτός αποσβέσεων)	€599,0	€734,0	€911,0	€935,0	€982,0
Αποσβέσεις	28,0	31,0	34,0	36,0	38,0
Ολικά λειτουργικά κόστη	€627,0	€765,0	€945,0	€971,0	€1.020,0
Κέρδη προ φόρων και τόκων	€73,0	€85,0	€85,0	€129,0	€135,0
Μείον: Καθαροί τόκοι	13,0	15,0	16,0	17,0	19,0
Κέρδη προ φόρων	€60,0	€70,0	€69,0	€112,0	€116,0
Φόροι (40%)	24,0	28,0	15,6	44,8	46,4
Καθ. κέρδη προ μερίσ/τος προν. μετοχών	€36,0	€42,0	€23,4	€67,2	€69,6
Μέρισμα προνομιούχων μετοχών	6,0	7,0	7,4	8,0	8,3
Καθαρά κέρδη προς διανομή	€30,0	€35,0	€16,0	€59,2	€61,3
Κοινό μέρισμα	€0,0	€0,0	€0,0	€44,2	€45,3
Παρακρατηθέντα κέρδη	€30,0	€35,0	€16,0	€15,0	€16,0
Αριθμός μετοχών	100	100	100	100	100
Μέρισμα ανά μετοχή	€0,000	€0,000	€0,000	€0,442	€0,453

Στη συνέχεια υπολογίζονται:

A) Οι ελεύθερες ταμιακές ροές με χρήση της σχέσης Free Cash Flow = Operating Cash Flow - Gross Investment (ή εναλλακτικά Free Cash Flow = NOPAT - Net Investment in operating assets)

Υπολογισμός Ταμιακών Ροών					
	Πραγματικό	Πρόβλεψη			
	2003	2004	2005	2006	2007
1. Καθαρό λειτουργ. κεφάλαιο κίνησης ⁽¹⁾	€12,0	€250,0	€275,0	€289,0	€303,0
2. Πάγια	279,0	310,0	341,0	358,0	376,0
3. Καθαρό λειτουργικό ενεργητικό	€491,0	€60,0	€16,0	€47,0	€79,0
4. Επενδύσεις σε λειτουργ. ενεργητικό		€9,0	56,00	31,00	32,00
5. NOPAT ⁽²⁾	€43,8	€1,0	€3,0	€7,4	€1,0
6. Μείον: επενδύσ. σε λειτουρ. ενεργητ.		69,0	56,0	31,0	32,0
7. Ελεύθερες ταμιακές ροές		(€18,0)	(€23,0)	€46,4	€49,0

⁽¹⁾ Καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης = κυκλοφορούν ενεργητικό – βραχυπροθ. δανεισμός
(βλέπε κεφάλαιο 5.7.1.1)

⁽²⁾ NOPAT = ΚΠΦΤ x (1- συντ. φορολογίας) (βλέπε κεφάλαιο 5.8)

B) η υπολειμματική αξία σύμφωνα με τη σχέση: $V_{ter} = \frac{FCF_k \cdot (1+g)}{(WACC - g)}$. Ως ρυθμό

ετήσιας αύξησης των καθαρών ταμιακών ροών (g) λαμβάνεται ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ. Στο παράδειγμα το g ισούται με 5%.

Υπολειμματική αξία	
<p>Η υπολειμματική αξία είναι η αξία (την 31/12/2007) όλων των μελλοντικών ροών από το 2008 και μετά, προεξοφλημένων το 2007 σύμφωνα με τη σχέση:</p> $V_{ter} = [FCF_{2007} * (1+g)] / [WACC - g].$ <p>Έτσι, η υπολειμματική αξία προκύπτει:</p>	
Υπολειμματική αξία (την 31/12/2007)	€80,99

Για την εκτίμηση της αξίας του λειτουργικού ενεργητικού, προεξοφλούνται τόσο οι ταμιακές ροές όσο και η υπολειμματική αξία με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC).

		Πρόβλεψη			
		2004	2005	2006	2007
Ρυθμός ανάπτυξης περιόδου ωριμότητας	5%				
Σταθμ. μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC)	10,84%				
Ελεύθερες Ταμιακές Ροές		(€18,0)	(€23,0)	€46,4	€49,0
Υπολειμματική Αξία					€881,0
Προεξόφληση:		(€16,2)	(€18,7)	€34,1	€16,2
Σύνολο:					615,28

Έτσι η αξία του λειτουργικού ενεργητικού είναι €15,28

Όπως όμως έχει ήδη αναφερθεί, η αξία της επιχείρησης προκύπτει αθροίζοντας την αξία του λειτουργικού και του μη λειτουργικού ενεργητικού της εταιρίας. Το μη λειτουργικό ενεργητικό είναι για το παράδειγμα, τα ρευστοποιήσιμα αξιόγραφα δηλαδή € 63 εκατ. Έτσι: **ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ = € 615,28 + € 63 = € 678,27**

Η αξία της επιχείρησης όμως επιμερίζεται σε όλους όσους έχουν χορηγήσει κεφάλαια στην επιχείρηση (κοινοί μέτοχοι, δανειστές, προνομιούχοι μέτοχοι). Για τον προσδιορισμό της αξίας που ανήκει στους κοινούς μετόχους καθώς και της δίκαιης τιμής (intrinsic value) της μετοχής, θα πρέπει να αφαιρεθεί από την ολική αξία της επιχείρησης, η αξία που ανήκει στους δανειστές και τους προνομιούχους μετόχους. Έτσι:

Αξία Δανειστών = (Βραχυπρόθεσμος + Μακροπρόθεσμος) Δανεισμός,

Και σύμφωνα με τα στοιχεία του ισολογισμού:

Αξία Δανειστών = € 123 εκατ. + € 124 εκατ. = € 247 εκατ.

Αξία Προνομιούχων Μετόχων = € 62 εκατ.

Συνεπώς, **Αξία Κοινών Μετόχων = (678,27 – 247 – 62) = € 369,27 εκατ.**

3.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕ- ΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η δεύτερη μέθοδος υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης, είναι η προεξόφληση των οικονομικών προστιθέμενων αξιών, που αναμένονται από τη λειτουργία της επιχείρησης στις μελλοντικές οικονομικές περιόδους. Η μέθοδος αυτή, αναφέρεται μεν για λόγους συνέχειας στη παρούσα παράγραφο αλλά αναλύεται διεξοδικά στην παράγραφο 5.10.

4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΑΞΙΑΣ

4.1 ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η υιοθέτηση της διοίκησης δημιουργίας αξίας για τους μετόχους, εγείρει το θέμα των δεικτών μέτρησης απόδοσης και δημιουργίας οικονομικής αξίας. Με την χρήση τέτοιων δεικτών διευκολύνεται η επικοινωνία των ανώτατων στελεχών με τους επενδυτές και ποσοτικοποιείται η διασφάλιση πως τα κεφάλαια αξιοποιούνται αποδοτικά από την επιχείρηση.

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 1.2, ένας από τους κυριότερους λόγους ανάπτυξης και καθιέρωσης της διοίκησης για την παραγωγή αξίας, είναι η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου. Η σημασία των αγορών κεφαλαίου καθιστά σημαντικότερη την αποτελεσματική και πειστική επικοινωνία των στελεχών με τις αγορές κεφαλαίου και τους αναλυτές. Όσα στελέχη δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιούν τη γλώσσα της οικονομικής αξίας για να εμπεδώσουν κλίμα ασφάλειας στις κεφαλαιαγορές θα θέσουν τις επιχειρήσεις τους σε μειονεκτική θέση στην προσπάθεια ανεύρεσης κεφαλαίων.

4.2 ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

4.2.1 Κέρδη ανά μετοχή

Τα κέρδη ανά μετοχή υπολογίζονται από τη σχέση:

$$\text{Earnings per Share} = \frac{\text{Earnings Available for Ordinary Shareholders}}{\text{Number of Ordinary Shares}}$$

σημειώνεται πως στα κέρδη δεν περιλαμβάνονται τα κέρδη που αντιστοιχούν στις προνομιούχες μετοχές, διότι συνήθως στις προνομιούχες μετοχές αντιστοιχεί ένα σταθερό ποσό το οποίο είναι ανεξάρτητο από την κερδοφορία της επιχείρησης.

Ο A. Rappaport (2001) σημειώνει την μεγάλη βαρύτητα που δίνεται από αναλυτές στον δείκτη αυτό, αφού θεωρείται πως μια «ικανοποιητική» αύξηση στην τιμή του δείκτη αυτού, οδηγεί σε αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης.

Όμως, τα λογιστικά κέρδη τα οποία είναι και η βάση του δείκτη αυτού, είναι σχετικά εύκολο να τροποποιηθούν ενώ ακόμα και η αγορά ιδίων μετοχών από την επιχείρηση μπορεί να αλλοιώσει την τιμή του δείκτη αυτού. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός είναι σχετικά εύκολο να τροποποιηθεί ανάλογα με τη θέληση της εκάστοτε διοίκησης της επιχείρησης.

Ακόμα πιο σημαντικό μειονέκτημα όμως, είναι πως δεν μπορεί να πραγματοποιηθεί σύγκριση της απόδοσης μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων με χρήση του δείκτη αυτού, διότι η τιμή του εξαρτάται από τον αριθμό των κοινών μετοχών κάθε επιχείρησης, με την εταιρία που έχει μικρότερο αριθμό μετοχών, να ευνοείται.

4.2.2 Χρηματιστηριακή τιμή προς λογιστική αξία

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται με βάση τη σχέση:

$$M/B = \frac{\text{Market Value}}{\text{Book Value}}$$

Ο δείκτης αυτός αντανακλά τη σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης όπως αυτή αποτιμάται στις αγορές κεφαλαίου, προς τη λογιστική αξία της εταιρίας.

Η λογιστική αξία μπορεί να άγεται από τη διοίκηση της επιχείρησης με τη χρήση της λογιστικής, όπως με το να προβαίνει η επιχείρηση σε αγορά ιδίων μετοχών.

4.3 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ

4.3.1 Προστιθέμενη αγοραία αξία

Ο πλούτος των μετόχων μεγιστοποιείται με το να μεγιστοποιείται η διαφορά μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης και των ιδίων κεφαλαίων που είναι τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην επιχείρηση.

Ο δείκτης της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (market value added ή για συντομία MVA) ισούται ακριβώς με αυτή τη διαφορά, δηλαδή:

$$\text{MVA} = \text{Market Value of stock} - \text{Equity capital supplied by shareholders} = \\ (\text{shares outstanding}) \times (\text{stock price}) - \text{Total common equity}$$

Για παράδειγμα, η Coca-Cola στις αρχές του 2000 είχε χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση \$139 δις ενώ τα κεφάλαια που είχαν επενδύσει οι μέτοχοι όπως απεικονίζονται στο ενεργητικό ήταν \$9.5 δις. Συνεπώς, η προστιθέμενη αγοραία αξία της Coca-Cola ήταν $\$139 - \$9.5 = \$129.5$ δις.

Αυτά τα \$129.5 δις είναι η διαφορά μεταξύ των χρημάτων που επένδυσαν οι μέτοχοι στην Coca-Cola από την ίδρυση της έως το 2000 (συμπεριλαμβανομένων των παρακρατηθέντων κερδών⁹) και των μετρητών που θα μπορούσαν να αποκτήσουν αν πούλαγαν τις μετοχές τους, αν πουλούσαν δηλαδή την εταιρία. Όσο υψηλότερη η προστιθέμενη αγοραία αξία τόσο μεγαλύτερη αξία έχουν παράξει για τους μετόχους τα στελέχη.

Όταν υπολογίζεται η προστιθέμενη αγοραία αξία θα πρέπει να αναφέρεται το χρονικό διάστημα στο οποίο έχει υπολογισθεί. Θεωρητικά, το ιδανικό θα ήταν να υπολογίζεται από το έτος ίδρυσης της επιχείρησης έως σήμερα.

Ο δείκτης εμφανίζει τα εξής βασικά μειονεκτήματα:

- α) Επειδή επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής, είναι δυσχερής ο υπολογισμός του σε επίπεδο επιχειρηματικής μονάδας και πιο κάτω. Παράλληλα, σε περιόδους χρηματιστηριακής «έξαψης» είναι δυνατόν να εμφανίζεται μεγάλη προστιθέμενη αγοραία αξία που δεν οφείλεται όμως στην ικανότητα της Διοίκησης αλλά στο κλίμα ανόδου του χρηματιστηρίου.
- β) Ο δείκτης αναφέρεται σε παρελθούσες περιόδους και ενσωματώνει τις απόδοσεις διαφορετικών Διοικήσεων.

⁹ Είναι λογικό να απαιτούν οι μέτοχοι απόδοση από τα παρακρατηθέντα κέρδη της επιχείρησης, αφού πρόκειται για κέρδη τα οποία θα μπορούσαν να αποδοθούν στους μετόχους αλλά επανα-επενδύθηκαν στην επιχείρηση.

4.3.2 Υπερβάλλουσα απόδοση

Έστω δύο επιχειρήσεις A και B, με το ίδιο ύψος ιδίων κεφαλαίων και την ίδια κεφαλαιοποίηση. Η επιχείρηση A έχει δώσει για κάθε χρόνο της παρελθούσας δεκαετίας, μέρισμα €0,5 ανά μετοχή ενώ η B έχει δώσει για κάθε χρόνο της παρελθούσας δεκαετίας, μέρισμα €0,2 ανά μετοχή. Προφανώς, οι δύο αυτές επιχειρήσεις δεν έχουν παράξει την ίδια αξία για τους μετόχους τους, όμως ο δείκτης της προστιθέμενης αγοραίας αξίας δεν μπορεί να συλλάβει και να αποδώσει τη σημαντική αυτή διαφορά.

Οι Young και O'Byrne (S. David Young, Stephen F. O'Byrne, 2000, σελ. 31) εισήγαγαν τον δείκτη της υπερβάλλουσας απόδοσης (excess return) τον οποίο όρισαν ως:

Υπερβάλλουσα Απόδοση = Υφιστάμενος Πλούτος - Αναμενόμενος Πλούτος

Ο δείκτης αυτός ενσωματώνει το κόστος κεφαλαίου στην επένδυση που έχουν πραγματοποιήσει οι μέτοχοι και λαμβάνει υπόψη τις ταμιακές εισροές¹⁰ ή εκροές¹¹ που έλαβαν οι μέτοχοι που έχουν συμβεί. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός απαιτεί από την επιχείρηση, να αποφέρει απόδοση στους μετόχους τουλάχιστον ίση με το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου τους, λαμβάνοντας όμως

¹⁰ Με τη μορφή πληρωμής μερισμάτων ή και αγοράς μετοχών.

¹¹ Με τη μορφή καταβολής μετρητών σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου.

υπόψη και τις χρηματικές εισροές ή εκροές που είχαν στην παρελθούσα περίοδο οι μέτοχοι.

Η υπερβάλλουσα απόδοση μπορεί να γίνει κατανοητή με το ακόλουθο παράδειγμα. Μια επιχείρηση έχει κεφαλαιοποίηση €150 εκατ. ενώ τα προηγούμενα τρία έτη έχει δώσει μερίσματα €10 εκατ. ανά έτος. Επίσης την προηγούμενη χρονιά πραγματοποίησε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών ύψους €30 εκατ. Η υπερβάλλουσα απόδοση υπολογίζεται ως εξής:

Χρηματική εισροή για τους μετόχους	Χρηματική εκροή για τους μετόχους	Κόστος Κεφαλαίου	Κεφαλαιοποίηση	Μελλοντική αξία @ 2004	Υπερβάλλουσα απόδοση
		10%	150	150,0	153,4
10	-30	10%		-22,0	
10		10%		12,1	
10		10%		13,3	

Όταν υπολογίζεται η υπερβάλλουσα απόδοση θα πρέπει να αναφέρεται το χρονικό διάστημα στο οποίο έχει υπολογισθεί. Θεωρητικά, το ιδανικό θα ήταν να υπολογίζεται από το έτος ίδρυσης της επιχείρησης έως σήμερα.

Ο δείκτης εμφανίζει τα εξής βασικά μειονεκτήματα:

- α) Επειδή επηρεάζεται από την τιμή της μετοχής, είναι δυσχερής ο υπολογισμός του σε επίπεδο επιχειρηματικής μονάδας και πιο κάτω. Παράλληλα, σε περιόδους χρηματιστηριακής «έξαψης» είναι δυνατόν να εμφανίζεται μεγάλη υπερβάλλουσα αξία που δεν οφείλεται όμως στην ικανότητα της Διοίκησης αλλά στο κλίμα ανόδου του χρηματιστηρίου.
- β) Ο δείκτης αναφέρεται σε παρελθούσες περιόδους και ενσωματώνει τις αποδόσεις διαφορετικών Διοικήσεων.

5 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Στο κεφάλαιο 2 αναλύθηκε η ποσοτικοποίηση της αξίας της επιχείρησης που στηρίζεται στις μελλοντικές ταμιακές ροές ή τα αναμενόμενα οικονομικά κέρδη. Επιπλέον, στην παράγραφο 4.3.1 παρουσιάσθηκε ο δείκτης της προστιθέμενης αγοραίας αξίας, ο οποίος ποσοτικοποιεί τις επιδόσεις της διοίκησης της επιχείρησης από την ίδρυση της έως σήμερα και δείχνει τον πλούτο που δημιουργήθηκε για τους μετόχους.

Δημιουργείται όμως ένα κενό, λείπει ένας δείκτης που να δείχνει την αξία που δημιουργήθηκε σε μία οικονομική χρήση. Πρέπει λοιπόν να προσδιορισθεί ένα νέο μέγεθος που να δείχνει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια συγκεκριμένη περίοδο, όπως για παράδειγμα σε μία οικονομική χρήση. Μόνον έτσι καθίσταται δυνατή η αξιολόγηση της απόδοσης της επιχείρησης με τρόπο συμβατό με τη διοίκηση δημιουργίας αξίας για τους μετόχους.

5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ

Η οικονομική προστιθέμενη αξία (economic value added ή για συντομία EVA) μετράει αυτό ακριβώς. Δηλαδή, η οικονομική προστιθέμενη αξία υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο. Η σχέση υπολογισμού της, είναι:

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Το λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (Operating capital) αναλύεται στην παράγραφο 5.7, η απόδοση στο επενδυμένο κεφάλαιο (return on invested capital - ROIC) αναλύεται στην παράγραφο 5.6, ενώ το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (weighted average cost of capital- WACC) αναλύθηκε στην παράγραφο 3.1.7.

Η EVA μπορεί εναλλακτικά να υπολογισθεί¹² ως εξής:

$$\mathbf{EVA = Operating Capital \times (ROIC - WACC) \rightarrow}$$

$$\mathbf{EVA = Operating Capital \times ROIC - Operating Capital \times WACC}$$

Ισχύει όμως, πως $\mathbf{ROIC = NOPAT / Operating Capital}$

$$\mathbf{\acute{E}\tau\sigma\iota: EVA = Operating Capital \times NOPAT / Operating Capital - Operating Capital \times WACC}$$

Δηλαδή:

$$\mathbf{EVA = NOPAT - Operating Capital \times WACC}$$

Όμως: $\mathbf{NOPAT = EBIT \times (1 - \text{corporate tax rate})}$

Έτσι:

$$\mathbf{EVA = EBIT \times (1 - \text{corporate tax rate}) - (Operating Capital) \times (WACC)}$$

Όπως φαίνεται από την σχέση αυτή, μία επιχείρηση παράγει αξία (έχει δηλαδή θετική οικονομική προστιθέμενη αξία) όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

¹² Η EVA υπολογίζεται σε νομισματικές μονάδες (π.χ. σε €)

(WACC). Αν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, οποιοσδήποτε νέες επενδύσεις (με ίδια οριακή απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου) θα επιφέρουν επιπλέον μείωση αξίας για την επιχείρηση.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι η εκτίμηση¹³ του πραγματικού οικονομικού κέρδους της επιχείρησης για την οικονομική περίοδο και διαφέρει σημαντικά από τα λογιστικά κέρδη¹⁴. Πιο αναλυτικά, η οικονομική προστιθέμενη αξία αντιπροσωπεύει το υπολειμματικό κέρδος (residual income) που παραμένει για τους επενδυτές μετά την αφαίρεση όλου του κόστους κεφαλαίου, συμπεριλαμβανόμενου του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Τα ίδια κεφάλαια έχουν κόστος διότι οι μέτοχοι θα μπορούσαν να είχαν επενδύσει τα κεφάλαια τους σε κάποια άλλη επένδυση ίσου κινδύνου και από την οποία θα είχαν αποκομίσει κάποια συγκεκριμένη απόδοση. Δηλαδή το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι το κόστος ευκαιρίας των μετόχων. Αντίθετα, το λογιστικό

¹³ Με τις παραπάνω σχέσεις υπολογισμού του EVA δεν προστίθενται στο NOPAT οι αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις παρότι δεν είναι χρηματικό έξοδο (ταμιακή εκροή), είναι κόστος και κατά συνέπεια αφαιρούνται κατά τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών (net income) και του EVA. Ο τρόπος αυτός υπολογισμού, υποθέτει πως η πραγματική οικονομική απόσβεση των πάγιων στοιχείων της επιχείρησης ισούται ακριβώς με την απόσβεση που χρησιμοποιείται για λογιστικούς και φορολογικούς σκοπούς. Σε αντίθετη περίπτωση θα πρέπει να γίνουν τροποποιήσεις ώστε να υπολογισθεί το EVA με μεγαλύτερη ακρίβεια.

¹⁴ Ο πιο σημαντικός παράγοντας διαφοράς μεταξύ EVA και λογιστικών κερδών είναι πως το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αφαιρείται κατά τον υπολογισμό του EVA. Άλλοι παράγοντες διαφοροποίησης είναι μετατροπές που μπορεί να πρέπει να γίνουν στις αποσβέσεις, σε έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, σε εκτίμηση αποθεματικών κλπ

κέρδος προσδιορίζεται χωρίς να τίθεται χρέωση για τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Έτσι είναι πιθανό η επιχείρηση να παράγει θετικά κέρδη (net income) και ταυτόχρονα να καταστρέφει την αξία για τους μετόχους (αν όπως αναφέρθηκε ισχύει ότι $ROIC < WACC$).

Η οικονομική προστιθέμενη αξία υπολογίζει την αξία που προστίθεται στην επιχείρηση. Έτσι, αν τα στελέχη εστιάζουν στην οικονομική προστιθέμενη αξία εξασφαλίζουν πως εργάζονται για την επίτευξη του κύριου σκοπού της επιχείρησης: Την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων ή ισοδύναμα, τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Ένα σημαντικό πλεονέκτημα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) είναι πως μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για τμήματα της εταιρίας και συνολικά για την επιχείρηση. Έτσι καθίσταται ένα χρήσιμο εργαλείο για τον υπολογισμό της απόδοσης των στελεχών σε όλα τα επίπεδα. Για τον λόγο αυτό, ολοένα και περισσότερες επιχειρήσεις συνδέουν τις παροχές προς τα στελέχη τους με την οικονομική προστιθέμενη αξία που παράγουν οι μονάδες των οποίων προϊίστανται.

5.2 ΓΙΑΤΙ ΕΝΔΕΙΚΝΥΤΑΙ Η ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η οικονομική προστιθέμενη αξία, έχει ορισμένα χαρακτηριστικά που την καθιστούν τον ενδεδειγμένο δείκτη μέτρησης της απόδοσης σε μια επιχείρηση.

Τα χαρακτηριστικά αυτά, είναι:

α) Στο κεφάλαιο 4 αναφέρθηκαν οι λογιστικοί και οικονομικοί δείκτες μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης. Όμως, όπως περιγράφηκε, οι δείκτες αυτοί είτε εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων που είναι στοιχεία που μπορούν να χειραγωγηθούν από τη Διοίκηση της επιχείρησης, είτε εξαρτώνται από την αγοραία τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να επηρεάζεται από παράγοντες που είναι άσχετοι με την απόδοση της εταιρίας. Η οικονομική προστιθέμενη αξία δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, αφού στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων.

β) Η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο και κάθε οντότητα (entity) της επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές, γεωγραφική περιοχή, μάρκα, προϊόν κ.λ.π. Ορισμένοι όμως δείκτες, όπως η αγοραία προστιθέμενη αξία, εξαρτώνται από τις αγοραίες τιμές της μετοχής και κατά συνέπεια μπορούν να υπολογισθούν μόνο για τα τμήματα (όπως για θυγατρικές) της επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά κεφαλαίου. Παράλληλα, για την οικονομική προστιθέμενη αξία ισχύει και η ιδιότητα της προσθετικότητας, δηλαδή αθροίζοντας τα EVAs των επιμέρους στοιχείων

ενός συνόλου, προκύπτει η EVA του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν τα EVAs για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η EVA ολόκληρης της επιχείρησης.

γ) Η οικονομική προστιθέμενη αξία στηρίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό. Δηλαδή, λαμβάνει υπόψη και το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

δ) Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 3.1 η αξία της επιχείρησης βασίζεται στην προεξόφληση των μελλοντικών ελεύθερων ταμιακών ροών και με τη μέθοδο αυτή οι αναλυτές και οι αγορές στηρίζονται για να υπολογίσουν τη δίκαιη (fair) [ή εσωτερική (intrinsic)] αξία της επιχείρησης. Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι απόλυτα συμβατή με τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών. Όπως αποδεικνύεται στην παράγραφο 5.11 η μέθοδος της προεξόφλησης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, δίνει ακριβώς την ίδια αξία για την επιχείρηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών.

Το γεγονός της ισοδυναμίας της μεθόδου της προεξόφλησης ταμιακών ροών με την προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πάρα πολύ σημαντικό διότι δείχνει ακριβώς πως ο δείκτης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας βρίσκεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με την αξία της επιχείρησης όπως αυτή προσδιορίστηκε στην παράγραφο 3.1. Έτσι, όταν προσδιορίζεται ο δείκτης αυτός, πράγματι μπορούμε να ξέρουμε την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.

ε) Ενώ τόσο η ελεύθερη ταμιακή ροή όσο και η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι συμβατές με την αξία της επιχείρησης, όπως προσδιορίστηκε στην παράγραφο 3.1, ενδείκνυται, όταν πρόκειται να μετρηθεί η απόδοση της επιχείρησης, η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας διότι η ελεύθερη ταμιακή ροή μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί από τη Διοίκηση της επιχείρησης. Αρκεί η αναβολή μιας επένδυσης, ώστε να μην πραγματοποιηθεί ταμιακή εκροή και κατά συνέπεια να εμφανισθεί βελτιωμένη η απόδοση της επιχείρησης.

5.3 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Η οικονομική προστιθέμενη αξία έχει ένα επιπλέον πλεονέκτημα ως μέγεθος αποτίμησης της παραγόμενης αξίας από την επιχείρηση. Δεν χρησιμοποιεί ιδιαίτερα μαθηματικά ενώ παράλληλα εντοπίζει τους κύριους οδηγούς αξίας (value drivers) σε μία επιχείρηση. Έτσι αν τα στελέχη εστιάσουν τη προσοχή τους στους παράγοντες που προσδιορίζουν τους οδηγούς αξίας εξασφαλίζουν πως μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Οι οδηγοί αξίας είναι:

- § Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού.
- § Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)
- § Το κόστος κεφαλαίου (WACC)

Προφανώς, μια επιχείρηση που κερδίζει υψηλότερο κέρδος για κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Όμοια, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (με την προϋπόθεση πως οι εταιρίες έχουν ίδιο πριμ (ROIC - WACC) και το οποίο είναι μεγαλύτερο του μηδενός)

Συμπερασματικά, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου) και ο ρυθμός ανάπτυξης είναι οι παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Για να αυξήσει λοιπόν η διοίκηση μιας επιχείρησης τον πλούτο των μετόχων πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- § Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.
- § Να εξασφαλίζει πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της, είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της.
- § Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων.
- § Να μειώσει το κόστος του κεφαλαίου της.

5.4 ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Μεταξύ της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (MVA) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) υπάρχει έμμεση και όχι άμεση σχέση. Αυτό συμβαίνει διότι η MVA έχει ως κύριο παράγοντα καθορισμού της, την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία όμως εξαρτάται περισσότερο από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές ελεύθερες ταμιακές ροές που θα παράξει η επιχείρηση. Όπως

φαίνεται και από τη σχέση $V_{ter} = \frac{FCF_k \cdot (1 + g)}{(WACC - g)}$ που αναφέρθηκε στην

παράγραφο 3.1.5, όταν οι προσδοκίες για την ανάπτυξη της επιχείρησης (g) είναι μεγάλες, η αξία της επιχείρησης μεγαλώνει.

Έτσι για παράδειγμα, σε μια οικονομική χρήση είναι δυνατόν να παράγεται οικονομική προστιθέμενη αξία ίση με € 1,3 εκατ. αλλά η χρηματιστηριακή αξία να ανεβαίνει κατά 2,8€ διότι οι αγορές προεξοφλούν μεγαλύτερες προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης.

Μόνο στην περίπτωση που δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές αποδόσεις (δηλαδή η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών παραμένει η ίδια) τότε η αύξηση της MVA θα είναι ίση με το ποσό της EVA που αντιστοιχεί στους μετόχους.

Συμπερασματικά, η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης ακόμα και σε εποχές που τα στελέχη

της εταιρίας δεν είχαν καν γεννηθεί. Αντίθετα η οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου.

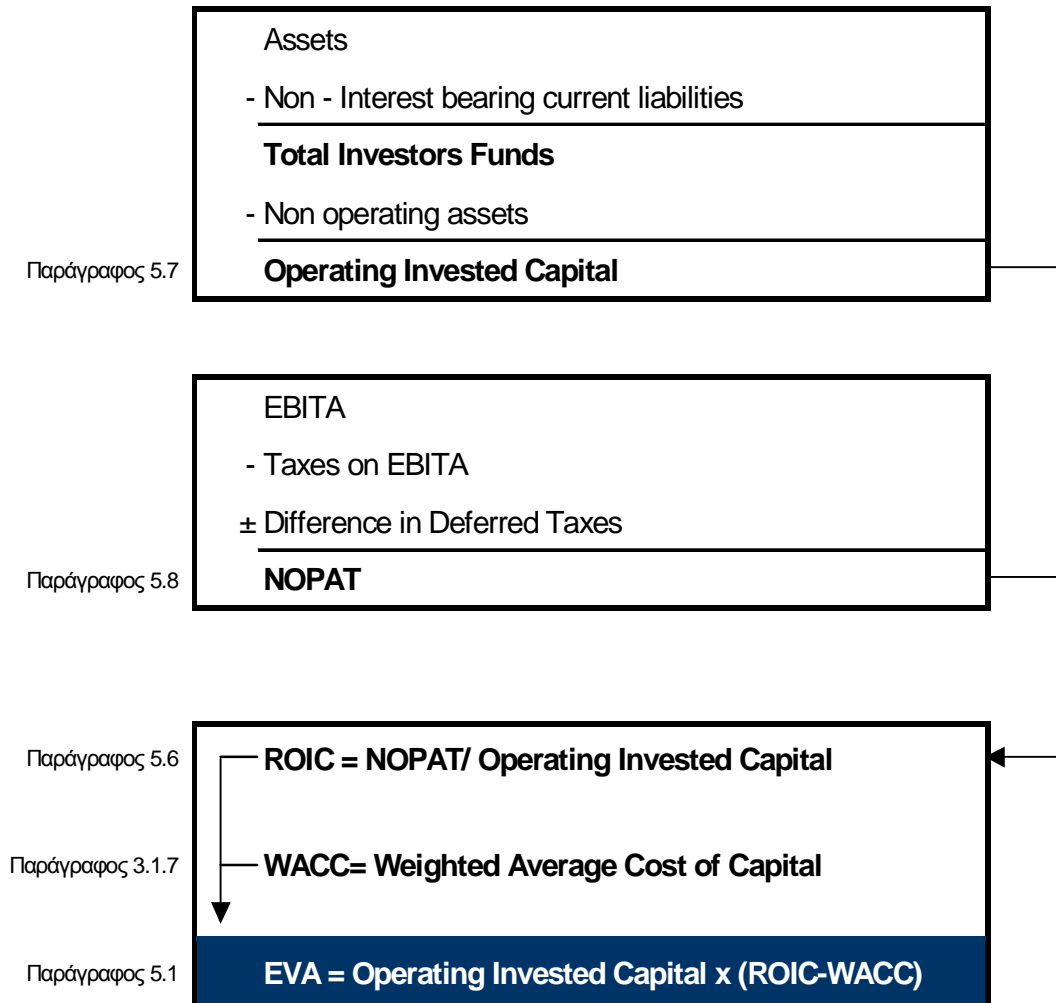
Σημαντικό είναι επίσης πως η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) μπορεί να εφαρμοσθεί και σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας ενώ η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης.

5.5 ΣΥΣΤΑΤΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Στην παράγραφο 5.1 παρουσιάσθηκε ο δείκτης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας και αναφέρθηκαν τα κύρια επιχειρήματα που οδηγούν στο να θεωρείται ο δείκτης αυτός, ως ο πλέον κατάλληλος για την μέτρηση της αξίας που παράγει η επιχείρηση. Στο παρόν κεφάλαιο, παρατίθενται σε μορφή πίνακα, τα συστατικά στοιχεία που αλληλοσχετίζονται και οδηγούν στον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

Σημειώνεται πως σε ολόκληρη την εργασία, ο όρος λειτουργικό ενεργητικό αποτελεί την προσπάθεια απόδοσης στην ελληνική του όρου Operating Capital, ενώ ο όρος λειτουργικά κέρδη την προσπάθεια απόδοσης στην ελληνική του όρου Operating Profit.

"ΧΑΡΤΗΣ" ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΕΝΝΟΙΩΝ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ



5.6 ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC), ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (operating capital). Δηλαδή:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Operating\ Capital}$$

Τα συστατικά του δείκτη που είναι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων και το λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης, αναλύονται στις παραγράφους 5.8 και 5.7 αντίστοιχα.

Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου δείχνει πόσο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων παράγεται από κάθε νομισματική μονάδα που είναι επενδυμένη στο ολικό λειτουργικό κεφάλαιο της επιχείρησης.

Ο δείκτης αυτός αντανακλά την παραγωγικότητα του λειτουργικού κεφαλαίου της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης απόδοσης επενδυμένων κεφαλαίων, τόσο υψηλότερη είναι η λειτουργική παραγωγικότητα της επιχείρησης.

Μια άλλη χρήσιμη μορφή για το δείκτη απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου, είναι η γνωστή και ως ανάλυση DuPont:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{Operating\ Capital} \Rightarrow ROIC = \frac{Operating\ Profits}{Sales} \times \frac{Sales}{Invested\ Capital}$$

ο πρώτος όρος Operating Profits/ Sales είναι το λειτουργικό περιθώριο κέρδους, ενώ ο δεύτερος όρος Sales/ Invested Capital είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού (asset turnover).

5.7 ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΑΙ ΜΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Κάθε επιχείρηση έχει τη δική της χρηματοοικονομική δομή παθητικού, τη δική της φορολογική κατάσταση και διαφορετικό ύψος σε κεφάλαια που είναι επενδεδυμένα σε μη λειτουργικά πάγια. Οι διαφορές αυτές επιδρούν άμεσα στα παραδοσιακά λογιστικά μεγέθη όπως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων (return on equity) και τα κέρδη της επιχείρησης (net income).

Έστω δύο εταιρίες, η εταιρία Α και η εταιρία Β, οι οποίες υποθέτουμε πως έχουν το ίδιο ύψος ενεργητικού και ίσα λειτουργικά αποτελέσματα προ φόρων και τόκων αλλά έχουν διαφορετική μόχλευση (η μία από τις δύο έχει υψηλότερο δανεισμό). Οι επιχειρήσεις αυτές θα εμφανίζουν διαφορετικά καθαρά κέρδη (net income) διότι η εταιρία με τον μεγαλύτερο δανεισμό, θα εμφανίζει χειρότερα αποτελέσματα. Για παράδειγμα:

	Εταιρία A	Εταιρία B
Ενεργητικό	100	100
Κέρδη προ τόκων και φόρων	25	25
Δανεισμός	20	35
Επιτόκιο δανεισμού		8%
Τόκος	1,6	2,8
Καθαρά κέρδη προ φόρων	23,4 (=25-1,6)	22,2 (=25-2,8)

Κατά συνέπεια, δύο επιχειρήσεις (ή γενικότερα δύο business units στην ίδια εταιρία), με ίδια λειτουργική απόδοση δύναται να εμφανίζουν διαφορετικά καθαρά κέρδη.

Το γεγονός αυτό είναι σημαντικό, διότι στρεβλώνεται το σύστημα αμοιβών των στελεχών, αφού είναι πιθανό τα στελέχη να αμείβονται με βάση δείκτες παραγωγικότητας οι οποίοι με τη σειρά τους προσδιορίζονται από παράγοντες που τα στελέχη δεν μπορούν να ελέγξουν π.χ. ο Διευθυντής σε ένα στρατηγικό τμήμα μιας επιχείρησης δεν μπορεί να επηρεάσει τη μόχλευση της μονάδας του η οποία όμως επηρεάζει τα καθαρά κέρδη της μονάδας του.

Κατά συνέπεια, πρέπει να συγκρίνεται η ικανότητα των στελεχών να παράγουν λειτουργικά κέρδη εκμετάλλευσης (operating income ή για συντομία EBIT) σε σχέση με τα λειτουργικά κεφάλαια που βρίσκονται κάτω από τον έλεγχο τους. Μόνο έτσι δύναται να εκτιμάται αμερόληπτα η απόδοση των στελεχών της επιχείρησης.

Καταρχήν πρέπει να διαχωριστούν τα στοιχεία ενεργητικού (assets) της επιχείρησης σε λειτουργικά (operating assets) και σε μη λειτουργικά (non operating assets).

5.7.1 Λειτουργικό ενεργητικό

Το λειτουργικό ενεργητικό συνίστανται από τα στοιχεία ενεργητικού που είναι απαραίτητα για τη κύρια παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης. Το συνολικό λειτουργικό ενεργητικό (total operating capital) αποτελείται από το λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net operating working capital) και από το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό (operating long term assets). Ισχύει δηλαδή:

$$\text{Total operating capital} = \text{Net operating working capital} + \text{Operating long-term assets}$$

Σύμφωνα με όσα θα αναλυθούν στις παρακάτω παραγράφους 5.7.1.1 έως και 5.7.1.2, η παραπάνω σχέση μπορεί να γραφεί:

$$\text{Total operating capital} = (\text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories} + \text{Operating long-term assets}) - (\text{Accounts Payable} + \text{Accruals})$$

5.7.1.1 Λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Είναι σημαντικό να τονισθεί πως τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση, δεν προέρχονται όλα από τους επενδυτές, διότι ένα τμήμα των κεφαλαίων προέρχεται από την ίδια την λειτουργική δραστηριότητα της

επιχείρησης. Για παράδειγμα τμήμα των κεφαλαίων της επιχείρησης χρηματοδοτούνται από πιστώσεις που έχει η εταιρία προς τους προμηθευτές της (πληρωτέοι λογαριασμοί), υποχρεώσεις προς υπαλλήλους (accrued wages) και αναβαλλόμενους φόρους (accrued taxes). Έτσι αν κάποια επιχείρηση χρειάζεται €100 εκατ. σε κεφάλαια αλλά έχει ήδη €10 εκατ. σε πληρωτέους λογαριασμούς και άλλα €10 εκατ. σε υποχρεώσεις προς υπαλλήλους, τότε τα κεφάλαια που παρέχουν οι επενδυτές είναι μόνο €80 εκατ.

Αν από το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό (βλέπε παράγραφο 5.7.1.1.1) αφαιρεθούν οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις (βλέπε παράγραφο 5.7.1.1.2) προκύπτει το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης. Με τον ορισμό αυτό, το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης που προκύπτει, είναι το κεφάλαιο κίνησης που αποκτάται με κεφάλαια επενδυτών.

Συνοψίζοντας, το καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει ως εξής:

Net operating working capital = All current assets that do not pay interest

- All current liabilities that do not charge interest

ή

**Net operating working capital = Operating current assets - Operating
current liabilities**

ή σύμφωνα με τα αναφερόμενα στις παραγράφους 5.7.1.1.1 και 5.7.1.1.2, η σχέση μπορεί να γραφεί :

$$\text{Net operating working capital} = (\text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories}) - (\text{Accounts Payable} + \text{Accruals})$$

5.7.1.1.1 Λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό

Το κυκλοφορούν ενεργητικό που χρησιμοποιείται στις λειτουργίες της επιχείρησης ονομάζεται λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό (operating current assets).

Στον υπολογισμό του λειτουργικού κυκλοφορούντος ενεργητικού, συνήθως δεν υπολογίζονται οι άμεσα ρευστοποιήσιμες επενδύσεις σε χρεόγραφα που πραγματοποιούνται από τον treasurer της επιχείρησης, διότι είναι πέρα από το απαιτούμενο επίπεδο ρευστότητας που απαιτείται για την διεκπεραίωση των λειτουργιών της επιχείρησης. Βέβαια, αν το εμπορικό χαρτοφυλάκιο διατηρείται ως υποκατάστατο των μετρητών και κατά συνέπεια μειώνει τα ρευστά, θεωρείται ως τμήμα του λειτουργικού κεφαλαίου κίνησης. Πάντως, η συνήθης πρακτική είναι να σχηματίζονται σημαντικά ποσά σε άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, σαν μία προσωρινή τοποθέτηση πριν από μία εξαγορά ή μία μεγάλη κεφαλαιακή επένδυση. Έτσι:

$$\text{Operating current assets} = \text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories}$$

5.7.1.1.2 Λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις

Οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις, είναι τα τρέχοντα κεφάλαια που έχουν εισρεύσει στην επιχείρηση αλλά τα οποία δεν προέρχονται από τους επενδυτές (μετόχους και δανειστές). Για να υπολογισθούν οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις, πρέπει να αφαιρεθούν από το τρέχον παθητικό, τα τοκογενή στοιχεία του τρέχοντος παθητικού. Η αφαίρεση αυτή πρέπει να γίνει, διότι οι τοκογενείς τρέχουσες υποχρεώσεις αντιμετωπίζονται ως κεφάλαια προερχόμενα από επενδυτές και δεν πρέπει να υπολογίζονται στο καθαρό λειτουργικό κεφάλαιο κίνησης. Έτσι:

$$\text{Operating current liabilities} = \text{Accounts Payable} + \text{Accruals}$$

5.7.1.2 Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό

Το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό αποτελείται από τα πάγια στοιχεία ενεργητικού που είναι απαραίτητα για τη κύρια παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης. Η κυριότερη μέθοδος για να καθορισθεί αν ένα πάγιο στοιχείο του ενεργητικού είναι λειτουργικό ή όχι, είναι να αξιοποιήσουμε την αρχή της συνέπειας (βλέπε παράγραφο 3.1.3) και να κοιτάμε αν τα κέρδη που παράγει περιλαμβάνονται στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης ή όχι. Για παράδειγμα αν τα έσοδα και τα έξοδα από μία θυγατρική περιλαμβάνονται στα έσοδα και τα έξοδα της μητρικής, τότε για την μητρική η θυγατρική αποτελεί λειτουργικό στοιχείο.

Μια σημαντική επίσης διευκρίνιση, αφορά το πότε οι συμμετοχές θεωρούνται λειτουργικό ή μη λειτουργικό κεφάλαιο. Θεωρητικά, οι συμμετοχές θα έπρεπε σε κάθε περίπτωση να θεωρούνται μη λειτουργικό κεφάλαιο αφού δεν είναι τμήμα της παραγωγικής διαδικασίας της επιχείρησης. Πρακτικά όμως, πολύ συχνά και ανάλογα με τις ακολουθούμενες γενικά αποδεκτές λογιστικές αρχές, στα κέρδη της επιχείρησης περιλαμβάνονται και κέρδη από πωλήσεις που πραγματοποίησαν μία ή περισσότερες θυγατρικές. Όταν με τα δημοσιευμένα στοιχεία, δεν είναι δυνατόν να προσδιορισθεί το τμήμα αυτό των πωλήσεων, τότε το κεφάλαιο που αφορά στη συγκεκριμένη θυγατρική πρέπει να θεωρείται για λόγους συνέπειας (βλέπε παράγραφο 3.1.3), ως λειτουργικό.

5.7.2 Μη λειτουργικό ενεργητικό

Το μη λειτουργικό ενεργητικό συνίστανται από τα στοιχεία ενεργητικού που δεν συνεισφέρουν στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Ως τέτοια στοιχεία ενεργητικού, συνήθως θεωρούνται τα επιπλέον¹⁵ ρευστά και άμεσα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, η γη που έχει δεσμευθεί για μελλοντικές χρήσεις κ.λ.π.

¹⁵ Πάνω από το επίπεδο που είναι αναγκαίο για τις συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης

5.7.3 Αποτελεσματική διοίκηση και ύψος λειτουργικού ενεργητικού

Το μεγαλύτερο μέρος του κεφαλαίου που απασχολεί μία επιχείρηση προσφέρεται από τους μετόχους, τους ομολογιούχους και τους δανειστές (τράπεζες). Οι επενδυτές αυτοί πρέπει να αποζημιωθούν για τα κεφάλαια που καταβάλουν, οι μεν πιστωτές μέσω των τόκων (για τα δανεισμένα κεφάλαια) και οι δε μέτοχοι μέσω των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών. Συνεπώς, αν μια επιχείρηση απασχολεί περισσότερα κεφάλαια από όσα πραγματικά χρειάζεται, τότε αυξάνει άσκοπα το κόστος του κεφαλαίου της.

Είναι φανερό πως οι επιχειρήσεις που μπορούν να παράγουν τα κέρδη και τις ταμιακές ροές τους, χρησιμοποιώντας ένα σχετικά μικρό λειτουργικό ενεργητικό μειώνουν ταυτόχρονα τα κεφάλαια που πρέπει να επενδυθούν στην επιχείρηση και κατά συνέπεια αυξάνουν την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων.

Ένας κλασσικός δείκτης που δείχνει ακριβώς τη σχέση των λειτουργικών κερδών που παράγει η επιχείρηση σε σχέση με το κεφάλαιο που απασχολεί είναι ο δείκτης απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου (βλέπε παράγραφο 5.6). Η επίδραση που έχει το ύψος του απασχολούμενου λειτουργικού ενεργητικού απεικονίζεται εναργέστερα στον δείκτη της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (βλέπε παράγραφο 5.1). Από την εξίσωση υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας προκύπτει ότι όσο μεγαλώνει το ύψος του απασχολούμενου κεφαλαίου, τόσο μειώνεται ο παραγόμενος πλούτος των επενδυτών, στην περίπτωση που ισχύει $ROIC < WACC$.

5.8 ΚΑΘΑΡΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ

Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (net operating profit after taxes ή για συντομία NOPAT), είναι τα μετά φόρων λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης αφού όμως οι φόροι έχουν προηγουμένως μετατραπεί σε ταμιακή βάση.

Έτσι, η γενική σχέση για τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων ορίζεται ως εξής:

$$\text{NOPAT} = \text{EBITA} \times (1 - \text{tax rate})$$

όπου

EBITA = κέρδη προ τόκων και φόρων και απόσβεσης υπεραξίας.

Για επιχειρήσεις με πιο σύνθετη φορολογική δομή, είναι προτιμότερο να ορίζεται το NOPAT ως εξής:

$$\text{NOPAT} = (\text{Net income before preferred dividends}) + (\text{Net interest expense}) \times (1 - \text{Tax rate}).$$

Αν επίσης κάποιες επιχειρήσεις μπορούν να έχουν αναβαλλόμενη φορολογία εξαιτίας για παράδειγμα της επιταχυνόμενης απόσβεσης, το NOPAT θα πρέπει να τροποποιηθεί ώστε να αντανάκλα τους φόρους που πραγματικά πλήρωσε η επιχείρηση για τα λειτουργικά κέρδη της.

Έτσι, στη πιο γενική μορφή της, η σχέση για τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων ορίζεται ως εξής:

$$\text{NOPAT} = \text{EBITA} - \text{Taxes on EBITA} \pm \text{Difference in Deferred Taxes}$$

Παρακάτω αναλύονται τα συστατικά στοιχεία των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων:

EBITA

Τα κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας (EBITA) είναι το προ φόρων λειτουργικό κέρδος που θα εμφάνιζε η επιχείρηση εάν δεν είχε καθόλου δανεισμό και καθόλου απόσβεση υπεραξίας (goodwill). Περιέχει όλα τα είδη λειτουργικού εισοδήματος περιλαμβάνοντας τα περισσότερα έσοδα και έξοδα. Γενικά δεν περιλαμβάνονται τα έσοδα και έξοδα από τόκους, τα κέρδη από πώληση παγίων καθώς και όλα τα έκτακτα έσοδα/ έξοδα. Η απόσβεση των ενσώματων και άυλων παγίων αφαιρείται από τα έσοδα για τον υπολογισμό των EBITA αλλά η απόσβεση (όποτε αυτή υφίσταται) της υπεραξίας όχι.

Taxes on EBITA

Οι φόροι στα κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας, αντιπροσωπεύουν τους φόρους που θα πλήρωνε η επιχείρηση αν δεν είχε καθόλου δανεισμό ή μη λειτουργικά πάγια ή μη λειτουργικά κέρδη. Οι φόροι στα κέρδη προ τόκων φόρων και αποσβέσεις υπεραξίας ισούνται με:

$$\text{Taxes on EBITA} = \text{Total taxes (from income statement)} + \text{tax shield on interest expense} - \text{tax on interest income} - \text{tax on non-operating income}$$

Οι φόροι που σχετίζονται με τα έξοδα ή τα έσοδα τόκων και μη λειτουργικών εσόδων προκύπτουν πολλαπλασιάζοντας τον φορολογικό συντελεστή με το αντίστοιχο λογιστικό λογαριασμό.

Deferred Taxes

Οι φόροι πρέπει να μετατρέπονται σε ταμειακή βάση διότι οι επενδυτές αναμένουν από την επιχείρηση να κερδίσει μια απόδοση πάνω στο κεφάλαιο που δημιουργείται ως αποτέλεσμα της αναβαλλόμενης φορολογίας. Η ταμειακή μετατροπή του φόρου είναι συνεπής με τη μεταχείριση του λογαριασμού αναβαλλόμενης φορολογίας ως κεφάλαιο στο οποίο οι επενδυτές αναμένουν από την επιχείρηση να παράξει αξία όπως από τις υπόλοιπες μορφές κεφαλαίου.

5.9 ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΚΑΙ ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για να γίνει εμφανής η σύνδεση των καθαρών λειτουργικών κερδών με την αξία της επιχείρησης, θα εξετασθεί η σχέση που έχουν με τις ελεύθερες ταμιακές ροές. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου μια επιχείρηση παράγει αρνητική ελεύθερη ταμιακή ροή. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε δύο περιπτώσεις:

A) Η επιχείρηση να παράγει θετικό καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων αλλά οι υψηλές επενδύσεις που πραγματοποιεί οδηγούν σε αρνητική ελεύθερη ταμιακή ροή (βλέπε και παράγραφο 3.1.3). Σε τέτοιες περιπτώσεις, όχι μόνο δεν υπάρχουν μετρητά προς διάθεση αλλά οι επενδυτές πρέπει να

παρέχουν επιπλέον κεφάλαια¹⁶ με τη μορφή ιδίων κεφαλαίων ή δανεισμού. Αυτή η περίπτωση δεν πρέπει να θεωρείται de facto αρνητική¹⁷, διότι υπάρχουν επιχειρήσεις σε φάση μεγάλης ανάπτυξης οι οποίες παράγουν θετικό καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων αλλά οι υψηλές επενδύσεις που πραγματοποιούν για να υποστηρίξουν την ανάπτυξη τους, οδηγούν τελικά σε αρνητική ελεύθερη ταμιακή ροή. Αν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές, τότε μια αρνητική ταμιακή ροή δεν πρέπει να θεωρείται ανησυχητική.

B) Αν η ελεύθερη ταμιακή ροή όμως, προκύπτει αρνητική εξαιτίας αρνητικού καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων, η διοίκηση της επιχείρησης θα πρέπει να αρχίσει να ανησυχεί.

Η σημασία που έχουν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων για την εκτίμηση της αποτελεσματικότητας της διοίκησης της επιχείρησης, φαίνεται και από τη πιθανότητα, δύο εταιρίες να έχουν ίσου ύψους ενεργητικά αλλά διαφορετική μόχλευση και έτσι ακόμα και αν έχουν ίδια κέρδη εκμετάλλευσης, να εμφανίζουν διαφορετικά λογιστικά κέρδη (net income). Αυτό μπορεί να συμβαίνει διότι οι δύο αυτές επιχειρήσεις, πληρώνουν διαφορετικά ποσά σε τόκους.

¹⁶ Με την προϋπόθεση βέβαια πως δεν είχαν δημιουργηθεί υψηλά ρευστά διαθέσιμα τα οποία και μειώθηκαν ώστε να χρηματοδοτήσουν τις επενδύσεις

¹⁷ Αν η επιχείρηση έχει ROIC μεγαλύτερο από το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου, παράγει αξία για τους μετόχους.

Τα καθαρά κέρδη είναι βέβαια σημαντικά αλλά δεν αντικατοπτρίζουν πάντοτε την πραγματική απόδοση της επιχείρησης ή την αποτελεσματικότητα της διοίκησής της. Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων μετράνε αντικειμενικότερα τις επιδόσεις των επιχειρήσεων.

5.10 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 3.2, η δεύτερη μέθοδος υπολογισμού της αξίας της επιχείρησης, είναι η προεξόφληση των οικονομικών προστιθέμενων αξιών, που αναμένονται από τη λειτουργία της επιχείρησης στις μελλοντικές οικονομικές περιόδους.

Και στην μέθοδο αυτή, η αξία της επιχείρησης προκύπτει αθροίζοντας την αξία του λειτουργικού και του μη λειτουργικού ενεργητικού της εταιρίας. Τώρα όμως, η αξία του λειτουργικού ενεργητικού προκύπτει από το άθροισμα της λογιστικής τιμής του ενεργητικού συν ένα πριμ το οποίο ισούται με τη παρούσα αξία των EVAs που θα παραχθούν τα επόμενα χρόνια. Έτσι η αξία του λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης δίνεται από τη σχέση:

$$V_{oc} = Operating\ Capital + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Η λογική είναι απλή. Αν μια επιχείρηση έχει απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου ίση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της, τότε η αξία των προεξοφλημένων ταμιακών ροών θα ισούται ακριβώς με το επενδυμένο κεφάλαιο. Η επιχείρηση αξίζει περισσότερο ή λιγότερο από τα επενδυμένα κεφάλαια στο βαθμό που έχει απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου μεγαλύτερη ή μικρότερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της (WACC). Έτσι, το πριμ ή έκπτωση πάνω στο επενδυμένο κεφάλαιο πρέπει να ισούται με τη παρούσα αξία των μελλοντικών οικονομικών κερδών.

5.11 ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΩΝ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από τη μέθοδο που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό της, διότι οι δύο μέθοδοι είναι ισοδύναμες. Παρακάτω και για λόγους οικονομίας αποδεικνύεται η ισοδυναμία των δύο μεθόδων για ρυθμό αύξησης (g) σταθερό, η ισοδυναμία όμως των μεθόδων, ισχύει για οποιαδήποτε περίπτωση:

$$V_{op} = C_0 + \frac{EVA}{k-g} = C_0 + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} = \frac{C_0 \times (k-g)}{k-g} + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} \rightarrow$$

$$V_{op} = \frac{C_0 \times k - C_0 \times g}{k-g} + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} = \frac{C_0 \times k - C_0 \times g + NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} \rightarrow$$

$$V_{op} = \frac{NOPAT_1 - C_0 \times g}{k-g} \xrightarrow{(2)} V_{op} = \frac{NOPAT_1 - CAPEX}{k-g} \rightarrow V_{op} = \frac{FCF_1}{k-g} \rightarrow$$

$$V_{op} = \frac{FCF_0 \times (1+g)}{k-g}$$

Σημ.: η απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) ισούται με $ROIC = NOPAT_1 / C_0$, άρα $C_0 \times ROIC = NOPAT_1$

(2) ισχύει πως $C_1 = C_0 \times (1+g) \Rightarrow C_1 = C_0 + C_0 \times g \Rightarrow C_1 - C_0 = C_0 \times g \Rightarrow CAPEX = C_0 \times g$

Πολύ σημαντικό γεγονός είναι, πως η ισοδυναμία μεταξύ των δύο μεθόδων είναι ανεξάρτητη από τις λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία των οικονομικών καταστάσεων από την επιχείρηση. Όπως φαίνεται και στην πιο πάνω απόδειξη, χρησιμοποιήθηκαν γενικές σχέσεις, που δεν αντιστοιχούν σε κάποιο συγκεκριμένο λογιστικό σύστημα.

5.12 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΕΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

5.12.1 Εισαγωγή

Στον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας δεν δεσμευόμαστε¹⁸ από τις παραδοχές των λογιστικών συστημάτων (US G.A.A.P., IAS, Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο κλπ). Αν οι παραδοχές των λογιστικών συστημάτων διαταράσσουν την ορθή και αντικειμενική μέτρηση του επενδυμένου κεφαλαίου ή του λειτουργικού κέρδους, είναι δυνατή η αναδιοργάνωση των οικονομικών λογιστικών καταστάσεων, έτσι ώστε να βελτιωθεί η ακρίβεια της οικονομικής προστιθέμενης αξίας ως μέτρο της αξίας που παρήχθη.

Κατά συνέπεια, μια εργασία που πρέπει να πραγματοποιείται πριν τη διαδικασία υπολογισμού της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, είναι η τροποποίηση των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων, ανεξάρτητα από το λογιστικό σύστημα (U.S. G.A.A.P., I.A.S., Γενικό Κλαδικό Λογιστικό Σύστημα) που ακολουθεί η επιχείρηση.

Οι τροποποιήσεις αυτές είναι αναγκαίες ώστε:

α) να αρθούν τυχόν αυθαίρετες πρακτικές ορισμένων στελεχών, στην κατάρτιση

¹⁸ Όπως άλλωστε γενικότερα, στη διοικητική λογιστική όπου δεν υφίστανται οι περιορισμοί της χρηματοοικονομικής λογιστικής.

των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών τους είτε

β) για να διορθωθούν τυχόν εγγενείς αδυναμίες των γενικών αρχών λογιστικών σχεδίων.

Πρέπει όμως να βρίσκεται πάντοτε η χρυσή τομή μεταξύ ακρίβειας στη μέτρηση της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, του κόστους (στη χρήση των επιχειρησιακών πόρων) και της ευκολίας κατανόησης των προσαρμογών. Άλλωστε η αλόγιστη χρήση των προσαρμογών μπορεί να εξασθενίσει την αξιοπιστία της μετρούμενης EVA στα μάτια του προσωπικού όλων των βαθμίδων (στελεχών και υπαλλήλων), αφού συνήθως οι προσαρμογές εκλαμβάνονται ως αυθαίρετες και δυσκολονόητες.

5.12.2 Μέθοδος αναγνώρισης εσόδων και εξόδων

Οι λογιστικές αρχές επιτάσσουν τα έξοδα και τα έσοδα να μεταφέρονται ανάμεσα σε οικονομικές χρήσεις για δύο λόγους:

- α) να ταιριάζουν (matching) τα κόστη με τα έσοδα
- β) να εξασφαλίζουν έναν συντηρητικό υπολογισμό του κέρδους της επιχείρησης.

Έτσι, το έσοδο αναγνωρίζεται τη στιγμή της πώλησης και όχι τη στιγμή που πραγματοποιείται η ταμιακή εισροή. Η πώληση και η ταμιακή εισροή μπορεί να ταυτίζονται χρονικά (π.χ. σε ένα super market) αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις η ταμιακή εισροή πραγματοποιείται σε μεταγενέστερο από την πώληση χρόνο. Για τον λόγο αυτό άλλωστε, έχουν δημιουργηθεί και οι

«Λογαριασμοί Εισπρακτέοι» στον Ισολογισμό: για να αναφέρουν το ποσό των πωλήσεων που δεν έχουν ταμιακά τακτοποιηθεί.

Η ευρεία ερμηνεία για τη χρονική στιγμή που πραγματοποιείται μια πώληση, αφήνει περιθώρια για «χειρισμό» των λογιστικών καταστάσεων. Ενδεικτικά αναφέρονται τα ακόλουθα παραδείγματα:

- § Σε ένα γραφείο ταξιδιών, σε ποια χρονική στιγμή θεωρείται πως πραγματοποιείται η πώληση; Τη στιγμή της κράτησης, τη στιγμή της προκαταβολής/ πληρωμής ή όταν ο πελάτης γυρίζει από το ταξίδι και δε απαιτεί επιστροφή χρημάτων;
- § Στο ηλεκτρονικό εμπόριο, αν κάποια εταιρία δραστηριοποιείται ως μεσάζοντας μεταξύ των αγοραστών και της εταιρίας που παράγει τα προϊόντα, πρέπει ως έσοδο να θεωρείται η τιμή πώλησης ή η προμήθεια διαμεσολάβησης;
- § Στον κατασκευαστικό τομέα και πιο συγκεκριμένα στα έργα μακράς διάρκειας, πρέπει να χρησιμοποιείται η μέθοδος ολοκληρωμένου συμβολαίου (completed contract method), σύμφωνα με την οποία τα σχετιζόμενα με το έργο έσοδα και έξοδα αναγνωρίζονται με τη λήξη του έργου ή η μέθοδος ποσοστιαίας συμπλήρωσης του έργου (percentage-of-completion method); ακόμη αν επιλεγεί η μέθοδος ποσοστιαίας συμπλήρωσης, πως προσδιορίζεται το ποσοστό ολοκλήρωσης που έχει επιτευχθεί;
- § Υπάρχουν επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τα μη επαναλαμβανόμενα έσοδα σε ετήσια βάση και όσο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα μπορούν, ώστε να αυξάνουν τα λογιστικά κέρδη τους.

Με τα παραπάνω διαφαίνεται, πως παρόλη την ανωτερότητα του accrual accounting έναντι του cash based accounting, υπεισέρχεται αρκετή υποκειμενικότητα στην αντικειμενική καταγραφή των εσόδων και εξόδων.

5.12.3 Κύριες προσαρμογές λογιστικών καταστάσεων

5.12.3.1 Επενδύσεις σε άυλα πάγια

Οι επιχειρήσεις πραγματοποιούν επενδύσεις σε ενσώματα πάγια όπως κτιριακές εγκαταστάσεις, μηχανολογικό εξοπλισμό και οχήματα. Οι επενδύσεις αυτές εμφανίζονται στο ενεργητικό της επιχείρησης, ενώ αντίθετα διάφορα έξοδα όπως τα ποσά για έρευνα, εκπαίδευση και διαφήμιση αντιμετωπίζονται ως λειτουργικά έξοδα και περνάνε στα αποτελέσματα χρήσης.

Το μοντέλο αυτό λειτουργεί αρκετά ικανοποιητικά στους παραδοσιακούς κλάδους της βιομηχανίας, αλλά η αυξανόμενη σημασία του τομέα των υπηρεσιών και του ηλεκτρονικού εμπορίου σε συνδυασμό με τα διαρκώς αυξανόμενα ποσά που διατίθενται σε ανάπτυξη νέων προϊόντων ή στην εκπαίδευση ή στην προώθηση του brand name, οδηγεί αρκετές επιχειρήσεις στο να δαπανούν λιγότερο σε ενσώματες και περισσότερο σε άυλες επενδύσεις. Μάλιστα, σε ορισμένους κλάδους το κόστος έρευνας και ανάπτυξης (R&D costs: research and development costs) είναι πιο σημαντικό ακόμα και από τις πάγιες εγκαταστάσεις των επιχειρήσεων. Για παράδειγμα, σε μια φαρμακευτική εταιρία ο

κύριος παράγοντας προσδιορισμού των μελλοντικών ταμιακών ροών είναι οι επενδύσεις που πραγματοποιεί σε έρευνα για την ανάπτυξη νέων φαρμάκων.

Όμως, αντιμετωπίζοντας το πρόβλημα όχι από τη λογιστική αλλά από την οικονομική πλευρά του, η επένδυση παραμένει επένδυση άσχετα από την υλική ή άυλη υπόστασή της. Σημασία έχει δηλαδή από οικονομικής πλευράς, να τοποθετούνται οι πόροι σε επενδύσεις που θα παράξουν μελλοντικές ταμιακές ροές ώστε να παραχθεί πλούτος για τους μετόχους.

Όμως, η κλασσική λογιστική αδυνατεί να συλλάβει την οικονομική διάσταση των επενδύσεων σε άυλα πάγια και συνήθως –ανάλογα βέβαια με το κατά τόπους σύστημα λογιστικών αρχών- τα αντιμετωπίζει ως έξοδα. Πάντως, ο αντικειμενικός παρατηρητής, πρέπει να παραδεχθεί πως η κεφαλαιοποίηση των εξόδων που δαπανώνται σε άυλα πάγια είναι προβληματική, όχι διότι η τεχνική είναι δύσκολη αλλά διότι οι άυλες επενδύσεις είναι πολύ πιο δύσκολο να μετρηθούν (ποσοτικοποιηθούν) και να ελεγχθούν (audit).

Ο εύλογος πάντως χειρισμός, για την παρακολούθηση της παραγωγής οικονομικής αξίας και ανεξάρτητα από το λογιστικό σύστημα, είναι οι επενδύσεις σε άυλα πάγια να κεφαλαιοποιούνται, για τους ακόλουθους λόγους:

- Αν το κόστος R&D λογιστικοποιείται εξολοκλήρου στα έξοδα της χρήσης, μπορεί να λειτουργήσει αποτρεπτικά για τις επενδύσεις διότι μειώνονται τα κέρδη αφού τα σχετικά έσοδα θα εμφανισθούν σε μελλοντικές χρήσεις.
- Το κόστος R&D δεν αναμένεται να φέρει έσοδα την παρούσα περίοδο αλλά στις μελλοντικές.

Τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης που κεφαλοποιούνται θα αποσβένονται, ανακύπτει όμως το ερώτημα με ποια μέθοδο και με ποιο συντελεστή; Μια λύση είναι να αποσβένονται σε χρονικό ορίζοντα ίσο με την χρονική διάρκεια της ενεργούς ζωής των προϊόντων της επιχείρησης πλέον του χρονικού διαστήματος που απαιτείται ώστε να μετατρέπονται τα ευρήματα της έρευνας και ανάπτυξης σε προϊόντα παραγωγής.

Η κεφαλαιοποίηση του κόστους R&D πρέπει να συνοδεύεται και από την ισόποση αύξηση των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά από φόρους. Η αύξηση στο NOPAT πρέπει να είναι μικτή και όχι καθαρή, με επίδραση δηλαδή των φόρων, διότι ανεξάρτητα από τις αλλαγές διοικητικής πληροφόρησης που πραγματοποιούμε, το φορολογικό όφελος πραγματοποιείται τη στιγμή που πραγματοποιούνται τα έξοδα R&D και όχι όταν αποσβένονται.

5.12.3.2 Μέθοδος Απόσβεσης

Η κλασσική γραμμική μέθοδο απόσβεσης για την μέτρηση της απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων, οδηγεί σε διαφορετικά αποτελέσματα σε σχέση με τις περιπτώσεις που χρησιμοποιείται η μέθοδος σταθμισμένης εσωτερικής απόδοσης (IRR) των επιμέρους επενδύσεων της επιχείρησης.

Για τον λόγο αυτό, οι Young and Byrne (2001, σελ. 216), προτείνουν την υιοθέτηση της μεθόδου sinking fund amortization, διότι η μέθοδος αυτή οδηγεί

σε υπολογισμό σταθερής απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου η οποία μάλιστα ισούται με την εσωτερική απόδοση της επένδυσης. Σύμφωνα με τη μέθοδο sinking fund amortization, η απόσβεση (SFD) μιας επένδυσης για κάθε μία από τις επόμενες χρήσεις προκύπτει από τη σχέση:

$$\text{SFD}_i = \text{NOPAT} - (\text{Capital Employed}_{i-1} \times \text{IRR}_{\text{obtained from expected cash flows}})$$

Παρότι η μέθοδος sinking fund amortization εμφανίζει μεγαλύτερη ακρίβεια έναντι της γραμμικής απόσβεσης, συνήθως δεν χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό της EVA για δύο κυρίως λόγους:

- Είναι πιο δύσκολο να επεξηγηθεί στα άμεσα εμπλεκόμενα στελέχη των οποίων η απόδοση θα αξιολογηθεί με βάση την EVA.
- Καθίσταται πιο δύσκολη η βελτίωση της EVA στη πάροδο του χρόνου, διότι με τη γραμμική απόσβεση η παραγόμενη EVA αυξάνει στη πάροδο του χρόνου, ενώ αντίθετα με τη μέθοδο sinking fund amortization η παραγόμενη EVA μειώνεται με τη πάροδο του χρόνου.

5.12.3.3 Αποθέματα

Σε μερικές χώρες, οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη μέθοδο LIFO (last in, first-out) για την αποτίμηση του κόστους των αποθεμάτων τους. Η μέθοδος αυτή προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα έναντι των υπόλοιπων μεθόδων σε περιόδους αυξανόμενων τιμών ενώ ταυτόχρονα παράγει πιο αξιόπιστες τιμές για το κόστος πωληθέντων.

Όμως, η μέθοδος αυτή έχει ένα σημαντικό μειονέκτημα. Όταν αυξηθούν τα αποθέματα δημιουργείται ένα «στρώμα LIFO» από κόστος παλαιότερων αποθεμάτων. Αυτό δημιουργεί δύο προβλήματα. Καταρχήν μπορεί να υποτιμηθεί η αξία των αποθεμάτων συμπαρασύροντας τον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων. Επιπλέον, όταν ρευστοποιούνται παλαιότερα «στρώματα LIFO», κάτι το οποίο συμβαίνει όταν τα αποθέματα μειώνονται ανάμεσα σε δύο χρήσεις, τα λειτουργικά κέρδη και η οικονομική προστιθέμενη αξία υπερεκτιμούνται. Αυτό συμβαίνει επειδή παλαιότερα κόστη συνδέονται με πρόσφατα έσοδα.

Ανάλογα με τις ισχύουσες λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται, συνήθως οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τη μέθοδο LIFO, αναφέρουν ένα «LIFO αποθεματικό» στις σημειώσεις των λογιστικών καταστάσεων, στο οποίο αναγράφεται η διαφορά μεταξύ της υπολογισθείσας και της τρέχουσας αξίας των αποθεμάτων. Το αποθεματικό αυτό, προστίθεται στο επενδυμένο κεφάλαιο και η ετήσια αύξηση (μείωση) στο «LIFO αποθεματικό» προστίθεται (αφαιρείται) από τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων.

5.12.3.4 Λειτουργική χρηματοδοτική μίσθωση

Οι Brealey και Myers (2000) ορίζουν τη λειτουργική χρηματοδοτική μίσθωση (operating leasing) ως ένα εκτός ισολογισμού (off-balance sheet item) χρηματοδοτικό εργαλείο, όπου η επιχείρηση πληρώνει ένα τίμημα (rent) που

είναι αρκετό για να καλύψει την παρούσα αξία του μελλοντικού κόστους ιδιοκτησία και λειτουργίας του παγίου.

Το ότι η λειτουργική μίσθωση είναι ένα από τα εκτός ισολογισμού στοιχεία παρότι θεωρείται ελκυστικό από αρκετά στελέχη -διότι με τα εκτός ισολογισμού στοιχεία εμφανίζουν μειωμένο τον δανεισμό της επιχείρησης τους¹⁹-, δημιουργεί τα ακόλουθα δύο πολύ σημαντικά προβλήματα στην εκτίμηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας:

- α) εμφανίζεται μειωμένο το επενδυμένο κεφάλαιο και
- β) εμφανίζονται μειωμένα τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων, αφού περιλαμβάνουν και τον τόκο που πληρώνεται στις πληρωμές της μίσθωσης ενώ όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.8 τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων δεν υπολογίζονται προ τόκων.

Για να διορθωθούν τα προβλήματα αυτά, οι Young and Byrne (2001), προτείνουν τα εξής:

- α) να συμπεριλαμβάνεται στο επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης η αγοραία αξία (market value) της μίσθωσης. Η αγοραία αξία ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μισθωμάτων της λειτουργικής μίσθωσης, χρησιμοποιώντας ως συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης.
- β) Να προστίθεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων, ο τόκος που αναλογεί στα μισθώματα. Ο τόκος υπολογίζεται πολλαπλασιάζοντας το

¹⁹ Βέβαια, ένας έμπειρος αναλυτής θα πρέπει να εντοπίζει τέτοιες «κρυφές» επιβαρύνσεις.

επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης επί την αγοραία αξία των μισθωμάτων. Στη συνέχεια όμως, θα πρέπει να αφαιρεθεί από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων, το φορολογικό όφελος που αντιστοιχεί στους τόκους αυτούς,

Οι Young and Byrne θεωρούν πως μόνο οι επιχειρήσεις με σημαντικό ύψος λειτουργικών μισθώσεων, θα παρατηρήσουν σημαντική μεταβολή στα υπολογισμένα EVA τους και πως οι υπόλοιπες επιχειρήσεις δεν θα δουν αξιοσημείωτη μεταβολή.

5.12.3.5 Αναβαλλόμενη φορολογία

Η αναβαλλόμενη φορολογία προκύπτει εξαιτίας της διαφοράς μεταξύ του φορολογητέου και του λογιστικού κέρδους. Η συνηθέστερη αιτία δημιουργίας της διαφοράς αυτής, οφείλεται στη χρήση διαφορετικών συντελεστών απόσβεσης για λογιστικούς και φορολογικούς λόγους, ανάλογα με τις λογιστικές και φορολογικές αρχές κάθε χώρας.

Όταν για παράδειγμα τα λογιστικά κέρδη είναι μεγαλύτερα από τα φορολογητέα κέρδη, τότε προκύπτει αναβαλλόμενη φορολογία στο παθητικό της επιχείρησης. Όμως, τα κεφάλαια που δεν αποδίδονται στην εφορία αλλά παραμένουν στην επιχείρηση και επανεπενδύονται σε στοιχεία ενεργητικού, πρέπει να περιλαμβάνονται στο επενδυμένο κεφάλαιο διότι οι επενδυτές αναμένουν και από αυτά μια ελάχιστη απόδοση, ίση με το κόστος των κεφαλαίων τους.

Έτσι, για τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας πρέπει να γίνουν οι ακόλουθες τροποποιήσεις τόσο για τα επενδυμένα κεφάλαια όσο και στον υπολογισμό των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων:

A) Τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων πρέπει να υπολογίζονται σε ταμιακή και όχι λογιστική βάση. Δηλαδή, αν αυξηθεί (μειωθεί) ο λογαριασμός της αναβαλλόμενης φορολογίας στο παθητικό, θα πρέπει το ποσό της αύξησης να προστεθεί (αφαιρεθεί) στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων. Επίσης, αν αυξηθεί (μειωθεί) ο λογαριασμός της αναβαλλόμενης φορολογίας στο ενεργητικό, θα πρέπει το ποσό της αύξησης να αφαιρεθεί (προστεθεί) στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων. (Για πρακτική εφαρμογή, βλέπε παράγραφο 8.2.1)

B) Ο λογαριασμός της αναβαλλόμενης φορολογίας του παθητικού θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και να συμπεριλαμβάνεται στο επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ ο λογαριασμός της αναβαλλόμενης φορολογίας ενεργητικού θα πρέπει να αφαιρείται από το επενδυμένο κεφάλαιο. (Για πρακτική εφαρμογή, βλέπε παράγραφο 8.2.1)

5.12.3.6 Πόσο απαραίτητες είναι οι προσαρμογές των οικονομικών καταστάσεων;

Οι προσαρμογές των λογιστικών καταστάσεων πραγματοποιούνται με σκοπό τον υπολογισμό αποτελεσμάτων με μεγαλύτερη ακρίβεια. Όμως, κάθε προσαρμογή μπορεί να θεωρηθεί και αυτή αυθαίρετη τουλάχιστον στον ίδιο βαθμό που θεωρούνται αυθαίρετες οι επιταγές των εκάστοτε λογιστικών προτύπων.

Επίσης, ένας δείκτης απόδοσης (όπως είναι και η οικονομική προστιθέμενη αξία) θα πρέπει να είναι ευκολονόητος και αποδεκτός από όσους αξιολογηθούν με βάση το δείκτη αυτό. Όσο περισσότερες λογιστικές τροποποιήσεις πραγματοποιηθούν τόσο περισσότερες είναι και οι πιθανότητες να υπάρξουν αντιδράσεις (είτε επειδή δεν κατανοούν τις αλλαγές, είτε σαν πρόσχημα) από όσους αξιολογηθούν με βάση το δείκτη αυτό.

Πολύ σημαντικός παράγοντας που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στο πλήθος και βάθος των λογιστικών τροποποιήσεων είναι και η πρόσθετη δυσκολία υπολογισμού των δεικτών. Αρκετές προσαρμογές, όπως η κεφαλαιοποίηση του λειτουργικού leasing, οδηγούν σε περίπλοκους ανασχηματισμούς των λογιστικών καταστάσεων με κίνδυνο λάθους αλλά και με διαχειριστικό κόστος συντήρησης.

Τέλος, η κοινή λογική επιτάσσει και ο Richard Barker (2001, κεφάλαιο 9) αποδεικνύει, πως η τελική αξία της επιχείρησης παραμένει η ίδια, ανεξάρτητα από το λογιστικό χειρισμό των οικονομικών καταστάσεων.

Συμπερασματικά, η όποια λογιστική τροποποίηση θα πρέπει να πραγματοποιείται με μεγάλη προσοχή και αφού προηγουμένως έχουν σταθμισθεί καλά τα οφέλη αλλά και το κόστος τους. Όπως θα δειχθεί και στην παράγραφο 8.2 , η εταιρία Coca-Cola HBC δεν εμφανίζεται να χρησιμοποιεί τις λογιστικές προσαρμογές.

6 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΙΣΜΟΙ ΓΙΑ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΚΑΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάσθηκαν διάφοροι δείκτες μέτρησης της απόδοσης της επιχείρησης και αναλύθηκαν οι λόγοι για τους οποίους, η οικονομική προστιθέμενη αξία θεωρείται ο πλέον ενδεδειγμένος δείκτης για τον υπολογισμό της αξίας που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια χρονική περίοδο.

Όμως, παρόλα τα πλεονεκτήματα, υπάρχουν αρκετά σημεία προβληματισμού γύρω από την υιοθέτηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Τα κύρια σημεία ενστάσεων μπορούν να συγκεφαλαιωθούν στις εξής δύο κύριες κατηγορίες:

- A) Υπάρχει ανησυχία κατά πόσο η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας και του κόστους χρήσης κεφαλαίου που επιβάλλει, μπορεί να αποθαρρύνει²⁰ τις διοικήσεις των εταιριών, από το να προχωρούν σε νέες επενδύσεις.
- B) Υφίσταται προβληματισμός για το επίπεδο μέσα στην επιχείρηση που θα φθάσει η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Δηλαδή, αν η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να υπολογισθεί για ολόκληρη την εταιρία, τις θυγατρικές της, τα στρατηγικά τμήματα κάθε θυγατρικής ή ακόμα και τα κέντρα επενδύσεων κάθε στρατηγικού τμήματος. Γενεσιουργός αιτία της ανησυχίας αυτής, είναι οι συνέργιες που υφίστανται μεταξύ των

²⁰ Αφού οι νέες επενδύσεις μεγαλώνουν τα απασχολούμενα κεφάλαια δίχως να αυξάνουν άμεσα τα κέρδη. Κατά συνέπεια, για μία χρονική περίοδο τα EVAs θα είναι μειωμένα.

τμημάτων μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, δύο στρατηγικά τμήματα μπορεί να χρησιμοποιούν το ίδιο δίκτυο διανομής ή δύο διευθύνσεις να χρησιμοποιούν την ίδια Διεύθυνση Πληροφορικής. Οι συνέργειες και οι αλληλεπιδράσεις αυτές απαιτούν τον επιμερισμό σε έμμεσα κόστη (overhead allocation) και τη χρήση τεχνικών τιμών μεταβίβασης (transfer prices), διαδικασίες οι οποίες στην πράξη πάντα δημιουργούν προστριβές και περιέχουν σε μικρότερο ή μεγαλύτερο βαθμό συμβιβασμούς ή/ και ατέλειες.

6.1 Ο ΦΟΒΟΣ ΤΗΣ ΥΠΟ-ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Ένας συνήθης προβληματισμός είναι, πως η υιοθέτηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας μπορεί να οδηγήσει σε αποφυγή των επενδύσεων (υπό-επένδυση), σε πάγια υλικής (κτίρια, εξοπλισμός κλπ) ή/ και άυλης (έξοδα έρευνας, προώθησης της εταιρικής ταυτότητας κλπ) μορφής.

Πίσω από τον φόβο αυτό, βρίσκεται η σκέψη πως τα ανώτατα στελέχη θα προσπαθήσουν να βελτιώσουν τα πρόσκαιρα-βραχυπρόθεσμα EVAs για να λάβουν τα επιπλέον χρηματικά οφέλη (bonuses), εις βάρος όμως της μακροχρόνιας πορείας της επιχείρησης. Η τακτική αυτή οδηγεί νομοτελειακά σε μείωση της αξίας της επιχείρησης και συνήθως υλοποιείται με τους εξής δύο τρόπους:

1. Απομυζώντας (milking) τα πάγια της επιχείρησης.

2. Αποφεύγοντας οποιαδήποτε επένδυση, τα οφέλη της οποίας θα είναι μέσο-μακροπρόθεσμα.

Ο προβληματισμός αυτός έχει οπωσδήποτε μια λογική βάση, αλλά τα πιθανά προβλήματα υπο-επένδυσης μπορούν να αποφευχθούν με τις εξής τεχνικές:

6.1.1 Αναβαλλόμενη παροχή των επιπλέον χρηματικών ωφελειών

Τα επιπλέον χρηματικά οφέλη (bonuses) θα παρακρατούνται και θα καταβάλλονται ανάλογα με τις μελλοντικές EVAs. Δηλαδή, αν η μελλοντική απόδοση δεν είναι ικανοποιητική, δεν θα καταβάλλονται στα ανώτατα στελέχη τα οφέλη των προηγούμενων ετών. Έτσι η διοίκηση της επιχείρησης κατανοεί πως παράλληλα με τα τρέχοντα αποτελέσματα, πρέπει να είναι προσανατολισμένη στις μεσο-μακροπρόθεσμες προοπτικές της εταιρίας. Υπογραμμίζεται, πως στην παράγραφο 3.1.5, αναφέρθηκε πως στην αξία της επιχείρησης, εμπεριέχεται και η υπολειμματική αξία (V_{ter}) που οφείλεται στις προσδοκίες για τον ρυθμό (g) μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης.

Αν η αξία των προσδοκιών αποτελεί σημαντικό ποσοστό της αξίας της επιχείρησης (δηλαδή το μεγαλύτερο ποσοστό της αξίας της επιχείρησης οφείλεται όχι στην παρούσα απόδοση της αλλά στις προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη της), τότε η ανώτατη διοίκηση βρίσκεται προ του τετελεσμένου γεγονότος να βελτιώνει συνεχώς τα ετήσια παραγόμενα EVAs. Σε αντίθετη περίπτωση, θα

διαψευσθούν οι προσδοκίες της αγοράς και η τιμή της μετοχής θα μειωθεί, μειώνοντας τον πλούτο των μετόχων. Έτσι, εναλλακτικά τα ανώτατα στελέχη θα μπορούσαν να αμείβονται με την ετήσια μεταβολή στα EVAs και όχι με την απόλυτη τιμή των EVAs που παράγει η επιχείρηση.

6.1.2 Παράλληλα χρήση και μη οικονομικών οδηγών παραγωγής αξίας

Παράλληλα με τη χρήση των EVAs, μπορούν να χρησιμοποιηθούν και στην παροχή των επιπλέον χρηματικών ωφελειών και μη χρηματοοικονομικοί δείκτες, οι οποίοι όμως πιστεύεται πως είναι στενά συνδεδεμένοι με την παραγωγή των μελλοντικών EVAs. Για παράδειγμα, αν θεωρείται πως ένας δείκτης ικανοποίησης πελατείας είναι στενά συνδεδεμένος με το ύψος των μελλοντικών EVAs, θα ήταν δυνατή η εκτίμηση των ετήσιων επιπλέον χρηματικών ωφελειών με βάσεις τόσο τον δείκτη ικανοποίησης πελατείας όσο και της παραχθείσας οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Ιδιαίτερα διαδεδομένη για τον σκοπό αυτό, είναι η μεθοδολογία Balanced Scorecard (Kaplan & Norton, 1996, σελ. 9) με την οποία παρακολουθείται μία σειρά ποσοτικών και ποιοτικών δεικτών οι οποίοι σχετίζονται με την υλοποίηση της στρατηγικής της επιχείρησης.

6.1.3 Προοδευτική ενσωμάτωση των επενδύσεων στο επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης

Εναλλακτικά, είναι δυνατός ο υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας που παρήχθη από την εταιρία, ενσωματώνοντας στο επενδυμένο κεφάλαιο όχι το σύνολο των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν, αλλά μόνο ένα τμήμα τους. Δηλαδή, τα ποσά των επενδύσεων θα ενσωματώνονται προοδευτικά -χρόνο με το χρόνο- στο επενδυμένο κεφάλαιο αντί να ενσωματώνονται άμεσα, τακτική η οποία έχει ως αποτέλεσμα την απότομη μείωση στην παραγόμενη EVA. Ένα λογικό χρονικό διάστημα για την πλήρη ενσωμάτωση της επένδυσης είναι η περίοδος επανείσπραξης (payback period) της επένδυσης.

6.1.4 Χρήση δικαιωμάτων επί μετοχών

Η χρήση δικαιωμάτων επί μετοχών (stock options) παρέχει κίνητρα για μακροπρόθεσμη στρατηγική ανάπτυξης της επιχείρησης, διότι οι χρηματικές απολαβές μέσω των δικαιωμάτων επί μετοχών είναι άμεσα συνδεδεμένες με τον πλούτο των μετόχων.

6.2 ΤΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΤΩΝ ΣΥΝΕΡΓΙΩΝ

Σε θεωρητικό επίπεδο, η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να υπολογισθεί για κάθε μονάδα της επιχείρησης που απασχολεί κεφάλαιο και παράγει κέρδη. Όμως, ο υπολογισμός της EVA σε επίπεδο κάτω των στρατηγικών τμημάτων έχει προβλήματα που οφείλονται στις συνέργιες μεταξύ των μονάδων της εταιρίας, ιδιαίτερα στην αξιοποίηση κοινών πόρων. Για παράδειγμα, σε έναν τραπεζικό όμιλο, είθισται να λειτουργεί η Διεύθυνση Marketing της τράπεζας υποστηρικτικά και για τις θυγατρικές. Οι συνέργιες αυτές απαιτούν τον επιμερισμό του έμμεσου κόστους, μια διαδικασία που χρειάζεται μεγάλη προσοχή διότι μία λανθασμένη διαδικασία επιμερισμού οδηγεί σε λανθασμένες διοικητικές αποφάσεις.

Επίσης, η κάθετη ολοκλήρωση που συνήθως προσφέρει μεγαλύτερο έλεγχο στην επιχείρηση επί της αλυσίδας αξίας (value chain) της, απαιτεί τη χρήση της μεθοδολογίας τιμής μεταβίβασης (transfer price) διότι, οι μονάδες της επιχείρησης «πουλάνε» προϊόντα ή υπηρεσίες σε άλλες μονάδες εντός της επιχείρησης.

Τα προβλήματα των συνεργιών έχουν μεγάλη σημασία στον υπολογισμό της EVA, όταν οι κοινοί πόροι αντιπροσωπεύουν ένα μεγάλο ποσοστό της υποδομής της επιχείρησης ή οι ενδοεπιχειρησιακές συναλλαγές ένα μεγάλο ποσοστό του κόστους πωληθέντων.

Στις περιπτώσεις όπου υπολογίζεται η EVA για μονάδες μιας Τράπεζας, σημαντικός παράγοντας είναι και ο υπολογισμός του κεφαλαίου που απασχολεί.

Το επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο θα υπολογίζεται όχι από την πλευρά του παθητικού όπως μπορεί να γίνει για μια στρατηγική μονάδα (strategic unit) ή για ολόκληρη την επιχείρηση, αλλά από μία προοπτική ενεργητικού (asset perspective). Δηλαδή, το επενδυμένο λειτουργικό κεφάλαιο υπολογίζεται όπως έχει ήδη αναφερθεί στην παράγραφο 5.7.1, ως εξής:

$$\text{Total operating capital} = \text{Net operating working capital} + \text{Operating long-term assets}$$

Με net operating working capital = (Cash + Accounts Receivable + Inventories) – (Accounts Payable + Accruals)

Σημαντική παράμετρος στη χρησιμότητα της χρήσης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, αποτελούν τα θέματα που άπτονται του responsibility accounting. Δηλαδή δεν είναι λογικό να χρησιμοποιείται η EVA για τον προσδιορισμό της απόδοσης σε μία μονάδα που είναι απλό κέντρο εσόδων και δεν έχει έλεγχο επί των επενδύσεων της.

Πιθανές λύσεις στα πιθανά προβλήματα συνεργιών είναι οι εξής:

1. Χρήση οδηγών αξίας (value drivers) για την παρακολούθηση της απόδοσης των μονάδων που δεν είναι κέντρο επενδύσεων (investment center).
2. Σύνδεση της απόδοσης της μονάδας με βάση και το EVA των συνεργαζόμενων μονάδων.
3. Χρήση τεχνικής κοστολόγησης βάση δραστηριότητας (activity based costing), οποτεδήποτε είναι δυνατό.

6.3 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης αναλύθηκε διεξοδικά στην παράγραφο 3.1.7. και κατά συνέπεια εδώ θα γίνουν μερικές μόνο παρατηρήσεις επιχειρηματικού και όχι τεχνικού ενδιαφέροντος.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η οικονομική προστιθέμενη αξία, είναι το μέγεθος χρηματοοικονομικής απόδοσης το οποίο εκτιμά με τη μεγαλύτερη ακρίβεια το οικονομικό κέρδος που παρήχθη από την επιχείρηση. Στην παράγραφο 5.1, η οικονομική προστιθέμενη αξία ορίσθηκε ως εξής:

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}).$$

Συνεπώς, για την μέτρηση της απαιτείται ο υπολογισμός του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης.

Έτσι, η υιοθέτηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας από τον επιχειρηματικό κόσμο, έχει αναγκάσει τις ανώτατες διοικήσεις των εταιριών να στρέψουν έντονα την προσοχή τους σε θέματα σχετιζόμενα με το μέσο σταθμικό κόστος των κεφαλαίων που απασχολούν (ξένων και ιδίων): πως υπολογίζεται, πως μπορεί να μειωθεί ώστε η επιχείρηση να έχει άριστη κεφαλαιακή δομή, τι κόστος κεφαλαίου πρέπει να χρεώνεται κάθε μονάδα της εταιρίας κ.λ.π.

Σημαντικός παράγοντας για την επιτυχή χρήση της EVA είναι η εξοικείωση των μη χρηματοοικονομικών στελεχών της επιχείρησης, με τη σκέψη πως η μονάδα της οποίας προΐστανται, θα χρεώνεται με κόστος απασχόλησης ιδίων

κεφαλαίων. Τα στελέχη αυτά, συνήθως λειτουργούν, θεωρώντας ως χρηματοοικονομικό κόστος μόνο τους τόκους που πληρώνουν στους δανειστές. Όμως, η διοίκηση δημιουργίας αξίας, απαιτεί να λαμβάνεται υπόψη στη διαμόρφωση των λειτουργικών και επενδυτικών αποφάσεων το συνολικό κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εταιρία, δηλαδή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC) της.

7 ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΑΡΑΓΩΓΗ ΑΞΙΑΣ

Ο επιχειρηματικός κόσμος ξεκίνησε να υιοθετεί την χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας στην αρχή της δεκαετίας του 1990. Έτσι έχει πλέον συσσωρευτεί αρκετή εμπειρία για τα οφέλη και τα προβλήματα που προέκυψαν από την χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

Θετικό στοιχείο από τη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πως δημιουργείται μία κοινή γλώσσα μέσα στην επιχείρηση, ένας οδηγός που υποδεικνύει τις ενέργειες που πρέπει να πραγματοποιούνται. Όμως η πιο σημαντική συνεισφορά της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι ο κεντρικός ρόλος της στην οικονομική αποζημίωση του προσωπικού και ιδιαίτερα της ανώτατης διοίκησης της επιχείρησης. Η σύνδεση των οικονομικών απολαβών με την οικονομική προστιθέμενη αξία που παράγει η επιχείρηση, βρίσκεται στην καρδιά της διοίκησης βάση της παραγόμενης οικονομικής αξίας (value based management).

Με τον τρόπο αυτό, τα συμφέροντα των μετόχων και της διοίκησης της επιχείρησης ταυτίζονται. Σε πολλές περιπτώσεις, προέκυψε πως τα οικονομικά κίνητρα που έχει η ανώτατη διοίκηση, είναι ο μεγαλύτερος παράγοντας για την ενίσχυση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Με άλλα λόγια, στις περισσότερες περιπτώσεις η υπό-απόδοση των εταιριών έχει να κάνει όχι με ανικανότητα αλλά με ελλιπή κίνητρα. Πως όμως πρακτικά, μπορεί η ανώτατη διοίκηση να παράξει αξία για τους μετόχους;

7.1 ΑΝΩΤΑΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Από την εξίσωση υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας προκύπτει πως, *ceteris paribus*, η οικονομική προστιθέμενη αξία (και κατά συνέπεια ο πλούτος των μετόχων) αυξάνει, όταν:

1. Αυξάνει η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου
2. Μειώνεται το μέσο κόστος κεφαλαίου
3. Αυξάνει το επενδυμένο κεφάλαιο *(με την προϋπόθεση πως το νέο επενδυμένο κεφάλαιο έχει απόδοση υψηλότερη από το μέσο κόστος κεφαλαίου)*
4. Μειώνεται το επενδυμένο κεφάλαιο *(με την προϋπόθεση πως το όφελος που προκύπτει από τη διαφορά μεταξύ ROIC και WACC από την αποεπένδυση, υπερκαλύπτει τη μείωση του επενδυμένου κεφαλαίου)*

Για να επιτύχει αυτούς τους στόχους, η ανώτατη διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να πραγματοποιήσει τα εξής:

- Αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού (*asset turnover*) (μέσω π.χ. μείωση των αποθεμάτων, μείωση των ημερών που απαιτούνται για την είσπραξη των λογαριασμών (*receivables days*),
- Αποεπένδυση από εργασίες (θυγατρικές, προϊόντα κλπ) που δεν παράγουν οικονομικό κέρδος, δηλαδή με $ROIC < WACC$.
- Επιδιόρθωση υφιστάμενων παγίων αντί αντικατάστασης (οποτεδήποτε είναι δυνατό)

- Επιδίωξη στρατηγικών συνεργασιών που απαιτούν το ελάχιστο κεφάλαιο για να επιτευχθούν οι στρατηγικοί στόχοι. Για παράδειγμα δεν είναι απαραίτητο να αποκτηθεί το 100% μιας επιχείρησης για να αξιοποιηθούν οικονομίες κλίμακας από μια κοινή γραμμή παραγωγής.
- Αύξηση της μόχλευσης. Η «φυσική προδιάθεση» των περισσότερων ανωτάτων στελεχών, είναι η πεποίθηση πως η επιχείρηση πρέπει να έχει τη μικρότερη δυνατή μόχλευση, γεγονός που σημαίνει πως ως κύρια πηγή χρηματοδότησης χρησιμοποιούνται τα κεφάλαια των μετόχων και όχι ο δανεισμός. Όμως, με τη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας η προσοχή εστιάζεται στην μείωση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου (WACC) μέσω της βέλτιστης χρηματοοικονομικής διάρθρωσης του παθητικού. Έτσι, ο δανεισμός -στον βαθμό που μειώνει το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου- πρέπει να είναι επιδίωξη της επιχείρησης.

Υπενθυμίζεται πως η αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα του επενδυμένου κεφαλαίου συν την προεξόφληση των αναμενόμενων μελλοντικών οικονομικών κερδών. Έτσι, οποιοσδήποτε αποφάσεις της διοίκησης πρέπει να πραγματοποιούνται σε μεσο-μακροπρόθεσμο ορίζοντα και να μην αποτελούν βραχυπρόθεσμες επιδιώξεις οι οποίες σε αρκετές περιπτώσεις μπορούν και να μειώσουν την αξία της επιχείρησης (Δηλαδή να μην αυξηθούν τα EVAs των πρώτων ενός-δύο ετών εις βάρος των υπολοίπων EVAs).

Στην παράγραφο αυτή, παρατέθηκαν ορισμένες γενικές τεχνικές με τις οποίες η Διοίκηση των επιχειρήσεων, μπορεί να παράγει οικονομική αξία. Παρακάτω

παρατίθεται η θεώρηση της εταιρίας συμβούλων McKinsey (Copeland, Koller, Murrin, 2000) για το πως μια επιχείρηση μπορεί να παράξει αξία.

7.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ McKINSEY

Οι Copeland, Koller, Murrin (2000, κεφάλαια 2 και 6) έχουν διαχωρίσει τη διοίκηση βάσει αξίας σε δύο συνιστώσες.

- Τη διοίκηση για τη γεφύρωση χάσματος (performance gap) που χρησιμοποιείται σε έκτακτες περιπτώσεις, οποτεδήποτε υπάρχει σημαντικό πρόβλημα στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Πρόκειται δηλαδή για ένα περίγραμμα ενεργειών που αποσκοπούν στην αναστροφή (turnaround) της πορείας μιας επιχείρησης και την απελευθέρωση του δυναμικού της επιχείρησης.
- Το καθημερινό πλαίσιο ενεργειών που πρέπει να πραγματοποιεί η διοίκηση μιας επιχείρησης για τη παραγωγή αξίας.

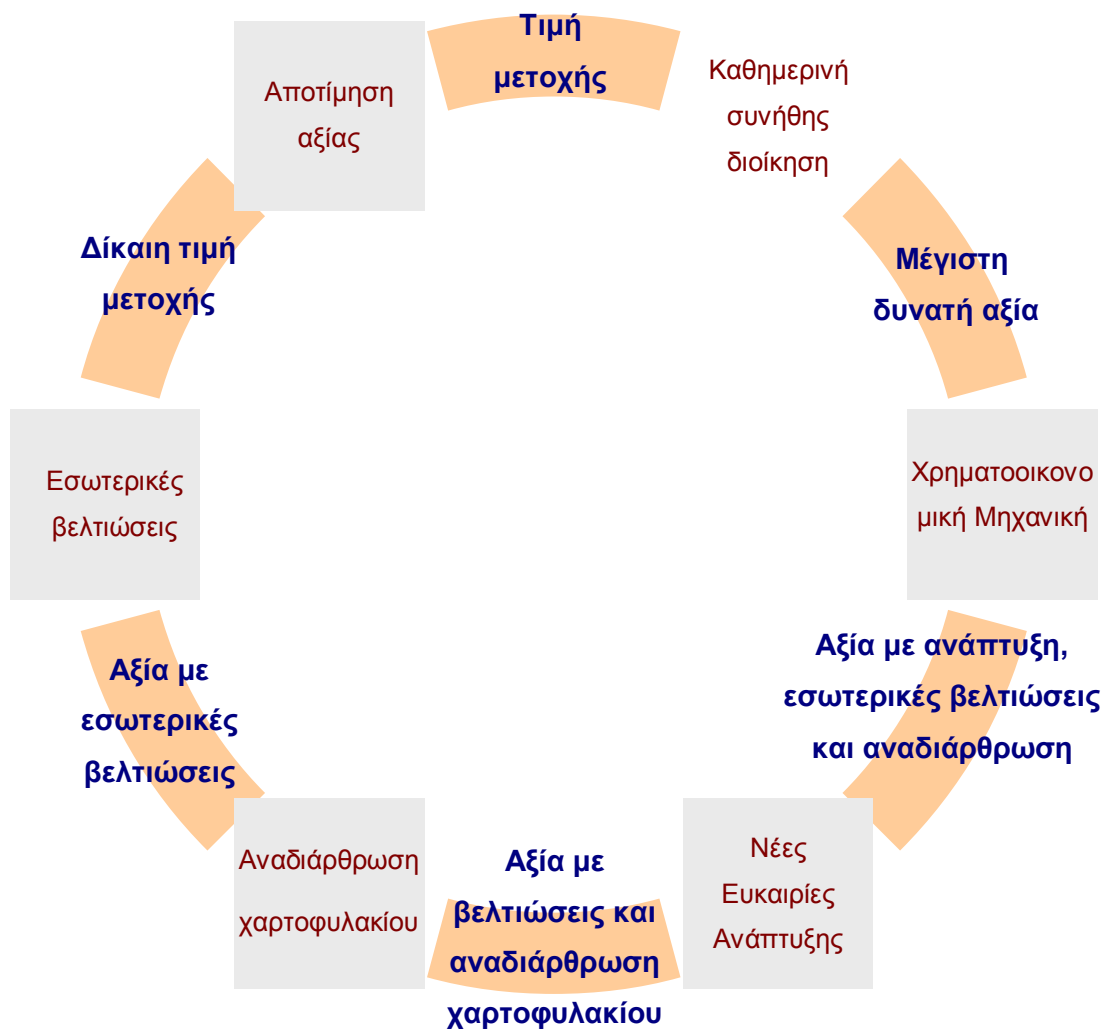
7.2.1 Γεφύρωση χάσματος

Υπάρχουν περιπτώσεις που απαιτούνται σημαντικές αποφάσεις από τη διοίκηση μιας επιχείρησης για να αναστραφεί η αρνητική πορεία μιας επιχείρησης. Τα αποτελέσματα τέτοιων δραστικών προγραμμάτων έχουν αποδειχθεί από μέτρια έως θεαματικά.

Αρκετές φορές έχουν οδηγήσει τη τιμή της μετοχής²¹ σε διπλασιασμό ή τριπλασιασμό σε διάρκεια λίγων μηνών. Όμως, τέτοιες εντυπωσιακές αποδόσεις, έχουν και το τίμημά τους. Στα περισσότερα τέτοια δραστικά προγράμματα περιλαμβάνονται απολύσεις ή αποεπενδύσεις.

Οι Copeland, Koller, Murrin (2000) προτείνουν το ακόλουθο διάγραμμα, ως έναν οδηγό αναδιάρθρωσης:

²¹ Όπως αναφέρθηκε στην παράγραφο 3.1.1, η τιμή της μετοχής ενσωματώνει όλη τη πληροφορία και τις προσδοκίες για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης



Εικόνα 1: Περίγραμμα της McKinsey για την αναδιάρθρωση της επιχείρησης με σκοπό την παραγωγή αξίας

Παρακάτω αναλύονται τα βήματα της μεθοδολογίας αυτής.

7.2.1.1 Αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης

Η Διοίκηση της επιχείρησης πριν κάνει οποιοδήποτε βήμα, θα πρέπει να προχωρήσει στηριζόμενη σε εσωτερικά στοιχεία, στην αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης ώστε να διαπιστωθεί αν υπάρχει απόκλιση με τις εκτιμήσεις της αγοράς, όπως αποτυπώνονται στην τιμή της μετοχής. Για τον σκοπό αυτό, πρέπει να αναλυθεί η χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής, η χρηματοοικονομική απόδοση της επιχείρησης, πως δημιουργούνται και που επενδύονται οι χρηματικές ροές της επιχείρησης καθώς και οι εσωτερικές εκτιμήσεις των αρμόδιων τμημάτων της επιχείρησης για την μελλοντική πορεία της. Σημασία επίσης, πρέπει να δίνεται και στις εκτιμήσεις της αγοράς και των αναλυτών σχετικά με την αναμενόμενη πορεία της επιχείρησης.

Η Διοίκηση της επιχείρησης πρέπει να αποτιμήσει κάθε στρατηγική μονάδα που έχει επενδύσει, στηριζόμενη στις αναμενόμενες καθαρές ταμιακές ροές κάθε μονάδας. Πρέπει δηλαδή να χρησιμοποιείται²² η μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών που έχει περιγραφεί στο κεφάλαιο 3.1.

Για τους απαραίτητους υπολογισμούς, πρέπει να αναπτυχθούν μοντέλα ταμιακών ροών τα οποία να αξιοποιούν τα δεδομένα που ήδη βρίσκονται στα επιχειρηματικά σχέδια που έχει ήδη αναπτύξει κάθε μονάδα της επιχείρησης.

²² είτε εναλλακτικά, η ισοδύναμη μέθοδος προεξόφλησης οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Κύριες μεταβλητές που συνήθως χρησιμοποιούνται σε τέτοια μοντέλα, είναι οι αναμενόμενες πωλήσεις, τα περιθώρια κέρδους, το αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης καθώς και οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία.

Στη συνέχεια, πραγματοποιείται η αποτίμηση κάθε μονάδας της επιχείρησης αλλά και της εταιρίας στο σύνολό της, αξιοποιώντας τα μοντέλα που έχουν αναπτυχθεί. Η τιμή που προκύπτει θα πρέπει να συγκρίνεται με την πορεία της τιμής της μετοχής ώστε να διαπιστωθεί κατά πόσο υπάρχει πρόβλημα ασυμβατότητας μεταξύ των εκτιμήσεων της αγοράς και των υπηρεσιών της επιχείρησης, σχετικά με το μέλλον της εταιρίας.

Η Διοίκηση της επιχείρησης πρέπει να δραστηριοποιείται όταν κρίνει ως αξιόπιστες τις εκτιμήσεις των υπηρεσιών της εταιρίας και με βάση τα μοντέλα διαπιστωθεί πως η δίκαιη τιμή της μετοχής δεν συμπίπτει με τη χρηματιστηριακή. Θα πρέπει τότε, να δραστηριοποιηθεί έχοντας ανοικτούς διαύλους με τους αναλυτές και τους Διευθυντές Επενδύσεων των αμοιβαίων κεφαλαίων για να τους πείσουν για την αξία της μετοχής. Βέβαια, η επικοινωνία με τα στελέχη της αγοράς δεν περιορίζεται στα παραπάνω. Θα πρέπει να επεκτείνεται και στο σύνολο των ενεργειών που περιγράφονται παρακάτω στις παραγράφους 7.2.1.2 έως και 7.2.1.5 και αφορούν στις στρατηγικές ενέργειες της Διοίκησης που θα καθορίσουν το μέλλον της επιχείρησης.

7.2.1.2 Εσωτερικές βελτιώσεις

Ακόμα και αν η αγορά δεχθεί πως η τιμή της επιχείρησης δεν ανταποκρίνεται στα θεμελιώδη μεγέθη της, αυτό μπορεί να μην είναι αρκετό. Είναι πιθανό πως ακόμα και μετά από διόρθωση, η απόδοση της μετοχής να υπολείπεται αυτής των ανταγωνιστών.

Είναι πιθανό επίσης, η αύξηση των μεγεθών της επιχείρησης να οδηγεί σε μείωση της αξίας γεγονός που μπορεί να συμβαίνει όταν όπως περιγράφεται στην παράγραφο 5.1, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της επιχείρησης.

Στις περιπτώσεις λοιπόν αυτές, όπου:

- 1) Η αποδοτικότητα της επιχείρησης -όπως αντανάκλαται στην απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου- είναι χαμηλότερη του κόστους κεφαλαίου
- 2) Η απόδοση της μετοχής υπολείπεται των ανταγωνιστών

η Διοίκηση θα πρέπει να προσανατολισθεί σε εσωτερική αναδιάρθρωση.

Ως εσωτερική αναδιάρθρωση νοείται η ανεύρεση των κύριων παραγόντων που επιδρούν στην κερδοφορία και παραγωγικότητα της επιχείρησης καθώς και η υλοποίηση των απαραίτητων πολιτικών που θα οδηγήσουν στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Ο προσδιορισμός των κύριων παραγόντων μπορεί να πραγματοποιηθεί ακόμα με τη χρήση των διαδεδομένων λογιστικών φύλων (π.χ. excel) όπου θα πραγματοποιείται ανάλυση ευαισθησίας σε όλες τις μεταβλητές του επιχειρηματικού μοντέλου της επιχείρησης. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση

μπορεί να διαπιστώσει πως μία μείωση²³ κατά 1% στο κόστος πωληθέντων ή στα έξοδα προσωπικού, μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του λειτουργικού κέρδους μετά φόρων κατά 2% και 4% αντίστοιχα. Άρα η διοίκηση πρέπει καταρχήν να εστιάσει στις δαπάνες προσωπικού.

Βέβαια, ο εντοπισμός των μεταβλητών με την μεγαλύτερη επίδραση στα αποτελέσματα και τους δείκτες της επιχείρησης, πρέπει να συνδυασθεί με την εκτίμηση της ευκολίας που μπορούν να πραγματοποιηθούν οι απαιτούμενες αλλαγές. Μια πολύ χρήσιμη τακτική για την εκτίμηση της δυνατότητας βελτίωσης σε περιοχές που η ανάλυση έδειξε πως είναι κρίσιμες για την επιχείρηση, είναι και η σύγκριση με τον ανταγωνισμό (benchmarking). Σε αρκετές περιπτώσεις, ακόμα και το πλησίασμα των επιδόσεων των σημαντικότερων εταιριών του κλάδου, μπορεί να οδηγήσει σε πολύ μεγάλη βελτίωση της αξίας της επιχείρησης.

Αφού έχουν προσδιορισθεί οι περιοχές βελτίωσης που πρέπει να εστιάσει η Διοίκηση, θα πρέπει να καταρτισθούν τα προγράμματα που θα επιτρέψουν την πραγμάτωση της βελτίωσης. Για παράδειγμα, εάν αποφασισθεί η μείωση των αποθεμάτων θα μπορούσε η επιχείρηση να προμηθευτεί ένα ηλεκτρονικό σύστημα διαχείρισης της εφοδιαστικής αλυσίδας (Supply Chain Management) το οποίο θα συνέδεε τα τελικά σημεία πώλησης με την αποθήκη και τους προμηθευτές της επιχείρησης.

²³ Διατηρώντας τις υπόλοιπες μεταβλητές σταθερές

7.2.1.3 Αναδιάρθρωση χαρτοφυλακίου επιχείρησης

Η Διοίκηση της επιχείρησης μετά την εσωτερική βελτίωση και την εξάντληση των δυνατοτήτων περαιτέρω βελτίωσης, πρέπει να ελέγξει κατά πόσο το χαρτοφυλάκιο επενδύσεων σε εταιρίες, βελτιστοποιεί την αξία της επιχείρησης. Πρέπει να ελεγχθεί κατά πόσο η αξία των στρατηγικών μονάδων ή των θυγατρικών της επιχείρησης, έχει μεγαλύτερη αξία για την ίδια την επιχείρηση ή για κάποιο τρίτο, εκτός επιχείρησης.

Μεθοδολογικά, κάθε επιχειρηματική μονάδα ή θυγατρική θα πρέπει να εξετασθεί η αξία της υπό το πρίσμα τεσσάρων διαφορετικών σεναρίων: εξαγορά από εξωτερικό στρατηγικό επενδυτή²⁴, αποεπένδυση με ταυτόχρονη εισαγωγή της μονάδας στο χρηματιστήριο (spin-off), μοχλευμένη εξαγορά (leveraged buyout) ή ρευστοποίηση.

Υπάρχουν περιπτώσεις όπου κάποια τρίτη επιχείρηση μπορεί να επιτύχει συνέργιες (όπως για παράδειγμα αύξηση των πωλήσεων μέσω αξιοποίησης δικτύου ή μείωση του λειτουργικού κόστους) με μια θυγατρική ή μια στρατηγική μονάδα της εταιρίας. Κατά συνέπεια, για την τρίτη επιχείρηση η θυγατρική ή η στρατηγική μονάδα της εταιρίας αξίζει περισσότερο από ότι τώρα αξίζει για τη μητρική. Έστω $A_{\Xi_{\tau\theta}}$ είναι η αξία της μονάδας για την τρίτη επιχείρηση και A_{Ξ} είναι η αξία της μονάδας για την μητρική. Είναι προφανές, πως αν πραγματο-

²⁴ Δηλαδή, μια άλλη επιχείρηση που μπορεί να αξιοποιήσει συνέργιες σε λειτουργικό ή στρατηγικό επίπεδο

πονηθεί εξαγορά της μονάδας από την τρίτη επιχείρηση και για το τμήμα T ισχύει πως: $A\Xi < T < A\Xi_{\text{τρ}}$, τότε και η μητρική αλλά και η τρίτη επιχείρηση έχουν συμφέρον να πραγματοποιηθεί η εξαγορά διότι έτσι αυξάνει ο πλούτος των μετόχων και για τις δύο εταιρίες. Για περισσότερες λεπτομέρειες πάνω στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές βλέπε την παράγραφο 7.3, όπου και αναλύεται το θέμα πιο αναλυτικά.

Επίσης, πρέπει να εξετασθεί και η δυνατότητα αποεπένδυσης με ταυτόχρονη εισαγωγή της μονάδας στο χρηματιστήριο ή με μοχλευμένη εξαγορά. Στις περιπτώσεις αυτές πρέπει να εξετασθεί κατά πόσο η αξία μεγιστοποιείται από τη διατήρηση της εταιρίας ως μίας οντότητας ή θα μπορούσαν ορισμένα τμήματα ή θυγατρικές της να αυτονομηθούν ως νέες επιχειρήσεις. Τέλος, μπορεί να χρησιμοποιηθεί και η λύση της ρευστοποίησης, όπως για παράδειγμα όταν κάποια επιχείρηση αξίζει λιγότερο από ότι θα μπορούσε να αποφέρει η πώληση των παγίων στοιχείων της, συμπεριλαμβανομένων και των γηπέδων και οικοπέδων (real estate).

7.2.1.4 Νέες ευκαιρίες ανάπτυξης

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 3.1.5, η αξία της επιχείρησης εξαρτάται σε πολύ μεγάλο βαθμό από τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης. Για τον λόγο αυτό, η Διοίκηση που στοχεύει στην παραγωγή αξίας για τους μετόχους, πρέπει εκτός από τους βραχυπρόθεσμους στόχους, να αναπτύσσει

ολοκληρωμένη στρατηγική για την εξασφάλιση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης²⁵. Πρέπει λοιπόν να αναλύει συνέχεια το εξωτερικό μακροοικονομικό, πολιτικό, κοινωνικό και τεχνολογικό περιβάλλον που δραστηριοποιείται, να εξετάζει με προσοχή τις εξελίξεις του κλάδου της ενώ παράλληλα να εντοπίζει τις εσωτερικές δυνάμεις αλλά και αδυναμίες της ώστε να δημιουργήσει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα έναντι του ανταγωνισμού.

7.2.1.5 Εκμετάλλευση χρηματοοικονομικής μόχλευσης

Σε κάθε περίπτωση, πρέπει σε κάθε πρόγραμμα αναδιάρθρωσης να εξετάζεται και η δομή του παθητικού της επιχείρησης, ώστε να ελαχιστοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Όπως έχει πολλές φορές αναφερθεί στην εργασία, το κόστος κεφαλαίου είναι καθοριστικός παράγοντας στην εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

Στα πλαίσια αυτά, πρέπει να ελέγχεται κατά πόσο έχει αξιοποιήσει η επιχείρηση τη δυνατότητα δανεισμού. Για κάθε επιχείρηση υπάρχει ένα ελάχιστο κόστος κεφαλαίου που αντιστοιχεί και σε μία δεδομένη αναλογία μεταξύ ιδίων κεφαλαίων και δανείων. Πρέπει λοιπόν η Διοίκηση κάθε επιχείρησης να δανείζεται έως το σημείο που ελαχιστοποιείται²⁶ το κόστος κεφαλαίου της. Επίσης, πρέπει να

²⁵ Εννοείται βέβαια, πως πρέπει παράλληλα η απόδοση στα επενδυμένα κεφάλαια να είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

²⁶ Είναι αυτονόητο πως πρέπει να υπάρχει και η αναγκαία ταμιακή ρευστότητα για την εξυπηρέτηση του δανεισμού.

εξετάζονται όλες οι μορφές δανεισμού (όπως ομολογιακά δάνεια μειωμένης εξασφάλισης) και να επιλέγεται αυτός με το χαμηλότερο κόστος.

7.2.2 Παραγωγή αξίας σε καθημερινή βάση

Η ανώτατη Διοίκηση κάθε επιχείρησης, μπορεί να αποφύγει το επίπονο και επώδυνο για τους εργαζόμενους στάδιο αναστροφής της αρνητικής πορείας της επιχείρησης, με το να είναι σταθερά και σε καθημερινή βάση προσανατολισμένη στη Διοίκηση με βάση τη παραγωγή αξίας για τους μετόχους. Άλλωστε, όπως αναφέρθηκε και στο Κεφάλαιο 1, το ζητούμενο πλέον δεν είναι κατά πόσο πρέπει μια επιχείρηση να παράξει αξία αλλά ο τρόπος με τον οποίο θα την επιτύχει. Η McKinsey (Copeland, Koller, Murrin 2000, κεφάλαιο 6) προτείνει το ακόλουθο μοντέλο για τη καθημερινή λειτουργία της εταιρίας:

7.2.2.1 Θέσπιση στρατηγικής

Κάθε επιχείρηση που επιθυμεί να δημιουργεί αξία πρέπει να αναπτύξει μια Στρατηγική η οποία να συνδυάζει δύο διαστάσεις:

- A) Μία εμπνευσμένη δήλωση προθέσεων και
- B) Ποσοτικοποιημένους στόχους (που σχετίζονται με την αξία)

7.2.2.1.1 Εμπνευσμένη δήλωση επιχειρηματικών στόχων

Μια γενική και αόριστη δήλωση της Διοίκησης μιας επιχείρησης, πως στόχος της επιχείρησης είναι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους, δεν θα αρκούσε (στις περισσότερες εταιρίες) ώστε όλοι να κινητοποιηθούν προς την υλοποίηση του στόχου αυτού . Για τον λόγο αυτό οι επιχειρήσεις πολύ συχνά αναπτύσσουν ευρύτερες δηλώσεις με τους επιχειρηματικούς στόχους τους, οι οποίοι όμως δεν περιορίζονται σε τεχνοκρατικό επίπεδο αλλά αναπτύσσουν ένα όραμα πολύ πιο απτό και κατανοητό. Για παράδειγμα αναφέρεται η Disney της οποίας:

- Η αποστολή είναι να προσφέρει ποιοτική διασκέδαση, την οποία θα αναζητά ο σύγχρονος άνθρωπος.
- Το όραμα είναι να δημιουργεί αξία για τους μετόχους με το να συνεχίζει να είναι η παγκόσμια κορυφαία εταιρεία παροχής διασκέδασης από καλλιτεχνική, στρατηγική και οικονομική πλευρά.

Μια επιτυχημένη δήλωση επιχειρηματικών στόχων όχι μόνο θα εμπνεύσει και θα ενώσει τους μετόχους αλλά και θα συντονίζει όλους τους πόρους της επιχείρησης προς έναν κοινό σκοπό. Για να είναι επιτυχημένη μια δήλωση επιχειρηματικών στόχων πρέπει να δίνει απαντήσεις στα ακόλουθα ερωτήματα:

1. Σε ποιες εργασίες εμπλέκεται η επιχείρηση
2. Σε ποιους τομείς και γιατί επιθυμεί η διοίκηση να είναι γνωστή η επιχείρηση ενώ η δήλωση πρέπει να είναι διατυπωμένη σε γλώσσα κατανοητή από όλους.

7.2.2.1.2 Ποσοτικοποιημένοι στόχοι

Οι επιχειρήσεις πρέπει να οριοθετούν τους στόχους τους με την χρήση ποσοτικοποιημένων δεικτών, όπως για παράδειγμα μερικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τη τιμή της μετοχής ενώ άλλες χρησιμοποιούν οδηγούς παραγωγής αξίας (όπως για παράδειγμα τα λειτουργικά κέρδη ή τον αριθμό των πελατών). Σε κάθε περίπτωση πάντως, πρέπει οι στόχοι να είναι σύμφωνοι με τις προσδοκίες της αγοράς και πρέπει να ενσωματώνουν σε ρεαλιστική βάση τις προοπτικές του κλάδου και τη δυναμική των ανταγωνιστών, ενώ επίσης πρέπει να παρακολουθούνται και οι εταιρείες-ηγέτες για την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων. Χρήσιμο είναι επίσης να εντοπίζονται τυχόν χάσματα μεταξύ των στόχων και της ιστορικής τάσης που ακολουθούν τα αποτελέσματα της εταιρείας. Πάντως συνδυάζοντας τη σκληρή πραγματικότητα των οικονομικών δεικτών με μια πιο ανθρωποκεντρική διάσταση των επιχειρηματικών στόχων, είναι δυνατή μια διαρκής κινητοποίηση για τη δημιουργία αξίας

7.2.2.2 Διαχείριση του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου

Η διαχείριση του χαρτοφυλακίου των επενδύσεων της εταιρείας δεν είναι απλά η αγορά και η πώληση μετοχών αλλά η συνεχής και ενδελεχής εξέταση όλων των δυνατών πιθανών στρατηγικών πλεονεκτημάτων και δυνατοτήτων που μπορούν να προκύψουν από τέτοιες συμμετοχές, με στόχο τη βελτίωση της απόδοσης της επιχείρησης.

Οι εταιρίες πρέπει συνεχώς να αναλύουν και να διαπιστώνουν κατά πόσο πρέπει να διατηρούν στην ιδιοκτησία τους ορισμένες θυγατρικές ή γιατί πρέπει να δραστηριοποιούνται σε ορισμένους κλάδους της αγοράς. Επίσης πρέπει να μετράνε πόση αξία αναμένουν από κάθε δραστηριότητά τους και αν υφίστανται ευκαιρίες αναδιοργάνωσης του επιχειρηματικού χαρτοφυλακίου τους.

Οι δραστηριότητες αυτές βοηθούν τη διοίκηση της επιχείρησης να στοχεύει στη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη και να μην εστιάζει αποκλειστικά σε βραχυπρόθεσμες λειτουργικές βελτιώσεις. Άλλωστε η κύρια πηγή δημιουργίας αξίας είναι η αναμενόμενη μακροπρόθεσμη ανάπτυξη των εργασιών της επιχείρησης. Αν το χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης είναι σε καλή κατάσταση τότε πρέπει οι διοικήσεις των επιχειρήσεων να στοχεύουν σε οργανωτικές και λειτουργικές βελτιώσεις ώστε να παράξουν την επιπλέον αξία.

7.2.2.3 Οργάνωση της επιχείρησης

Η σωστή οργάνωση της επιχείρησης είναι ένας κρίσιμος παράγοντας για τη δημιουργία αξίας διότι επιτρέπει τη μετατροπή των στόχων και της στρατηγικής, σε καθημερινή πράξη. Η εμπειρία έχει δείξει πως δεν υπάρχει ένας γενικός τρόπος οργάνωσης που να οδηγεί στην επιτυχία αλλά σε κάθε επιχείρηση ταιριάζει ένας μοναδικός συνδυασμός μεταξύ απτών και πιο άυλων συνιστωσών της οργάνωσης .

Τα τυπικά στοιχεία της οργάνωσης, δηλαδή ποιος αναφέρει σε ποιόν, ποιος αποφασίζει, ποιος κατέχει θέση ευθύνης, καθώς και τα πιο άυλα στοιχεία της οργάνωσης, όπως τα πιστεύω και οι αξίες της επιχείρησης, πρέπει να απαντούν στις προκλήσεις και τους στόχους που έχουν τεθεί από την στρατηγική. Δηλαδή, πρέπει η επιχείρηση να έχει πολύ ξεκάθαρες οργανωτικές μονάδες και σαφείς εξατομικευμένες υπευθυνότητες έτσι ώστε να είναι δυνατή η θέσπιση στόχων, η μέτρηση της απόδοσης και η ανταμοιβή οργανωτικών μονάδων ή μεμονωμένων υπαλλήλων .

7.2.2.4 Κατανόηση των οδηγών παραγωγής αξίας

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 5.3, ως οδηγό δημιουργίας αξίας (value driver) ορίζεται μια μεταβλητή ή έναν δείκτη, που έχει μεγάλη επίδραση σε κύριους τομείς (όπως η αποτελεσματικότητα της παραγωγής ή η ικανοποίηση των πελατών) και κατά συνέπεια στα αποτελέσματα της επιχείρησης. Οι δείκτες που συνδέονται με την παρακολούθηση των οδηγών αξίας καλούνται κύριοι δείκτες απόδοσης (key performance indicators) και χρησιμοποιούνται τόσο για τη θέσπιση στόχων αλλά και για την μέτρηση της απόδοσης.

Η διαδικασία καταγραφής και αξιολόγησης των οδηγών παραγωγής αξίας μπορεί να βοηθήσει τη διοίκηση της επιχείρησης με τρεις τρόπους:

1. Βοηθάει τα μεσαία και κατώτερα στελέχη στο να κατανοήσουν πως παράγεται η αξία και κατά συνέπεια τι πρέπει οι ίδιοι να πράξουν ώστε να τη μεγιστοποιήσουν.
2. Βοηθάει στην καλύτερη κατανομή των πόρων μέσα στην επιχείρηση, αφού οι οδηγοί αξίας ιεραρχούνται και έτσι φαίνεται ποιος δείκτης είναι πιο σημαντικός στην δημιουργία αξίας έναντι κάποιου άλλου.
3. Βοηθάει στην ευθυγράμμιση των προτεραιοτήτων της επιχείρησης όπως της κατανοεί η ανώτατη διοίκηση αλλά και οι υπάλληλοι.

Για τον προσδιορισμό των οδηγών αξίας πρέπει να προσεχθούν τα εξής:

1. Οι οδηγοί αξίας πρέπει να έχουν άμεση σχέση με τη δημιουργία αξίας και να φθάνουν σε μεγάλο βάθος μέσα στην επιχείρηση.
2. Οι οδηγοί αξίας πρέπει να μετριούνται τόσο με οικονομικούς αλλά και με λειτουργικούς δείκτες.
3. Οι οδηγοί αξίας δεν πρέπει να εστιάζουν μόνο σε βραχυπρόθεσμη βάση αλλά να λαμβάνουν υπόψη και την ανάπτυξη της επιχείρησης.

7.2.2.5 Διαχείριση της απόδοσης της επιχείρησης.

Αφού λοιπόν έχουν γίνει όλα τα προηγούμενα, είναι απαραίτητο για τη Διοίκηση να παρακολουθεί την πορεία υλοποίησης όλων όσα έχουν προγραμματισθεί. Για τον λόγο αυτό είναι χρήσιμη η αξιοποίηση μιας ισορροπημένης σκοροκάρ-

τας (balanced scorecard) που να περιέχει τους κυρίους δείκτες απόδοσης που έχουν προσδιοριστεί. Στην σκοροκάρτα πρέπει να περιέχονται και μη οι οικονομικοί δείκτες οι οποίοι όμως έχουν πολύ μεγάλη επίδραση στη δημιουργία αξίας.

Στο σημείο αυτό πρέπει να γίνει σαφές πως πρέπει να υπάρχει και ένα σύστημα επιβράβευσης του προσωπικού (compensation) που να συνδέεται στενά με την απόδοση. Κατά καιρούς έχουν προταθεί διάφορες μέθοδοι ενίσχυσης του προσωπικού και ενδεικτικά αναφέρονται τα οικονομικά κίνητρα, οι ευκαιρίες ανέλιξης μέσα στην επιχείρηση καθώς και η αξία του μπορεί να αισθάνεται το προσωπικό από την ξεχωριστή κουλτούρα της επιχείρησης.

7.3 ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 7.2.1.3, η θεωρία πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) είναι απλή και στηρίζεται στην αρχή πως η αξία του νέου σχήματος που θα προκύψει²⁷ αναμένεται να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους μονάδων (επιχειρήσεων) πριν από τη συμφωνία. Επειδή οι συγχωνεύσεις και εξαγορές αποτελούν σημαντικό τμήμα των απαραίτητων διοικητικών αποφάσεων για την παραγωγή αξίας, θα παρατεθούν ορισμένα στοιχεία που σύμφωνα με τη εταιρία συμβούλων McKinsey

²⁷ Όπως υπολογίζεται με τα αναγραφόμενα στην παράγραφο 3.1

(Copeland, Koller, Murrin 2000, σελ. κεφάλαιο 7) πρέπει να γίνονται κατά τις συγχωνεύσεις και εξαγορές.

7.3.1 Συνήθεις λόγοι αποτυχίας των Σ&Ε

Οι συνηθέστεροι λόγοι αποτυχίας των Σ&Ε είναι είτε η καταβολή μεγάλου τιμήματος από τον αγοραστή, είτε η αποτυχία στη διαχείριση της Σ&Ε.

7.3.1.1 Καταβολή μεγάλου τιμήματος

Η καταβολή μεγάλου τιμήματος μπορεί να οφείλεται με τη σειρά της στους ακόλουθους λόγους:

- Υπεραισιόδοξη εκτίμηση της δυναμικής της αγοράς. Συχνά πραγματοποιούνται Σ&Ε στηριζόμενες στην υπόθεση πως ένας κλάδος ή μια επιχείρηση θα ανακάμψει ή επίσης, πως η ανοδική πορεία ενός κλάδου ή μια επιχείρησης θα συνεχίζεται στο άπειρο.
- Υπερεκτίμηση των πιθανών συνεργιών.
- Ελλιπής ή ανεπαρκής διαδικασία due diligence. Έτσι, στην πορεία ανακύπτουν θέματα τα οποία οδηγούν στην κατάρρευση του επιχειρηματικού σχεδίου που είχε δημιουργηθεί.
- Λογική δημοπρασίας. Συχνά πάνω στη διαδικασία των διαπραγματεύσεων και παράλληλα υπάρχει πάνω από ένας διεκδικητής, το τίμημα ξεπερνάει τα όρια της λογικής.

7.3.1.2 Αποτυχία στην υλοποίηση

Ακόμα και στις περιπτώσεις κατά τις οποίες έχει προηγηθεί λογική προσέγγιση στην Σ&Ε και το καταβληθέν τίμημα είναι λογικό σε σχέση με τα αναμενόμενα, ελλοχεύει πάντα ο κίνδυνος να αποτύχει η Σ&Ε κατά τη φάση της υλοποίησης εξαιτίας λανθασμένων χειρισμών της Διοίκησης. Οι σχέσεις με τους πελάτες, τους προμηθευτές και το προσωπικό μπορεί να διαταραχθούν και να παρατηρηθούν φαινόμενα όπου κύριοι πελάτες χάνονται, τα καλύτερα στελέχη αποχωρούν και η κατάσταση αυτή οδηγεί σε μείωση της αξίας της επιχείρησης.

7.3.2 Μεθοδολογία συγχωνεύσεων και εξαγορών

Η McKinsey (Copeland, Koller, Murrin 2000, σελ. 118) χωρίζει τη διαδικασία των Σ&Ε σε πέντε φάσεις:

1. Προσεγμένο επιχειρηματικό σχέδιο

Εάν ο υποψήφιος αγοραστής στα πλαίσια της δημιουργίας του στρατηγικού σχεδίου του, έχει πραγματοποιήσει εσωτερική ανάλυση στην επιχείρησή του, έχει αναλύσει το κλαδικό περιβάλλον καθώς και τους ανταγωνιστές, θα έχει καταγράψει τις περιοχές που μπορούν να προσδώσουν αξία.

Τρεις περιοχές που ο υποψήφιος αγοραστής μπορεί να εστιάσει για την παραγωγή αξίας είναι:

- α) Πρόσβαση σε νέους πελάτες ή τμήματα αγοράς. Βελτιωμένα ή νέα προϊόντα.
- β) Εκμετάλλευση λειτουργικών συνεργιών (διανομή ή παραγωγή) για τη ταυτόχρονη μείωση του κόστους και τη βελτίωση του προϊόντος ή της παρεχόμενης υπηρεσίας.
- γ) Εκμετάλλευση τεχνολογίας ή μοναδικών ικανοτήτων. Ορισμένες επιχειρήσεις είναι καλύτερες στην πραγματοποίηση ορισμένων εργασιών ή έχουν αναπτύξει νέες τεχνολογίες. Αν η επιχείρηση-υποψήφιος αγοραστής μπορεί να μεταφέρει σε ευρεία κλίμακα τέτοια πλεονεκτήματα, μπορεί να δημιουργήσει σημαντικές ευκαιρίες δημιουργίας αξίας.

2. Προσδιορισμός και πρώτη επιλογή υποψηφίων στόχων

Πρέπει να διατηρείται βάση δεδομένων στην οποία να τηρούνται αναλυτικά αρχεία και δεδομένα σχετικά με εταιρίες οι οποίες αποτελούν ενδιαφέροντες στόχους. Επειδή συνήθως το πλήθος των υποψηφίων εταιριών που προκύπτει είναι αρκετά μεγάλο είναι χρήσιμο να αποκλεισθούν μερικές εταιρίες με χρήση κριτηρίων, όπως το αν είναι πολύ μεγάλες ή πολύ μικρές, έτσι ώστε να καθίσταται ευκολότερη η παρακολούθησή τους.

3. Σε βάθος αξιολόγηση των εναπομείναντων υποψηφίων

Από τη στιγμή που οι υποψήφιες επιχειρήσεις-στόχοι έχουν περιορισθεί σε έναν λογικό αριθμό, πρέπει να πραγματοποιηθεί η αποτίμηση κάθε μίας εξ

αυτών. Πολύ σημαντικό είναι να έχει γίνει κατανοητό πως άλλη είναι η αξία της επιχείρησης-στόχου για την επιχείρηση αγοραστή και άλλο είναι το τίμημα που θα δώσει ο αγοραστής. Αρχικά πρέπει να υπολογισθεί η αξία της επιχείρησης-στόχου όταν είναι μόνη της και στη συνέχεια η αξία της μετά την εξαγορά της με την ταυτόχρονη αξιοποίηση των συνεργιών σε συνάρτηση με τις πιθανές απώλειες σε πελάτες καθώς και την αφαίρεση διοικητικών εξόδων (transaction costs).

Όσο καλύτερης ποιότητας είναι η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης-στόχου, τόσο πιο προετοιμασμένος είναι και ο αγοραστής. Ενδεικτικό αλλά και πολύ σημαντικό παράδειγμα της σημασίας της προετοιμασίας είναι το εξής: Αν ο αγοραστής κατέχει την «πηγή» της συνέργιας, τότε έχει σημαντικό διαπραγματευτικό πλεονέκτημα διότι πρακτικά δεν έχει ανταγωνιστή. Έτσι, μια επιχείρηση με πολύ μεγάλο δίκτυο διανομής μπορεί να αξιοποιήσει μια επιχείρηση-στόχο που παράγει ένα πολύ καλό προϊόν, σε σχέση με κάποια άλλη που διαθέτει μικρότερο δίκτυο διανομής.

4. Διαπραγματεύσεις

Αφού έχει προηγηθεί όλη αυτή η εργασία, μπορούν να ξεκινήσουν διακριτικές επαφές οι οποίες όμως έχουν πολλαπλά αποτελέσματα. Να διαπιστωθούν ακόμα καλύτερα οι δυνάμεις και οι αδυναμίες της επιχείρησης-στόχου καθώς και να πεισθεί η Ιδιοκτησία να πουλήσει την επιχείρηση. Βέβαια, εάν η επιχείρηση-στόχος διαπραγματεύεται σε χρηματιστηριακή αγορά, μπορεί να πραγματοποιηθεί και επιθετική εξαγορά, μία τακτική όμως που ελλοχεύει κινδύνους όπως για παράδειγμα να δημιουργηθούν αμφιβολίες σχετικά με την αποτελεσματικότητα της συγχώνευσης.

5. Διαχείριση της συγχώνευσης μετά τη συμφωνία

Όπως αναφέρθηκε και στην παράγραφο 7.3.1.2, η διαχείριση της συγχώνευσης μετά τη συμφωνία αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας. Η νέα Διοίκηση που θα προκύψει, θα πρέπει σε σύντομο χρονικό διάστημα να αντιμετωπίσει με επιτυχία, τα ακόλουθα:

- Σαφής προσδιορισμός του καινούργιου επιχειρηματικού μοντέλου. Πρέπει να γίνεται σαφές πως θα ενοποιηθούν οι εργασίες και πως θα υλοποιηθούν οι συνέργιες.
- Επίλυση τυχόν συγκρούσεων και διάλυση αβεβαιότητας. Οι συγχωνεύσεις δημιουργούν μεγάλη ένταση στις επιχειρήσεις. Πολλοί εργαζόμενοι αισθάνονται αβεβαιότητα για το επαγγελματικό μέλλον τους και για το μετασχηματισμό της επιχείρησής τους.
- Ενημέρωση και εφησυχασμός των αγορών. Οι μέτοχοι, οι πιστωτές, οι αναλυτές καθώς και το προσωπικό πρέπει να ενημερώνονται για τις προθέσεις της Διοίκησης καθώς και την πορεία υλοποίησης της συγχώνευσης. Χρήσιμο είναι για το σκοπό αυτό, να αποστέλλονται σε όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη επιστολές που να εξηγούν τα οφέλη της συγχώνευσης και πως θα επηρεασθεί η σχέση τους με την επιχείρηση.

8 ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ

8.1 VOLKSWAGEN A.G.

Για να γίνει εμφανές πως όσα αναφέρονται στην παρούσα εργασία δεν αποτελούν θεωρίες της χρηματοοικονομικής αλλά αντίθετα είναι μέρος της καθημερινής Διοίκησης στις επιτυχημένες επιχειρήσεις, παρουσιάζεται η περίπτωση της Γερμανικής αυτοκινητοβιομηχανίας Volkswagen. Οι λόγοι που επιλέχθηκε η επιχείρηση αυτή είναι:

1. Πρόκειται για μία από τις μεγαλύτερες και σημαντικότερες εταιρίες της ισχυρότερης οικονομικά χώρας της Ευρωπαϊκής Ένωσης (Γερμανία).
2. Η Γερμανία είναι μία από τις κυριότερες χώρες στις οποίες ήταν πάντα κυρίαρχη η κουλτούρα των εχόντων συμφέρον από τη λειτουργία της επιχείρησης (Stakeholders).
3. Η εταιρία Volkswagen υιοθέτησε πρόσφατα (1998-2001) την Διοίκηση βάσει της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και έχει αναπτύξει ιδιαίτερο πρόγραμμα για την προώθηση αυτής της κουλτούρας, μέσα στην επιχείρηση.

8.1.1 Ολοκληρωμένο σύστημα χρηματοοικονομικού ελέγχου με βάση την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία.

Η Volkswagen έως το 1998 χρησιμοποιούσε κλασσικούς δείκτες ελέγχου της απόδοσης αλλά έκτοτε υιοθέτησε τη Διοίκηση με στόχο τη Παραγωγή Αξίας. Στο Παράρτημα 1, παρατίθεται ολόκληρο το Σύστημα Χρηματοοικονομικού Ελέγχου του Ομίλου Volkswagen, όπως υπογράφεται από τους Dr. P. Pischetsrieder (Πρόεδρος Δ.Σ.) και H.D.Pötsch (Controlling & Accounting Director) τον Οκτώβριο του 2003.

Παρατηρήσεις και κύρια σημεία, σχετικά με το Σύστημα Χρηματοοικονομικού Ελέγχου του Ομίλου Volkswagen

Ήδη από τον Πρόλογο, η εταιρία δηλώνει πως «για να διατηρήσουμε την ανεξαρτησία της Volkswagen και για να λειτουργούμε με επιτυχία στις αγορές κεφαλαίου, πρέπει συνέχεια και με επιμονή, να ενισχύουμε την αξία της επιχείρησης. Μόνο ένα κατάλληλο²⁸ επίπεδο κερδοφορίας θα μας επιτρέψει να χρηματοδοτήσουμε τα μελλοντικά έργα μας και τις τεχνικές καινοτομίες μας μέσα από τις αγορές κεφαλαίου. Οι επενδύσεις και η καινοτομία είναι οι δύο βάσεις της συνεχούς ανάπτυξης της επιχείρησης». Η Διοίκηση της επιχείρησης ενστερνίζεται δηλαδή τα όσα έχουν αναφερθεί στην παρούσα μελέτη, όπου αναφέρθηκε στο κεφάλαιο 1 πως οι επιχειρήσεις πρέπει να πετυχαίνουν τόσο στις εμπορικές αγορές, όσο και στις αγορές κεφαλαίου.

²⁸ Εννοεί να ισχύει $ROIC > WACC$

Για το λόγο αυτό, η Διοίκηση της Volkswagen υιοθέτησε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία ως το κατάλληλο μέγεθος μέτρησης της απόδοσης για όλα τα επίπεδα της επιχείρησης: Εταιρικό (Corporate Performance), Επιχειρηματικής Μονάδας (Business Unit), Προϊόντων (Individual Products) και Μεμονωμένων Έργων (Projects).

Όπως αναφέρθηκε, για τη μέτρηση της απόδοσης, η εταιρία στηριζόταν έως το 1998 στους κλασσικούς δείκτες: του περιθωρίου κέρδους (profit margin), των πωλήσεων (sales) και στα κέρδη προ φόρων (profits before taxes). Αναγνωρίζεται όμως στο εγχειρίδιο της Volkswagen πως αν και η χρήση των δεικτών αυτών ήταν επιτυχής, δεν λάμβανε υπόψη τις απαιτήσεις των κεφαλαιαγορών δηλαδή των μετόχων.

Όμως, όπως αναγνωρίζει η Διοίκηση της επιχείρησης, η ικανοποίηση των αγορών για τα κεφάλαια με τα οποία προμηθεύουν την εταιρία είναι καθοριστική για την ανάπτυξη της. Χαρακτηριστικά, αναφέρεται πως: « . . . στοχεύουμε για τη μέγιστη δυνατή αύξηση της αξία του Ομίλου Μια τέτοια αύξηση στην αγοραία αξία διασφαλίζει τη συνέχεια και την ανεξαρτησία του Ομίλου σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Επίσης διασφαλίζει πως ο πλούτος των μετόχων θα αυξάνει και πως οι εργαζόμενοι θα διατηρήσουν τις εργασίες τους με αυξανόμενα εισοδήματα».

Βλέπουμε δηλαδή, την έμφαση που δίνει η ανώτατη Διοίκηση στο να καταστήσει σαφείς τους λόγους υιοθέτησης και της σημασίας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας. Πριν αρχίσει οποιαδήποτε περιγραφή τεχνικών όρων,

περνάει το μήνυμα πως για το καλό όλων, πρέπει τα οικονομικά αποτελέσματα να ικανοποιούν τις αγορές κεφαλαίου.

Στη συνέχεια, στο εγχειρίδιο Συστήματος Χρηματοοικονομικού Ελέγχου παρατίθενται τεχνικά θέματα, των οποίων τα κύρια σημεία είναι:

- Παράλληλα με την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία, υιοθετήθηκαν και οι αρχές των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων.
- Η αξία δημιουργείται όταν τα παραγόμενα κέρδη καλύπτουν το κόστος των κεφαλαίων (ίδια κεφάλαια και από δανεισμό) καθώς και τα υπόλοιπα λειτουργικά έξοδα.
- Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, προέρχεται από τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη (δηλαδή, τη (%) μεταβολή της τιμής της μετοχής στη διάρκεια του οικονομικού έτους).
- Το κεφάλαιο που έχει εισρεύσει στην επιχείρηση προέρχεται από τους δανειστές και τους μετόχους.
- Η αύξηση στην αξία του κεφαλαίου της επιχείρησης (και άρα $EVA > 0$) πραγματοποιείται όταν η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση (που είναι ίση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου).

- Οι παράγοντες που επηρεάζουν τη παραγωγή αξίας χωρίζονται σε δύο κατηγορίες: Λειτουργικοί (κέρδος, επενδυμένο κεφάλαιο) και Χρηματοοικονομικοί (δομή παθητικού, κόστος κεφαλαίου).
- Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το σταθμισμένο κόστος των δανειακών κεφαλαίων και των ιδίων κεφαλαίων. Επειδή το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αποτελεί δείκτη στρατηγικού επιπέδου, ο υπολογισμός του πραγματοποιείται για μακροπρόθεσμο ορίζοντα και δεν προσαρμόζεται συνέχεια στις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις των αγορών.
- Το κόστος ιδίων κεφαλαίων της Volkswagen υπολογίζεται σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model) και εκτιμάται σε 11,2%. Ο υπολογισμός του στηρίζεται σε επιτόκιο απαλλαγμένο κινδύνου ίσο με 5,5%, ασφάλιστρο κινδύνου (risk premium) έναντι του δείκτη DAX ίσο με 6,0% και συντελεστή βήτα (beta β) ίσο με 0,95.
- Το κόστος δανεισμού υπολογίζεται σε 4,6% και προέρχεται από το ονομαστικό επιτόκιο μακροπρόθεσμου δανεισμού 7,0% και τη φορολογική ωφέλεια -2,4% που προέρχεται από συντελεστή φορολογίας ίσο με 35%.
- Στον υπολογισμό των συντελεστών στάθμισης του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου λαμβάνεται η αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων και

η λογιστική αξία του δανεισμού. Δηλαδή, ως αγοραία αξία δανεισμού, λαμβάνεται η λογιστική αξία των κεφαλαίων που έχουν προέλθει από δανεισμό.

- Ο όμιλος της Volkswagen δραστηριοποιείται σε πολλά σημεία του πλανήτη. Έτσι, η απαιτούμενη ελάχιστη απόδοση των επενδύσεων εξαρτάται από την γεωγραφική περιοχή της επένδυσης (ενδεικτικά αναφέρεται ως κόστος το 13%).
- Για λειτουργικούς λόγους, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου διαχωρίζεται σε δύο συστατικά: το περιθώριο λειτουργικού κέρδους ($\text{operating profit margin} = \text{operating profit} / \text{sales}$) και της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού ($\text{assets turnover} = \text{sales} / \text{capital employed}$).
- Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου χρησιμοποιείται προϋπολογιστικά και απολογιστικά (συγκρινόμενη με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου), στη Μονάδα Αυτοκινήτων (Automotive Division), στις μεμονωμένες Επιχειρηματικές Μονάδες (Business Units), στις Γραμμές Προϊόντων (Product Lines) καθώς και σε επίπεδο προϊόντος (Product).
- Η δυνατότητα που δίνουν τα διεθνή λογιστικά πρότυπα για κεφαλαιοποίηση και απόσβεση του κόστους ανάπτυξης (development cost), επιτρέπει κατά τη Volkswagen την απευθείας χρήση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων για τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, δίχως τις προσαρμογές που απαιτούνταν για τη

χρήση στοιχείων από τις οικονομικές καταστάσεις που είχαν καταρτιστεί σύμφωνα με το Γερμανικό Λογιστικό Σύστημα.

- Για την απλοποίηση των υπολογισμών, χρησιμοποιείται φορολογικός συντελεστής 35% , ο οποίος ενσωματώνει τους διάφορους φορολογικούς συντελεστές στους οποίους υπάγονται οι διάφορες μονάδες του Ομίλου, τόσο εντός Γερμανίας όσο και διεθνώς.
- Στον υπολογισμό των επενδυμένων κεφαλαίων περιλαμβάνονται μόνο τα στοιχεία ενεργητικού που παράγουν λειτουργικά κέρδη, ενώ αφαιρούνται τα στοιχεία παθητικού που δεν είναι τοκογενή. Στο λειτουργικό κεφάλαιο περιλαμβάνονται επίσης και τα καθαρά κόστη ανάπτυξης.
- Η Volkswagen θεωρεί πως οι προβλέψεις πρέπει να θεωρούνται ως δανεισμός με κόστος μικρότερο του μακροπρόθεσμου δανεισμού. Όμως για λόγους απλοποίησης, δεν υπολογίζονται οι προβλέψεις στα δανειακά κεφάλαια ενώ και τα έξοδα τους (annual accrual of long-term provisions) περιλαμβάνονται στο λογαριασμό «other financial results» σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης.
- Το άθροισμα των προεξοφλημένων (με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου) οικονομικών προστιθέμενων αξιών που παράγονται σε κάποια χρονική περίοδο, αντιπροσωπεύει την αύξηση στην αξία της επιχείρησης κατά το ίδιο χρονικό διάστημα.

- Η προεξόφληση των οικονομικών προστιθέμενων αξιών δίνει ακριβώς την ίδια τιμή για την αξία, με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμιακών ροών. Οι μέθοδοι αυτοί χρησιμοποιούνται κυρίως για θέματα προϋπολογισμού επενδύσεων και προϊόντων (Στο εγχειρίδιο εμφανίζεται σχέδιο υπολογισμού της αναμενόμενης αξίας από ένα προϊόν, με προεξόφληση των αναμενόμενων οικονομικών προστιθέμενων αξιών).
- Η απαιτούμενη απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου όπως έχει καθορισθεί από τη διοίκηση, εφαρμόζεται οριζόντια και κάθετα σε όλο το φάσμα της επιχείρησης: Μάρκες (brands), γεωγραφικές περιοχές, στρατηγικές μονάδες (strategic units), γραμμές προϊόντων ή ακόμα και μεμονωμένα προϊόντα.
- Αναγνωρίζεται το πρόβλημα του επιμερισμού του έμμεσου κόστους, ιδιαίτερα όταν υπολογίζεται η οικονομική προστιθέμενη αξία σε επίπεδο οικογένειας προϊόντων και μάλιστα για προϋπολογισμό επενδύσεων.
- Στη περίπτωση λιγότερο σημαντικών αποφάσεων αναφορικά με τα προϊόντα²⁹, χρησιμοποιείται ο οριακός υπολογισμός (marginal calculation) της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, όπου το επιπλέον λειτουργικό κέρδος συγκρίνεται με το επιπλέον κόστος κεφαλαίου. Με τον τρόπο αυτό, αποφεύγονται αυθαιρεσίες στον επιμερισμό στα έμμεσα κόστη.

²⁹ Όπως επιπλέον χαρακτηριστικά, λειτουργίες κ.α.

- Η Volkswagen θεωρεί πως το Σύστημα Χρηματοοικονομικού Ελέγχου που χρησιμοποιεί, συνδυάζει (προϋπολογιστικά και απολογιστικά) άμεσα μεγέθη απόδοσης (EVA) με έμμεσα (ROIC και περιθώριο λειτουργικού κέρδους) τα οποία σε συνδυασμό με τα περιθώρια συνεισφοράς (contribution margins), αποτελούν ένα ολοκληρωμένο πληροφοριακό σύστημα για υποστήριξη αποφάσεων σε λειτουργικό και στρατηγικό επίπεδο.

8.2 COCA COLA ΤΡΙΑ ΕΨΙΛΟΝ (CCHBC)

Στην παράγραφο αυτή, πραγματοποιείται ο υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για την εταιρία Coca-Cola Τρία Έψιλον (CCHBC). Η CCHBC είναι μία από τις μεγαλύτερες εταιρίες εμφιάλωσης μη αλκοολούχων αναψυκτικών στην Ευρώπη, με δραστηριότητες που εκτείνονται σε 26 χώρες (με συνολικό πληθυσμό άνω των 500 εκατομμυρίων). Η εταιρεία, στη σημερινή της μορφή, δημιουργήθηκε τον Αύγουστο του 2000 μετά τη συγχώνευση της Ελληνικής Εταιρείας Εμφιαλώσεως Α.Ε., με έδρα την Αθήνα, και της Coca-Cola Beverages plc (CCB).

Οι κύριοι λόγοι για τους οποίους επιλέχθηκε η CCHBC είναι:

1. Πρόκειται για μια ιδιαίτερα σοβαρή επιχείρηση
2. Παρότι πρόκειται για πολυεθνική επιχείρηση, διατηρεί την «ελληνικότητά» της
3. Στα ετήσια δελτία της επιχείρησης, αναφέρονται οι συστατικές έννοιες της οικονομικής προστιθέμενης αξίας: Η απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων και

το κόστος κεφαλαίου. Έτσι, οι υπολογισμοί που θα πραγματοποιηθούν στην εργασία, θα μπορούν να συγκριθούν με τις τιμές που ανακοινώνει η CCHBC.

8.2.1 Υπολογισμός της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας

Αρχικά παρατίθενται οι οικονομικές καταστάσεις της Coca-Cola HBC.

8.2.1.1 Ισολογισμοί

	2003	2002	2001	2000
ASSETS				
Non Current Assets				
Intangible Assets	1.805,2	1.887,5	1.916,7	1.974,0
Property, Plant and Equipment	2.000,2	2.047,3	2.068,8	1.919,9
Investment in associates	10,7	9,3	10,1	8,5
Available-for-sale investments	9,2	9,8	0,0	0,0
Held-to-maturity investments	1,3	0,0	0,0	0,0
Deffered tax assets	0,5	0,2	1,6	1,0
Other non current assets	7,8	13,4	16,1	11,6
Total Non Current Assets	3.834,9	3.967,5	4.013,3	3.915,0
Current assets				
Inventories	298,9	316,9	286,3	256,6
Trade and other receivables	675,9	664,0	616,2	546,5
Current tax assets	12,8	11,5	9,3	12,9
Available-for-sale investments	6,4	0,0	0,0	0,0
Cash and cash equivalents	39,4	105,5	152,6	156,7
Total Non Current Assets	1.033,4	1.097,9	1.064,4	972,7
TOTAL ASSETS	4.868,3	5.065,4	5.077,7	4.887,7
EQUITY AND LIABILITIES				
Liabilities				
Short term borrowings	397,3	531,4	208,9	193,8
Trade and other liabilities	757,9	741,5	763,5	673,2
Current tax liabilities	82,3	72,3	53,0	57,2
<i>Total current liabilities</i>	<i>1.237,5</i>	<i>1.345,2</i>	<i>1.025,4</i>	<i>924,2</i>
Long term borrowings	1.325,4	979,3	1.204,9	1.124,9
Cross currency swap payables relating to borrowings	89,9	0,0	0,0	0,0
Deffered tax liabilities	121,2	112,5	109,1	116,8
Non-current provisions	96,4	87,5	82,7	76,5
Other non-current liabilities	8,6	8,3	6,5	5,9
<i>Total non-current liabilities</i>	<i>1.641,5</i>	<i>1.187,6</i>	<i>1.403,2</i>	<i>1.324,1</i>
Total Liabilities	2.879,0	2.532,8	2.428,6	2.248,3
Equity				
Share capital	118,5	73,4	71,0	69,5
Share premium	1.621,7	2.140,7	2.140,7	2.142,2
Shares held for equity compensation plan	-1,5	-1,2	-1,4	-1,7
Revaluation reserve	49,5	49,5	51,9	52,5
Exchange equalisation reserve	15,9	147,7	242,0	159,0
Other reserves	297,1	259,2	232,3	218,6
Accumulated deficit	-192,3	-226,3	-198,5	-138,7
Total shareholders' equity	1.908,9	2.443,0	2.538,0	2.501,4
Minority interests	80,4	89,6	111,1	138,0
Total equity	1.989,3	2.532,6	2.649,1	2.639,4
TOTAL EQUITY AND LIABILITIES	4.868,3	5.065,4	5.077,7	4.887,7

8.2.1.2 Αποτελέσματα χρήσης

	2003	2002	2001
Net Sales revenues	4.063,7	3.880,8	3.511,2
Cost of goods sold	-2.469,3	-2.390,8	-2.144,0
Gross profit	1.594,4	1.490,0	1.367,2
Selling expenses	-574,1	-535,4	
Delivery expenses	-329,4	-313,0	-1.131,6
Administrative expenses	-305,7	-339,3	
Amortization of intangible assets	-112,8	-110,5	-110,5
Adjustments of intangible assets	-14,8	-6,0	0,0
Total operating expenses	-1.336,8	-1.304,2	-1.242,1
Operating profit	257,6	185,8	125,1
Finance costs	-48,4	-60,2	-66,2
Unrealised gain on available-for-sale investments	1,2	0,0	0,0
Share of results of associates	1,6	1,9	2,7
Profit before taxation	212,0	127,5	61,6
Taxation	-82,8	-73,0	-44,5
Profit after taxation	129,2	54,5	17,1
Minority interests	-14,2	-19,2	-15,5
Net profit	115,0	35,3	1,6

8.2.1.3 Υπολογισμός καθαρού λειτουργικού κέρδους μετά φόρων

Αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.8 πως τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (net operating profit after taxes ή για συντομία NOPAT), είναι τα μετά φόρων λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης αφού όμως οι φόροι έχουν προηγουμένως μετατραπεί σε ταμιακή βάση και πως η γενική σχέση με την οποία υπολογίζεται, είναι:

$$\text{NOPAT} = \text{EBITA} - \text{Taxes on EBITA} \pm \text{Deferred Taxes}$$

Όπου EBITA είναι τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων άυλων παγίων

Έτσι για την Coca-Cola HBC ισχύει πως:

Net Operating Profit After Taxes			
	2003	2002	2001
Earnings before Interest and Taxes	257,6	185,8	125,1
Amortization	112,8	110,5	110,5
EBIT plus added amortization	370,4	296,3	235,6
Effective tax rate	24,0%	30,0%	26,0%
Tax	-88,9	-88,9	-61,3
Cash adjustment due to accrued taxes	8,4	4,8	-8,3
NOPAT	290,1	212,5	166,3

Οι συντελεστές φορολόγησης έχουν ληφθεί από τα ετήσια δελτία³⁰ (annual reports) της Coca-Cola HBC και πιο αναλυτικά, από τις σελίδες 16, 23 και 25 των ετήσιων δελτίων για τα έτη 2001, 2002 και 2003 αντίστοιχα.

³⁰ Τα ετήσια δελτία στην αγγλική γλώσσα

Η γραμμή που αναφέρει «Cash adjustments due to accrued taxes» μετατρέπει (σύμφωνα με τα αναφερόμενα στην παράγραφο 5.8), το λογιστικό ποσό των φόρων, σε πραγματική ταμιακή εκροή. Η μετατροπή πραγματοποιείται λαμβάνοντας υπόψη τους λογαριασμούς Deferred tax liabilities και Deferred tax assets. Πιο αναλυτικά και για την περίοδο 2002-2003, ο λογαριασμός Deferred tax liabilities αυξήθηκε από € 112,5 εκατ. σε € 121,2 εκατ. , δηλαδή δεν πραγματοποιήθηκαν ταμιακές εκροές ύψους € 8,7 εκατ. . Παράλληλα, ο λογαριασμός Deferred tax assets αυξήθηκε από € 0,2 εκατ. σε € 0,5 εκατ. , δηλαδή πραγματοποιήθηκαν ταμιακές εκροές ύψους € 0,3 εκατ. Έτσι, η ταμιακή τροποποίηση επί του λογιστικού φόρου στα αποτελέσματα χρήσης, ισούται με:

"Cash adjustment due to accrued taxes" analysis

	2003	2002	2001
(2) Increase in deferred tax assets	0,3	-1,4	0,6
(3) Increase in deferred tax liabilities	8,7	3,4	-7,7
Cash adjustment due to accrued taxes (3) - (2)	8,4	4,8	-8,3

8.2.1.4 Υπολογισμός λειτουργικού ενεργητικού

Αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.5 πως ισχύει:

Assets
- Non - Interest bearing current liabilities
Total Investors Funds
- Non operating assets
Operating Invested Capital

Έτσι για την Coca-Cola Τρία Έψιλον (CCHBC), προκύπτει πως:

Invested (operating) capital				
	2003	2002	2001	2000
Equity & liabilities	4.868,3	5.065,4	5.077,7	4.887,7
<i>minus:</i>				
Trade and other liabilities	757,9	741,5	763,5	673,2
Current tax liabilities	82,3	72,3	53	57,2
Total investors funds	4.028,1	4.251,6	4.261,2	4.157,3
<i>minus non-operating capital:</i>				
Investment in associates	10,7	9,3	10,1	8,5
Available-for-sale investments	15,6	9,8	0	0
Operating capital	4.001,8	4.232,5	4.251,1	4.148,8

Υπενθυμίζεται πως ο καθορισμός ενός παγίου στοιχείου ενεργητικού ως λειτουργικό ή όχι, στηρίζεται στην αρχή της συνέπειας (βλέπε παράγραφο 3.1.3)

μεταξύ των στοιχείων του ενεργητικού και των στοιχείων των λειτουργικών κερδών της επιχείρησης.

8.2.1.5 Υπολογισμός της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου

Αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.6 πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (return on invested capital ή για συντομία ROIC), ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (operating capital).

Έτσι, προκύπτει ο ακόλουθος πίνακας:

Return on invested capital				
	2003	2002	2001	2000
Net operating profit after taxes	290,1	212,5	166,3	0,0
Invested (operating) capital	4.001,8	4.232,5	4.251,1	4.148,8
Average invested capital	4.117,2	4.241,8	4.200,0	2.074,4
ROIC	7,05%	5,01%	3,96%	

Στη σελίδα 1 του ετήσιου δελτίου της Coca-Cola HBC για το 2003, αναφέρεται στον πίνακα “Κύρια Οικονομικά Στοιχεία” πως η Απόδοση των Επενδυμένων Κεφαλαίων (ROIC) για τα έτη 2003 και 2002, είναι 7,0% και 5,1% αντίστοιχα.

Η ταύτιση στους υπολογισμούς δείχνει κάτι ιδιαίτερα σημαντικό. Οι οικονομικές υπηρεσίες μιας πολύ μεγάλης επιχείρησης, όπως είναι η Coca-Cola HBC, δεν

χρησιμοποιούν ιδιαίτερα τις προσαρμογές των λογιστικών καταστάσεων αλλά στηρίζονται στην ορθότητα και τη φιλοσοφία των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης. Το σημαντικό συμπέρασμα είναι, πως οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν εξελιγμένα λογιστικά συστήματα (US GAAP, IFRS), αποφεύγουν τις χρονοβόρες και περίπλοκες τροποποιήσεις των λογιστικών καταστάσεων τους για σκοπούς διοικητικής πληροφόρησης (όπως στην περίπτωση υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας).

Επιβεβαιώνονται δηλαδή τα αναφερθέντα στην παράγραφο 5.12.3.6 :

«Επίσης, ένας δείκτης απόδοσης (όπως είναι και η οικονομική προστιθέμενη αξία) θα πρέπει να είναι ευκολονόητος και αποδεκτός από όσους αξιολογηθούν με βάση το δείκτη αυτό. Όσο περισσότερες λογιστικές τροποποιήσεις πραγματοποιηθούν τόσο περισσότερες είναι και οι πιθανότητες να υπάρξουν αντιδράσεις (είτε επειδή δεν κατανοούν τις αλλαγές, είτε σαν πρόσχημα) από όσους αξιολογηθούν με βάση το δείκτη αυτό. Αρκετές προσαρμογές, όπως η κεφαλαιοποίηση του λειτουργικού leasing, οδηγούν σε περίπλοκους ανασχηματισμούς των λογιστικών καταστάσεων με κίνδυνο λάθους αλλά και με διαχειριστικό κόστος συντήρησης.»

Μόνο διατηρώντας την απλότητα της (δίχως όμως να απομακρύνεται η αναγκαία για διοικητικούς σκοπούς ακρίβεια μέτρησης), μπορεί η οικονομική προστιθέμενη αξία να γίνει πραγματικό εργαλείο διοικητικής πληροφόρησης και να μην προκαλεί άγχος και σύγχυση σε όλους όσους κληθούν να τη χρησιμοποιήσουν.

8.2.1.6 Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Αναφέρθηκε στην παράγραφο 5.1 πως η οικονομική προστιθέμενη αξία υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και πως η σχέση υπολογισμού της, είναι:

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

Όπου *operating capital* είναι το λειτουργικό επενδυμένο κεφάλαιο της επιχείρησης, *ROIC* είναι η απόδοση στο επενδυμένο κεφάλαιο, ενώ το *WACC* είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Κατά συνέπεια, εφαρμόζοντας τα προηγούμενα για την Coca-Cola HBC, προκύπτει ο ακόλουθος πίνακας:

Economic value added calculation			
	2003	2002	2001
Invested (operating) capital	4.001,8	4.232,5	4.251,1
Average invested capital	4.117,2	4.241,8	4.200,0
ROIC	7,05%	5,01%	3,96%
WACC	9,25%	9,75%	9,75%
EVA	-90,69	-201,07	-243,19

Οι πηγές για το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης για είναι:

- α) Η σελίδα 27 της παρουσίασης που πραγματοποίησε η επιχείρηση για το US roadshow (27 Σεπτεμβρίου – 01 Οκτωβρίου, 2004), όπου αναφέρεται αυτολεξεί: “Projected WACC 9.0% - 9.5%”

- β) Η Υπεύθυνη Επικοινωνίας του Τμήματος Ενημέρωσης Επενδυτών της Coca-Cola HBC (κα. Θάλεια Χαντζιάρα), η οποία σε τηλεφωνική επικοινωνία, προσδιόρισε το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης σε 9.0% - 9.5%.
- γ) Παράλληλα, στη σελίδα 23 του ετήσιου δελτίου της Coca-Cola HBC για το 2003, αναφέρεται πως το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μειώθηκε από το 2002 στο 2003 κατά 50 μονάδες βάσης. Έτσι για το έτος 2002, προσδιόρισα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου σε: $9,25\% + 0,5\% = 9,75\%$. Για το 2001, διατήρησα το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου στο ύψος του 2002.

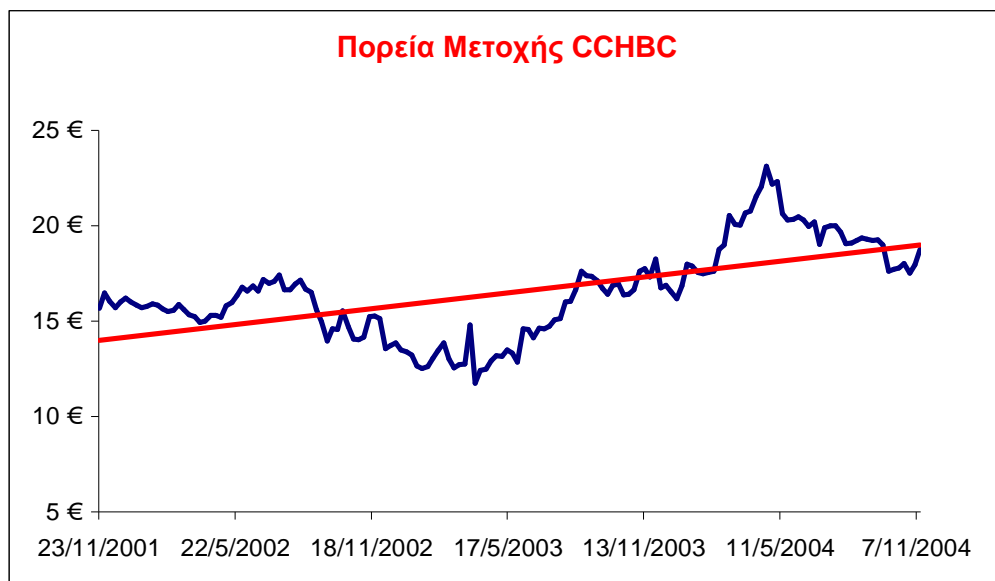
8.2.2 Σχολιασμός αποτελέσματος

Από τον πίνακα της παραγράφου 8.2.1.6 παρατηρείται πως η Coca-Cola HBC έχασε σε αξία €90,69 εκατ., €201,07 εκατ. και €243,19 εκατ. κατά τα έτη 2003, 2002 και 2001 αντίστοιχα. Αν οι προοπτικές για την πορεία της επιχείρησης παρέμεναν σταθερές στην περίοδο 2001-2003, τότε θα έπρεπε η τιμή της μετοχής να υποχωρούσε ώστε να μειωθεί η κεφαλαιοποίηση της εταιρίας κατά τα ποσά της οικονομικής προστιθέμενης (στην περίπτωση: αφαιρούμενης) αξίας που αντιστοιχεί στους μετόχους.

Όμως, σύμφωνα με τη θεωρία της αποτίμησης των επιχειρήσεων (τόσο με τη προεξόφληση των ταμιακών ροών όσο και με τη προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας), εκτός από την παρούσα οικονομική επίδοση της επι-

χείρησης, η αποτίμηση εξαρτάται καθοριστικά από τις αναμενόμενες επιδόσεις³¹ της επιχείρησης.

Στο παρακάτω γράφημα, παρουσιάζεται η πορεία της μετοχής στο ΧΑΑ στην περίοδο 2001-2004. Η μετοχή της επιχείρησης παρουσιάζει διακυμάνσεις, όμως η μέση τιμή της για το διάστημα 2001-2003 παραμένει σχετικά σταθερή, με μία ελαφρά τάση ανόδου.



Το γεγονός αυτό δείχνει, πως η αγορά θεωρεί πως οι προοπτικές της επιχείρησης είναι καλές και αναμένονται θετικές ταμιακές ροές και θετική προστιθέμενη οικονομική αξία στα επόμενα χρόνια. Βέβαια, αν συνεχισθεί η παραγωγή αρνητικής οικονομικής αξίας, αναπόφευκτα, η τιμή της μετοχής θα μειωθεί.

³¹ Αναμενόμενο κόστος κεφαλαίου, αναμενόμενο ROIC και αναμενόμενος ρυθμούς αύξησης στις ταμιακές ροές (ή την οικονομική προστιθέμενη αξία)

9 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

9.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η διοίκηση με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης έχει σχεδόν παγιωθεί σε ολόκληρο τον κόσμο που λειτουργεί -σε μεγαλύτερο ή μικρότερο βαθμό-, με βάση τους κανόνες της ελεύθερης οικονομίας (κεφάλαιο 1 της εργασίας).

Για την αξία της επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιηθούν κλασσικές λογιστικές μέθοδοι (κεφάλαιο 2 της εργασίας), αλλά η διοίκηση με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης απαιτεί ο υπολογισμός να πραγματοποιείται με οικονομικές μεθόδους (κεφάλαιο 3 της εργασίας): την προεξόφληση των ταμιακών ροών και την προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Οι δύο αυτές μέθοδοι οδηγούν σε ίδια αποτελέσματα.

Συμφασμένη απόλυτα με την άσκηση διοίκησης είναι και η χρήση κατάλληλων δεικτών (κεφάλαιο 4 της εργασίας), με τη βοήθεια των οποίων ελέγχεται η αποτελεσματικότητα της διοίκησης. Στην περίπτωση της διοίκησης με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, ο πλέον ενδεδειγμένος δείκτης είναι η οικονομική προστιθέμενη αξία (κεφάλαιο 5 της εργασίας). Η οικονομική προστιθέμενη αξία δεν επηρεάζεται από τις διαθέσεις της αγοράς, είναι λιγότερο χειραγωγίσιμη από τα ταμιακές ροές ενώ μπορεί να υπολογισθεί για κάθε

οντότητα της επιχείρησης. Παράλληλα εμφανίζει και την ιδιότητα της προσθετικότητας όπως και η καθαρή παρούσα αξία.

Όμως, έχουν διατυπωθεί ενστάσεις σχετικά με τη χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, που βασικά σχετίζονται με το φόβο υποεπένδυσης και το πρόβλημα των συνεργιών και επιμερισμού του έμμεσου κόστους. Οι προβληματισμοί αυτοί είναι βάσιμοι αλλά μπορούν να αρθούν με κατάλληλες τεχνικές, οι οποίες και παρουσιάζονται στο κεφάλαιο 6 της παρούσας εργασίας.

Για να υπάρχει όμως και μια σχετική βεβαιότητα στα στελέχη των επιχειρήσεων στο πως πρέπει να ασκείται η διοίκηση με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης, η εταιρία συμβούλων McKinsey προτείνει ένα περίγραμμα ενεργειών, το οποίο και περιγράφεται στο κεφάλαιο 7.

Τέλος, για να παρουσιασθεί με ενάργεια η τεχνική υλοποίησης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας από την επιχειρηματική κοινότητα, στο κεφάλαιο 8, παρουσιάζεται το σύστημα χρηματοοικονομικού ελέγχου της Volkswagen και υπολογίζεται η οικονομική προστιθέμενη αξία για την Coca-Cola Τρία Έψιλον (CCHBC).

9.2 ΘΕΜΑΤΑ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

Ο Τομέας της αξίας των επιχειρήσεων αποτελεί έναν χώρο που προσφέρει ένα ευρύτατο ορίζοντα για έρευνα. Ιδιαίτερα στην ελληνική πραγματικότητα, στην

οποία η βιβλιογραφία ή τα σχετικά άρθρα είναι από ανύπαρκτα έως περιορισμένα. Προτεινόμενα θέματα για περαιτέρω έρευνα είναι:

9.2.1 Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για κλάδους της ελληνικής οικονομίας.

Στα κατά καιρούς δημοσιευμένα άρθρα σχετικά με τις επιδόσεις των ελληνικών επιχειρήσεων (και δη των εισηγμένων στο Χ.Α.Α.), αναφέρονται όλοι οι κλαστικοί δείκτες της χρηματοοικονομικής (όπως απόδοση ιδίων κεφαλαίων) και συγκρίνονται με τους αντίστοιχους δείκτες επιχειρήσεων του εξωτερικού.

Όμως, η προσέγγιση αυτή δεν λαμβάνει υπόψη τον διαφορετικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν οι επενδυτές όταν τοποθετούνται σε διαφορετικές χώρες. Αντίθετα, η εκτίμηση της επίδοσης των ελληνικών επιχειρήσεων με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία, η οποία λαμβάνει υπόψη και το κόστος ιδίων κεφαλαίων (και συνεπώς τον διαφορετικό κίνδυνο της κάθε επένδυσης), αποτελεί πραγματικά μια συγκρίσιμη προσέγγιση.

9.2.2 Επίδραση των ομάδων της οικονομίας (κατά Michael Porter) στην συνολική οικονομική προστιθέμενη αξία.

Ο καθηγητής του Harvard, Porter Michael αναφέρεται εκτενώς στο έργο του (Porter M., 1998) στην επίδραση των ομάδων (clusters) στη βελτίωση της

παραγωγικότητας (productivity) στην οικονομία. Ο Porter θεωρεί εξαιρετικά σημαντική την ύπαρξη τέτοιων «διακλαδικών» ομάδων για τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας.

Αποτελεί ενδιαφέρον επιχείρημα, να υπολογισθεί σε βάθος χρόνου, η συνολική οικονομική προστιθέμενη αξία των επιχειρήσεων που συμμετέχουν σε μία ομάδα της οικονομίας και να συγκριθεί με την οικονομική προστιθέμενη αξία επιχειρήσεων που δεν ανήκουν σε ομάδες.

9.2.3 Εκτίμηση του αν μια επιχείρηση ή συνολικά το Χ.Α.Α. είναι υπερεκτιμημένο.

Στηριζόμενοι στις οικονομικές μεθόδους εκτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων³² (προεξόφληση ελεύθερων ταμιακών ροών, προεξόφληση οικονομικής προστιθέμενης αξίας) και χρησιμοποιώντας τις σχέσεις υπολογισμού της αξίας που για την μέθοδο προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών είναι η:

$$V_{oc} = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_{ter}}{(1+WACC)^k}$$

όπου

$$V_{ter} = \frac{FCF_k \cdot (1+g)}{(WACC - g)}$$

³² Βλέπε στις παραγράφους 3.1 και 3.2 αντίστοιχα, για αναλυτική περιγραφή.

μπορούμε να υπολογίσουμε σε ποιο αναμενόμενο ρυθμό αύξησης (g) αντιστοιχεί η τρέχουσα τιμή της μετοχής (ή του δείκτη, στην περίπτωση του Χ.Α.Α.). Έτσι αν για παράδειγμα, η τιμή της μετοχής αντιστοιχεί σε αναμενόμενο ρυθμό αύξησης (g) μεγαλύτερο του αναμενόμενου ρυθμού αύξησης του Α.Ε.Π. , η μετοχή (ή το Χ.Α.Α.) μπορεί να χαρακτηριστεί ως υπερτιμημένη.

9.2.4 Υπολογισμός «σημείου κορεσμού» αγορών κεφαλαίου

Σε συνδυασμό με τα ευρήματα του θέματος 9.2.1 , τίθεται το ακόλουθο ζήτημα: Έστω πως δύο οικονομίες έχουν διαφορετικό βαθμό κινδύνου. Αν το σύνολο των επιχειρήσεων εμφανίζουν ακριβώς τα ίδια λογιστικά χαρακτηριστικά επίδοσης (όπως για παράδειγμα, ίδια απόδοση επενδυμένων κεφαλαίων³³), ο λογικός επενδυτής θα πρέπει να επενδύσει στη χώρα με μικρότερο κίνδυνο.

Εδώ προκύπτει το ακόλουθο ερώτημα: Η συνεχής τοποθέτηση κεφαλαίων στη χώρα μικρότερου κινδύνου θα οδηγήσει σε συνεχή μείωση του κόστους ευκαιρίας στη χώρα αυτή. Σε ποιο σημείο θα επέλθει κορεσμός, όπου το κόστος ευκαιρίας θα εξισωθεί με την απόδοση ομολόγων;

³³ Για αναλυτική παρουσίαση, βλέπε την παράγραφο 5.6

9.2.5 Πολλαπλασιαστικά φαινόμενα επενδύσεων: «τοπικοί ή ξένοι επενδυτές».

Όταν έρχεται η στιγμή να εκτιμηθεί μια επένδυση, ο στενός περιορισμός στα πλαίσια της επιχείρησης, ίσως να είναι λανθασμένος.

Όταν ένας «τοπικός» επενδυτής επενδύει σε μια επιχείρηση του «τόπου» του, ακόμα και όταν η απόδοση που επιτυγχάνει η επιχείρηση μετρημένη με την οικονομική προστιθέμενη αξία, είναι χαμηλότερη σε σχέση με άλλες αγορές, πρέπει να εξετασθεί το κατά πόσο είναι βέβαιο πως ο επενδυτής δεν ωφελείται.

Στην προσέγγιση αυτή, δεν έχει υπολογισθεί η πολλαπλασιαστική επίδραση της επένδυσης του στην οικονομία αλλά ούτε και η θεωρία του Porter για την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας (diamond of national advantage , economic clusters). Μήπως οι επενδυτές πρέπει να διαχωριστούν σε «τοπικούς» και «ξένους»; Οι τοπικοί δεν απολαμβάνουν αποκλειστικά τα στενά οφέλη από την επένδυση σε μια επιχείρηση αλλά τα πολλαπλασιαστικά οφέλη της επένδυσής τους. Με τη μελέτη αυτή, ίσως βρεθεί ένα θεωρητικό πλαίσιο που να οδηγεί σε περιορισμό το φαινόμενο της αποεπένδυσης που έχει πάρει σημαντικές διαστάσεις στη Δύση.

10 Ερευτήριο

activity based costing	117
asset turnover.....	83, 121
balanced Scorecard.....	114
benchmarking.....	129
due diligence	140
Dupont.....	82
EVA	See economic value added
excess return.....	69
intrinsic value.....	24, 62
leveraged buyout.....	130
net income	23, 73, 74, 83, 94
operating assets	61, 84
operating cash flow.....	37
operating income	84
operating leasing	105
overhead allocation	112
payback period	115
residual income	73
return on equity.....	83
ROIC	71, 72, 74, 77, 78, 81, 94, 97, 118, 121, 162, <i>βλέπε και απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου</i>
sinking fund amortization.....	103, 104
spin-off.....	130

transfer prices.....	112
turnaround	123
valuation	23
value driver	137
ανάλυση ευαισθησίας	128
απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου	43, 72, 77, 78, 82, 94, 121
ελεύθερες ταμιακές ροές.....	24, 33, 36, 41, 79
εσωτερική συνέπεια.....	36
καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων	91, 92
κέρδη ανά μετοχή	65
κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού	83
λειτουργικά κέρδη	36, 37, 38, 82, 84, 91, 94, 95, 157
λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις.....	86
λειτουργική χρηματοδοτική μίσθωση	105
λειτουργικό ενεργητικό.....	36
λειτουργικό περιθώριο κέρδους	83
μέθοδος προεξόφλησης ταμιακών ροών	33
μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.....	33, 35, 39, 57, 61, 72, 96, 119, 122
μη λειτουργικά κέρδη	37
μοχλευμένη εξαγορά.....	130, 131
μόχλευση	83, 84, 94, 122
οικονομική προστιθέμενη αξία .	44, 71, 72, 73, 74, 77, 79, 80, 116, 118, 120, 121
ρευστοποίηση.....	130
συγχωνεύσεις και εξαγορές	18, 45, 139

υπερβάλλουσα απόδοση.....	70
υπολειμματικό κέρδος	73

11 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

1. Αρτίκης Γεώργιος: «Χρηματοοικονομική Διοίκηση -Αποφάσεις Επενδύσεων», Interbooks (2002)
2. Σακέλλης Εμμανουήλ., Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεων-Συγχωνεύσεις & Μετατροπές Εταιριών, 1991

Ξένα

1. Barker Richard: «Determining Value: Valuation Models and Financial Statements», FT Prentice Hall (2001)
2. Brealey R., Myers S.: «Principles of Corporate Finance», McGraw-Hill (2000)
3. Brigham F. Eugene: «Fundamentals of Financial Management», Thomson Learning (2001)
4. Copeland Tom, Koller Tim, Murrin Jack: «Valuation - Measuring and Managing the Value of Companies», John Wiley & Sons (2000)
5. Damodaran Aswath: Investment Valuation: «Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», University Edition, John Wiley & Sons Inc (2002)
6. Grant M. Robert: «Contemporary Strategy Analysis: Concepts, Techniques, Applications», Blackwell Publishers (2002)

7. Kaplan S. Robert, Norton P. David: «The Balanced Scorecard: Translating Strategy into Action», Harvard Business School Publishing (1996)
8. Porter E. Michael: «Competitive Advantage of Nations», Palgrave Macmillan (1998)
9. Young S. David, O'Byrne F. Stephen.: «EVA and Value Based Management», McGraw-Hill Education (2000)

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ: Σύστημα Χρηματοοικονομικού Ελέγχου
του Ομίλου Volkswagen**

VOLKSWAGEN AG

**Financial Control System of the
Volkswagen Group**

Second Edition

Financial Control System of the Volkswagen Group

Preface	3
1. Introduction.....	4
2. Value-based management.....	5
2.1. Importance of Economic Value Added (EVA®) in corporate management.....	6
2.2. Market-based cost of capital as the required rate of return	10
2.2.1. Including the capital-market-based risk premium in the required rate of return	10
2.2.2. Including regional risks in the required rate of return	12
2.3. Operating profit margin, return on investment, and required rate of return	16
2.4. Components of the Economic Value Added (EVA®)	20
2.4.1. Operating profit	20
2.4.2. Taxes.....	20
2.4.3. Invested capital	20
2.4.4. Opportunity cost of capital	22
2.5. Economic Value Added (EVA®): operating profit after taxes and opportunity cost of capital	24
3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control.....	27
3.1. Financial control for business units.....	29
3.2. Product line criteria.....	31
3.3. Investment criteria.....	35
4. Key financial control variables of the VW Group – Summary	36
Glossary	38

EVA® is a registered trademark of Stern Stewart & Co.

Preface

Dear Reader,

Volkswagen is a global company operating in local markets for individual customers. That is the guiding principle to which we adhere with our products and services in the markets throughout the world in the competition to win and retain customers. It is the way in which we safeguard the success of the company and thus the future livelihoods of its employees.

In order to preserve the independence of Volkswagen and to achieve success in the capital markets, we must continually and persistently enhance the value of our business. Only an appropriate level of earning power will enable us also to finance future projects as well as our technical innovations by way of the capital markets. Capital investment and innovation are the twin pillars of the company's ongoing development.

Consequently, the financial control system is focussed on increasing the value of the business. To that end, we have defined a control variable, the Economic Value Added (EVA[®]), which is aligned to the opportunity cost of capital and which enables us to measure the success of the Group as a whole and its constituent business units, as well as that of our individual products and projects.

In 2001 the Volkswagen Group restructured its accounting systems in line with International Accounting Standards (IAS). The associated period-specific presentation of the company's economic position means that the previous normalisation of operating profit and invested capital in line with accounting and valuation requirements pursuant to German commercial law (HGB) is no longer necessary. The present revised Second Edition is now based entirely on accounting to IAS.

Dr. B. Pischetsrieder
Wolfsburg, October 2003

H. D. Pötsch

1. Introduction

The financial control system of the Volkswagen Group is based on an integrated system of financial ratios. Up to the end of the 1990s **profit margin** with the target variables of **sales** and **profit before taxes** was the focus of operating control. This system of financial ratios for the Group's financial control has been successful. It contains meaningful benchmark variables for external comparisons and it is easy to communicate. These three key financial variables, however, do not provide any information on the extent to which the capital employed in the company is earning a reasonable rate of return - viewed from the financial market and the investors' perspectives. Likewise all business units and product lines of the Group have to be measured by whether, and the extent to which, they generate a reasonable rate of return on the capital employed.

With the development and introduction of our value-based financial control concept, beginning in 1998, we therefore focus more on a capital market-oriented **required rate of return** on the capital employed in our key financial analysis. Over and above this required rate of return we will aim for the **highest possible increase in the market value** of the Group and of its constituent parts. All this is ultimately in the interests of all stakeholders. Such an increase in the market value ensures the continuation and independence of the Group in the long run. It also ensures that shareholder value will increase and employees will retain their jobs and will have rising incomes.

Since the fundamental implementation of the financial control system, the Group's accounting system has undergone a number of methodological adjustments in line with the switch to IAS accounting standards. The tried and proven system of value-based management has been retained, however. Volkswagen's value-based management concept is outlined on the following pages. Information relating to the respective financial years can be found in the Volkswagen AG Annual Report.

2. Value-based management

The group profit determines the development of the value of the group

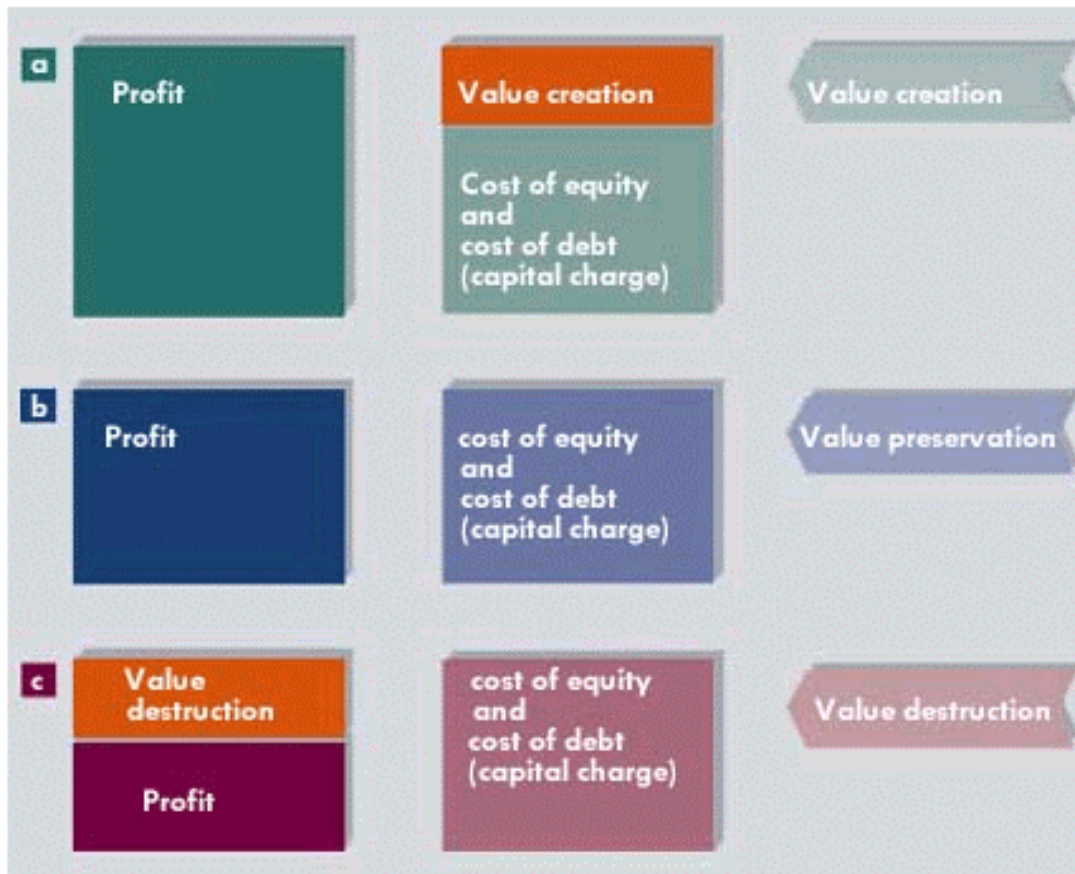


Figure 1

2.1. Importance of Economic Value Added (EVA®) in corporate management

Development in the value of capital employed and/or any Economic Value Added (EVA®) that arises therefrom is based on a comparison of profit against capital charge (Figure 1):

a

If a profit is generated that exceeds the cost of debt and equity, as well as covering all other expenses, value is created;

b

If only the opportunity cost of capital is generated, the value is merely preserved;

c

If less than the opportunity cost of capital is generated, value is destroyed.

The **opportunity cost of capital** that needs to be generated is the result of the required rate of return that the investors expect and of the relative proportions of **shareholders'** equity and debt.

From the perspective of the **shareholders** it is the return on equity derived from dividends and share price increases that is important. The value of a firm – and therefore the value of their equity investment – is the market value of equity, i.e. the market value of all shares outstanding.

From the perspective of the **debtholders** it is the return on their investment – i.e., the debt invested in the Group - that is important. In this context, the book value and market value of debt are assumed to be equal.

Shareholders' equity and debt form the Group's capital. This capital employed has to earn the required rate of return. The total capital has to generate a return based on its market value, as the investors expect a return on the market value of their investments. Therefore, the Group's objective is to achieve at least the required rate of return that reflects the specific investment risk of the equity and debt investors. If this market-based **required rate of return** is related to the capital employed then this provides the opportunity cost of capital that has to be generated.

2. Value-based management

The cost of capital determines the required rate of return

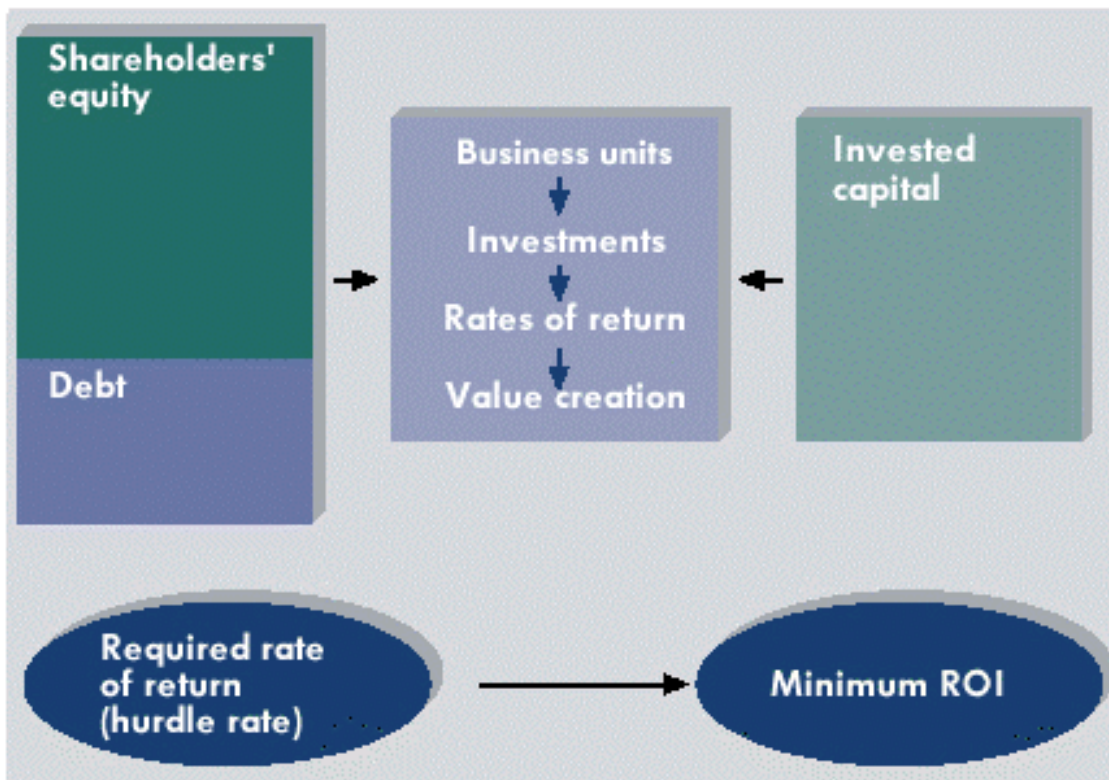


Figure 2

2.1. Importance of Economic Value Added (EVA®) in corporate management

The opportunity cost of capital thereby generated as a percentage of the invested capital produces the minimum ROI (Return on Investment) (Figure 2).

An increase in the value of the invested capital and/or any EVA® achieved occurs if the realised ROI exceeds the minimum ROI (the required rate of return).

Consequently, the EVA®, or **value contribution**, can be determined **in two ways**:

$\text{EVA}^{\circledR} = \text{Profit} - \text{Opportunity cost of capital}$ <p>or</p> $\text{EVA}^{\circledR} = (\text{ROI} - \text{Required rate of return}) \times \text{Invested capital}$

Factors that influence the development of value are thus:

- Operating: Profit, invested capital
- Financial: Capital structure and cost of capital

Starting from these basic influencing factors, the specific value drivers for the strategic and operational management of the Group have to be derived.

2. Value-based management

The capital market determines the cost of capital

Shareholders' equity	Return claim of shareholders	Risk free interest rate	5.5%
		Market risk premium German stock market index (DAX)	6.0%
		VW-specific risk premium (Beta factor 0.95)	-0.3%
		Cost of equity after taxes	11.2%
Debt	Return claim of debt holders	Interest rate on debt	7.0%
		Tax advantage of debt (flat rate of 35%)	-2.4%
		Cost of debt after taxes	4.6%

Figure 3

2.2. Market-based cost of capital as the required rate of return

2.2.1. Including the capital-market-based risk premium in the required rate of return

The cost of capital is the weighted average of the cost of debt and the cost of shareholders' equity. This **Weighted Average Cost of Capital (WACC)** of the Group serves as a **general performance target**. It is important that the long-term expected weighted average cost of capital is applied. Thus, it is not intended to adjust continuously the cost of capital to short-term fluctuations in the financial markets (Figure 3).

The **cost of debt** is calculated as the average interest rate for long-term debt. Because interest payments on debt are tax-deductible, the cost of debt is included on an after-tax basis.

The **cost of equity** is calculated by applying the Capital Asset Pricing Model (CAPM). The starting point in the model is the risk free interest rate, because the shareholders could invest their funds risk-free in fixed income securities. The investor will engage in more risky investments only if he is rewarded for the higher risk by a higher rate of return.

This higher risk is included in the model by two factors:

- a market risk premium that reflects the general risk of investing in the stock market. The stock market is usually proxied by a market index, e.g. the DAX and
- a VW-specific risk premium that reflects the risk of the Group relative to the stock market and is determined by the so-called Beta factor.

The Beta represents the so-called systematic risk of the VW stock. It is determined by the fluctuations of VW's stock returns relative to the stock market returns as measured by a market index, e.g. the DAX. Thus, this factor expresses the risk that the investor takes when making an equity investment in Volkswagen relative to the market. A Beta of 0.95 has been applied.

Because interest rates and the risk premium of the stock market fluctuate in the short and medium term, but performance targets for long-term corporate management cannot be a constantly changing variable, the cost of equity for VW is defined as 11.2%. The cost of equity is an after-corporate-tax rate.

2. Value-based management

The capital structure influences the required rate of return

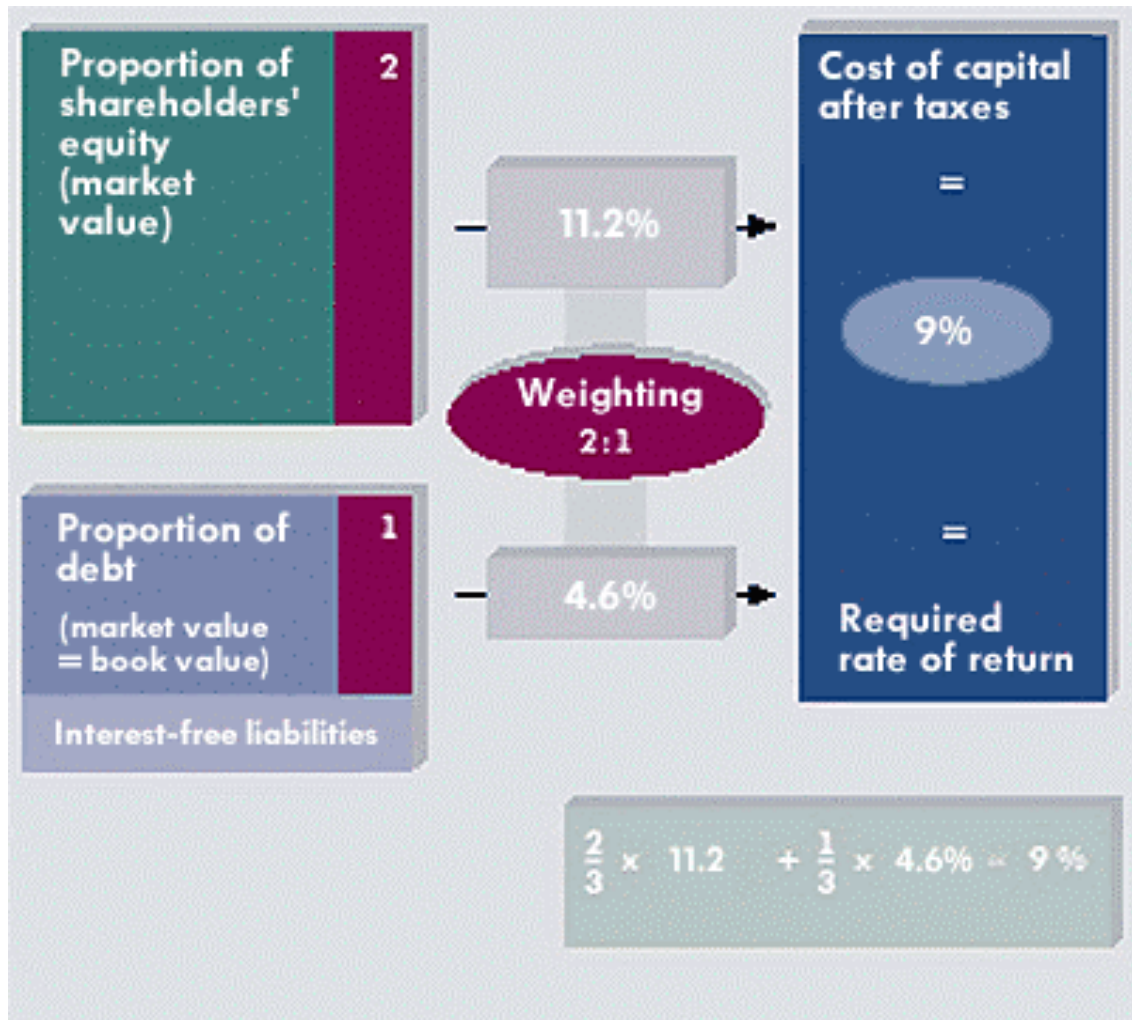


Figure 4

2.2. Market-based cost of capital as the required rate of return

The cost of equity and the cost of debt, weighted by their relative proportions of the total market value of the Group, result in the weighted average cost of capital after taxes (Figure 4). The rates of return of the various components are weighted by the market value of capital instead of the book value, because only market values are relevant to the investors. When employing the current capital market based capital structure (shareholders' equity: liabilities = 2:1) as a basis, the result for Volkswagen is a Weighted Average Cost of Capital after taxes of 9%, which we define as the required rate of return.

2.2.2. Including regional risks in the required rate of return

The economic risk of the Group also depends on the location of the facilities and thus influences the potential risk for the investors. In particular, there are country-specific risks in individual regions; especially the currency risk represents an important and latent economic risk to the Group. Because the capital is exposed to different kinds of risks in the regions, the Volkswagen Group's required rate of return has to be adjusted for investments in particular countries.

2. Value-based management

The cost of capital for certain regions is higher due to the higher risks

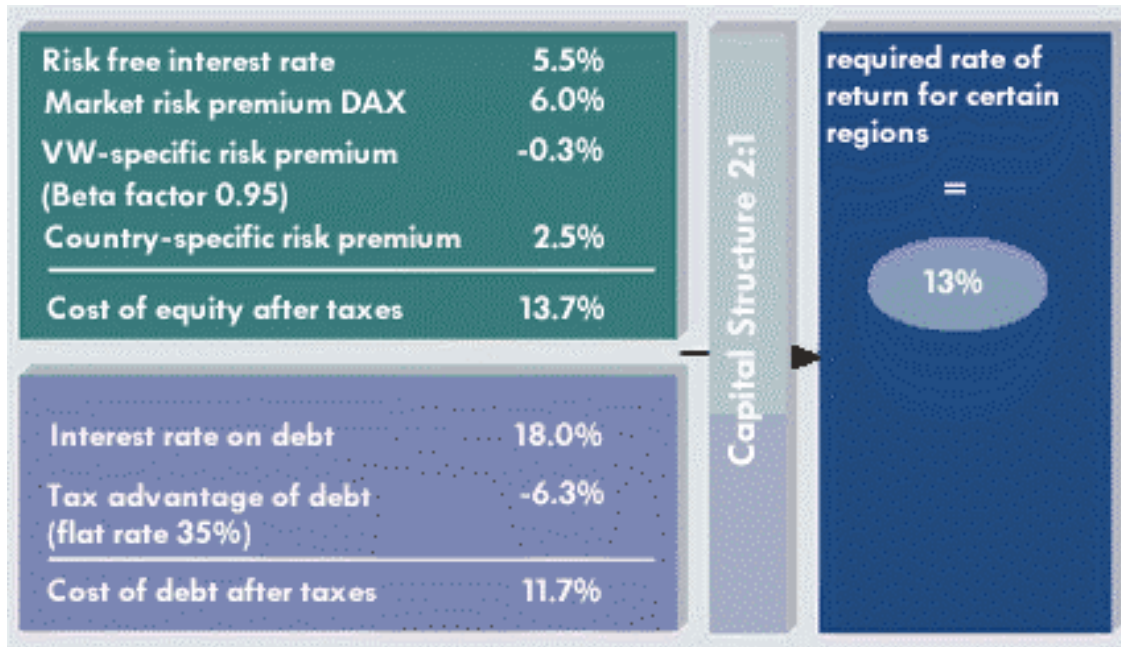


Figure 5

2.2. Market-based cost of capital as the required rate of return

Based on a country-specific risk premium of 2.5% and an assumed cost of debt of 18%, the **required rate of return for investments in certain regions** increases to **13% after taxes** (Figure 5).

For the VW Group this applies particularly to subsidiaries in

- Brazil
- Argentina
- South Africa
- China

The risk assessment for all countries is examined regularly and as a result of such examinations the required rate of return is adjusted accordingly.

2. Value-based management

The Return on Investment (ROI) is determined by the operating profit margin after taxes and the asset turnover

$$\frac{P}{S} \times \frac{S}{CE} = \frac{P}{CE}$$

Operating profit margin after taxes \times Asset Turnover = Return on Investment = Rol

P = Operating profit after taxes before interest
CE = Capital employed = Invested capital = Assets invested
S = Sales

Figure 6

2.3. Operating profit margin, return on investment, and required rate of return

The Return on Investment (RoI) indicates in the financial statements the required and/or realised rate of return on the invested capital for a period. It facilitates the comparative assessment of investment projects of different types and size in relation to the required rate of return on the capital committed to them.

$$\text{Return on investment (RoI)} = \text{Operating profit after taxes} / \text{Invested capital} \times 100\%$$

If the return on investment exceeds the cost of capital as required by the financial markets, an increase in shareholder value is achieved for the Group.

According to the ROI formula, the Return On Investment can be separated into the two components: operating profit margin and asset turnover (Figure 6). The concept of value-based management extends the operating profit margin component to include the capital employed to achieve the return. Accordingly, the return on investment is determined, on the one hand, by the level of profits generated by each unit of sale, and on the other hand, by the level of sales achieved by one unit of invested capital. Sales, operating profit margin and capital invested – and thus the profit margin and asset turnover – determine the return on investment. In this respect the operating profit margin retains its own significance as a financial measure in the Group. Moreover, the operating profit margin, based on the published income statements, is still essential in its present application as a standard for comparison in external analyses. Return on investment and therefore operating profit margin are based on the operating profit after taxes.

2. Value-based management

Operating profit margin and asset turnover are the results of different business structures

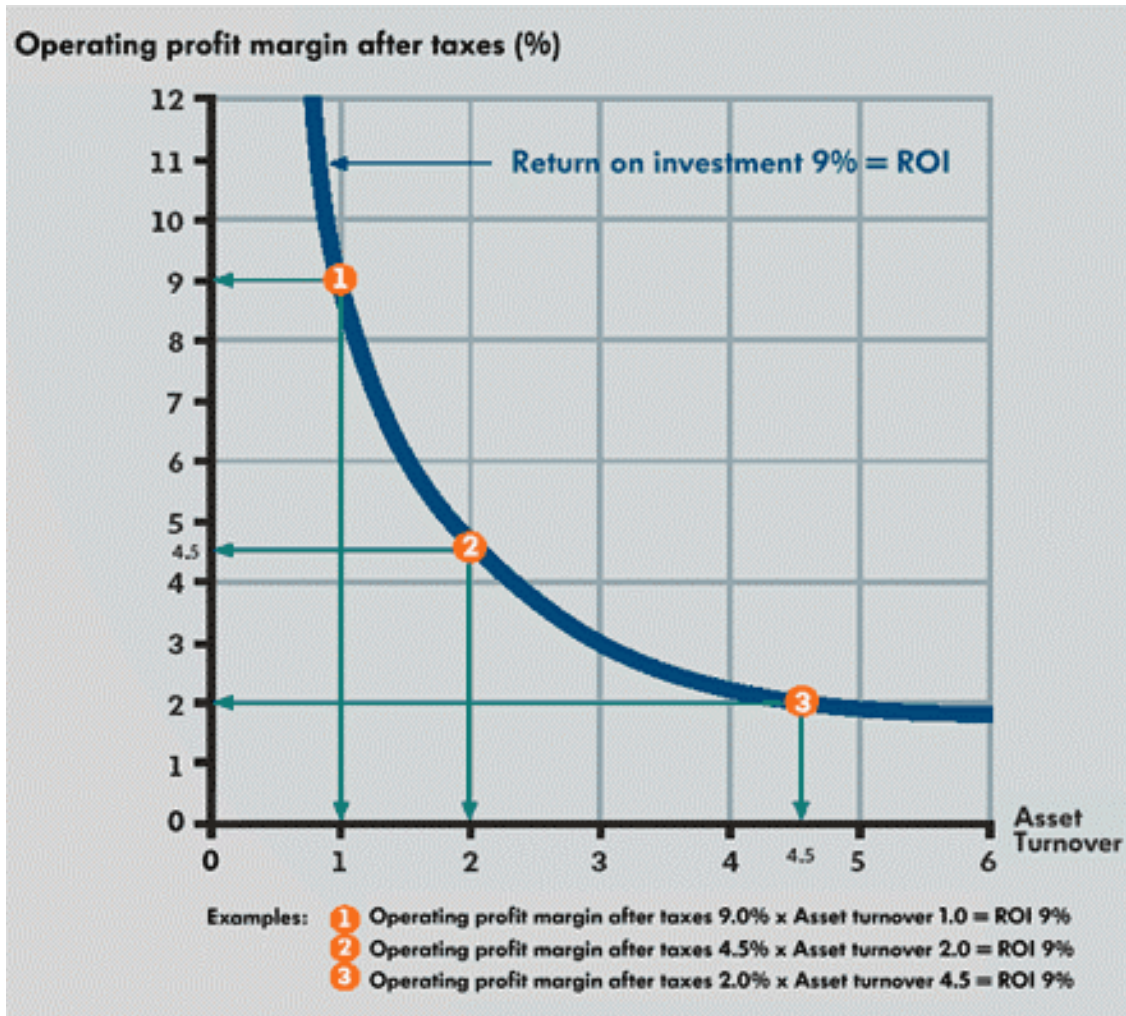


Figure 7

2.3. Profit margin, return on investment and required rate of return

The return on investment serves as a performance target. It also measures the achievement of objectives with respect to the Automotive Division and to individual business units as well as to product lines and products.

Moreover, the RoI does permit a return-oriented comparison of the performance of production and selling companies and of production companies with various levels of manufacturing integration (Figure 7).

2. Value-based management

Invested capital

Tangible fixed assets	Fixed assets
+ Capitalised development costs	
+ Intangible assets	
<hr/>	
+ Net inventory	Current assets
+ Trade receivables	
<hr/>	
= Operating assets	
- Deduction capital of which: Non-interest-bearing trade payables Non-interest-bearing advance payments received	
<hr/>	
= Invested capital	

Figure 8

2.4. Components of the Economic Value Added (EVA®)

In order to apply the EVA® as a strategic and operating financial tool based on the calculation of the required rate of return the following items have to be specified in detail:

- Operating profit
- Impact of taxes
- Invested capital.

2.4.1. Operating profit

With its implementation of the International Accounting Standards (IAS), the Volkswagen Group has come into line with the accounting practices of major international corporations. This provides greater comparability of the Group's asset, financial and earnings position, thereby meeting the needs of a broad spectrum of interested parties as a basis for commercial decision-making. Accounting in line with IAS is oriented closely to the in-period statement of results, in particular with regard to development costs, which are capitalised and written off on a pro rata basis comparable to capital investments. IAS data can therefore be used directly for value-based financial control. The normalisation required under German commercial law (HGB) is no longer necessary.

2.4.2. Taxes

Operating profit is first of all profit before taxes. However, investors and companies are, in the end, interested in profit after taxes. To simplify matters for this exposition, an average **tax rate of 35%** is assumed for the Automotive Division and its business units, which is made up from the various tax rates applying to VW AG and its international subsidiaries. Tax losses are not carried forward.

2.4.3. Invested capital

The invested capital (Figure 8) is the result of

- the assets on the balance sheet that serve the Group's specific operating purposes (operating assets);
- and the reduction of both these items by non-interest-bearing capital (deduction capital).

This figure for **invested capital** corresponds to the **capital employed** requiring a return.

2. Value-based management

Opportunity cost of capital as the product of capital employed and cost of capital

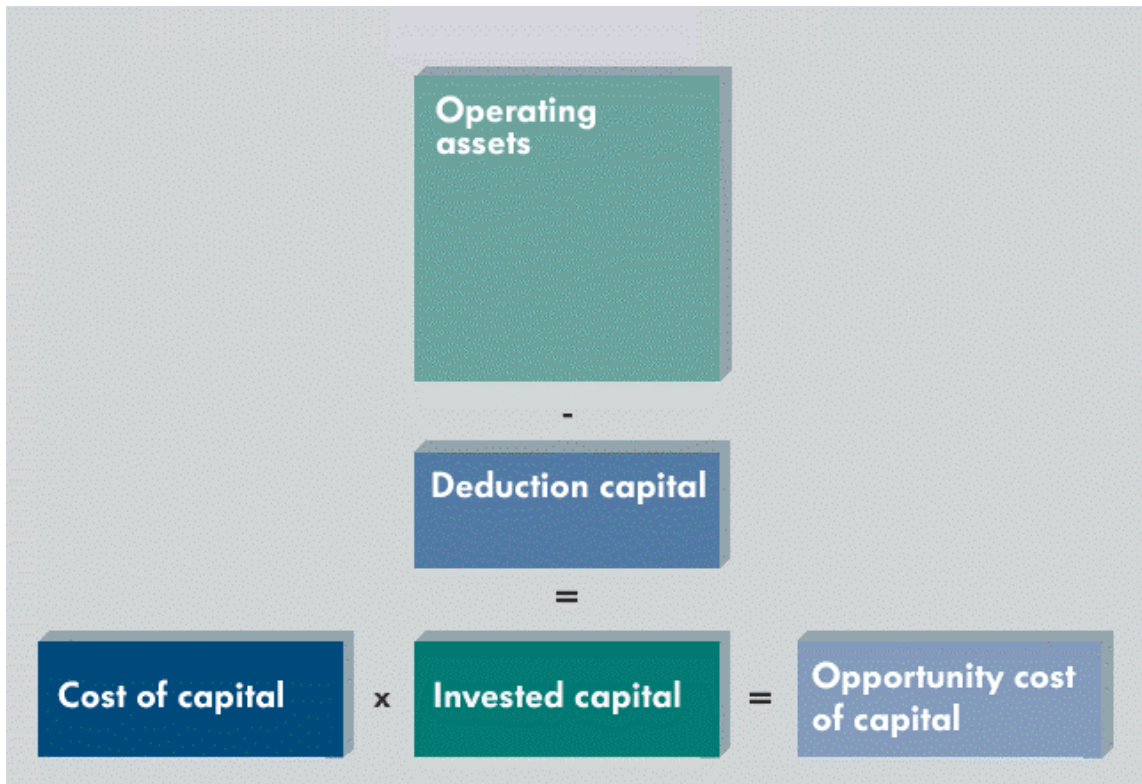


Figure 9

2.4. Components of the Economic Value Added (EVA®)

Due to the alignment of the value-based management concept – and thus of the Return on Investment and EVA® –with the operating business, only the fixed assets (tangible fixed assets, capitalised development costs, intangible assets) and current assets (net inventory, trade receivables) serving the actual business operating purpose are included. The operating assets include the net amount of the capitalised development costs (additions - write-downs). The returns on assets that are related to associated company commitments and investment of liquid funds are shown and measured separately as income from associated companies or net interest.

Trade payables and advance payments received are operating liabilities arising out of normal business activity. They represent a non-interest-bearing credit to the company and must therefore be deducted from the operating assets.

Provisions must be treated as interest-bearing debt. The discount rate, i.e. the component cost of debt relevant for this item, is below the calculated rate for long-term debt. However, for reasons of simplification such differentiation is neglected in determining the cost of debt. The expense arising from the annual accrual of long-term provisions is not included in the operating result, but in line with IAS forms part of the "Other financial result".

2.4.4. Opportunity cost of capital

The opportunity cost of capital is the result of the cost of capital as required by the financial market multiplied by the capital employed (Figure 9).

2. Value-based management

The operating profit must at least cover the opportunity cost of capital

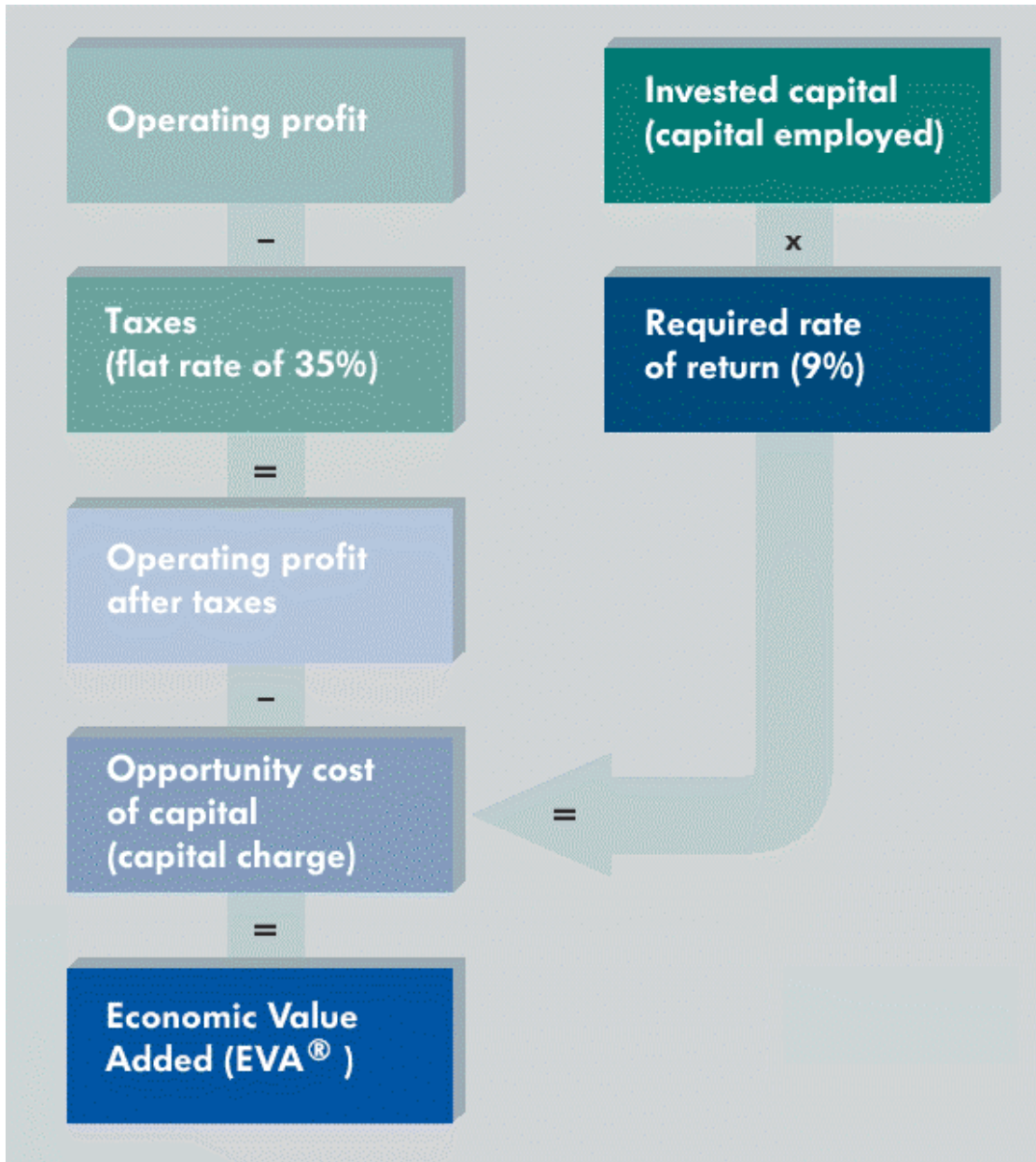


Figure 10

2.5. Economic Value Added (EVA®): operating profit after taxes and opportunity cost of capital

The calculation of the EVA® starts with the revenues of a period from which then all expenses are deducted that can economically be attributed to that period. This forms the key financial target measure for the continuation and successful development of the Group. The EVA® is calculated by deducting taxes (at a flat rate), and the opportunity cost of capital from the operating profit (Figure 10).

Calculation:

Operating profit
– Taxes (flat rate)
– Opportunity cost of capital *

= EVA®
* Cost of capital x capital employed

The EVA® can also be calculated as the difference between the return on investment and the cost of capital, i.e. the spread multiplied by the invested capital:

$EVA^{\circledR} = (\text{Return on investment}^* - \text{Cost of capital}) \times \text{Invested capital}$
* Operating profit margin after taxes x Asset turnover

Planned or realised

: Return on Investment (RoI) = Operating profit after taxes / Invested capital

: Cost of capital = Required rate of return as determined by the capital market

2. Value-based management

The net present value of the discounted EVA[®] represents the increase in the value of a company or project in a multi-year cycle

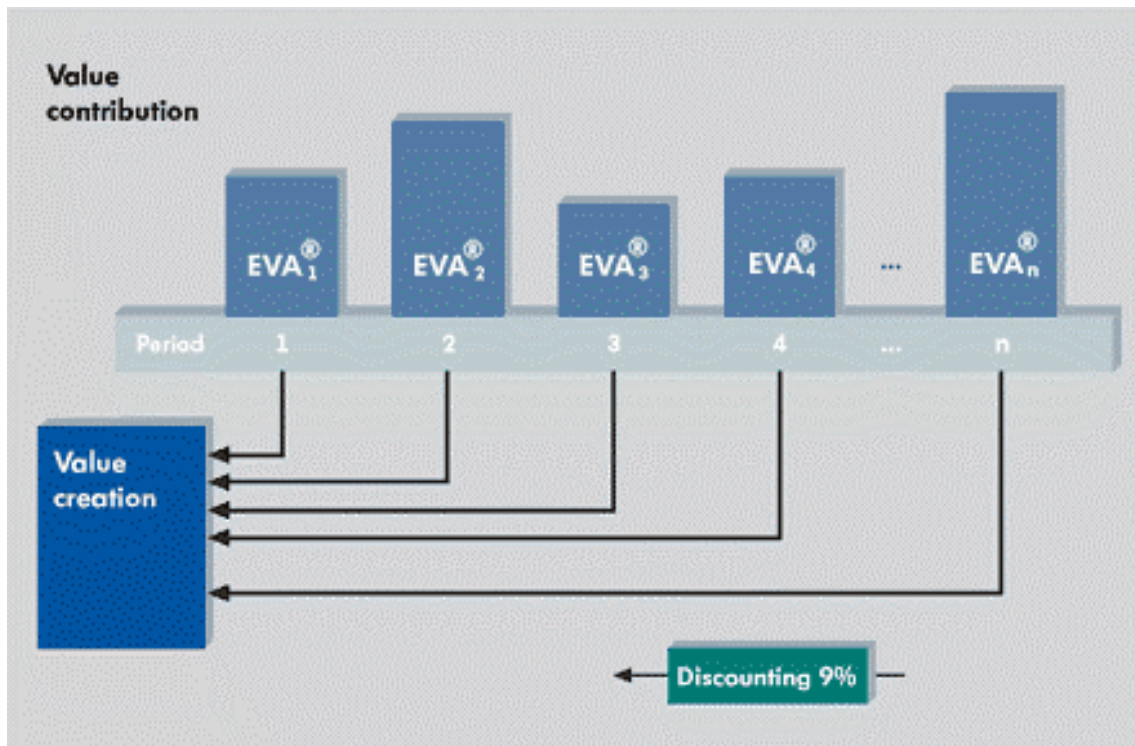


Figure 11

2.5. Economic Value Added (EVA®): operating profit after taxes and opportunity cost of capital

Returns on Investment (ROI) that are higher than the cost of capital - the required rate of return as determined by the capital market - represent increases in value. **EVA®** and **profit ratios** can be calculated in the period accounting statements for the Automotive Division and the business units as well as for product lines and products.

The sum of the discounted future periodic EVA® is equivalent to the expected value creation of the invested capital (Figure 11).

The **value creation** is equivalent to the net present value that is calculated according to the **discounted cash flow method** on the basis of cash inflows and cash outflows, discounted at the required rate of return or weighted average cost of capital. This discounted cash flow method is applied primarily for product and capital budgeting decisions. A positive net present value indicates an increase in value, a value creation. It is the result of a higher return on investment than the required rate of return as expressed in the discounting rate. If the discount rate is increased step by step above the required rate of return to the point where the net present value becomes zero, we obtain a specific discount rate that is called the internal rate of return - an additional and easily understood information tool.

3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control

Application of the required rate of return within the Group

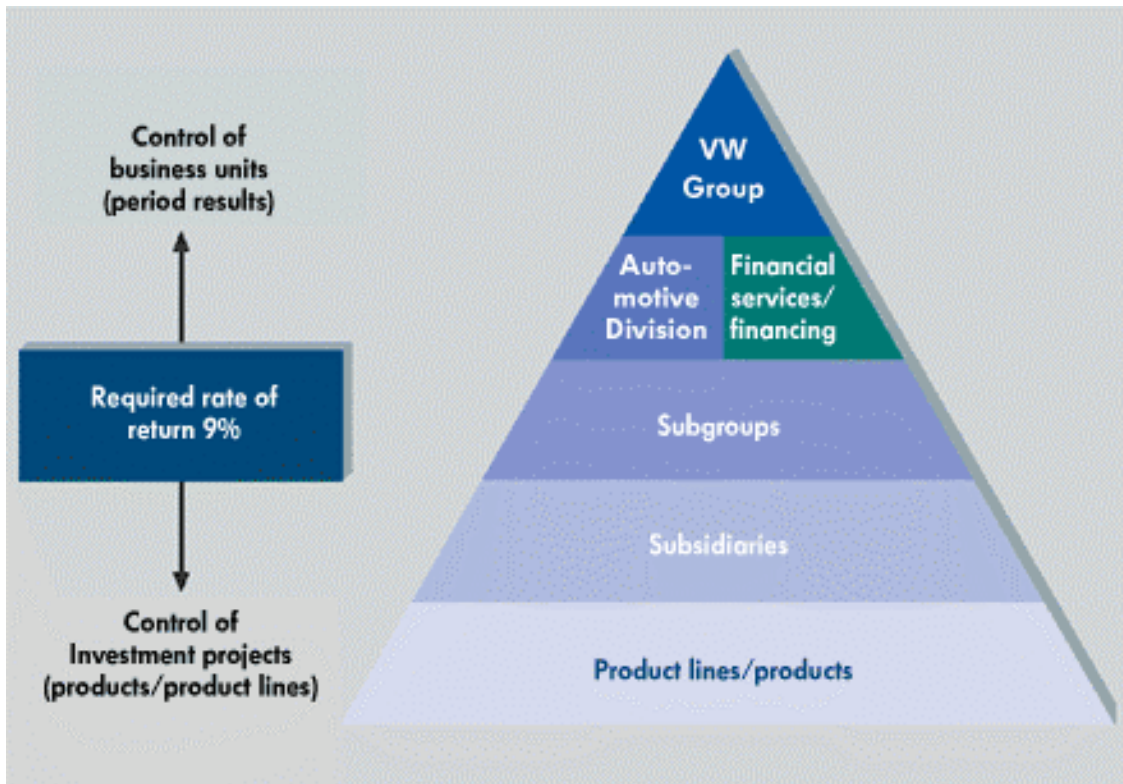


Figure 12

The required rate of return on capital employed defined for the Group applies, on the one hand, to business entities (brands, regions, business units), and on the other hand, to individual Group products / product lines (Figure 12). Thus, the operating and strategic control of the Group is integrated by the expected and realised return on investment. This provides the opportunity to combine the control of business **units** and the control of investment projects with particular emphasis on product projects - with a consistent performance measure.

3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control

Financial analysis

Key Figures	June		January to June			July	Aug.	Sept.	total year		
	actual	b/ (w) budget	actual	b/ (w) budget	b/ (w) prior year	Estimate			Fore- cast	b/ (w) budget	b/ (w) prior year
Vehicle sales (000 units)											
Production											
Workforces (000)											
Sales (€ million)											
Contribution margin - as % of sales											
Fixed costs - as % of sales											
Capitalisation/depreciation of development costs											
Other costs/adjustments											
Provision for risks											
Operating profit - as % of sales											
Results from participations											
Banking result											
Balance sheet influences											
Profit before taxes - as % of sales											
Profit after taxes											
Gross cash flow											
Change in working capital											
Cash flow from current business											
Investment activity											
Net cash flow											
Self-financing											
Gross liquidity											
Third-party borrowings											
Net liquidity											
Invested capital											
Operating profit after taxes											
Opportunity cost of capital (at 9%)											
Economic Value Added (EVA®)											
Return on Investment (RoI) (%)											

Figure 13

3.1. Financial control for business units

The Group's control focuses on the core business of the business units of the Automotive Division. Consequently the Return on Investment and the EVA[®] as target variables and the target achievements are component elements of financial planning and analysis (Figure 13).

The starting point is the operating profit after (flat rate) taxes, which must cover the opportunity cost of capital of the capital employed and should contribute to the increase in value of the Group as a whole. If the latter is the case, then the Return on Investment (ROI) is greater than the capital-market-based required rate of return - the weighted average cost of capital.

3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control

The profits from product lines as a whole determine the value of the group

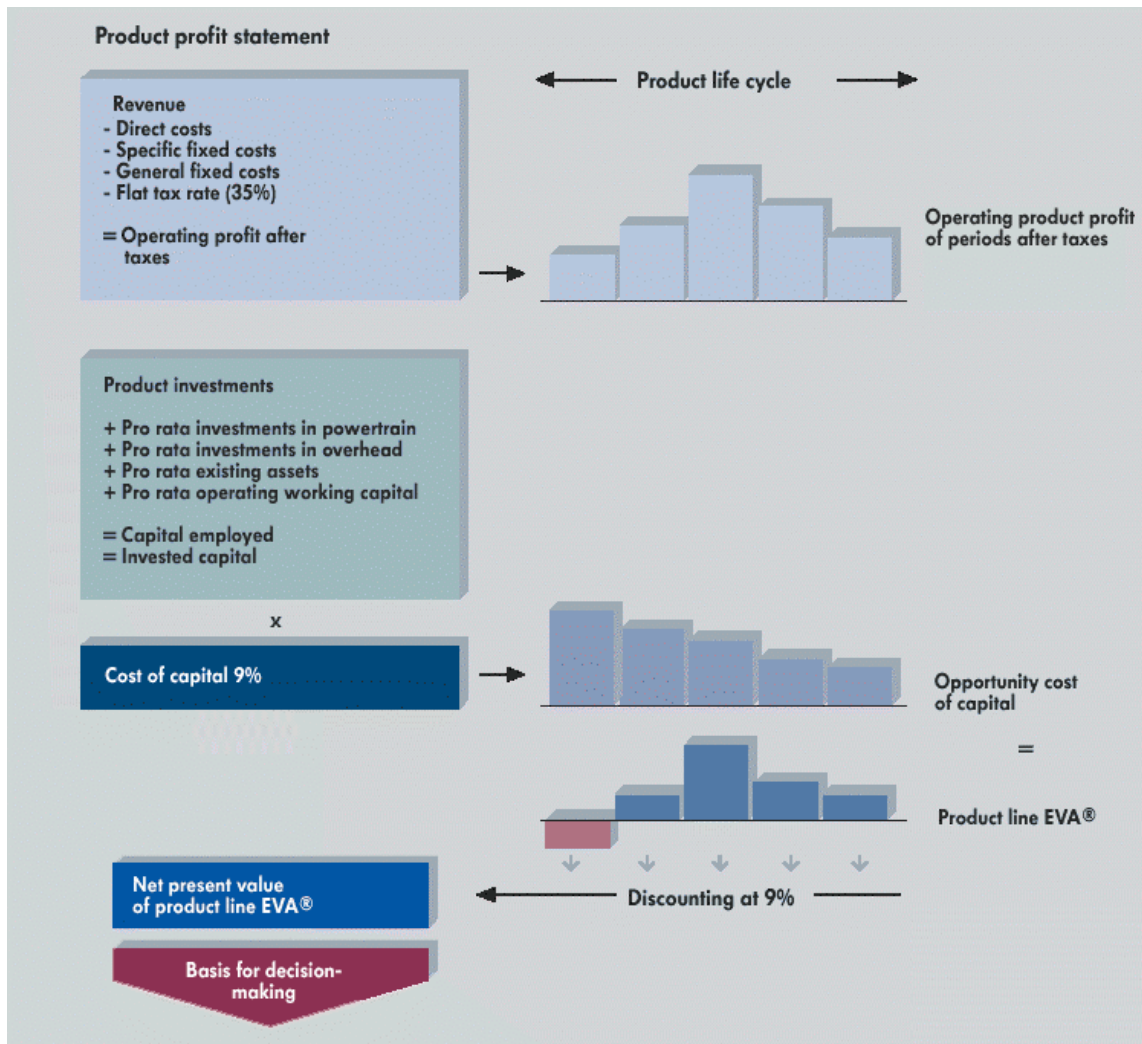


Figure 14

3.2. Product line criteria

The Group's required rate of return also applies without restriction to the invested capital in individual product lines. The particular value of the expected rate of return lies in this identity of defined goals and objectives for company and product returns. In the case of **Return On Investment** of individual product lines the results of individual periods have only limited value for decisions on products.

The object of product line accounting is, on the one hand, accounting for the product up to the operating profit after taxes, and on the other hand, it is accounting for the invested capital in the product line. In this case - as in the case of allocating fixed costs - there exists the particular problem of allocating the appropriate costs to a product. The allocation to any product must include both, the assets that are directly deployed (for example, special operating resources), and the proportion of other capital (for example from powertrain and general operating assets including the working capital tied up in the products). The objective is to allocate the assets to product lines according to their utilisation. To avoid unjustifiable expenditure on data gathering, simplifications and key codes for the allocation to all products of a business sector are used.

First of all product profit and investment accounting obtain their data from the period result. The **EVA[®]** of the products / product lines results from the difference between the product profit and the opportunity cost of capital in the individual years of the product life cycles.

As individual years provide only limited information with respect to the return on a product project, its **EVA[®]** has to be discounted over its entire life cycle. The sum of these present values indicates whether an **increase in value** will be achieved over the entire life cycle. This product **EVA[®]** forms the financial basis for decision-making (Figure 14).

3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control

Simplified calculation of the return on investment

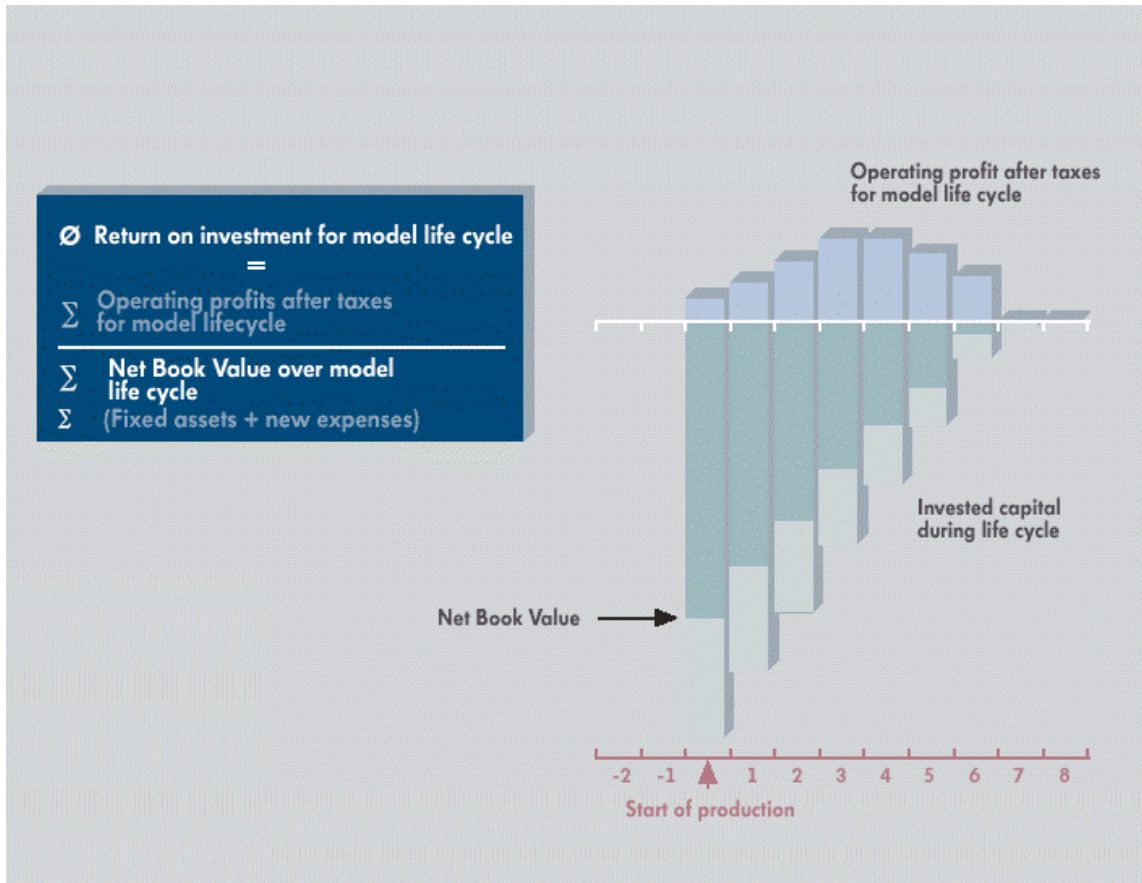


Figure 15

3.2. Product line criteria

Product decisions of lesser importance (individual features, new product actions) are made in product line profit calculations in the form of a **marginal calculation**. In this case only the **additional** revenues/expenses are compared with the **additional** invested capital in the context of a decision-oriented analysis. Thereby the allocation of existing fixed costs and of existing assets is avoided.

As a simplification, the RoI can also be determined in **the form of an average Return on Investment** during the model life cycle (Figure 15). For this it is necessary to allocate expenses – including one-time expenses for planned new product actions and facelift programmes – to IAS periodic accounting to IAS accordingly over individual years of the whole model life cycle, whereas in product accounting the emphasis is on the model lifecycle.

This method has the advantage that the necessary **product cost calculation is made** for a "normal" year based on the average periodical assessment of the one-time expenses. All in all, this leads to in a unified control system that integrates company results, product line results and product cost calculations as well as product operating profit calculations.

3. Importance of the required rate of return for operating and strategic control

Application of the required rate of return for investment decisions *

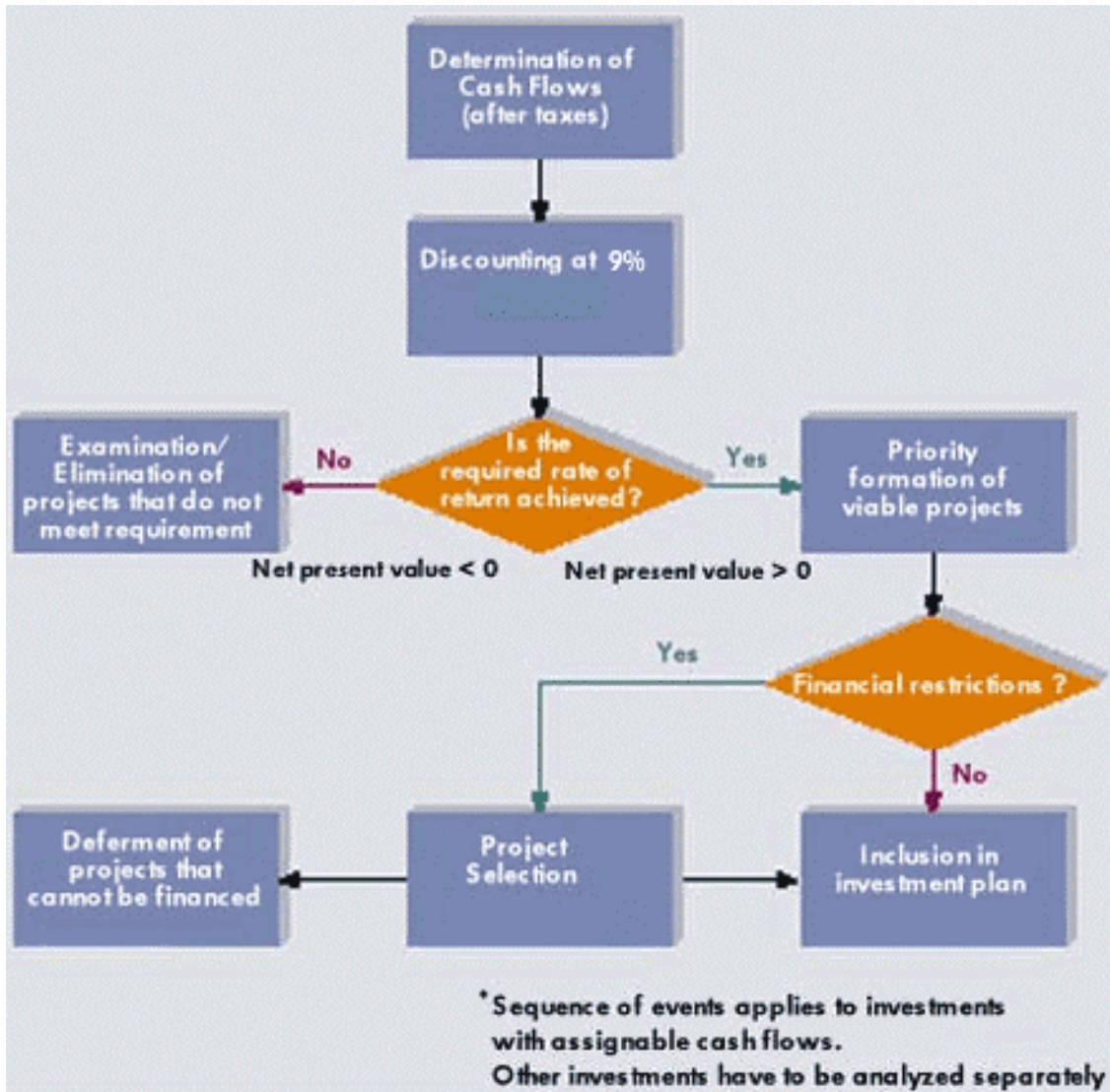


Figure 16

3.3. Investment criteria

Valuation of products/product lines and other investments (investments in infrastructures) are also made on the basis of dynamic investment statements - or the **Discounted Cash Flow Method** (DCF Method). In this approach the expected cash flows are discounted at the required cost of capital. The result is the net present value of future cash inflows and cash outflows. Interest payments are not included in the cash outflows in order to avoid double counting.

If the net present value is

> 0 , the rate of return of the investment project exceeds the required rate of return and leads to an increase in value,

$= 0$, merely the cost of capital is generated,

< 0 , the investment project does not generate the cost of capital for the capital employed. An acceptance of the project would lead to the destruction of value.

The entrepreneurial process of investment planning then comes into action:

- Renewed examination of those investment projects that do not fulfil the requirements.
- Establishing priorities when financing restrictions exist.

In this context too the application of a uniform figure for the cost of capital also ensures the consistency of the control system (Figure 16).

4. Key financial control variables of the VW Group - Summary

Key financial control variables of the VW Group

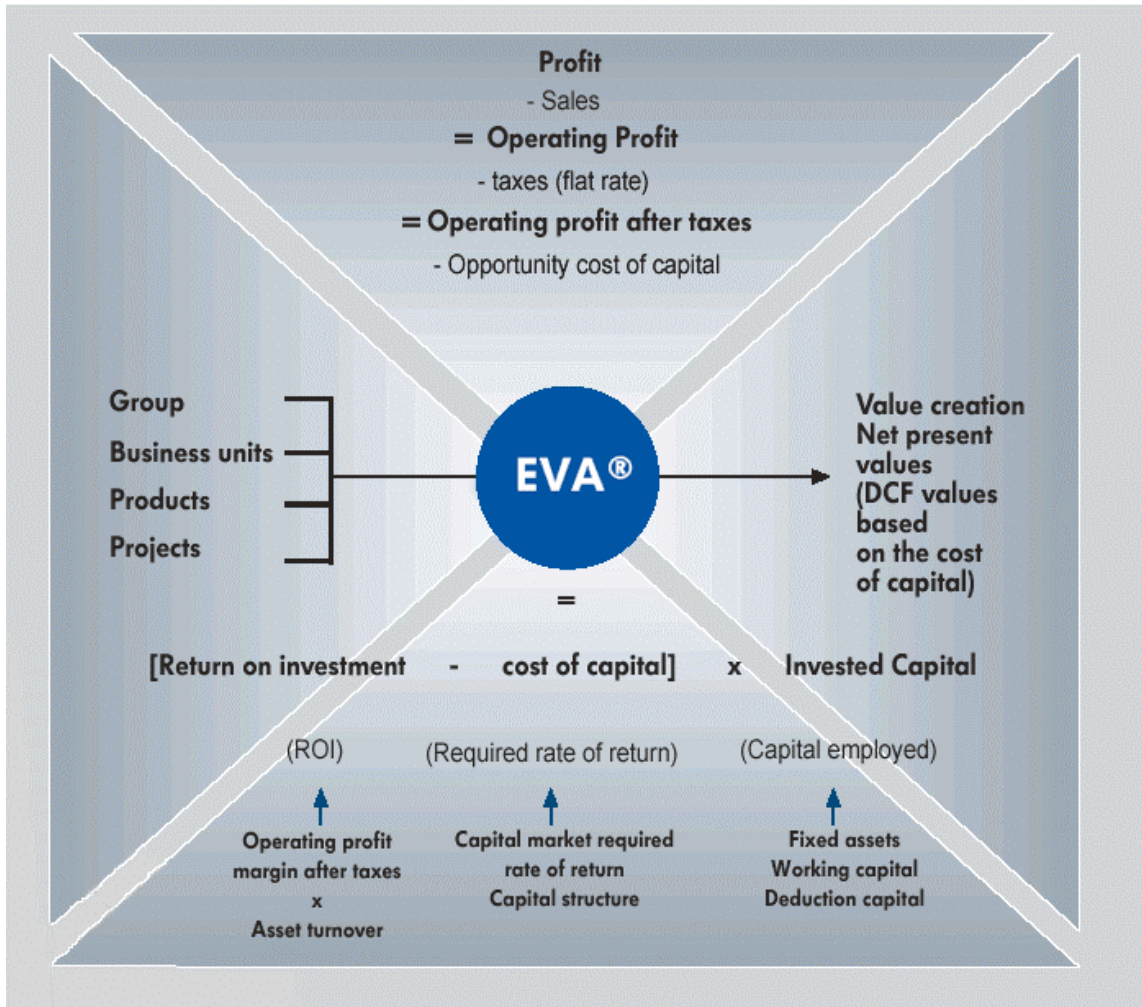


Figure 17

The **EVA®** is the key financial measure of the financial control system. It is determined by starting with **sales** and **operating profit**. These variables and the derived **operating profit margin** are traditional control parameters and are externally comparable. Conversely, the EVA® control variable is the **operating profit after taxes and opportunity cost of capital**. This variable, however, can only be determined and compared specific to a company.

The capital market determined **cost of capital** is the **key financial measure** that links **all value-based statements** that are calculated within the **Group**:

The cost of capital is multiplied by the capital employed to calculate the **opportunity cost of capital**.

The cost of capital is applied as the **discounting rate** in **discounted cash flow statements**.

The cost of capital serves as a benchmark for comparing **Returns On Investment (RoI)** that are planned or realised.

The result is a consistent control system in which **single-period** assessments of success are possible for the Group and for its business units. Furthermore it allows for **multi-period** assessments of success for products/product lines and projects. Moreover, the derivation of product cost calculations including the cost of capital are possible as well.

The **financial control system** therefore links both, on the one hand **absolute** parameters of success such as EVA[®] and net present values, and on the other hand, **relative** parameters of success such as returns on investment and operating profit margins. It is designed in a standard way for **budget and actual results** (planning/actual results). It is therefore also suitable for the determination and analysis of variances.

Together with specific contribution margins and/or profit contributions, the financial control system includes all necessary monetary variables necessary for **strategic and operational decisions**.

Glossary

Asset deployment statement

= Allocation of invested assets (assets directly assigned and assets allocated by key codes) to a product or a product line in relation to their deployment.

Asset Turnover

= The ratio of sales to invested capital. It indicates the level of sales achieved with one unit of capital.

Beta factor

= It measures the relative volatility or risk of a stock. It expresses the systematic risk of a stock or the fluctuation of the company's stock return relative to the stock market return as measured by an index, e.g. the DAX.

Capital Asset Pricing Model

= Model for pricing individual securities or assets. The risk of an individual stock is included in the form of an additional risk premium that is the product of the market risk premium times the firm's Beta.

On that basis, the Cost of equity is determined as follows:

$$E(rEK) = r_f + \beta_{VW} \times [E(rDAX) - r_f]$$

where

E(rEK) = Return on investment expected by investors

E(rDAX) = Return on investment expected by the stock market as a whole

r_f = Interest rate on zero-risk investments

β_{VW} = Beta factor of VW share

Cost of capital

= The required rate of return on the capital employed that is expected by the company's investors. It is determined as a long term expected weighted average cost of capital (WACC), where the component costs of capital are the shareholders' return in form of dividends and stock price increase and the interest payments to debt holders. The weights are the market value of each component - shareholders' equity and debt - relative to the company's market value. The cost of capital multiplied by the capital employed results in the opportunity cost of capital that has to be generated.

Cost of debt

= The interest payments to debt holders on their financial holdings, reduced by the corporate tax advantage of debt, because of the tax deductibility of interest payments.

Cost of equity

= Capital market determined required rate of return based on the market value of the equity. The return to shareholders is generated in the form of share price increases and dividends.

Deduction capital

= Trade payables and advance payments received that are available to the company on a non-interest-bearing basis. These items are deducted from the capital employed.

Discounted Cash Flow Method

= Method to calculate the net present value of future cash inflows and cash outflows (excluding interest payments) at the appropriate discount rate, i.e. the after-tax cost of capital.

Economic Value Added (EVA[®])

= Difference between the operating profit after taxes and the opportunity cost of capital, i.e. the cost of capital times the capital employed, also termed "value contribution". Positive EVA[®] is generated when the Return on Investment (ROI) exceeds the cost of capital. EVA[®] is a registered trademark of Stern Stewart & Co.

Internal Rate of Return (IRR)

= Discount rate at which the present value of all the cash flows of a capital project is equal to the initial investment outlay.

Invested capital

= Total assets of the balance sheet that serve the company's operating purposes. The capitalised expenses are added and the non-interest-bearing liabilities are deducted. The invested capital must at least generate the minimum return on investment or the cost of capital.

For the term Invested Capital other frequently used terms are necessary Operating Assets, Net Assets or Capital Invested. However, some distinctions between these terms are made when appropriate.

Market value of shareholders' equity

= Value at which all the company's shares are traded in the stock market at a specified point in time. It is the result of the number of shares outstanding and the current stock price.

Net present value

= Present value of cash flows discounted with the cost of capital less the initial investment outlay at the beginning of the investment period.

Operating profit

= Describes the core business of the company, indicating the economic output of core business.

Operating profit margin

= The quotient of operating profit and sales. It indicates the level of profit generated by each unit of sale.

Present Value

= Discounted value of a future cash flow at a specific reference date.

Product profit statement

= Determination of the operating profit for a product or product line.

Return on investment

= Operating profit after taxes as a percentage of invested capital. It indicates the rate of return earned on the invested capital in a period (ROI).

Required rate of return

= Minimum rate of return on invested capital (ROI) or capital employed. It is equivalent to the capital-market-based cost of capital.

Risk premium

= Additional rate of return required by investors on their equity investment due to the higher risk of investing in stocks compared to an investment in risk-free securities.

Value Creation

= Change in the market value of the firm in one period. It is the present value of all discounted EVA[®] in future periods.

Notes

Notes

Publisher
© VOLKSWAGEN AG
Group Controlling
Brieffach 1846
D-38436 Wolfsburg, Germany
2nd Edition 2003