



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

ΣΧΟΛΗ ΝΑΥΤΙΛΙΑΣ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ

Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών
Βιομηχανική Διοίκηση και Τεχνολογία
Κατεύθυνση: Διοίκηση Έργων & Ανάπτυξη Προϊόντων

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΡΓΟΥ ΓΙΑ
ΤΗΝ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

Ελευθέριος Β. Μπάνος

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2017



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
UNIVERSITY OF PIRAEUS

School of Maritime and Industrial Studies
Department of Industrial Management and Technology

**INVESTMENT EVALUATION METHODS AND PROJECT ANALYSIS FOR
THE DEVELOPMENT OF THE BUSINESS PLAN**

By
Eleftherios V. Banos

A Thesis submitted to the
Department of Industrial Management and Technology
of the University of Piraeus
in partial fulfillment of the requirements
for the Degree of Master of Science in
Administration and Management of Industrial Systems
with Specialization in
Project Management & Product Development

PIRAEUS, 2017

Ευχαριστίες

*Αφιερώνω την παρούσα Διπλωματική Εργασία
στην οικογένειά μου (τους γονείς μου και τον αδερφό μου)
και τους ευχαριστώ θερμά που βρίσκονται δίπλα μου
όλα αυτά τα χρόνια, με στηρίζουν και στέκονται αρωγοί
σε κάθε μου επιχειρηματική προσπάθεια που κάνω
με το όποιο ρίσκο μπορεί αυτή να έχει.*

*Ακόμα, θέλω να ευχαριστίσω από καρδιάς,
την Προϊσταμένη μου κα. Εύη Μακρή,
στο Τμήμα Συντονισμού & Ελέγχου
Βορειοανατολικής και Νότιας Αττικής του Ο.Τ.Ε. Α.Ε.,
όπου εργάζομαι ως Πολιτικός Μηχανικός & Project Manager
τα τελευταία χρόνια, για την αμέριστη κατανόησή της
και την στήριξη που μου δείχνει όλον αυτό τον καιρό
για την παρακολούθηση και απόκτηση αυτού του
Μεταπτυχιακού Τίτλου, αλλά και συνεχίζει
να μου δείχνει καθημερινά.*

*Τέλος, ευχαριστώ τον καθηγητή μου κ. Πολλάλη Ιωάννη,
επιβλέποντα αυτής της Διπλωματικής Εργασίας.*

Σας ευχαριστώ θερμά!

Λευτέρης Μπάνος _

Περίληψη

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να αναφέρει τις μεθόδους και να περιγράψει τη διαδικασία με την οποία γίνεται η αξιολόγηση μίας επένδυσης και η σύνταξη του επιχειρηματικού σχεδίου.

Αρχικά, γίνεται αναφορά σε βασικές έννοιες που αφορούν τις επενδύσεις και τα οικονομικά, οι οποίες είναι αναγκαίες για την κατανόηση όσων αναλύονται στην εργασία αυτή. Στη συνέχεια, αναλύονται οι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων, καθώς και οι κίνδυνοι που ενέχουν. Στην πορεία της εργασίας, γίνεται ανάλυση σε ότι αφορά την επιχειρησιακή μελέτη και την οικονομοτεχνική μελέτη ενός επενδυτικού σχεδίου, την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων καθώς και την μεθοδολογία εκπόνησης οικονομοτεχνικών μελετών. Τέλος, γίνεται αναφορά στη χρηματοδότηση επενδύσεων όπου και αναφέρονται στοιχεία που αφορούν την Ελλάδα.

Abstract

The purpose of this master thesis is to state the methods and describe the process by which the investment is assessed and the business plan is drafted.

Initially, reference is made to key concepts of investment and finance, which are essential to understanding what is being analyzed in this paper. Subsequently, the methods for assessing investments, as well as the risks involved, are analyzed. In the course of the work, the operational study and the financial-technical study of an investment plan is being analyzed, as well as the evaluation of the investment plans, and the methodology for the elaboration of financial and technical studies. Finally, reference is made to the financing of investments where data concerning Greece are also reported.

Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	4
1.1. ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ	4
1.2. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	9
1.3. ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	11
1.4. ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ	11
1.5. ΣΤΑΔΙΑ ΚΑΙ ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ	13
1.6 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΦΑΣΗ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΜΙΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ.	15
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ	18
2.1 ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ	19
2.2 ΑΠΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ	20
2.3 ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ	21
2.4 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ.....	21
2.5 ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ.....	22
2.6 ΡΑΝΤΕΣ.....	22
2.7 ΑΜΕΣΕΣ – ΣΤΑΘΕΡΕΣ – ΛΗΞΙΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΑΝΤΕΣ.....	23
2.8 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ.....	24
2.9 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	25
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ	28
3.1 ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ (<i>Net Present Value – NPV</i>).....	31
3.2 ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΒΑΘΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (<i>Internal Rate of Return–IRR</i>)	33
3.3 ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (<i>Payback Period –PP</i>).....	35
3.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (<i>Profitability Index – PI</i>)	36
3.5 ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (<i>Average Rate of Return</i>).....	37
(ή <i>Λογιστικός Λόγος Απόδοσης – Accounting Rate of Return ARR</i>)	37
3.6 ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (<i>Return on Investment – ROI</i>)	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	40
4.1 ΤΡΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΕΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΕΡΓΟΥ ΣΤΟΝ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	42
4.2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	47
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΜΕΛΕΤΗ.....	51
5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ.....	51
5.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	51
5.3 ΒΑΣΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	52
5.4 ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΥΡΙΩΣ ΣΩΜΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ	55
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ, ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.....	57
6.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ	57
6.2 ΣΤΟΧΟΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	57
6.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ.....	58
6.4 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΠΟΝΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟ- ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ.....	61

6.5 ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ	63
6.6 ΦΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΑΔΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ	63
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ & ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ	66
7.1 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΟ- ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....	66
7.2 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΦΟΡΕΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	67
7.3 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ	68
7.4 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΤΟΠΟΥ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	69
7.5 ΤΕΧΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ	70
7.6 ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ, ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ	72
7.7 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	75
ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ	82
Βιβλιογραφία	83

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανάλυση των επενδύσεων αφορά τα έργα / επενδύσεις που είτε πρέπει να δεχθεί μια εταιρεία είτε πρέπει να απορρίψει.

Το συμβατικό έργο που αναλύεται στον προϋπολογισμό κεφαλαίου έχει τρία κριτήρια: (1) ένα μεγάλο προκαταρκτικό κόστος, (2) ταμειακές ροές για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, και (3) μια σωρευτική αξία στο τέλος, η οποία καταγράφει την αξία των περιουσιακών στοιχείων του έργου κατά τη λήξη του έργου. Αν και τέτοια έργα αποτελούν αναμφισβήτητα σημαντικό ποσοστό επενδυτικών αποφάσεων, ειδικά για κατασκευαστικές επιχειρήσεις, θα ήταν λάθος να υποθέσουμε ότι η ανάλυση των επενδύσεων σταματά εκεί. Εάν ένα έργο έχει οριστεί ευρύτερα για να συμπεριλάβει οποιαδήποτε απόφαση που σχετίζεται με τη χρήση των σπάνιων πόρων μιας επιχείρησης, τότε όλα από στρατηγικές αποφάσεις και εξαγορές, μέχρι αποφάσεις για το αν θα ανατεθεί μία εργασία θα εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής της.

Οι επενδυτικές αποφάσεις μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε διάφορες διαστάσεις. Το πρώτο αφορά το πώς το σχέδιο επηρεάζει άλλα έργα που η επιχείρηση εξετάζει και αναλύει. Ορισμένα έργα είναι ανεξάρτητα από άλλα έργα και, ως εκ τούτου, μπορούν να αναλυθούν χωριστά, ενώ άλλα σχέδια αποκλείονται αμοιβαία - δηλαδή, η ανάληψη ενός έργου θα σημαίνει απόρριψη άλλων έργων. Στο άλλο άκρο, ορισμένα έργα είναι προαπαιτούμενα για άλλα έργα, ενώ άλλα είναι συμπληρωματικά. Σε γενικές γραμμές, τα έργα μπορούν να κατηγοριοποιηθούν ως κάπου ανάμεσα σε προαπαιτούμενα και αμοιβαία αποκλειστικά.

Η δεύτερη διάσταση που μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την ταξινόμηση ενός έργου είναι η ικανότητά του να δημιουργεί έσοδα ή να μειώνει το κόστος. Οι κανόνες απόφασης που αναλύουν τα έργα που δημιουργούν έσοδα επιχειρούν να αξιολογήσουν εάν τα κέρδη ή οι ταμειακές ροές από τα έργα δικαιολογούν την επένδυση που απαιτείται για την υλοποίησή τους. Όσον αφορά τα σχέδια μείωσης του κόστους, οι κανόνες απόφασης εξετάζουν εάν η μείωση του κόστους δικαιολογεί την αρχική επένδυση που απαιτείται για τα έργα.

Τι είναι ο κανόνας της επενδυτικής απόφασης;

Όταν οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν νέες επενδύσεις και σχέδια, πρέπει να αποφασίσουν εάν θα επενδύσουν ή όχι. Έχουμε οδηγηθεί σε αυτή την απόφαση, αλλά οι κανόνες επενδυτικής απόφασης μας επιτρέπουν να επισημοποιήσουμε τη διαδικασία και να καθορίσουμε ποιες προϋποθέσεις πρέπει να πληρούνται για να είναι αποδεκτό ένα σχέδιο. Παρόλο που θα εξετάσουμε ποικίλους κανόνες αποφάσεων σχετικά με τις επενδύσεις σε αυτή την εργασία, αξίζει να έχουμε κατά νου ποια χαρακτηριστικά θα θέλαμε να έχει ένας καλός κανόνας απόφασης επενδύσεων.

Πρώτον, ένας καλός κανόνας επενδυτικής απόφασης πρέπει να διατηρεί μια δίκαιη ισορροπία μεταξύ του να επιτρέπει σε έναν διευθυντή να αναλύει ένα έργο για να επιφέρει υποκειμενικές εκτιμήσεις του στην απόφαση και να διασφαλίσει ότι τα διαφορετικά έργα κρίνονται με συνέπεια. Έτσι, ένας κανόνας επενδυτικής απόφασης που είναι υπερβολικά μηχανικός (μη επιτρέποντας υποκειμενικές εισροές) ή πολύ εύπλαστος (τόσο πολύ ώστε οι διαχειριστές να μπορέσουν να κάμψουν τον κανόνα ώστε να ταιριάζουν με τις προκαταλήψεις τους) δεν είναι ένας καλός κανόνας.

Δεύτερον, ένας κανόνας καλής επενδυτικής απόφασης θα επιτρέψει στην επιχείρηση να προωθήσει τον αναφερόμενο στόχο στην εταιρική χρηματοδότηση, δηλαδή να μεγιστοποιήσει την αξία της επιχείρησης. Τα έργα που είναι αποδεκτά με βάση τον κανόνα απόφασης θα πρέπει να αυξήσουν την αξία της επιχείρησης που τα δέχεται, ενώ τα έργα που δεν πληρούν τις απαιτήσεις θα κατέστρεφαν την αξία της εάν η επιχείρηση επενδύσει σε αυτά.

Τρίτον, ένας κανόνας καλής επενδυτικής απόφασης θα πρέπει να λειτουργεί σε διάφορες επενδύσεις. Οι επενδύσεις μπορούν να είναι επενδύσεις που παράγουν έσοδα (όπως το να ανοίξει κάποιος ένα νέο κατάστημα) ή μπορούν να είναι επενδύσεις εξοικονόμησης κόστους (όπως θα συνέβαινε εάν μία επιχείρηση υιοθετούσε ένα νέο σύστημα διαχείρισης αποθέματος). Ορισμένα έργα έχουν μεγάλα αρχικά έξοδα, ενώ άλλα έργα μπορεί να έχουν κόστη που απλώνονται με την πάροδο του χρόνου. Ένας κανόνας καλής επένδυσης θα δώσει μια απάντηση σε όλα αυτά τα διαφορετικά είδη επενδύσεων.

Πρέπει να υπάρχει μόνο ένας κανόνας της επενδυτικής απόφασης; Παρόλο που πολλές επιχειρήσεις αναλύουν έργα χρησιμοποιώντας ορισμένους διαφορετικούς κανόνες αποφάσεων για επενδύσεις, πρέπει να κυριαρχήσει ένας κανόνας. Με άλλα λόγια, όταν οι κανόνες απόφασης για την επένδυση οδηγούν σε διαφορετικά

συμπεράσματα σχετικά με το εάν το σχέδιο πρέπει να γίνει αποδεκτό ή να απορριφθεί, μόνο ένας κανόνας απόφασης πρέπει να είναι εκείνος που μπορεί να θεωρηθεί ως ο κύριος κανόνας.

Πολλοί από τους παλαιότερους και πλέον καθιερωμένους κανόνες επενδυτικής απόφασης έχουν ληφθεί από τις λογιστικές καταστάσεις και, ειδικότερα, από τα λογιστικά έσοδα. Ορισμένοι από αυτούς τους κανόνες βασίζονται στο εισόδημα των επενδυτών σε μετοχές (δηλαδή στο καθαρό εισόδημα) και άλλοι βασίζονται σε έσοδα εκμετάλλευσης.

Στην παρούσα εργασία, θα αναλύσουμε τις μεθόδους τις οποίες χρησιμοποιούμε για να καταλήξουμε στην απόφαση εάν αξίζει να υλοποιηθεί μία επένδυση ή όχι, τους κανόνες δηλαδή που χρησιμοποιούνται για τη λήψη της επενδυτικής απόφασης. Ακόμα, θα αναλυθεί και η υπόλοιπη εργασία πέραν του χρηματοοικονομικού μέρους, που χρειάζεται να προβεί ένας manager ο οποίος αξιολογεί μία επένδυση που δεν είναι άλλη από τη σύνταξη του Επιχειρηματικού Σχεδίου (Business Plan).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

1.1. ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟΣ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗΣ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑΣ

Μέσα στο συνεχώς ευμετάβλητο φορολογικό τοπίο της χώρας μας, στο ασαφές και αβέβαιο πλαίσιο, στις αλλεπάλληλες τροποποιήσεις, στην επαχθή φορολογία αλλά και σε μία σειρά άλλων παραγόντων που δημιουργούν ένα αρνητικό κλίμα στην οικονομία των επιχειρήσεων, η αξιολόγηση επενδύσεων αποτελεί μια εξαιρετικά σύνθετη εργασία στη χρηματοοικονομική επιστήμη, είναι η έκφραση μιας αναπτυξιακής διαδικασίας που μοιάζει περισσότερο με τέχνη παρά με άσκηση μαθηματικών με προδιαγεγραμμένο αποτέλεσμα (Παπαδόπουλος, 1986).

Η επιλογή και η αξιολόγηση επενδύσεων αποτελεί πρόβλημα που απασχολεί έντονα όχι μόνο τις δημόσιες και ιδιωτικές επιχειρήσεις, αλλά και το ίδιο το κράτος γιατί μια λάθος επένδυση, εξαιτίας της δέσμευσης μεγάλης ποσότητας κεφαλαίου για πολλά χρόνια, μπορεί να έχει σοβαρές συνέπειες και άμεσο αντίκτυπο στα οικονομικά μιας χώρας και κατ' επέκταση στο οικονομικό και το βιοτικό επίπεδο του λαού. (Συριόπουλος, 2010).

Η ανάπτυξη μιας επιχείρησης, ακόμα και η ικανότητά της να παραμείνει ανταγωνιστική και τελικά να επιβιώσει, καθορίζεται από το βαθμό στον οποίο αναζητά ιδέες για τη αναβάθμιση των υπαρχουσών προϊόντων, τη δημιουργία νέων και την ελαχιστοποίηση του λειτουργικού της κόστους. Η διαδικασία της απόφασης για επενδύσεις αποτελείται από τον εντοπισμό, την αξιολόγηση και την επιλογή μεταξύ εναλλακτικών προγραμμάτων, τα οποία δύναται να έχουν μεγάλο αντίκτυπο στο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα της επιχείρησης.

Η απόφαση για μία επένδυση μπορεί να επηρεάσει την επιχείρηση τόσο στις δραστηριότητές της στο γεωγραφικό της χώρο, όσο και στον τρόπο λειτουργίας της. Είναι επιτακτική επομένως η ανάγκη η διαδικασία της επένδυσης να γίνεται σωστά. Διότι, αν η επένδυση αποδειχθεί επιτυχημένη, τότε η επιχείρηση θα απολαμβάνει μεγάλα στρατηγικά και λειτουργικά πλεονεκτήματα. Σε διαφορετική περίπτωση, η επιχείρηση είτε θα χάσει μία μεγάλη ευκαιρία για την ανάπτυξή της, είτε θα έχει σπαταλήσει σημαντικούς πόρους χωρίς κανένα όφελος.

Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις που πρέπει να ερμηνευτούν και να εφαρμοστούν προκειμένου να αναλυθεί και να αξιολογηθεί μια επένδυση σε ένα συγκεκριμένο κλάδο οικονομικής δραστηριότητας στο κοντινό ή απώτερο μέλλον είτε στο εγχώριο είτε στο διεθνές περιβάλλον και συγκεκριμένα, (1) η προσέγγιση της επένδυσης ως μια αυτόνομη λειτουργία ή (2) η προσέγγιση της επένδυσης υπό τη μορφή μιας εταιρικής οντότητας (Συριόπουλος, 2010).

Στην πρώτη προσέγγιση, ο αναλυτής εξετάζει τον τύπο της επένδυσης, τον κίνδυνο, την απόδοση της επένδυσης, τη διαχρονική αξία χρήματος, την ανάλυση ευαισθησίας, τα δένδρα αποφάσεων. Στη δεύτερη προσέγγιση, ο αναλυτής εξετάζει τους αριθμοδείκτες, τον κύκλο κεφαλαίου κίνησης, τις ταμειακές ροές και εκτιμά τη πραγματική αξία της συγκεκριμένης επένδυσης.

Υπάρχουν πολλοί ορισμοί για το τι είναι επένδυση και ορισμένοι είναι οι εξής (Παπαδόπουλος, 1986):

- Με τον όρο επένδυση εννοούμε την τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε άλλα ενεργητικά στοιχεία, τα οποία προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα.
- Επένδυση είναι η απόκτηση και αγορά διαρκούς αγαθού με σκοπό την χρησιμοποίησή του, κατά τη διάρκεια της ζωής του, για την παραγωγή άλλων αγαθών ή υπηρεσιών.
- Επένδυση είναι η αγορά διαρκών αγαθών (π.χ. αγορά μηχανημάτων, γραφείων κλπ.) από μια επιχείρηση που η χρησιμότητά τους υπερβαίνει χρονικά το έτος.
- Επένδυση είναι και η δαπάνη που συμβάλλει στην αύξηση του μελλοντικού δυναμικού μιας επιχείρησης, π.χ. η εκπαίδευση του προσωπικού, η έρευνα αγοράς κ.α.
- Επένδυση είναι η δέσμευση πόρων σήμερα (άμεση και βέβαιη θυσία), για την πραγματοποίηση ωφελειών στο μέλλον κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας και ρίσκου.

Η μετατροπή ρευστού κεφαλαίου όπως είναι τα χρηματικά μέσα σε ακίνητο κεφάλαιο, είναι δηλαδή τα πάγια κεφαλαιουχικά αγαθά και η μετατροπή των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών σε πραγματικές ροές.

Τα στοιχεία που συνθέτουν την έννοια της επένδυσης είναι (Συριόπουλος, 2010):

- Ο φορέας της επένδυσης: φυσικό πρόσωπο (ιδιώτης) ή νομικό πρόσωπο (δημόσιο). Η διαφορά μεταξύ τους είναι ότι το φυσικό πρόσωπο ενδιαφέρεται

κυρίως για την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου, ενώ το νομικό πρόσωπο για άλλους σκοπούς οι οποίοι εμπίπτουν στα πλαίσια της γενικότερης δραστηριότητας αυτών.

- Το αντικείμενο της επένδυσης: το αγαθό στο οποίο επενδύονται πόροι που θα μπορούσαν να διατεθούν αλλού.
- Το κόστος: η στέρηση πόρων για τη χρονική περίοδο που είναι αναγκαία για την πλήρη απόκτηση του διαρκούς αγαθού. Η διάρκεια της χρονικής αυτής περιόδου ποικίλει ανάλογα το είδος της επένδυσης, το μέγεθος αυτής ή άλλων χαρακτηριστικών.
- Οι ωφέλειες που θα αποκομισθούν στο μέλλον. Η επένδυση συνιστά ανταλλαγή μεταξύ τωρινών θυσιών και μελλοντικών ωφελειών και ως αποτέλεσμα προϋποθέτει σύγκριση και κατ' επέκταση την ύπαρξη ενός ή περισσότερων κριτηρίων.

Τα κριτήρια πρέπει να εκφράζουν τους επιδιωκόμενους αντικειμενικούς σκοπούς, δηλ. να είναι συνεπείς αφ' ενός μεν ως προς τις επιδιώξεις του επενδυτή και αφ' ετέρου με τους περιορισμούς στους οποίους υπόκειται. Τα δύο τελευταία στοιχεία εκφράζουν κατ' ουσία την οικονομική έννοια της επένδυσης (Βασιλείου και συν., 2008).

Μια επένδυση μπορεί να πραγματοποιηθεί είτε άμεσα (π.χ. ίδρυση επιχείρησης), είτε έμμεσα (π.χ. αγορά ομολογιών) σε (Βασιλείου και συν., 2008):

- Ατομικό επίπεδο, διότι ο επιχειρηματίας ασχολείται προσωπικά με την επένδυση χρημάτων του, αξιολόγηση πληροφοριών, προσδιορισμού της αξίας των μετοχών κ.λπ.
- Επιχειρηματικό επίπεδο, όταν υπάρχει αποτελεσματική αγορά.
- Εθνικό επίπεδο, όταν υπάρχουν φορείς που λειτουργούν μέσα στο θεσμικό πλαίσιο της χώρας και είναι εξουσιοδοτημένοι οργανισμοί, π.χ. εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου.

Από τον ορισμό της επένδυσης προκύπτει ότι τα χαρακτηριστικά στοιχεία αυτής είναι:

1. Η διάρκεια ζωής που εξαρτάται:

α) Από την τεχνική ανάπτυξη,

β) από τα χαρακτηριστικά των μεταγενέστερων διαρκών αγαθών,

γ) από την εξέλιξη των προτιμήσεων των ατόμων και

δ) τις μεταβολές διαφόρων οικονομικών μεγεθών (π.χ. τιμές).

Επίσης αξίζει στο σημείο αυτό να αναφερθεί και η ελάχιστη διάρκεια ζωής μιας επένδυσης, που είναι η χρονική περίοδος μετά το πέρας της οποίας αν εγκαταλειφθεί ή αντικατασταθεί η επένδυση, δεν προκαλείται απώλεια χρήματος.

2. Οι θυσίες για την απόκτηση και εκμετάλλευση του διαρκούς αγαθού κατά τη διάρκεια της ζωής του. Με τον όρο θυσίες εννοούμε το κόστος της επένδυσης και τις δαπάνες εκμετάλλευσής της (π.χ. μισθοί, πρώτες ύλες).

3. Οι άμεσες ή έμμεσες ωφέλειες. Άμεσες, γιατί περιέχουν όλα τα έσοδα από την πώληση αγαθών και υπηρεσιών της επένδυσης. Έμμεσες, γιατί περιλαμβάνουν όλες τις θετικές αναπτυξιακές επιδράσεις και επιπτώσεις, όπως π.χ. η χρησιμοποίηση υπηρεσιών/αγαθών για την ανάπτυξη άλλων δραστηριοτήτων της επιχείρησης.

4. Η ημερομηνία πραγματοποίησης της επένδυσης.

Επενδυτική συμπεριφορά

Στη χώρα μας που πλήττεται από μία εκ των χειρότερων κρίσεων της σύγχρονης οικονομικής της ιστορίας, η συμπεριφορά των επενδύσεων είναι καθοριστική για τη ανάπτυξη στο εγγύς μέλλον. Η καταναλωτική δαπάνη θα εξακολουθήσει να έχει περιορισμούς προερχόμενους από το πρόγραμμα δημοσιονομικής σταθεροποίησης και από την ανεργία. Η εξωτερική ζήτηση ελάχιστα μπορεί να συμβάλει βραχυπρόθεσμα, λόγω της χαμηλής αρχικής της συμμετοχής στο ΑΕΠ της χώρας. Τα στοιχεία των τελευταίων ετών δείχνουν ότι διανύουμε έναν μαρασμό των επενδύσεων και παρατηρήθηκε στο επίπεδο της οικονομίας καθαρή μείωση του αποθέματος του φυσικού κεφαλαίου.

Η συμπεριφορική χρηματοοικονομική ως επιστήμη αποτελεί κράμα στοιχείων από άλλες κοινωνικές επιστήμες, όπως ψυχολογία, κοινωνιολογία και ανθρωπολογία. Για την κατανόηση της συμπεριφοράς των χρηματοοικονομικών αγορών και των κρίσεων που ξεκινούν από τις αποφάσεις των ανθρώπων, δεν είναι πάντα αυτό κατάληξη μιας ορθολογικής διαδικασίας, αλλά αποτελεί κατεύθυνση συναισθηματικών και ψυχολογικών παραγόντων και περιορισμών. Έτσι κάθε επένδυση είναι απόρροια μιας διαδικασίας λήψεως αποφάσεων που περιλαμβάνει πλήθος στοιχείων που σχετίζονται με την ψυχολογία του επενδυτή.

Κάποια στοιχεία είναι κοινά σε όλους και κάποια άλλα αφορούν την προσωπικότητα και το χαρακτήρα του καθενός. Μια μεγάλη μερίδα επενδυτών αγνοεί την ψυχολογική διάσταση των επενδυτικών τους αποφάσεων και έτσι παρασύρεται

και οδηγείται σε λανθασμένες επενδυτικές κινήσεις κάτω από πολύπλοκες συνθήκες υψηλής αβεβαιότητας, οι οποίες «αποκλείουν τη χρήση σταθερών κανόνων και προϋποθέτουν τη χρήση του ενστίκτου» από την πλευρά του ατόμου που λαμβάνει την απόφαση (Συριόπουλος, 2010).

Με τον όρο οικονομική απόφαση εννοούμε τη λήψη αποφάσεων που σχετίζεται με το χρήμα, το χρόνο και την προσπάθεια που απαιτείται για την απόκτηση και δημιουργία αγαθών, υπηρεσιών και την επιλογή μιας επένδυσης που θα αποφέρει μελλοντικά οφέλη. Η λήψη οικονομικών αποφάσεων επηρεάζεται από προσωπικούς, πολιτιστικούς, περιστασιακούς και εν γένει οικονομικούς παράγοντες (Παπαδόπουλος, 1986).

Ο επενδυτής πριν προχωρήσει σε μια επένδυση πρέπει να έχει κατά νου ότι δεν υπάρχει επένδυση χωρίς ρίσκο και να λάβει υπόψη του την ύπαρξη διαφόρων κινδύνων, όπως φυσικοί, τεχνολογικοί, οικονομικοί, πολιτικοί, γεωπολιτικοί κτλ που προκύπτουν από το ρίσκο που αναλαμβάνει. Προκειμένου να μεγιστοποιηθεί η αναμενόμενη απόδοση και να ελαχιστοποιηθεί ο κίνδυνος, η χρηματοοικονομική επιστήμη έχει αναπτύξει χρήσιμα επενδυτικά εργαλεία, όπως είναι η θεωρία χαρτοφυλακίου κ.λπ. (Συριόπουλος, 2010).

Μια ρήση της Wall Street λέει ότι «οι αγορές επηρεάζονται από δύο παράγοντες: τον φόβο και την απληστία». Αν αυτό αληθεύει, τότε η κατηγοριοποίηση αυτή είναι ιδιαίτερα υπεραπλουστευμένη, διότι ο φόβος και η απληστία ως συναισθήματα είναι αδύνατον να περιγράψουν ακριβώς το πλήθος των συναισθημάτων που επηρεάζουν τα άτομα κατά τη λήψη των επενδυτικών αποφάσεων.

Οι επενδυτές καθώς και οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων αντιμετωπίζουν τον κίνδυνο να διαπράξουν επενδυτικά σφάλματα, όπως το σφάλμα οικειότητας, το σφάλμα διατύπωσης, την αποστροφή απώλειας, την υπεραντίδραση και την υποαντίδραση σε έκτακτα γεγονότα, την υπερβολική εμπιστοσύνη στις ικανότητές τους, την υπερβολική αντίδραση των μέσων ενημέρωσης σε διάφορα γεγονότα κτλ. Η κατανόηση της ύπαρξης αυτών των ψυχολογικών σφαλμάτων σε συνδυασμό με την χρηματοοικονομική μπορεί να βοηθήσουν τους επενδυτές να αντιμετωπίσουν ακραίες καταστάσεις και να πάρουν καλύτερες επενδυτικές αποφάσεις. Χαρακτηριστικό παράδειγμα υπερβολής που ζούμε όλοι είναι τόσο τα υψηλά spreads των ελληνικών δεκαετών ομολόγων όσο και η ενασχόληση της εγχώριας πολιτικής και όλης της παγκόσμιας οικονομικής ειδησεογραφίας με το ύψος των spreads, ενώ η σπουδαιότητα των γεγονότων είναι αλλού (Παπαδόπουλος, 1986).

1.2. ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η σημασία της κατηγοριοποίησης των επενδύσεων έχει χρηματοδοτικό και φορολογικό ενδιαφέρον, και απαιτείται διαφορετικός σχεδιασμός για κάθε τομέα και κατηγορία επενδύσεων. Οι κατηγορίες των επενδύσεων διαφοροποιούνται ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται για το διαχωρισμό τους. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής κατηγορίες επενδύσεων (Βασιλείου και συν., 2008):

- Ανάλογα με το φορέα πραγματοποίησης της επένδυσης, οι επενδύσεις διακρίνονται σε ιδιωτικές, δημόσιες ή μικτές. Να σημειωθεί ότι οι ιδιωτικές επενδύσεις από την άποψη της χρηματοδότησης διακρίνονται σε εγχώριες και ξένες.

- Ανάλογα με τον κλάδο παραγωγής (πρωτογενή, δευτερογενή και τριτογενή παραγωγή), οι επενδυτικές δραστηριότητες διακρίνονται σε (Συριόπουλος, 2010):

- ✓ αγροτικές
- ✓ επενδύσεις μεταλλείων
- ✓ βιομηχανικές
- ✓ ενεργειακές
- ✓ τουριστικές
- ✓ μεταφορών - επικοινωνίας
- ✓ ναυτιλιακές κ.τ.λ.

- Ανάλογα με το σκοπό για τον οποίον πραγματοποιούνται, οι επενδύσεις διακρίνονται σε (Βασιλείου και συν., 2008):

- ✚ Κερδοσκοπικές επενδύσεις που στόχο τους έχουν την επίτευξη του άμεσου ή έμμεσου κέρδους της επιχείρησης και σε μη κερδοσκοπικές επενδύσεις που γίνονται κυρίως από το δημόσιο φορέα και αποσκοπούν στη δημιουργία καλύτερων συνθηκών διαβίωσης, την βελτίωση των κοινωνικών προβλημάτων, αλλά και στην κάλυψη των εξόδων λειτουργίας του κράτους.

- ✚ Επενδύσεις παραγωγικότητας, δηλαδή επενδύσεις αντικατάστασης, ανανέωσης του εξοπλισμού και εκσυγχρονισμού της επιχείρησης με σκοπό τη βελτίωση των επιδόσεων του παραγωγικού μηχανισμού της επιχείρησης και την μείωση του κόστους παραγωγής.

- ✚ Επενδύσεις ανάπτυξης που συντελούν στην αύξηση της εμπορικής και παραγωγικής ικανότητας και στην δημιουργία νέων δραστηριοτήτων της επιχείρησης.
 - ✚ Επενδύσεις γοήτρου, οι οποίες ενισχύουν την κοινωνική προβολή της επιχείρησης και τη διαπραγματευτική της ικανότητα συμβάλλοντας στην αύξηση του πελατολογίου.
 - ✚ Κοινωνικές επενδύσεις οι οποίες εστιάζουν στο ανθρώπινο κεφάλαιο και την κοινωνική συνοχή.
 - ✚ Επενδύσεις στρατηγικής φύσεως, αμυντικής ή επιθετικής.
- Ανάλογα με τον χρόνο κατασκευής και εκμετάλλευσης, οι επενδύσεις διακρίνονται σε βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες
 - Ανάλογα με τη φύση του παραγόμενου αγαθού, οι επενδύσεις διακρίνονται σε υλικές και άυλες. Υλική επένδυση, όπως η αγορά ενός μηχανήματος και άυλη επένδυση, όπως η εκπαίδευση του προσωπικού.
 - Ανάλογα με την γεωγραφική τους κάλυψη, οι επενδύσεις διακρίνονται σε περιφερειακές, εθνικές, πολυεθνικές και σε κοινοτικές.
 - Ανάλογα με τον κίνδυνο που διατρέχουν, οι επενδύσεις διακρίνονται σε απολύτως εξασφαλισμένες έναντι κινδύνων και αβεβαιότητας, χαμηλού κινδύνου και υψηλού κινδύνου.
 - Ανάλογα με το μέγεθος, οι επενδύσεις διακρίνονται σε μικρές, μεσαίες και μεγάλες με έντονες αναπτυξιακές επιπτώσεις που λέγονται και στρατηγικές επενδύσεις.
 - Ανάλογα με το βαθμό οικονομικής εξάρτησης μεταξύ τους, οι επενδύσεις διακρίνονται σε (Βασιλείου και συν., 2008):
 - ✓ Ασυμβίβαστες, όπου η πραγματοποίηση της μιας επένδυσης αποκλείει την άλλη για λόγους τεχνικούς ή λόγω κάλυψης της ανάγκης ή του σκοπού.
 - ✓ Ανεξάρτητες, όπου η πραγματοποίηση της μιας επένδυσης δεν επηρεάζει την πραγματοποίηση της άλλης.
 - ✓ Συμπληρωματικές, όπου η πραγματοποίηση της μιας επένδυσης αποτελεί προϋπόθεση της άλλης, δηλαδή υπάρχει αλληλεξάρτηση μεταξύ των

επενδύσεων, έτσι ώστε τα αναμενόμενα έσοδα ή οι δαπάνες της μιας να επηρεάζονται από την πραγματοποίηση ή μη της άλλης ή των άλλων.

Τα κριτήρια αυτά δεν είναι τα μοναδικά που υπάρχουν, αντίθετα υπάρχει πληθώρα κριτηρίων και κατηγοριών επενδύσεων.

1.3. ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Στόχος μιας επιχείρησης πέρα από την επιβίωση της, είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους. Προκειμένου να το επιτύχει αυτό, είναι σημαντικό να υπάρχει μια αξιολογη και ισορροπημένη ανάπτυξη. Αυτή η ανάπτυξη επιτυγχάνεται μέσω των επενδύσεων που αποβλέπουν στον πολλαπλασιασμό των κεφαλαίων της. Η υλοποίηση των επενδύσεων αποτελεί βασικό μοχλό τόσο για την επίλυση οικονομικών προβλημάτων, όσο και για την τόνωση της οικονομίας (Βασιλείου και συν., 2008).

Σκοπός της επένδυσης είναι η επίτευξη της κερδοφορίας της επιχείρησης, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας, η αύξηση της παραγωγικότητάς της και της εξωστρέφειας της. Επιπλέον η επένδυση αποτελεί σημαντικό παράγοντα για την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη, που η έλλειψη της ειδικά σε περιόδους κρίσης αποτελεί περιοριστικό παράγοντα ανάπτυξης.

«Η επένδυση στην έρευνα και στην καινοτομία αποτελεί τη μόνη ασφαλή επιλογή για την οικονομική ανάπτυξη της χώρας» όπως υποστήριξε ο πρόεδρος του ΣΕΒ Θόδωρος Φέσσας κατά τη διάρκεια εκδήλωσης με θέμα τις καινοτόμες επιχειρήσεις «Experience Sharing Workshop for Growth of Innovative Industries» που πραγματοποιήθηκε το 2014¹. Αξίζει να σημειωθεί ότι το κράτος, κατανοώντας την σπουδαιότητα των επενδύσεων στις επιχειρήσεις και στοχεύοντας να επιταχύνει τον ρυθμό ανάπτυξης τους, τις βοηθάει με διάφορους αναπτυξιακούς νόμους και κοινοτικά προγράμματα.

1.4. ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΗ ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

Είναι πολύ δύσκολο να δοθεί ένας ακριβής και ικανοποιητικός ορισμός για την έννοια του επενδυτή. Επιπλέον συχνά στην καθημερινότητα μας ο όρος του επενδυτή συγχέεται με τον όρο του κερδοσκόπου και του τζογαδόρου.

¹ <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/886993/th-fessas-i-ependusi-stin-kainotomia-moni-asfalisepilogi-gia-tin-anaptuksi>

Με τον όρο επενδυτής εννοούμε το φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αγοράζει περιουσιακά στοιχεία με σκοπό την επίτευξη του κέρδους. Επενδυτής δεν θεωρείται μόνο αυτός που κάνει προσωπικές συναλλαγές, αλλά και αυτός που ενεργεί για λογαριασμό τρίτων, όπως π.χ. οι χρηματιστές και οι διαχειριστές αμοιβαίων κεφαλαίων. Ένας επενδυτής επιδιώκει να ελαχιστοποιήσει τον κίνδυνο μεγιστοποιώντας τις αποδόσεις του, σε αντίθεση ένας κερδοσκόπος είναι πρόθυμος να ρισκάρει υψηλότερο επίπεδο κινδύνου για υψηλότερα κέρδη (Συριόπουλος, 2010).

Σε δήλωση της Goldman Sachs αναφέρεται ότι: «η αγορά αποτελεί εξαιρετικό πεδίο κερδοσκοπίας που δίνει τη δυνατότητα σε αυτούς που θεωρούν ότι επιτελούν «έργο θεού», την επίτευξη μεγάλων κερδών με μικρό σχετικά κεφάλαιο, χωρίς ενδοιασμούς και ηθικούς φραγμούς». Άλλωστε, πως είναι δυνατόν να μην υπάρξει κερδοσκοπία όταν δεν υπάρχει νομοθεσία που να απαγορεύει τη χρήση των παραγώγων για κερδοσκοπικούς λόγους ώστε να αποτρέπεται το ατελείωτο παιχνίδι τζόγου.

Το Επιχειρηματικό Σχέδιο (Ε.Σ.), αν και συνώνυμο της έννοιας της επένδυσης, έχει διαφορετικό περιεχόμενο. Ενώ επένδυση είναι η συνολική δαπάνη, το Ε.Σ. είναι η ολοκληρωμένη μελέτη σχεδιασμού της επένδυσης. Δηλαδή, αποτελεί τον λεπτομερή σχεδιασμό μιας επιχειρηματικής ιδέας και είναι μια αναγκαία διαδικασία που ενδείκνυται να προηγείται της υλοποίησής της και της έναρξης των δραστηριοτήτων μιας νεοσύστατης επιχείρησης. Είναι το εργαλείο, μέσω του οποίου ο επιχειρηματίας καλείται να πείσει τους υποψήφιους χρηματοδότες για την επιχειρηματική ευκαιρία που παρουσιάζεται και για την αγορά στην οποία στοχεύει. Είναι μία πρακτική που βοηθά την επιχείρηση να αποκρυσταλλώσει τις ιδέες και να επικεντρώσει η επιχείρηση την προσοχή της στην εκτέλεση των κατάλληλων ενεργειών ώστε να υλοποιηθούν οι ιδέες αυτές (Συριόπουλος, 2010).

Το σχέδιο επένδυσης είναι «μια πολύ σύνθετη και περίπλοκη διαδικασία που απαιτεί μια σειρά από καλά σχεδιασμένες ενέργειες που συνεπάγονται κόστη, που θα έχει ορισμένο χρόνο ζωής και θα παράγει ή θα παρέχει αγαθά ή υπηρεσίες με συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, τα οποία ζητούνται στην εσωτερική ή εξωτερική αγορά». Ένας άλλος ορισμός για το επενδυτικό σχέδιο είναι η ολοκληρωμένη σύλληψη, η περιγραφή, η ανάλυση, η αξιολόγηση και σχεδίαση μιας επένδυσης με οργανωμένο και διαρθρωμένο τρόπο (Βασιλείου και συν., 2008).

1.5. ΣΤΑΔΙΑ ΚΑΙ ΦΑΣΕΙΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

Το επενδυτικό σχέδιο δεν καταστρώνεται μόνο από μία νεοσύστατη επιχείρηση, αλλά και από ήδη υφιστάμενες επιχειρήσεις, όταν αυτές βρίσκονται σε στάδιο αναδιοργάνωσης, βελτίωσης της παραγωγικής τους δυναμικότητας και προσαρμογής τους στα νέα παραγωγικά δεδομένα. Μέσα από τη σύνθετη διαδικασία της σύνταξης του δύναται ακόμα και ο ίδιος ο επιχειρηματίας να επαναξιολογήσει την ιδέα του και να κατορθώσει έτσι να κάνει τις αναγκαίες βελτιώσεις ώστε να καταστεί εμπορικά υλοποιήσιμη. Σε αυτό, περιγράφεται με σαφήνεια η διοικητική ομάδα, η στρατηγική της επιχείρησης, τα απαιτούμενα κεφάλαια για την υλοποίηση της επένδυσης, η αγορά και ο ανταγωνισμός. Επιπλέον απεικονίζονται οι ιδέες και οι στόχοι της επιχείρησης με τον πιο σαφή τρόπο, έτσι ώστε οι μελλοντικοί επενδυτές να μπορούν να αξιολογήσουν την επενδυτική ευκαιρία, αλλά και να αποτελεί ένα εξαιρετικά χρήσιμο εργαλείο για τη διοίκηση μίας επιχείρησης, αφού δίνει μία ξεκάθαρη εικόνα για την αγορά, τους πελάτες και τους ανταγωνιστές της, παρουσιάζει τα δυνατά σημεία, τις αδυναμίες και τους στόχους της επιχείρησης και αποτελεί τη βάση με την οποία θα συγκριθούν τα πραγματοποιηθέντα αποτελέσματα και γενικότερα η πορεία της επιχείρησης (Βασιλείου και συν., 2008).

Η προετοιμασία του Ε.Σ. απαιτεί πολύ κόπο και χρόνο γιατί πρέπει να μελετηθούν τα εξής δεδομένα: η αγορά, ο ανταγωνισμός, οι πελάτες, καθώς και οι ιδιαιτερότητες της επιχείρησης και για να χαρακτηριστεί ως επιτυχημένο το πλάνο πέραν του ότι πρέπει να ανταποκρίνεται στις απαιτήσεις της επιχείρησης ή της επιχειρηματικής ιδέας, πρέπει να περιγράφεται η σημερινή κατάσταση και να προβλέπεται η μελλοντική πορεία της επένδυσης, αφού προηγουμένως θα πρέπει να έχουν απαντηθεί τρία βασικά ερωτήματα: α) πού βρίσκεται η επιχείρηση, β) πού θέλει να πάει και γ) πώς θα πάει εκεί (Συριόπουλος, 2010).

Για την κατάρτιση του δεν υπάρχει συγκεκριμένος τρόπος πέρα από ότι πρέπει να είναι έξυπνος και το περιεχόμενό του θα πρέπει να είναι σαφές και κατανοητό, σύντομο και περιεκτικό, αληθινό και ακριβές στα χρηματοοικονομικά στοιχεία, ευπαρουσίαστο και χωρίς λάθη, εφικτό και ρεαλιστικό στους στόχους που θέτει και με συγκεκριμένο χρόνο υλοποίησης.

Οι φάσεις και τα στάδια που θα πρέπει ο εκάστοτε επιχειρηματίας να περάσει προκειμένου να αναπτύξει το επενδυτικό σχέδιο συνοπτικά είναι τα εξής (Βασιλείου και συν., 2008):

- ✓ **Στάδιο 1:** Ανάλυση επιχειρηματικής δέσμευσης, σε αυτό το στάδιο ο επιτηδευματίας θα πρέπει να είναι βέβαιος για την ιδέα του και αποφασισμένος να την υλοποιήσει.
- ✓ **Στάδιο 2:** Ανάλυση του επιχειρηματικού προφίλ, ο επιχειρηματίας θα πρέπει να γνωρίζει τα μειονεκτήματα και πλεονεκτήματα του, να είναι σίγουρος για τις γνώσεις του, τις δεξιότητες του και την εμπειρία που κατέχει.
- ✓ **Στάδιο 3:** Ανάλυση των προϊόντων και των υπηρεσιών της επιχείρησης, στο σημείο αυτό ο επιχειρηματίας θα πρέπει να απαντήσει εάν το προϊόν είναι μοναδικό, δεν είναι επαναλήψιμο με μικροδιαφορές. Μα το πιο σημαντικό θα πρέπει να απαντήσει στα εξής ερωτήματα όπως ποιο είναι το προϊόν, σε ποια τιμή θα το διαθέσει, τι θα χρειαστεί ως πρώτες ύλες για να το παράγει, σε τι ποσότητες, με ποιο τρόπο θα το προωθήσει στην αγορά και αν είναι έτοιμη η αγορά.
- ✓ **Στάδιο 4:** Ανάλυση των φάσεων εργασίας για την παραγωγή του προϊόντος, δηλαδή ο καθορισμός της παραγωγικής διαδικασίας, του εξοπλισμού, των θέσεων εργασίας και των ηλεκτρομηχανικών εγκαταστάσεων.
- ✓ **Στάδιο 5:** Έρευνα αγοράς και ανταγωνισμού, ο επιχειρηματίας σε αυτό το στάδιο θα πρέπει να προβεί σε μια εκτεταμένη έρευνα αγοράς σχετικά με το μελλοντικό του πελατολόγιο, τον ανταγωνισμό του κλάδου που ανήκει, την τεχνολογία και την οικονομία.
- ✓ **Στάδιο 6:** Αναμενόμενος τζίρος, στο στάδιο αυτό ο επιχειρηματίας θα πρέπει να εκτιμήσει τι ποσοστό από την αγορά θα κερδίσει.
- ✓ **Στάδιο 7:** Ανάλυση τόπου εγκατάστασης, ο επιτηδευματίας θα πρέπει να εκτιμήσει τις κτιριακές εγκαταστάσεις, τους αποθηκευτικούς χώρους και να διαμορφώσει ανάλογα το περιβάλλον χώρο.
- ✓ **Στάδιο 8:** Καταγραφή αναγκών παραγωγικού και λοιπού εξοπλισμού
- ✓ **Στάδιο 9:** Έρευνα για χρηματοδότηση από ίδια κεφάλαια, κρατικές επιχορηγήσεις, επιδοτήσεις Ε.Ε., δανεισμό, πίστωση.

1.6 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΖΟΥΝ ΤΗΝ ΑΠΟΦΑΣΗ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΜΙΚΡΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΕΠΙΠΕΔΟ.

Οι παράγοντες εκείνοι, που κρίνουν εάν θα πραγματοποιηθεί μία επένδυση ή όχι σε επίπεδο επιχείρησης είναι οι παρακάτω:

Τεχνολογικές Μεταβολές και Καινοτομίες: Η εξέλιξη της τεχνολογίας και οι καινοτομίες, προσφέρουν αύξηση των νέων παραγωγικών δυνατοτήτων και συνεπώς αυξημένες αποδόσεις των επενδύσεων.

Μελλοντικές Καταναλωτικές Προτιμήσεις: Οι προτιμήσεις των καταναλωτών και οι ανάγκες τους, αποτελούν τους παράγοντες που προσδιορίζουν τα προϊόντα που παράγουν οι επιχειρήσεις. Σε περίπτωση όπου οι καταναλωτές στραφούν στην επιθυμία άλλων προϊόντων, απαιτείται από την επιχείρηση επένδυση σε κεφαλαιουχικά αγαθά για την παραγωγή αυτών.

Προσδοκώμενη Μελλοντική Ζήτηση: Όταν η επιχείρηση εκτιμά ότι θα υπάρξει αύξηση στη ζήτηση των προϊόντων της, επενδύει σε κεφαλαιουχικά αγαθά ώστε να διευρύνει την παραγωγική της βάση.

Δαπάνη Ανάλυσης Επένδυσης: Όσο πιο χαμηλό είναι το κόστος της δαπάνης για την υλοποίηση της επένδυσης, τόσο πιο ελκυστική γίνεται η επένδυση. Για την ανάληψη ενός επενδυτικού έργου, θα πρέπει η προσδοκώμενη απόδοσή του να υπερβαίνει το ευκαιριακό κόστος των κεφαλαίων που θα δεσμευθούν. Η Μέση Απόδοση Επένδυσης (ΜΑΕ) υπολογίζεται με διαίρεση του Μέσου Καθαρού Κέρδους (ΜΚΚ) με την Αρχική Επένδυση (ΑΕ).

$$MAE = \frac{MKK}{AE}$$

Επιτόκιο: Η επένδυση εξαρτάται από το πραγματικό επιτόκιο, επειδή το επιτόκιο είναι το κόστος του δανεισμού. Η ποσότητα δηλαδή της επένδυσης, εξαρτάται από το

πραγματικό επιτόκιο το οποίο μετρά το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση της επένδυσης. Ένα χαμηλό επιτόκιο, δημιουργεί ευνοϊκές συνθήκες για την πραγματοποίηση μίας επένδυσης, σε αντίθεση με ένα υψηλό επιτόκιο.

Εισόδημα: Οι επενδύσεις που επιφυλάσσουν μεγαλύτερο μέσο εισόδημα σε σχέση με άλλες, κρίνονται θετικά διότι υπάρχουν περισσότερες πιθανότητες να χρησιμοποιηθούν για επανεπένδυση ή κατανάλωση κεφάλαια από το πλεονάζων εισόδημα.

Προσδοκώμενη Φορολογική Πολιτική: Η φορολογική νομοθεσία επηρεάζει τα επιχειρηματικά κίνητρα και αποτελεί βασικό παράγοντα στη λήψη απόφασης υλοποίησης μίας επένδυσης. Ένα σταθερό και ευνοϊκό φορολογικό σύστημα αποτελεί πόλο έλξης για τις επενδύσεις και λειτουργεί θετικά για αυτές, σε αντίθεση με ένα φορολογικό σύστημα το οποίο μεταβάλλεται συνεχώς και δημιουργεί αστάθεια προκαλώντας προβλήματα στις επενδύσεις.

Αναμενόμενο Ύψος των Μισθών και των Πρώτων Υλών: Όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των μισθών και των πρώτων υλών, τόσο μεγαλύτερο θα είναι και το κόστος που θα έχει η επιχείρηση. Όσο αυξάνεται το κόστος της επένδυσης, τόσο ελαττώνονται οι επενδυτικές ευκαιρίες που αναλαμβάνονται.

Υπάρχον Απόθεμα Κεφαλαιουχικού Εξοπλισμού: Εάν υπάρχει αρκετό απόθεμα κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, το οποίο καλύπτει τις ανάγκες (υπάρχουσες και μελλοντικές) της επιχείρησης, η ζήτηση για νέες επενδύσεις είναι μειώνεται.

Ψυχολογία: Ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες στις επενδύσεις, είναι η ψυχολογία που υπάρχει στην αγορά και επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τη ψυχολογία των ανθρώπων (καταναλωτών και επενδυτών). Εάν κάποιος παράγοντας επιφέρει αρνητική ψυχολογία, δυσχεραίνεται η πραγματοποίηση επενδύσεων και μειώνεται η καταναλωτική κίνηση. Αυτό συμβαίνει ακόμα και στις περιπτώσεις που οι άνθρωποι (επενδυτές / καταναλωτές) διαθέτουν χρηματικά κεφάλαια.

Κοινωνικοπολιτική Κατάσταση: Το ευρύτερο κοινωνικό και πολιτικό περιβάλλον, επηρεάζει θετικά ή αρνητικά τις επενδύσεις. Η κοινωνικοπολιτική κατάσταση μπορεί να επηρεάσει ακόμα και την ψυχολογία και την φορολογία, με αποτέλεσμα να κατέχει μεγάλη βαρύτητα στη λήψη απόφασης υλοποίησης μίας επένδυσης. Η κατάσταση αυτή, αποτελεί ακόμα πιο ιδιαίτερο παράγοντα όταν πρόκειται για ξένους επενδυτές μίας χώρας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

Οι βασικές μεταβλητές που χρησιμοποιούνται στη μελέτη και επίλυση των προβλημάτων των οικονομικών μαθηματικών είναι το κεφάλαιο, ο χρόνος, ο τόκος και το επιτόκιο.

- **Κεφάλαιο** (C) είναι κάθε οικονομικό αγαθό που μετράται σε χρηματικές μονάδες και χρησιμοποιείται για ‘παραγωγικούς’ σκοπούς. Σύμφωνα με τον ορισμό αυτό, το χρηματικό ποσό που είναι διαθέσιμο για επένδυση αποτελεί κεφάλαιο, ενώ αυτό που φυλάσσεται αχρησιμοποίητο (‘κάτω από το στρώμα’) και δεν δίνεται στην παραγωγική διαδικασία δεν θεωρείται κεφάλαιο.
- **Χρόνος** (t) λέγεται το χρονικό διάστημα της παραγωγικής χρησιμοποίησης του κεφαλαίου. Ο χρόνος μπορεί να είναι διακριτή μεταβλητή, να παίρνει δηλαδή τιμές της μορφής 0, 1, 2, ... χρονικών περιόδων (ετών, εξαμήνων, τριμήνων, ...) ή συνεχής μεταβλητή, να παίρνει δηλαδή τιμές από το διάστημα $[0, +\infty)$.
- **Τόκος** (I) λέγεται η αύξηση του κεφαλαίου, κατά το χρονικό διάστημα της παραγωγικής του ικανότητας. Ο τόκος αποτελεί ένα είδος αποζημίωσης για τη χρήση ή εκμετάλλευση του χρηματικού ποσού που χρησιμοποιήθηκε στην παραγωγική διαδικασία και απέφερε κάποιο έσοδο σε αυτόν που το χρησιμοποίησε.
- **Επιτόκιο** (r) είναι ο τόκος μιας νομισματικής μονάδας στη μονάδα του χρόνου. Το επιτόκιο αναφέρεται σε ορισμένη μονάδα χρόνου (συνήθως το έτος, αλλά και εξάμηνο, τρίμηνο, ...) και συνήθως γράφεται ως ποσοστό επί τοις εκατό (%). Τονίζεται ότι το επιτόκιο που διαμορφώνεται στην οικονομία είναι ανεξάρτητο της υποκειμενικής διαχρονικής προτίμησης κατανάλωσης του καθενός από εμάς.

Οποιαδήποτε εξίσωση περιλαμβάνει ως μεταβλητή το επιτόκιο αποτελεί εξίσωση αξίας γιατί απεικονίζει μια ισοδυναμία μεταξύ δύο χρηματικών ποσών σε μια κοινή ημερομηνία.

Το άθροισμα $C+I$, που προκύπτει από την ενσωμάτωση του τόκου I στο κεφάλαιο C λέγεται τελική αξία ή **μελλοντική αξία** του κεφαλαίου και συμβολίζεται με FV . Η ενσωμάτωση του τόκου στο κεφάλαιο από το οποίο προέκυψε λέγεται

κεφαλαιοποίηση, ενώ ο τρόπος υπολογισμού της τελικής αξίας ενός κεφαλαίου είναι συνάρτηση του ποιο από τα διάφορα συστήματα κεφαλαιοποίησης εφαρμόζεται.

Υπάρχουν δύο συστήματα κεφαλαιοποίησης σε ευρεία χρήση, ανάλογα με το πότε προκύπτει η ενσωμάτωση του τόκου στο κεφάλαιο:

- **Απλή κεφαλαιοποίηση** είναι εκείνο το σύστημα στο οποίο ο τόκος ενσωματώνεται στο κεφάλαιο μόνο στο τέλος του χρονικού διαστήματος που το κεφάλαιο έχει επενδυθεί.
- **Σύνθετη κεφαλαιοποίηση ή ανατοκισμός** είναι εκείνο το σύστημα στο οποίο ο τόκος ενσωματώνεται στο κεφάλαιο (κεφαλαιοποιείται) στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου (π.χ., έτος, εξάμηνο, κ.λπ.) στην οποία υποδιαιρείται το χρονικό διάστημα επένδυσης. Κατά συνέπεια το κεφάλαιο της επομένης περιόδου ισούται με το κεφάλαιο της παρούσης πλέον τους τόκους αυτής της περιόδου.

2.1 ΔΙΑΧΡΟΝΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

Η αρχή της χρονικής αξίας του χρήματος - η αντίληψη ότι ένα συγκεκριμένο χρηματικό ποσό είναι πιο πολύτιμο όσο πιο σύντομα λαμβάνεται, λόγω της ικανότητάς του να κερδίζει τόκους - είναι το θεμέλιο για πολλές εφαρμογές στη χρηματοδότηση των επενδύσεων.

Με άλλα λόγια, Διαχρονική Αξία του Χρήματος (Time Value of Money) σημαίνει ότι ένα ποσό χρημάτων σήμερα έχει μεγαλύτερη αξία από το ίδιο ποσό χρημάτων αύριο. Δηλαδή, ένα ευρώ σήμερα αξίζει περισσότερο από ένα ευρώ ένα χρόνο μετά ή αλλιώς, ένα ευρώ σήμερα ισοδυναμεί με περισσότερο από ένα ευρώ μετά από ένα χρόνο. Αυτό γίνεται ευκολότερα κατανοητό εάν λάβει κανείς υπ' όψιν τις έννοιες της μελλοντικής και παρούσας αξίας.

Βασική αρχή της χρονικής αξίας είναι η έννοια των επιτοκίων. Ένας δανειολήπτης που λαμβάνει χρήματα σήμερα για κατανάλωση πρέπει να επιστρέψει το κεφάλαιο συν ένα επιτόκιο που αντισταθμίζει τον δανειστή. Τα επιτόκια καθορίζονται στην αγορά και επιτρέπουν την εξίσωση των σχέσεων με τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης. Με άλλα λόγια, σε ένα περιβάλλον όπου το επιτόκιο που καθορίζεται από την αγορά είναι 10%, θα λέγαμε ότι ο δανεισμός 1.000 ευρώ σήμερα ισοδυναμεί με την επιστροφή 1.100 ευρώ σε ένα χρόνο από τώρα. Εδώ

αναφέρεται και άλλος τρόπος: αρκετοί δανειολήπτες είναι εκεί έξω που απαιτούν 1.000 ευρώ σήμερα και είναι πρόθυμοι να πληρώσουν πίσω 1.100 ευρώ σε ένα έτος και αρκετοί επενδυτές είναι εκεί έξω πρόθυμοι να προμηθεύσουν 1.000 ευρώ τώρα και οι οποίοι θα χρειαστούν 1.100 ευρώ σε ένα χρόνο, ισοτιμία επί των τιμών.

Γενικά, ο πιο βασικός τύπος της Χρονικής Αξίας του Χρήματος λαμβάνει υπόψη τις ακόλουθες μεταβλητές:

FV = Μελλοντική αξία του χρήματος

PV = Παρούσα αξία του χρήματος

i = επιτόκιο

n = αριθμός περιόδων σύνθεσης ανά έτος

t = αριθμός ετών

Με βάση αυτές τις μεταβλητές, ο τύπος για τη Χρονική Αξία του Χρήματος (TVM) έχει ως εξής:

$$FV = PV \times \left(1 + \frac{i}{n}\right)^{(n \times t)}$$

2.2 ΑΠΛΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ

Ο τόκος που συγκεντρώνεται στο σύστημα της απλής κεφαλαιοποίησης ονομάζεται απλός τόκος ενώ, όπως προκύπτει από τον ορισμό, το κεφάλαιο παραμένει σταθερό όλο το χρονικό διάστημα που είναι επενδεδυμένο. Στην απλή κεφαλαιοποίηση είναι σαν ο επενδυτής να εισπράττει στο τέλος κάθε περιόδου (π.χ. έτους, εξαμήνου, κ.λ.π.) τους τόκους τους οποίους καταναλώνει ενώ στο τέλος τους χρονικού διαστήματος της επένδυσης λαμβάνει και το κεφάλαιο της επένδυσης. Το σύστημα εφαρμόζεται στις προεξοφλήσεις συναλλαγματικών από τράπεζες ενώ για σύντομα χρονικά διαστήματα (και μικρά επιτόκια) δίνει ουσιαστικά τα ίδια αποτελέσματα με το σύστημα της σύνθετης κεφαλαιοποίησης.

Στην απλή κεφαλαιοποίηση ο τόκος I ενός κεφαλαίου C που τοκίζεται για χρόνο t με επιτόκιο r δίνεται από τον τύπο:

$$I = C \cdot t \cdot r$$

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μελλοντική αξία, FV, του επενδυμένου ποσού είναι το άθροισμα του αρχικού κεφαλαίου πλέον οι συσσωρευμένοι τόκοι, προκύπτει ότι η μελλοντική αξία δίνεται από τον τύπο:

$$FV = C(1 + t \cdot i)$$

2.3 ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ

Στο σύστημα της σύνθετης κεφαλαιοποίησης, ο τόκος του επενδυμένου κεφαλαίου ενσωματώνεται στο κεφάλαιο στο τέλος κάθε χρονικής περιόδου και χρησιμοποιείται ως κεφάλαιο. Κατά συνέπεια, η τελική αξία του επενδυμένου κεφαλαίου δίνεται από τον τύπο:

$$FV = C \cdot (1 + i)^t$$

όπου t είναι ο αριθμός των χρονικών περιόδων στις οποίες υποδιαιρείται το χρονικό διάστημα της επένδυσης. Τονίζεται ότι η διάρκεια των χρονικών αυτών περιόδων πρέπει να είναι ίδια με την χρονική περίοδο στην οποία αναφέρεται το επιτόκιο, δηλαδή αν το επιτόκιο είναι, π.χ., 4% εξαμηνιαίως τότε και η διάρκεια της επένδυσης πρέπει να μετράται σε εξάμηνα.

Ο συντελεστής $(1 + i)^t$ ονομάζεται και **συντελεστής ανατοκισμού**.

Προφανώς η τελική αξία μιας σειράς χρηματοροών είναι το άθροισμα των τελικών αξιών τους.

2.4 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ

Η παρούσα αξία, PV, μιας μελλοντικής χρηματοροής C υπολογίζεται σύμφωνα με τον τύπο:

$$PV = \frac{C}{(1 + i)^t}$$

Ο συντελεστής $1/(1 + i)^t$ ονομάζεται και **συντελεστής προεξόφλησης** ή **αναγωγής**. Προφανώς η παρούσα αξία μιας σειράς χρηματοροών είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας κάθε μιας από αυτές. Συνεπώς, η παρούσα αξία μιας σειράς χρηματικών ροών είναι πάντοτε μικρότερη του αθροίσματος τους.

2.5 ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ

Συνήθως τα επιτόκια θεωρούνται ετήσια αλλά σε ορισμένες περιπτώσεις ορίζεται ταυτόχρονα ότι το κεφάλαιο θα ανατοκίζεται v φορές μέσα στο έτος, όπου v είναι ο αριθμός των υποδιαίρεσεων του έτους, π.χ. το v θα ισούται με 2 στην περίπτωση του εξαμηνιαίου ανατοκισμού, 4 στην περίπτωση του τριμηνιαίου κ.ο.κ. Τα ετήσια αυτά επιτόκια καλούνται **ονομαστικά επιτόκια** και συμβολίζονται με i_v . Αν η χρονική περίοδος ορισμού του επιτοκίου δεν υποδιαιρείται τότε το επιτόκιο καλείται **πραγματικό** και συμβολίζεται απλώς με i .

Η σχέση πραγματικού και ονομαστικού επιτοκίου δίνεται από τον τύπο:

$$i = \left(1 + \frac{i_v}{v}\right)^v - 1$$

Είναι προφανές ότι σε κάθε περίπτωση το πραγματικό επιτόκιο είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο ονομαστικό επιτόκιο. Καθώς ο αριθμός των περιόδων ανατοκισμού μέσα σε ένα έτος αυξάνει, αυξάνει και το πραγματικό επιτόκιο αλλά όχι αναλογικά. Στην οριακή περίπτωση που ο ανατοκισμός γίνεται στιγμιαίως έχουμε την περίπτωση του **συνεχούς ανατοκισμού**.

2.6 ΡΑΝΤΕΣ

Μια ακολουθία χρηματικών ποσών (εισροών ή εκροών) που λήγουν (εισπράττονται ή πληρώνονται) σε ίσα απέχουσες μεταξύ τους χρονικές στιγμές ονομάζεται **ράντα**. Κάθε χρηματικό ποσό λέγεται **όρος** της ράντας

Οι ράντες διακρίνονται σε **σταθερές**, όταν οι όροι τους είναι ίσοι μεταξύ τους, και σε **μη σταθερές**, όταν οι όροι τους δεν είναι ίσοι (π.χ. οι όροι αυξάνουν κατά ένα σταθερό ποσό ή με ένα σταθερό ρυθμό). Οι ράντες διακρίνονται, επίσης, σε **πρόσκαιρες**, όταν αρχίζουν και τελειώνουν μέσα σε συγκεκριμένο χρόνο, και σε **διηνεκείς**, όταν το πλήθος των όρων τους τείνει στο άπειρο. Διακρίνουμε εξ άλλου, και τις ράντες ζωής ή τις **τυχαίες ράντες**, στις οποίες το πλήθος των όρων τους εξαρτάται από τη διάρκεια ζωής ενός ανθρώπου ή μιας ομάδας ανθρώπων.

Από μια άλλη πλευρά, οι ράντες διακρίνονται σε **άμεσες**, όταν ο χρόνος υπολογισμού τους συμπίπτει με την αρχή τους, σε **αρξάμενες**, όταν ο χρόνος υπολογισμού τους είναι μεταγενέστερος της αρχής τους, και σε **μελλοντικές**, όταν ο χρόνος υπολογισμού τους είναι προγενέστερος της αρχής τους. Εάν οι όροι της ράντας λήγουν στο τέλος κάθε χρονικού διαστήματος (περιόδου), η ράντα λέγεται

ληξιπρόθεσμη. Εάν οι όροι λήγουν στην αρχή κάθε περιόδου, η ράντα λέγεται **προκαταβλητέα.**

Όπως είναι προφανές, ο αριθμός κατηγοριών ράντων είναι μεγάλος διότι μια ράντα μπορεί να έχει οποιοδήποτε συνδυασμό των ανωτέρω χαρακτηριστικών. Όταν ο όρος μιας σταθερής ράντας είναι ένα ευρώ, η ράντα λέγεται **μοναδιαία.** Στην περίπτωση που η ράντα αναφέρεται στις δόσεις αποπληρωμής ενός δανείου, τότε η ετήσια πληρωμή ονομάζεται **τοκοχρεολύσιο** και περιλαμβάνει την πληρωμή των τόκων και την αποπληρωμή του κεφαλαίου (χρεολύσιο).

Το βασικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουμε με μια ράντα είναι ο υπολογισμός της αξίας της σε κάποιο συγκεκριμένο χρόνο. Συνήθως, υπολογίζουμε την παρούσα αξία της ράντας, δηλαδή την αξία της στον χρόνο της έναρξης, και την τελική αξία της ράντας, δηλαδή την αξία της στον χρόνο της λήξης. Στην αντιμετώπιση ορισμένων προβλημάτων είναι απαραίτητο να υπολογίσουμε επίσης την αξία μιας ράντας σε κάποιο χρόνο που είναι είτε προγενέστερος είτε μεταγενέστερος του χρόνου έναρξής της.

2.7 ΑΜΕΣΕΣ – ΣΤΑΘΕΡΕΣ – ΛΗΞΙΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΡΑΝΤΕΣ

Αποτελούν τον κυριότερο τύπο ράντων που χρησιμοποιείται στα οικονομικά μαθηματικά και την αξιολόγηση επενδύσεων. Για το λόγο αυτό θα εξετάσουμε τις βασικές εξισώσεις αξίας του τύπου αυτού στη συνέχεια. Στην ανάλυση που ακολουθεί ιδιαίτερη σημασία έχουν οι εξισώσεις που αφορούν μοναδιαίες ράντες διότι η αξία (παρούσα ή τελική) της ράντας είναι το γινόμενο της αξίας του όρου της ράντας επί την αξία της μοναδιαίας ράντας υπολογισμένης για το αυτό χρονικό διάστημα και επιτόκιο. Για το λόγο αυτό η παρούσα και η τελική αξία των μοναδιαίων ράντων δίνονται σε πίνακες για τη διευκόλυνση των υπολογισμών.

2.7.1 ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΛΗΞΙΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΡΑΝΤΑΣ

Η παρούσα αξία, α_{ti} μιας μοναδιαίας, άμεσης, σταθερής, πρόσκαιρης και ληξιπρόθεσμης ράντας, διάρκειας t περιόδους και επιτόκιο i σταθερό για τη διάρκεια ζωής της ράντας δίνεται από τον τύπο:

$$\alpha_{ti} = \frac{1 - (1+i)^{-t}}{i}$$

Προφανώς η παρούσα αξία, PV, ράντας των αυτών χαρακτηριστικών και με όρο P ευρώ ανά περίοδο ισούται με:

$$PV = P \cdot \alpha_{ti}$$

2.7.2 ΤΕΛΙΚΗ ΑΞΙΑ ΛΗΞΙΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΡΑΝΤΑΣ

Η τελική αξία, S_{ti} , μιας μοναδιαίας, άμεσης, σταθερής, πρόσκαιρης και ληξιπρόθεσμης ράντας, διάρκειας t περιόδους και επιτόκιο i σταθερό για τη διάρκεια ζωής της ράντας δίνεται από τον τύπο:

$$S_{ti} = \frac{(1+i)^t - 1}{i}$$

Προφανώς η τελική αξία ράντας, FV , των αυτών χαρακτηριστικών και με όρο P ευρώ ανά περίοδο ισούται με:

$$FV = P \cdot S_{ti}$$

2.8 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Ως Ταμειακή Ροή (Cash Flow) ορίζεται η πραγματική εισροή και η πραγματική εκροή στο και από το ταμείο της επιχείρησης. Κατά την αξιολόγηση μίας επένδυσης, την επιχείρηση την ενδιαφέρουν οι ταμειακές ροές και όχι τα κέρδη που θα δημιουργηθούν από τις επενδύσεις, διότι η πραγματοποίηση της επένδυσης από την επιχείρηση γίνεται με χρήματα που καταβάλλονται σήμερα ευελπιστώντας ότι θα εισπράξει περισσότερα χρήματα στο μέλλον.

Κατά την αξιολόγηση των επενδύσεων θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν τα παρακάτω σημεία που είναι σχετικά με τις ταμειακές ροές και είναι:

- Την επιχείρηση την ενδιαφέρουν οι ταμειακές ροές μετά από φόρους.
- Την επιχείρηση την ενδιαφέρουν οι αυξημένες ή πρόσθετες ταμειακές ροές, δηλαδή οι ταμειακές ροές εκείνες οι οποίες θα προκύψουν από την αποδοχή του επενδυτικού σχεδίου.
- Ο προσδιορισμός των ταμειακών ροών, θα πρέπει να βασίζεται στο κόστος ευκαιρίας και όχι στο ιστορικό κόστος.
- Η χρονική στιγμή την οποία πραγματοποιούνται οι ταμειακές ροές.

2.9 ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ως κόστος κεφαλαίου ορίζεται το κόστος που έχουν οι πηγές χρηματοδότησης μίας επιχείρησης (οι πηγές αυτές μπορεί να είναι ένα ομολογιακό δάνειο, προνομιούχες μετοχές, παρακρατημένα ή αδιανέμητα κέρδη κλπ). Το κόστος κεφαλαίου μίας επιχείρησης αποτελεί την ελάχιστη απόδοση την οποία θα πρέπει να έχουν τα επενδυτικά προγράμματα για να γίνουν αποδεκτά. Με άλλα λόγια, το κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση μίας επένδυσης η οποία αφήνει την τιμή της μετοχής αμετάβλητη.

Για την αξιολόγηση επενδυτικών προγραμμάτων μίας επιχείρησης, είναι αναγκαίος ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου αυτής. Για να προβούμε στον υπολογισμό αυτό, είναι απαραίτητο να κάνουμε τις παρακάτω υποθέσεις:

Υποθέτουμε ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος της επιχείρησης παραμένει σταθερός. Δηλαδή ότι τα επενδυτικά προγράμματα που θα αξιολογηθούν, έχουν περίπου τον ίδιο κίνδυνο με τα προγράμματα που έχει ήδη η επιχείρηση.

Η πολιτική μερίσματος της επιχείρησης παραμένει σταθερή.

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος της επιχείρησης παραμένει σταθερός. Δηλαδή υποθέτουμε ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης (αναλογία μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, κοινών μετοχών και προνομιούχων μετοχών) παραμένει σταθερή.

Όλα τα παραπάνω είναι απαραίτητες προϋποθέσεις ώστε το κόστος κεφαλαίου να παραμένει σταθερό για να μπορούμε να το υπολογίσουμε.

Για τον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου ακολουθούνται τα παρακάτω βήματα:

I. Επιλέγουμε ποιες θα είναι οι πηγές χρηματοδότησης του υπό αξιολόγηση επενδυτικού σχεδίου και με τι ποσοστό θα συμμετέχει κάθε μία από αυτές στη χρηματοδότηση του έργου.

II. Υπολογίζουμε το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης.

III. Χρησιμοποιώντας το ποσοστό και το κόστος κάθε πηγής χρηματοδότησης υπολογίζουμε το συνολικό κόστος κεφαλαίου.

2.9.1 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η βασική μέθοδος υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης, στηρίζεται στο υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (γνωστό ως CAPM – Capital Asset Pricing Model), το οποίο δείχνει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά τα περιουσιακά στοιχεία.

Σύμφωνα με το CAPM, για να προβούν οι επενδυτές στην αγορά μίας μετοχής, απαιτούν η μετοχή αυτή να έχει απόδοση (το κόστος δηλαδή της μετοχής) ίση με μία απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk-free rate of return) συν την ανταμοιβή για τον κίνδυνο (risk premium) το οποίο αναλαμβάνουν με την αγορά της μετοχής. Η ανταμοιβή αυτή για τον κίνδυνο, εξαρτάται από τον συντελεστή βήτα (beta) της μετοχής και την ανταμοιβή κινδύνου που ενέχει το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market risk premium).

Επομένως, η απαιτούμενη απόδοση της μετοχής δίνεται από τον τύπο:

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

όπου,

k_S : απαιτούμενη απόδοση μετοχής (κόστος ιδίων κεφαλαίων)

r_F : απόδοση χωρίς κίνδυνο

r_M : η προσδοκώμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Η διαφορά $(r_M - r_F)$ ονομάζεται μετοχικό ασφάλιστρο κινδύνου.

β : ο συντελεστής βήτα της μετοχής.

Ο συντελεστής β , εκφράζει την ευαισθησία της μετοχής σε μεταβολές του γενικού δείκτη, δηλαδή μετράει την επίδραση που έχει η πορεία του γενικού δείκτη ενός χρηματιστηρίου στην απόδοση της μετοχής. Ακόμα, εκφράζει και τον συστηματικό κίνδυνο της μετοχής, κάτι που σχετίζεται δηλαδή με την απόδοση την οποία πρέπει

να αποζημιώνεται ένας επενδυτής κάτοχος ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου.

Η απόδοση χωρίς κίνδυνο λαμβάνεται από την απόδοση ενός βραχυπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου ομόλογου του δημοσίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ

ΣΧΕΔΙΩΝ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

Η δυνατότητα αποτίμησης των επενδύσεων σε ήδη υφιστάμενες επιχειρήσεις με ακρίβεια, είναι η καρδιά της οικονομικής θεωρίας αφού προσωπικές αλλά και επιχειρησιακές αποφάσεις μπορούν να ληφθούν με στόχο την μεγιστοποίηση της αξίας μετοχών και κερδών από την επένδυση.

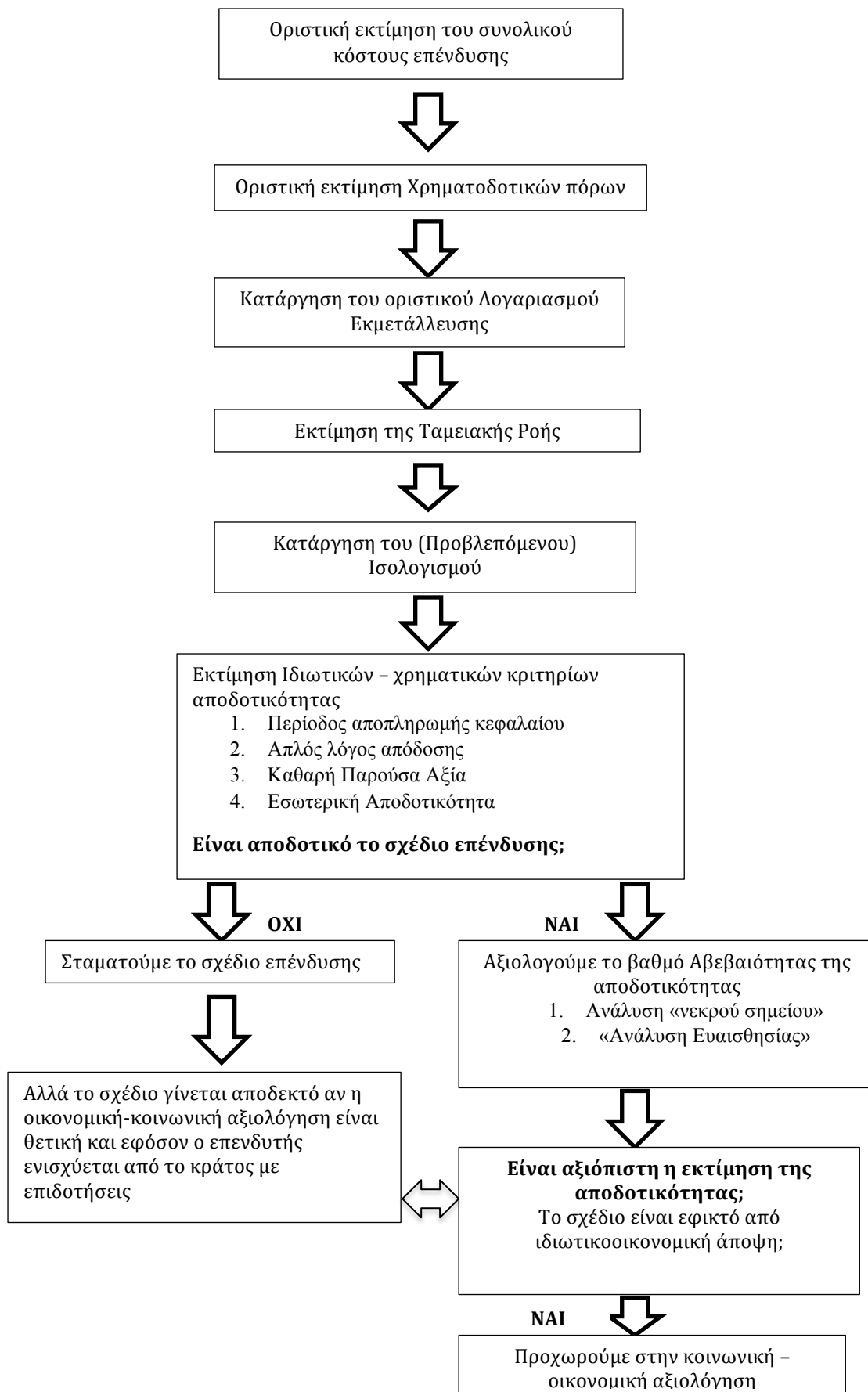
Η αξιολόγηση επενδύσεων, ως σύνθετη διαδικασία πριν την οριστική απόφαση της επιχείρησης ή του επενδυτικού φορέα για την επιλογή του επενδυτικού σχεδίου, εμπεριέχει σημαντικό βαθμό αβεβαιότητας και ρίσκου. Αποτελεί ένα μικρό τμήμα της συνολικής διαδικασίας, που περιστρέφεται γύρω από την έννοια των ταμιακών ροών της επένδυσης και πιο συγκεκριμένα συνίσταται στον προσδιορισμό της αποδοτικότητας, στη δυναμική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης, στον προσδιορισμό του άριστου ύψους του προϋπολογισμού των εισροών και της κατάλληλης χρονικής κλιμάκωσης που δείχνουν το αποτέλεσμα της επένδυσης. Η αξιολόγηση της επένδυσης γίνεται με βάσει τις ισχύουσες τιμές της αγοράς που περιλαμβάνουν τους φόρους, τους τόκους και τις λοιπές επιβαρύνσεις που διαμορφώνονται στη διεθνή αγορά σε συνθήκες ανταγωνισμού.

Η αξιολόγηση των επενδύσεων διακρίνεται σε ιδιωτική χρηματική αξιολόγηση και σε κοινωνική οικονομική αξιολόγηση. Η ιδιωτική χρηματική αξιολόγηση γίνεται με βάση τα μεγέθη των ταμιακών ροών κόστους και ωφελειών χρησιμοποιώντας τις τιμές της αγοράς, χωρίς να ερευνά τις όποιες επιπτώσεις μπορεί να εμπίπτουν στην ευημερία του κοινωνικού συνόλου ή της εθνικής οικονομίας.

Σκοπός της ιδιωτικής χρηματικής αξιολόγησης είναι να εξετάσει την ιδιωτική αποδοτικότητα του επενδυτικού σχεδίου, δηλαδή να διερευνήσει αν ο επενδυτικός φορέας θα αποφέρει κέρδος για το κεφάλαιο που διέθεσε και την πρωτοβουλία που ανέλαβε. Η κοινωνική οικονομική αξιολόγηση από πλευράς της εθνικής οικονομίας ή του κοινωνικού συνόλου, μας ενδιαφέρει για να εξετάσουμε αν οι οικονομικοί πόροι που διατέθηκαν στο σχέδιο επένδυσης έχουν χρησιμοποιηθεί κατά τον καλύτερο κοινωνικό τρόπο, έχουν αφήσει θετικό οικονομικό αποτέλεσμα και ικανοποιούνται οι άλλοι αντικειμενικοί σκοποί του κοινωνικού συνόλου, όπως η αύξηση της αποταμίευσης.

Η ιδιωτική χρηματική αξιολόγηση και η κοινωνική οικονομική αξιολόγηση αν και γίνονται με διαφορετική προσέγγιση ενδιαφέρουν τόσο το φορέα του κοινωνικού συμφέροντος (π.χ. κρατικούς φορείς) όσο και τον επενδυτικό φορέα. Υπάρχουν πολλά επενδυτικά σχέδια που είναι αποδοτικά τόσο από φορέα του κοινωνικού συμφέροντος όσο και τον επενδυτικό. Ενώ όταν τα επενδυτικά σχέδια είναι αποδοτικά μόνο για το κοινωνικό σύνολο και όχι από πλευράς ιδιωτικοοικονομικής, η πολιτεία ως φορέας του κοινωνικού συμφέροντος μπορεί να τα μετατρέψει σε ελκυστικά και συμφέρουσα και στον επενδυτικό φορέα με ορισμένα μέσα όπως κίνητρα, επιδοτήσεις, επιχορηγήσεις.

Σε κάθε περίπτωση για να ασκηθεί η κατάλληλη επενδυτική και δανειοδοτική πολιτική, δεδομένου ότι η προώθηση των επενδύσεων αποτελεί θεμελιώδες μέσο για τη συνολική ευημερία πρέπει να είναι γνωστή η ποσοτική και ποιοτική απόκλιση μεταξύ ιδιωτικής χρηματικής και κοινωνικής οικονομικής αξιολόγησης. Για την ιδιωτική χρηματική αξιολόγηση του επενδυτικού σχεδίου απαιτείται ο προσδιορισμός του αρχικού κόστους επένδυσης για την υλοποίηση του, του κόστους λειτουργίας του, το καθαρό κέρδος προ αποσβέσεων και μετά φόρων, το ύψος του επιτοκίου και της ετήσιας απόσβεσης. Αναλυτικότερα παρουσιάζεται στο παρακάτω διάγραμμα.



Διάγραμμα 1: Ροή Αξιολόγησης Επενδυτικού Σχεδίου
 Πηγή: Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδος

Επειδή στις περισσότερες επιχειρήσεις υπάρχουν συνήθως περισσότερα επενδυτικά σχέδια από αυτά που η επιχείρηση μπορεί να αναλάβει, οι προτάσεις θα πρέπει να ιεραρχηθούν και να αξιολογηθούν. Παρακάτω αναλύονται οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση επενδυτικών έργων, οι οποίες είναι:

1. Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (*Net Present Value – NPV*)
2. Η μέθοδος του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (*Internal Rate of Return–IRR*)
3. Η μέθοδος Περιόδου Επανείσπραξης Κεφαλαίου (*Payback Period – PP*)
4. Η μέθοδος του Δείκτη Κερδοφορίας (*Profitability Index – PI*)
5. Η μέθοδος της Μέσης Απόδοσης (*Accounting/Average Rate of Return –ARR*)
6. Η μέθοδος της Απόδοσης Επένδυσης (*Return on Investment – ROI*)

3.1 ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ (*Net Present Value – NPV*)

Η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι το άθροισμα των παρούσων αξιών των εισερχόμενων και εξερχόμενων ταμειακών ροών κατά τη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου μετά από φόρους, προεξοφλημένων με ένα επιτόκιο το οποίο αντανακλά τον κίνδυνο των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Υπολογίζει το πλεόνασμα ή την έλλειψη ταμειακών ροών, σε όρους παρούσας αξίας, σε σχέση με το κόστος κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για μια επένδυση. Επιπλέον, είναι ένα χρήσιμο εργαλείο που χρησιμοποιείται στην οικονομική επιστήμη, στα χρηματοοικονομικά και στη λογιστική προκειμένου να καθοριστεί αν μια επένδυση είναι συμφέρουσα για να χρηματοδοτηθεί. Η έννοια της καθαρής παρούσας αξίας έχει ιδιαίτερη σημασία, γιατί εκφράζει όλες τις ροές του σχεδίου επένδυσης στην τωρινή αξία τους, δηλαδή στη στιγμή που παίρνει την απόφαση ο επενδυτής.

Η Καθαρά Παρούσα Αξία μίας επένδυσης, υπολογίζεται ως ακολούθως:

- ✓ Καταγράφουμε τα αρχικά μεγέθη των ταμειακών ή χρηματικών ροών και υπολογίζουμε την «Καθαρή Ταμειακή Ροή» (διαφορά μεταξύ εισροών και εκροών).
- ✓ Επιλέγουμε το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης σύμφωνα πάντα με τις

τρέχουσες συνθήκες της τραπεζικής αγοράς.

- ✓ Με βάση αυτό υπολογίζουμε την παρούσα αξία των χρηματικών εισροών (ταμειακές εισροές) και την παρούσα αξία των χρηματικών εκροών (ταμειακές εκροές) για όλη την περίοδο ζωής του σχεδίου επένδυσης (ο υπολογισμός αυτός γίνεται με βάση τους συντελεστές προεξόφλησης). Η ΚΠΑ είναι η παρούσα αξία των εισροών (εσόδων) μείον την παρούσα αξία των εκροών (εξόδων) που ονομάζεται και «Προεξοφλημένη Ταμειακή Ροή» (Discounted Cash Flow).

Δηλαδή,

$$NPV = \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}$$

Όπου:

CF_t : η πρόσθετη ετήσια ταμειακή ροή μετά από φόρους του έτους t .

$t = 0, 1, 2, \dots, n$

k : το επιτόκιο προεξόφλησης (ή αλλιώς, η απαιτούμενη απόδοση).

Πρέπει να σημειωθεί ότι κατά την επιλογή του “ k ” λαμβάνεται υπόψη το επιτόκιο που επικρατεί στην κεφαλαιαγορά αφού προστεθεί για μεγαλύτερη διασφάλιση ένα «περιθώριο κινδύνου», εφόσον η αγορά λειτουργεί ομαλά και αντανακλά τις πραγματικές συνθήκες προσφοράς και ζήτησης.

Κριτήριο Αποδοχής ή Απόρριψης της επένδυσης:

- ✓ Περίπτωση 1η: Η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι μεγαλύτερη από το μηδέν:
Στην περίπτωση αυτή η επενδυτική επιλογή γίνεται αποδεκτή, καθώς το κόστος της είναι μικρότερο από την απόδοσή της και οι ταμειακές ροές αποδίδουν επιπλέον όφελος του απαιτούμενου. Μεταξύ δύο εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών με θετικό πρόσημο της ΚΠΑ τους, αμοιβαία αποκλειόμενων με την ίδια διάρκεια και ανάλογων κινδύνων επιλέγεται εκείνη που έχει τη μεγαλύτερη ΚΠΑ.

- ✓ Περίπτωση 2η: Η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι ίση με το μηδέν:
Η επένδυση θεωρείται οριακή, δηλαδή η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι ίση με την αρχική επένδυση.
- ✓ Περίπτωση 3η: Η Καθαρή Παρούσα Αξία είναι μικρότερη από το μηδέν:
Η αποδοτικότητα είναι κάτω από το επιτόκιο προεξόφλησης, συνεπώς το επενδυτικό σχέδιο απορρίπτεται.

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας παρουσιάζει κάποια πλεονεκτήματα διότι:

- Χρησιμοποιεί ταμειακές ροές που συμπεριλαμβάνουν την απόσβεση στις πηγές άντλησης κεφαλαίου και όχι καθαρά κέρδη.
- Αναγνωρίζει πλήρως τη διαχρονική αξία του χρήματος.
- Η αποδοχή της επένδυσης της οποίας η ΚΠΑ είναι θετική, αυξάνει και την αξία της επιχείρησης, δηλαδή αυξάνει την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της.

Όμως η μέθοδος αυτή έχει και κάποια μειονεκτήματα:

- Απαιτεί την ακριβή πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, ενώ η εκτίμηση αυτών γίνεται δυσκολότερη όσο απομακρυνόμαστε από το παρόν, και ακόμα,
- Υποθέτει ότι το προεξοφλυτικό επιτόκιο παραμένει σταθερό για όλη τη διάρκεια της επένδυσης, (κάτι που στην πραγματικότητα μπορεί να αλλάξει, καθώς μεταβάλλεται η απαιτούμενη απόδοση)

3.2 ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΒΑΘΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (*Internal Rate of Return–IRR*)

Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης δείχνει την απόδοση ενός επενδυτικού σχεδίου. Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι «το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο εξισώνει την παρούσα αξία των πρόσθετων ετήσιων ταμειακών ροών μετά από φόρους οι οποίες προέρχονται από το πρόγραμμα, με το αρχικό κόστος του προγράμματος». Με άλλα λόγια είναι το επιτόκιο με το οποίο η παρούσα αξία των ταμειακών εισροών ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών εκροών, δηλαδή το επιτόκιο εκείνο που μηδενίζει την Καθαρά Παρούσα Αξία.

Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης υπολογίζεται ως εξής:

$$CF_0 = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} \quad \text{ή} \quad \sum_{t=0}^n \frac{CF_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Όπου,

CF_t : η πρόσθετη ετήσια ταμειακή ροή μετά από φόρους του έτους t .

$t = 0, 1, 2, \dots, n$

IRR : ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης.

Εαν ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (IRR) είναι υψηλότερος από το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς, η επένδυση είναι αποδεκτή. Αν το IRR είναι χαμηλότερο από το ισχύον επιτόκιο προεξόφλησης της αγοράς, η επένδυση δεν είναι αποδεκτή και σε περίπτωση που υπάρχουν πολλά επενδυτικά σχέδια επιλέγεται εκείνο που έχει τον υψηλότερο εσωτερικό βαθμό απόδοσης.

Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης παρουσιάζει τα παρακάτω πλεονεκτήματα:

- Χρησιμοποιεί ταμειακές ροές και αναγνωρίζει πλήρως τη διαχρονική αξία του χρήματος.
- Δεν απαιτεί τον καθορισμό της απαιτούμενης απόδοσης στην αρχή της διαδικασίας αλλά μόνο στο τέλος της και η απόδοση αυτή είναι μία κατά προσέγγιση εκτίμηση.
- Επιτρέπει την αξιολόγηση της απόδοσης μίας επένδυσης σε σχέση με τον κίνδυνο που αυτή ενέχει.

Όμως παρουσιάζει και τα παρακάτω μειονεκτήματα:

- Απαιτεί την ακριβή πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών, ενώ η εκτίμηση αυτών γίνεται δυσκολότερη όσο απομακρυνόμαστε από το παρόν.
- Υποθέτει ότι οι μελλοντικές ταμειακές εισροές επανεπενδύονται με επιτόκιο ίσο με τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης, κάτι που στην πραγματικότητα δεν είναι ρεαλιστικό. Αλλά ακόμα, υποθέτει διαφορετικά επιτόκια επανεπένδυσης των μελλοντικών ταμειακών εισροών όταν εξετάζει διαφορετικά προγράμματα της ίδιας επιχείρησης, συνεπώς και οι προοπτικές επανεπένδυσης των ταμειακών εισροών είναι κοινές για όλα.

3.3 ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (*Payback Period –PP*)

Η μέθοδος αυτή υπολογίζει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται, ώστε οι εισροές να καλύψουν το ύψος του επενδύμενου κεφαλαίου και χρησιμοποιείται όταν πρέπει να αποφασιστεί γρήγορα η αποδοχή ή η απόρριψη ενός επενδυτικού σχεδίου. Όταν οι εισροές δεν είναι σταθερές από έτος σε έτος, η περίοδος αποπληρωμής κεφαλαίου υπολογίζεται, αφού πρώτα αθροιστούν οι εισροές που προβλέπεται να διενεργηθούν στη διάρκεια ζωής του σχεδίου επένδυσης, έως ότου το σύνολό τους να αποπληρώσει την αρχική επένδυση.

$$\text{Περίοδος Επανείσπραξης} = \frac{\text{Αρχική Επένδυση}}{\text{Μέσο Ύψος Ετήσιων Εσόδων}}$$

Αποδεκτά γίνονται τα επενδυτικά σχέδια που έχουν γρήγορο χρόνο αποπληρωμής ή μια καθορισμένη χρονική περίοδο που αποτελεί το πρότυπο σύγκρισης και είναι γνωστή στους επενδυτικούς φορείς. Αν ο χρόνος αποπληρωμής είναι υψηλότερος από το πρότυπο σύγκρισης, το επενδυτικό σχέδιο δεν γίνεται αποδεκτό. Ενώ αν ο χρόνος αποπληρωμής είναι ίσος ή χαμηλότερος από το πρότυπο σύγκρισης, τότε το επενδυτικό σχέδιο είναι ελκυστικό και γίνεται αποδεκτό.

Το απλό αυτό κριτήριο αποδοτικότητας χρησιμοποιείται, όταν πρέπει να αποφασιστεί σε γρήγορο χρονικό διάστημα η αποδοχή ή απόρριψη ενός σχεδίου επένδυσης. Επίσης είναι ιδιαίτερα χρήσιμο στην ανάλυση του κινδύνου ορισμένων

σχεδίων επένδυσης, που αντιμετωπίζουν γρήγορη τεχνολογική απαξίωση. Ένας άλλος λόγος για τον οποίο χρησιμοποιείται αυτή η μέθοδος είναι ότι οι επενδύσεις που έχουν μικρότερη περίοδο επανείσπραξης, τις περισσότερες φορές έχουν καλύτερες βραχυπρόθεσμες επιπτώσεις στα κέρδη ανά μετοχή των επιχειρήσεων. Τα κυριότερα μειονεκτήματα του κριτηρίου είναι τα εξής:

- Διαφορεί για τη ροή των εσόδων (εισροών) μετά το χρόνο αποπληρωμής.
- Δίνει συνήθως έμφαση σε ολιγόβια (μικρής διάρκειας ζωής) σχέδια επένδυσης
- Στρέφει το επενδυτικό ενδιαφέρον μόνο στο «σίγουρο και γρήγορο κέρδος».
- Δεν εκτιμά την αποδοτικότητα του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί, αλλά την ικανότητα αποπληρωμής σε μετρητά.
- Αγνωεί πλήρως τη διαχρονική αξία του χρήματος κατά τη διάρκεια της περιόδου επανείσπραξης.

Για τους παραπάνω λόγους, το κριτήριο αυτό χρησιμοποιείται μόνο ως συμπληρωματικός δείκτης αποδοτικότητας.

3.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ (Profitability Index – PI)

Ο δείκτης αποδοτικότητας, δείχνει τη σχετική αποδοτικότητα ενός επενδυτικού προγράμματος ή την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών εισροών ανά μονάδα επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ο δείκτης αποδοτικότητας, υπολογίζεται ως ο λόγος της παρούσας αξίας των πρόσθετων ετήσιων ταμειακών ροών μετά από φόρους (οι οποίες προέρχονται από το έργο), διά του αρχικού κόστους του προγράμματος. Συνεπώς υπολογίζεται από τον τύπο:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+k)^t}}{CF_0}$$

Όπου,

CF_t : η πρόσθετη ετήσια ταμειακή ροή μετά από φόρους του έτους t .

$t = 1, 2, \dots, n$

k : η απαιτούμενη απόδοση.

CF_0 : το αρχικό κόστος του προγράμματος.

Εάν ο δείκτης αποδοτικότητας είναι μεγαλύτερος ή ίσος με τη μονάδα η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή. Σε αντίθετη περίπτωση η πρόταση απορρίπτεται.

Αξίζει να σημειωθεί ότι, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης κερδοφορίας, τόσο υψηλότερη είναι και η αποδοτικότητα του επενδυτικού σχεδίου.

Γενικότερα ισχύουν οι τύποι:

$$\text{Αποδοτικότητα Επένδυσης (\%)} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος} + \text{Τόκοι Δαν. Κεφαλ.}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Δαν. Κεφάλαια}} \times 100$$

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων (\%)} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Ίδια Κεφάλαια ή Μετοχικό Κεφ}} \times 100$$

$$\text{Αποδοτικότητα Κύκλου Εργασιών (\%)} = \frac{\text{Καθαρό Κέρδος}}{\text{Κύκλο Εργασ. ή Έσ. Πωλήσεων}} \times 100$$

Η μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας είναι μία μέθοδος παρόμοια με την Καθαρά Παρούσα Αξία, συνεπώς έχει τα ίδια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα.

3.5 ΜΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗ (Average Rate of Return)

(ή Λογιστικός Λόγος Απόδοσης – Accounting Rate of Return | ARR)

Η μέθοδος της Μέσης Απόδοσης δείχνει το ετήσιο καθαρό κέρδος το οποίο θα έχει κατά μέσο όρο μία επιχείρηση από την αποδοχή ενός επενδυτικού έργου.

Ο λογιστικός λόγος απόδοσης (accounting rate of return-ARR) υπολογίζει την απόδοση πάνω στο κεφάλαιο της επένδυσης. Στον υπολογισμό του ARR, τα «κέρδη» περιλαμβάνουν τα κέρδη προ τόκων και φόρων (earnings before interest and tax-EBIT), από τα οποία έχουν όμως αφαιρεθεί οι αποσβέσεις.

Μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε δύο τρόπους για να υπολογίσουμε το Λογιστικό Λόγο Απόδοσης AROR ανάλογα με το αν υπολογίσουμε την απόδοση στο αρχικό ή στο μέσο κεφάλαιο επένδυσης.

Πιο συγκεκριμένα στην πρώτη περίπτωση, το κόστος της επένδυσης σε τιμές αγοράς και η απαιτούμενη αύξηση του κεφαλαίου κινήσεως στην αρχή της επένδυσης, αποτελούν το αρχικό κόστος επένδυσης και μιλάμε για ARR στο κόστος επένδυσης.

$$\text{Μέση Απόδοση (ARR)} = \frac{\text{Μέσα Ετήσια Μελλοντικά Καθαρά Κέρδη}}{\text{Αρχική Επένδυση}}$$

Στη δεύτερη όμως περίπτωση, λαμβάνουμε υπόψη ότι στο τέλος της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης, το κεφάλαιο επένδυσης μειώνεται και γίνεται ίσο με την υπολειμματική του αξία συν κάποιο υπόλοιπο του κεφαλαίου κινήσεως που έχει απομείνει (ARR στο μέσο κόστος επένδυσης).

$$\text{Μέση Απόδοση (ARR)} = \frac{\text{Μέσα Ετήσια Μελλοντικά Καθαρά Κέρδη}}{\frac{\text{Αρχική Επένδυση} + \text{Υπολειμματική Αξία}}{2}}$$

Για να δούμε εάν θα γίνει αποδοχή ή απόρριψη ενός επενδυτικού σχεδίου, συγκρίνουμε τη μέση απόδοση του εξεταζόμενου επενδυτικού έργου με μία ελάχιστη απόδοση την οποία απαιτεί η επιχείρηση από το συγκεκριμένο έργο.

Εάν η Μέση Απόδοση είναι μεγαλύτερη από την απαιτούμενη, η επενδυτική πρόταση γίνεται δεκτή. Σε αντίθετη περίπτωση η πρόταση απορρίπτεται.

Η μέθοδος αυτή είναι απλή στον υπολογισμό της και γίνεται εύκολα κατανοητή, όμως αγνοεί πλήρως τη διαχρονική αξία του χρήματος. Ακόμα, η μέθοδος αυτή χρησιμοποιεί καθαρά κέρδη και όχι ταμειακές ροές, που σημαίνει ότι αγνοεί την απόσβεση ως πηγή ταμειακής ροής.

3.6 ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (*Return on Investment – ROI*)

Απόδοση επένδυσης (ROI) είναι ένας δείκτης που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της απόδοσης μιας επένδυσης ή για να συγκρίνει την αποδοτικότητα διαφορετικών επενδύσεων. Για τον υπολογισμό του ROI, το όφελος (απόδοση) μιας επένδυσης διαιρείται με το κόστος της και το αποτέλεσμα εκφράζεται ως ποσοστό.

$$\text{Απόδοση Επένδυσης (ROI)} = \frac{(\text{Κέρδος Επένδυσης} - \text{Κόστος Επένδυσης})}{\text{Κόστος Επένδυσης}}$$

Ο ROI μετρά πόσο αποτελεσματικά η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της για να παράγει κέρδος κι είναι ένας πολύ δημοφιλής δείκτης μέτρησης λόγω της ευελιξίας και της απλότητας του. Εάν η επένδυση δεν έχει θετικό πρόσημο ή αν υπάρχουν άλλες επενδύσεις με υψηλότερη απόδοση, τότε η επένδυση δεν θα πρέπει να αναληφθεί. Η μέτρηση της απόδοσης μιας επένδυσης μπορεί να μεταβάλλεται ανάλογα με την κατάσταση, βάζοντας ως κόστη και κέρδη κάθε φορά τα απαιτούμενα.

Αυτή η ευελιξία έχει κι ένα μειονέκτημα όμως, καθώς ο υπολογισμός του ROI μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί και να εκφράσει διαφορετικό αποτέλεσμα κάθε φορά ώστε να εξυπηρετεί τους σκοπούς του χρήστη. Ο ROI χρησιμοποιείται επίσης από τους τραπεζίτες, τους επενδυτές και τους αναλυτές των επιχειρήσεων για να αξιολογήσουν την οικονομική ισχύ και την αποτελεσματική διαχείριση των πόρων μιας επιχείρησης.

Από την άλλη, ένα υψηλό ROI μπορεί να σημαίνει είτε ότι η διαχείριση κάνει καλή δουλειά, ή ότι η επιχείρηση δεν έχει τα απαιτούμενα για τον κύκλο εργασιών της κεφάλαια. Ο ROI μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση μιας προτεινόμενης επένδυσης σε νέο εξοπλισμό, διαιρώντας την αύξηση των κερδών που οφείλεται στον νέο εξοπλισμό με την αύξηση των δαπανών που απαιτούνται για την απόκτηση του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η έννοια του κινδύνου ενυπάρχει σε όλες τις δραστηριότητες του ανθρώπου και αποτελεί μια πολυδιάστατη έννοια. Έτσι, σύμφωνα με την οπτική γωνία του ενδιαφερόμενου, έχουν αντίστοιχα δοθεί διαφορετικές ερμηνείες. Ένας γενικός ορισμός που συμπεριλαμβάνει το ουσιαστικό περιεχόμενο της έννοιας του κινδύνου σε σχέση με την επιχειρηματικότητα είναι ο εξής:

Ο κίνδυνος εκφράζει την αβεβαιότητα για μελλοντικές καταστάσεις και εξελίξεις των οποίων τα αποτελέσματα θα μπορούσαν να επηρεάσουν την επίτευξη των βραχυπρόθεσμων και μακροχρόνιων στόχων της επιχείρησης. Ο κίνδυνος, λοιπόν, είναι επίσης υπαρκτός σε όλες τις δραστηριότητες των οικονομικών οργανισμών, ανεξάρτητα από το σκοπό και από την διάρθρωση της λειτουργίας τους.

Η βάση της θεωρίας του κινδύνου βρίσκεται στη θεωρία των πιθανοτήτων. Με τη θεωρία αυτή προσπαθούμε να προβλέψουμε την μελλοντική εμφάνιση προκαθορισμένων γεγονότων βασιζόμενοι στις μέχρι τώρα παρατηρήσεις μας και ποσοτικοποιούμε την πιθανότητα εμφάνισης ή όχι με τη χρήση μαθηματικών μοντέλων. Η θεωρία κινδύνου λοιπόν αποτελεί υποσύνολο της θεωρίας των πιθανοτήτων. Η βασική έννοια στη θεωρία αυτή είναι η αβεβαιότητα, η περίπτωση κατά την οποία η έκβαση ενός γεγονότος ή μιας καταστάσεως δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί (David Mc Namee: “A condition where the outcome can only be estimated”). Ως κίνδυνος ορίζεται η μέτρηση της αβεβαιότητας. Παρόλο που, η αβεβαιότητα και ο κίνδυνος δεν αποτελούν αυστηρά ποσοτικές έννοιες, το μέγεθός τους μπορεί να εκτιμηθεί².

Στις περισσότερες περιπτώσεις και κυρίως από κοινωνική οπτική, ο κίνδυνος ταυτίζεται με τις απώλειες. Ωστόσο, η πιθανότητα απωλειών εξαιτίας μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας συνεπάγεται και την ύπαρξη αντίστοιχης πιθανότητας οφέλους, το οποίο αναφέρεται με τον γενικό όρο ευκαιρίες (opportunities), γεγονός που σε κάθε περίπτωση είναι προσδοκώμενο από τα στελέχη τους³.

² Κιόχος Π., Θάνος Γ., Παπανικολάου Γ. (2002) " Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων" Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική ΕΠΕ

³ Λελεδάκης Γ. (2007), «Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

Σύμφωνα με τους Crawford and Stein (2002), ο κίνδυνος προέρχεται από την δραστηριότητα μιας επιχείρησης, το εξωτερικό της περιβάλλον, τις ενέργειες και τις αποφάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου και της Διοίκησής της. Ο όρος χρησιμοποιήθηκε αρχικά τη δεκαετία του '50 από μεγάλες αμερικανικές εταιρίες στην προσπάθεια τους να βρουν εναλλακτικές λύσεις στη δαπανηρή ή ανεπαρκή ασφαλιστική κάλυψη. Ο κίνδυνος, εκείνη την εποχή, συνδεόταν κυρίως με την απώλεια των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης από φυσικές καταστροφές⁴.

Είναι σαφές ότι όλοι σχεδόν οι επενδυτές ανησυχούν για το ενδεχόμενο εκείνο όπου το πραγματικό αποτέλεσμα που έχει η επένδυση στην οποία προχώρησαν να είναι μικρότερο από το αποτέλεσμα το οποίο ανέμεναν όταν ανέλαβαν την επένδυσή τους αυτή, δηλαδή οι επενδυτές βρίσκονται αντιμέτωποι με τον κίνδυνο της επένδυσης.

Η αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης $E(r)$ είναι ο σταθμικός μέσος όρος όλων των δυνητικών αποδόσεων που μπορεί να έχει μια επένδυση, με την κάθε δυνητική απόδοση σταθμισμένη από την αντίστοιχη πιθανότητα να συμβεί.

$$E(r) = \sum_{i=1}^n P_i r_i$$

Όπου,

$E(r)$: η αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση μίας επένδυσης

P_i : η πιθανότητα να συμβεί η i δυνητική απόδοση της επένδυσης

r_i : η δυνητική απόδοση

n : ο αριθμός των δυνητικών αποδόσεων.

Επομένως όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση των αποδόσεων, τόσο μεγαλύτερη είναι η μεταβλητότητα των αποδόσεων και τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος της επένδυσης⁵. Συνεπώς μπορούμε να ορίσουμε σαν κίνδυνο επένδυσης τον βαθμό μεταβολής των πιθανών αποδόσεων γύρω από την αναμενόμενη απόδοση και για να μπορέσουμε να μετρήσουμε ποσοτικά τον κίνδυνο αυτό θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε κατανομές πιθανοτήτων. Η τυπική απόκλιση (σ) είναι ένα τέτοιο στατιστικό μέτρο διασποράς μιας κατανομής πιθανοτήτων, όπως άλλωστε και η

⁴ Καραγιώργος Θ., Δρογαλάς Γ., Χριστοδούλου Π., Παζάρσκις Μ. (2007), «Η σχέση του εσωτερικού ελέγχου και της διαχείρισης του κινδύνου στη σύγχρονη επιχείρηση», Σημειώσεις Ημερίδας Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

⁵ J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz Jr, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 99.

διακύμανση, και το χρησιμοποιούμε για να μετρήσουμε τον κίνδυνο όπως αυτός εκφράζεται από την παρακάτω μαθηματική σχέση⁶:

$$\sigma = \left(\sum_{i=1}^n P_i (r_i - E(r))^2 \right)^{1/2}$$

Όπου :

σ = ο επενδυτικός κίνδυνος (τυπική απόκλιση)

P_i = η πιθανότητα που υπάρχει να συμβεί η i δυναμική απόδοση της επένδυσης

r_i = η i δυναμική απόδοση της επένδυσης

$E(r)$ = η προσδοκώμενη (ή αναμενόμενη) απόδοση της επένδυσης και

n = ο αριθμός των δυναμικών αποδόσεων

Ακόμα είναι γνωστή η σχέση που συνδέει την διακύμανση (Variability – “Var”) με την τυπική απόκλιση (σ) και είναι η⁷:

$$\text{Var} = \sigma^2$$

Εκτός από την τυπική απόκλιση και τη διακύμανση υπάρχουν και άλλοι τρόποι μέτρησης του κινδύνου όπως η μέθοδος της αξίας σε κίνδυνο (Value at Risk – VaR), η μέθοδος της ιστορικής προσομοίωσης και η μέθοδος διακύμανσης – συνδιακύμανσης, που όμως με δεδομένη την έκταση της εργασίας μας δεν θα μπορέσουμε να επεκταθούμε περισσότερο και σε αυτά τα μεγέθη μέτρησης του κινδύνου⁸.

4.1 ΤΡΟΠΟΙ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΕΝΣΩΜΑΤΩΣΗΣ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΕΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΕΡΓΟΥ ΣΤΟΝ ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Τρόποι:

Για την ενσωμάτωση του κινδύνου στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου υπάρχουν δύο προσεγγίσεις.

Η πρώτη προσέγγιση, εξετάζει κάθε επενδυτικό πρόγραμμα ξεχωριστά και το αξιολογεί με βάση τον δικό του κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοσή του. Ο

⁶ Λελεδάκης Γ. (2007), «Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

⁷ J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz Jr, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 105

⁸ Λελεδάκης Γ. (2007), «Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών

κίνδυνος αυτός ονομάζεται “Μεμονωμένος Κίνδυνος του Επενδυτικού Προγράμματος” (stand-alone risk).

Η δεύτερη προσέγγιση, εξετάζει την επίδραση που έχει το επενδυτικό πρόγραμμα είτε

- i. Στην επιχείρηση που σχεδιάζει να το πραγματοποιήσει, είτε
- ii. Στους μετόχους της επιχείρησης αυτής.

Ο κίνδυνος της περίπτωσης (i) ονομάζεται “Εταιρικός Κίνδυνος του Επενδυτικού Προγράμματος” (corporate or within-firm risk) και μετράται από την επίδραση που θα έχει ένα επενδυτικό πρόγραμμα στην αβεβαιότητα των μελλοντικών κερδών της επιχείρησης, όταν προστεθεί στα άλλα επενδυτικά προγράμματα αυτής της επιχείρησης.

Ο κίνδυνος της περίπτωσης (ii) ονομάζεται “Αγοραίος Κίνδυνος ή Κίνδυνος Αγορά του Επενδυτικού Προγράμματος” (market or beta risk) και μετράται από την επίδραση που θα έχει ένα επενδυτικό πρόγραμμα στον συντελεστή βήτα της επιχείρησης όταν προστεθεί στα άλλα επενδυτικά προγράμματα αυτής.

Μέθοδοι:

Για την ενσωμάτωση του κινδύνου στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου, εφαρμόζονται οι παρακάτω μέθοδοι:

- Ανάλυση Ευαισθησίας (*Sensitivity Analysis*)
- Δέντρα Αποφάσεων (*Decision Tree*)
- Προσομοίωση Monte Carlo (*Monte Carlo Simulation*)
- Ανάλυση Σεναρίου (*Scenario Analysis*)
- Ισοδυναμία με τη Βεβαιότητα (*Certainty Equivalent Approach*)
- Προσαρμογή Προεξοφλητικού Επιτοκίου (*Risk-adjusted Discount Rate*)

Παρακάτω αναπτύσσονται εκτενέστερα αυτές οι μέθοδοι:

4.1.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ (Sensitivity Analysis)

Η ανάλυση ευαισθησίας είναι ένα πολύ χρήσιμο εργαλείο στην λήψη αποφάσεων για την αποδοχή ή όχι του επενδυτικού σχεδίου διότι διερευνά το βαθμό

αντίδρασης ενός αποτελέσματος σε εναλλακτικές μεταβολές ορισμένων μεγεθών – παραμέτρων που επιδρούν στο αποτέλεσμα, δηλαδή διερευνά το πόσο μπορούν να μεταβληθούν τα μεγέθη αυτά χωρίς να υπάρχει αρνητική καθαρή παρούσα αξία. Με άλλα λόγια, η μέθοδος αυτή, δείχνει πόσο μεταβάλλεται η καθαρά παρούσα αξία (ή ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης) ενός επενδυτικού προγράμματος, όταν μεταβάλλεται ένας από τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται το πρόγραμμα, ενώ οι άλλοι παράγοντες παραμένουν σταθεροί. Ανάλυση ευαισθησίας διενεργείται στις τιμές πώλησης, στο κόστος και στην αποδοτικότητα της επένδυσης.

4.1.2 ΔΕΝΤΡΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (Decision Tree)

Ένα δέντρο απόφασης είναι μια γραφική αναπαράσταση μιας διαδικασίας για την ταξινόμηση ή αξιολόγηση ενός στοιχείου ενδιαφέροντος. Αντιπροσωπεύει μια συνάρτηση που αντιστοιχίζει κάθε στοιχείο μιας περιοχής σε μια τιμή από ένα σύνολο αξιών. Αυτή η τιμή είναι τυπικά μια συμβολική ετικέτα ή μια αριθμητική τιμή. Τα δέντρα απόφασης είναι εξαιρετικά εργαλεία για την υποστήριξη αποφάσεων, όταν οι πληροφορίες είναι πολυσύνθετες και η αιτιολογία πρέπει να συνοδεύει εναλλακτικές διαδρομές. Πιο απλά είναι ένα δέντρο που κάθε κόμβος αντιπροσωπεύει μια επιλογή ανάμεσα σε ένα αριθμό εναλλακτικών επιλογών και κάθε φύλλο μια απόφαση⁹.

Η μέθοδος αυτή λαμβάνει υπόψη της τη μερική συσχέτιση των ταμειακών ροών και απεικονίζει γραφικά όλα τα δυνητικά αποτελέσματα. Έτσι ο υπολογισμός της καθαρής παρούσας αξίας, μπορεί να γίνει με τα παρακάτω βήματα:

- Υπολογίζουμε την ΚΠΑ του κάθε κλάδου ή διακλάδωσης (branch), χρησιμοποιώντας ως προεξοφλητικό επιτόκιο το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.
- Υπολογίζουμε την πιθανότητα να παρουσιαστεί το κάθε δυνητικό αποτέλεσμα (δηλαδή η ακολουθία των ταμειακών ροών που παρουσιάζεται από κάθε κλάδο), πολλαπλασιάζοντας την αρχική πιθανότητα με τις πιθανότητες υπό συνθήκη.

⁹ Χαράλαμπος Μπότσαρης, Γραμμικός Προγραμματισμός, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Πατρών 1991.

- Υπολογίζουμε την αναμενόμενη ΚΠΑ πολλαπλασιάζοντας την ΚΠΑ του κάθε κλάδου με την αντίστοιχη σύνθετη πιθανότητά της και αθροίζοντας όλα τα δυνητικά αποτελέσματα.

4.1.3 ΠΡΟΣΟΜΟΙΩΣΗ Monte Carlo (Monte Carlo Simulation)

Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται με τη χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών. Για τον υπολογισμό ακολουθούνται τα παρακάτω στάδια:

- ο Καθορίζονται οι παράγοντες εκείνοι οι οποίοι επηρεάζουν την απόδοση του εξεταζόμενου επενδυτικού προγράμματος (πχ. μέγεθος της αγοράς, τιμή πώλησης, υψος επένδυσης, υπολειμματική αξία επένδυσης, διάρκεια επένδυσης, σταθερό κόστος, κλπ.).
- ο Κατασκευάζεται ένα υπόδειγμα το οποίο υπολογίζει τις πρόσθετες ετήσιες ταμειακές ροές μετά από φόρους.
- ο Καθορίζονται οι κατανομές πιθανοτήτων για κάθε έναν από τους μεταβλητούς παράγοντες, οι οποίοι βασίζονται στην στις εκτιμήσεις των διοικούντων της επίχειρησης.
- ο Το λογισμικό προσομείωσης του υπολογιστή επιλέγει τυχαία μία τιμή από κάθε κατανομή πιθανοτήτων, τις συνδυάζει με άλλες τυχαία επιλεγμένες τιμές από τις άλλες κατανομές και υπολογίζει μία ταμειακή ροή μετά από φόρους για κάθε έτος που διαρκεί το επενδυτικό πρόγραμμα.
- ο Η διαδικασία του προηγούμενου βήματος επαναλαμβάνεται πολλές φορές (πχ 1000 φορές) και έτσι παράγονται 1000 ταμειακές ροές για κάθε έτος που διαρκεί το πρόγραμμα.
- ο Τέλος, υπολογίζεται η ΚΠΑ του προγράμματος προεξοφλώντας τις αναμενόμενες ετήσιες ταμειακές ροές με ένα επιτόκιο που αντιστοιχεί στον κίνδυνο του προγράμματος.

4.1.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΕΝΑΡΙΟΥ (Scenario Analysis)

Η ανάλυση σεναρίου εξετάζει συνήθως τρεις περιπτώσεις

- Μία απαισιόδοξη περίπτωση, στην οποία δημιουργείται ένα σενάριο με άσχημες συνθήκες (πχ χαμηλές τιμές πωλούμενων προϊόντων, χαμηλές πωλήσεις, κλπ.).
- Μία περίπτωση στην οποία δημιουργείται ένα σενάριο με καλές συνθήκες, και
- Μία περίπτωση όπου δημιουργείται ένα μέσο σενάριο (το οποίο μπορεί να είναι κ πιο πιθανό).

Σε συνέχεια των παραπάνω, υπολογίζονται τρεις καθαρές παρούσες αξίες για κάθε υπό εξέταση επενδυτικό πρόγραμμα. Αυτές οι Καθαρές Παρούσες Αξίες, για να υπολογιστούν, θα πρέπει να λάβουν υπόψη ως επιτόκιο προεξόφλησης τη χρησιμοποίηση του κόστους κεφαλαίου.

Στη συνέχεια γίνεται εκτίμηση πιθανοτήτων που μπορεί να συμβεί κάθε σενάριο από τα παραπάνω που δημιουργήθηκαν, ώστε να υπολογιστεί η αναμενόμενη ΚΠΑ, η τυπική απόκλιση της ΚΠΑ και ο συντελεστής μεταβλητότητας της ΚΠΑ.

Τέλος, συγκρίνοντας τον συντελεστή μεταβλητότητας του προγράμματος με τον μέσο συντελεστή μεταβλητότητας των υπόλοιπων προγραμμάτων της επιχείρησης, μπορεί να βγει το συμπέρασμα, εάν το υπό εξέταση πρόγραμμα έχει περισσότερο ή λιγότερο κίνδυνο από το μέσο πρόγραμμα της επιχείρησης.

Το μειονέκτημα της συγκεκριμένης μεθόδου είναι ότι λαμβάνει υπόψη λίγες συγκεκριμένες περιπτώσεις, ενώ στην πραγματικότητα ενδέχεται να υπάρχει άπειρος αριθμός από αποτελέσματα.

4.1.5 ΙΣΟΔΥΝΑΜΙΑ ΜΕ ΤΗ ΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑ (*Certainty Equivalent Approach*)

Η μέθοδος αυτή μετατρέπει τις αναμενόμενες πρόσθετες ταμειακές ροές ενός επενδυτικού έργου οι οποίες Περιέχουν κίνδυνο, σε βέβαιες ταμειακές ροές, τις οποίες στη συνέχεια προεξοφλεί στο παρόν με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο (risk-free rate of return).

Οι πρόσθετες ταμειακές ροές ενός επενδυτικού έργου, προσαρμόζονται προς τα κάτω εάν πολλαπλασιαστούν με έναν συντελεστή ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα (α). Ο συντελεστής αυτός, μετατρέπει τις ταμειακές ροές με κίνδυνο, σε ταμειακές ροές χωρίς κίνδυνο.

Ο συντελεστής ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα εκφράζεται από την παρακάτω σχέση:

$$\alpha_t = \frac{(\text{Βέβαιες Ταμειακές Ροές})_t}{(\text{Ταμειακές Ροές με Κίνδυνο})_t}$$

Συνεπώς, ο συντελεστής ισοδυναμίας με τη βεβαιότητα (α_t), λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδέν όταν υπάρχει πολύ μεγάλος κίνδυνος και της μονάδας όταν δεν υπάρχει κίνδυνος.

4.1.6 ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ ΠΡΟΕΞΩΦΛΗΤΙΚΟΥ ΕΠΙΤΟΚΙΟΥ (*Risk-adjusted Discount Rate*)

Η μέθοδος βασίζεται στην άποψη ότι οι επενδυτές επιζητούν μεγαλύτερη απόδοση από επενδυτικά έργα που έχουν μεγαλύτερο κίνδυνο.

Εάν ο κίνδυνος ενός υπό εξέταση επενδυτικού έργου μίας επιχείρησης είναι μεγαλύτερος από τον κίνδυνο τον οποίο έχει μία τυπική δραστηριότητα της επιχείρησης, τότε το προεξωφλητικό επιτόκιο που χρησιμοποιείται στην αξιολόγηση του επενδυτικού έργου θα πρέπει να αυξηθεί ώστε να αντισταθμίσει τον πρόσθετο αυτό κίνδυνο.

4.2 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΑΙ ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Η σύγχρονη θεωρία επενδύσεων διακρίνει τον κίνδυνο (δηλαδή την μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης) σε δυο κατηγορίες προκειμένου να μπορέσει ο επενδυτής να επιλέξει τα κατάλληλα για το χαρτοφυλάκιό του επενδυτικά στοιχεία καθώς όλες οι επενδύσεις εμπεριέχουν κίνδυνο ο οποίος κάνει τις μελλοντικές τους αποδόσεις αβέβαιες. Ειδικότερα η διάκριση του κινδύνου γίνεται σε συστηματικό και σε μη συστηματικό κίνδυνο και συνεπώς προκύπτει η εξής σχέση¹⁰:

$$\text{Συνολικός κίνδυνος} = \text{Συστηματικός κίνδυνος} + \text{Μη συστηματικός κίνδυνος}$$

Ο συστηματικός κίνδυνος στα πλαίσια της διαχείρισης ενός χαρτοφυλακίου δεν μπορεί να εξαλειφθεί με τη διαδικασία της διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου και

¹⁰ E. F. Brigham, J. F. Houston, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 246

ως εκ τούτου δεν απασχολεί τους επενδυτές, ενώ ο μη συστηματικός απασχολεί τους ορθολογικούς επενδυτές καθώς μπορεί να εξαλειφθεί¹¹.

4.2.1 ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος αγοράς (systematic risk) οφείλεται σε μακροοικονομικούς, πολιτικούς και διεθνείς παράγοντες οι εξελίξεις των οποίων κατευθύνουν τις κινήσεις της συνολικής αγοράς και για το λόγο αυτό δεν μπορεί να εξαλειφθεί με τη διαφοροποίηση του επενδυτικού χαρτοφυλακίου ενός επενδυτή. Συνεπώς όλα τα αξιόγραφα, είτε πρόκειται για μετοχές είτε πρόκειται για ομόλογα, ενέχουν συστηματικό κίνδυνο από τη στιγμή που ο συστηματικός κίνδυνος απορρέει από τους εξής πέντε κύριους παράγοντες ¹²:

α) Ο κίνδυνος επιτοκίων που οφείλεται στην πιθανή μεταβλητότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης εξαιτίας μεταβολών που έχουν προκληθεί στα επιτόκια της αγοράς καθώς υπάρχει η αρνητική σχέση μεταξύ των επιτοκίων της αγοράς και των αξιογράφων καθώς αν π.χ. αυξηθεί το επιτόκιο της αγοράς αυτό θα οδηγήσει σε μείωση της αξίας των ομολογιών και των μετοχών ενώ αν μειωθούν τα επιτόκια της αγοράς θα συμβεί το αντίστροφο.

β) Ο κίνδυνος πληθωρισμού ή κίνδυνος αγοραστικής δύναμης καθώς με δεδομένο ότι ο μελλοντικός πληθωρισμός είναι αβέβαιος αυτό σημαίνει ότι και η πραγματική απόδοση μιας επένδυσης είναι εξίσου αβέβαιη καθώς π.χ. ένας μελλοντικός υψηλός πληθωρισμός προκαλεί μειωμένη πραγματική απόδοση μιας επένδυσης ακόμα και αν η ονομαστική της απόδοσή της είναι εξασφαλισμένη όπως συμβαίνει με την περίπτωση των ομολόγων.

γ) Ο κίνδυνος αγοράς προέρχεται από μεταβολές της συνολικής χρηματιστηριακής αγοράς και αν π.χ. η χρηματιστηριακή αγορά εναλλάσσεται από ανοδική σε καθοδική τροχιά και το αντίστροφο αυτό οπωσδήποτε επηρεάζει την απόδοση όλων των επενδύσεων αλλά πολύ περισσότερο επηρεάζει τις επενδύσεις σε μετοχές καθώς αυτές είναι περισσότερο εκτεθειμένες και ευαίσθητες στον κίνδυνο αγοράς.

δ) Ο συναλλαγματικός κίνδυνος έγκειται στην αβεβαιότητα των αποδόσεων μιας επένδυσης σε ξένο νόμισμα ή σε μια ξένη χώρα που έχει κάνει ένας επενδυτής,

¹¹ J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz Jr, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 105

¹² James C. Van Horne, John M. Wachowicz, Jr, Fundamentals of financial management, 13th edition, 2009, σελίδα 108.

όταν οι αποδόσεις αυτής της επένδυσης της μετατραπούν στο νόμισμα της χώρας του επενδυτή λόγω της συναλλαγματικής ισοτιμίας των δυο νομισμάτων.

ε) Ο πολιτικός κίνδυνος οφείλεται στην πιθανότητα μιας σημαντικής μεταβολής στο πολιτικό ή κοινωνικό ή οικονομικό περιβάλλον μιας χώρας ή ακόμα και διεθνείς εξελίξεις που μπορεί να επηρεάζουν άμεσα μια χώρα όπως για παράδειγμα η μαζική και ανεξέλεγκτη μετανάστευση των σύρων πολιτικών προσφύγων καθώς και των υπολοίπων οικονομικών μεταναστών προς τις χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

4.2.2 Η ΜΕΤΡΗΣΗ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η μέτρηση του συστηματικού κινδύνου γίνεται με τη χρήση του συντελεστή βήτα, ο οποίος εκφράζει την κλίση της γραμμής παλινδρόμησης των επιπλέον αποδόσεων μιας μετοχής i με τις επιπλέον αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς, και μετράει τον βαθμό ευαισθησίας με τον οποίο συνδιακυμαίνονται η απόδοση μιας μετοχής i με την απόδοση της αγοράς (έστω με τον γενικό δείκτη τιμών του χρηματιστηρίου Αθηνών στην περίπτωση της Ελλάδος) και μας δίνεται από τη σχέση¹³:

$$\beta_i = \frac{Cov(R_i, R_M)}{Var(R_M)}$$

Όπου :

$Cov(R_i, R_M)$ = η συνδιακύμανση της απόδοσης της i μετοχής και της απόδοσης της αγοράς M

$Var(R_M)$ = η διακύμανση της αγοράς (γενικού δείκτη)

4.2.3 Ο ΜΗ ΣΥΣΤΗΜΑΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ο μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται στους ιδιαίτερους παράγοντες και χαρακτηριστικά που διέπουν την κάθε επιχείρηση και επομένως για τον λόγο αυτό ο κίνδυνος αυτός μπορεί να εξαλειφθεί με τη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου¹⁴. Τα περισσότερα αξιόγραφα ενέχουν σε κάποιο βαθμό μη συστηματικό κίνδυνο αλλά

¹³ Γεωργιάδης Ηρ. Νικόλαος, “Ο συντελεστής “Beta” μιας μετοχής”, Investment Research & Analysis Journal, Φεβρουάριος 2005.

¹⁴ J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz Jr, Fundamentals of Financial Management, σελίδες 105-106.

κατά κύριο λόγο ο κίνδυνος αυτός συνδέεται με τις μετοχές. Οι πηγές του μη συστηματικού κινδύνου είναι οι εξής μικροοικονομικοί παράγοντες¹⁵:

α) Ο επιχειρηματικός κίνδυνος προέρχεται από το αντικείμενο στο οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση δηλαδή μια επιχείρηση η οποία πουλάει τρόφιμα και παρουσιάζει μέχρι σήμερα σταθερές πωλήσεις και αύξηση κερδών φέρει μικρότερο επιχειρηματικό κίνδυνο από μια επιχείρηση πώλησης αυτοκινήτων η οποία παρουσιάζει αυξομειώσεις στις πωλήσεις της και στα κέρδη της.

β) Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος οφείλεται στη χρήση δανειακών κεφαλαίων από μια επιχείρηση και όσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί μια επιχείρηση τόσο περισσότερο είναι εκτεθειμένη στον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

γ) Ο κίνδυνος ρευστότητας¹⁶ προέρχεται από τη δευτερογενή αγορά (δηλαδή την χρηματιστηριακή αγορά) όπου αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης όλα τα αξιόγραφα.

Ρευστότητα είναι η ικανότητα να μπορεί ένας επενδυτής να είναι σε θέση να πουλήσει γρήγορα μια επένδυση την οποία έκανε χωρίς κάποια σημαντική παραχώρηση στην τιμή πώλησης της εν λόγω επένδυσης. Χαρακτηριστικό παράδειγμα επένδυσης άμεσα ρευστοποιήσιμης αποτελούν οι προθεσμιακές καταθέσεις ενώ στον αντίποδα μια επένδυση αγοράς ενός ακινήτου σε μια απομακρυσμένη περιοχή παρέχει στον επενδυτή περιορισμένη δυνατότητα ρευστότητας καθώς είναι πολύ δύσκολο ένα τέτοιο επενδυτικό στοιχείο να πουληθεί άμεσα.

¹⁵ E. F. Brigham, J. F. Houston, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 166.

¹⁶ J. C. Van Horne, J. M. Wachowicz Jr, Fundamentals of Financial Management, σελίδα 109.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗ ΜΕΛΕΤΗ

5.1 ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ

Η επιχειρησιακή μελέτη παρέχει συμβουλευτικές υπηρεσίες στοχεύοντας στη κάλυψη των αναγκών της επιχείρησης σχετικά με την έρευνα, την οργάνωση και την ανάπτυξη. Επιχειρησιακή μελέτη είναι «η ταξινομημένη και αντικειμενική παρουσίαση στοιχείων και πληροφοριών με αντίστοιχη ανάλυση και ερμηνεία τους, με ανάλογα συμπεράσματα και προτάσεις για να ληφθεί μια απόφαση για ένα επιχειρησιακό σκοπό» (Οικονομικό Επιμελητήριο Ελλάδος, 2014).

Σκοπός της επιχειρησιακής μελέτης είναι:

- να ενημερώσει τη διοίκηση της επιχείρησης για τις συνθήκες που επικρατούν στην επιχείρηση, για τις συνθήκες που επικρατούν έξω στην αγορά, για την τάση των πωλήσεων και τις αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν
- να παρέχει ενδοεπιχειρησιακή πληροφόρηση και συνεργασία μεταξύ των διαφόρων τμημάτων της επιχείρησης.

5.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Το εύρος των επιχειρησιακών μελετών είναι μεγάλο, από την πιο απλή μορφή όπως είναι μια αναφορά ή μια επιστολή, μέχρι την πιο σύνθετη όπως είναι μια πληρέστερη έκθεση παρουσίασης συμπερασμάτων και λύσεων για το πρόβλημα. Μια γενικότερη διάκριση μπορεί να γίνει με βάση:

- Το θέμα, όπως φορολογικό
- Την συχνότητα, τακτική ή περιοδική, όπως μήνα, τρίμηνο, εξάμηνο, χρόνο.
- Το λειτουργικό σκοπό, όπως είναι οι εκθέσεις έρευνας, εκθέσεις πληροφοριών, αναλυτικές εκθέσεις, εκθέσεις παρουσίασης συμπερασμάτων και λύσεων π.χ. οικονομοτεχνικές μελέτες
- Την τυπικότητα ανάλογα ποιος είναι ο αποδέκτης και για ποιον σκοπό συντάσσονται. Οι συγκεκριμένες εκθέσεις χαρακτηρίζονται από τη διάρθρωση, το λεξιλόγιο και το στυλ σύνταξης

- Την εξωτερική μορφή, π.χ. υπόμνημα, επιστολή, έκθεση
- Τη σχέση συντάκτη – αποδέκτη ή ανεξάρτητης σχέσης μεταξύ τους, σε διοικητικές ή εσωτερικές εκθέσεις, επαγγελματικές εκθέσεις, ιδιωτικές και δημόσιες εκθέσεις
- Τη σκοπιμότητα, όπως είναι εκθέσεις προόδου, αιτιολογικές εκθέσεις, μελέτες βιωσιμότητας, στατιστικές εκθέσεις, εκθέσεις, σχέδια Marketing, μελέτες αξιοποίησης ακινήτων, κλαδικές μελέτες, Bussines Plan κ.ά.

5.3 ΒΑΣΙΚΟΣ ΣΧΕΛΙΑΣΜΟΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Για τον σχεδιασμό της Επιχειρησιακής Μελέτης, ακολουθούνται τα παρακάτω βήματα:

1ο ΒΗΜΑ: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Θα πρέπει να εντοπιστεί ποιο είναι το πρόβλημα και η επιχείρηση δεν έχει τα αναμενόμενα αποτελέσματα. Δηλαδή πρέπει να περιγραφεί, να εντοπιστεί η περιοχή που δημιουργήθηκε το πρόβλημα και να αναλυθούν οι λόγοι δημιουργίας του.

2ο ΒΗΜΑ: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Θα πρέπει να γίνει μια πλήρη και ακριβή περιγραφή των κατευθύνσεων που θα ακολουθήσει η έρευνα, το πρόβλημα να αναλυθεί εις βάθος και εκτενέστερα, στο πρόγραμμα έρευνας να δοθεί έμφαση εκεί που πρέπει, να οριστεί ο χρόνος παράδοσης, το κόστος, οι ανθρωπόωρες και εξειδικευμένο προσωπικό που θα χρησιμοποιηθεί. Στο βήμα αυτό θα πρέπει να απαντηθούν τα εξής κρίσιμα ερωτήματα από τον συντονιστή του έργου για την εκπόνηση της έκθεσης-μελέτης:

- Ποιος ο σκοπός της,
- Ποιος είναι ο αποδέκτης της,
- Ποια η σπουδαιότητα της,
- Ποια μεθοδολογική προσέγγιση θα ακολουθηθεί,
- Τι πληροφορίες χρειάζονται και που μπορούν να αναζητηθούν
- Ποιος τρόπος συλλογής και ανάλυσης θα χρησιμοποιηθεί,
- Ποιος/ποια ομάδα θα την εκπονήσει,

- Ποιος ο χρόνος παράδοσης

3ο ΒΗΜΑ: ΣΥΣΤΑΣΗ, ΣΥΓΚΡΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΟΡΙΣΜΟΣ ΜΕΛΩΝ ΟΜΑΔΑΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Σχηματισμός της ομάδας: Ο συντονιστής επιλέγει τα μέλη της ομάδας του βάσει το γνωστικό επίπεδο, την προσωπικότητα, την εμπειρία και τις ικανότητες που διαθέτουν και ορίζει συνάντηση ώστε να γνωριστούν μεταξύ τους. Η συνάντηση κρίνεται απαραίτητη ώστε η ομάδα του να αποτελέσει ένα ενιαίο σύνολο που δουλεύει αποτελεσματικά.

Πληροφόρηση: Ο συντονιστής αφού έχει κάνει έναν ακριβή προσδιορισμό της εργασίας, έχει μελετήσει τους διαθέσιμους πόρους, έχει δημιουργήσει το χρονοδιάγραμμα, ενημερώνει τα μέλη της ομάδας για τους στόχους και τους σκοπούς της εργασίας τους.

Συζήτηση προτάσεων: Τα μέλη της ομάδας μοιράζονται ρόλους και σχηματίζουν τη δομή. Θεωρείται το πιο σημαντικό στάδιο. Μπορεί να υπάρχει σύγκρουση προσωπικοτήτων και ασυμβατότητα χαρακτήρων.

Κανόνες / Κανονισμοί: Στα μέλη της ομάδας ορίζονται κανόνες και διαδικασίες που επιτρέπουν να συνεργάζονται και να δουλεύουν αρμονικά μαζί.

Επίτευξη των στόχων: Είναι το παραγωγικό στάδιο όπου τα μέλη δουλεύουν σε ομάδα και φέρουν εις πέρας το έργο τους. Η δουλειά μοιράζεται και το κάθε μέλος δουλεύει ξεχωριστά ώστε να επιτύχει τον επιδιωκόμενο σκοπό. Αν ένα μέλος δεν μπορέσει για οποιοδήποτε λόγο να ανταποκριθεί ή φύγει από την ομάδα τότε αντικαθίσταται.

Διάλυση ομάδας: Είναι το τελικό στάδιο, ο αρχικός σκοπός της δημιουργίας της ομάδας έχει περατωθεί και η ομάδα θα πρέπει να διαλυθεί με την ολοκλήρωση του παραδοτέου έργου.

4ο ΒΗΜΑ: ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΤΟΥ ΕΡΓΟΥ

Ο ορισμός του χρονοδιαγράμματος αποτελεί ευθύνη του συντονιστή και περιλαμβάνει όλα τα κύρια στάδια της διαδικασίας, καθώς και την αναμενόμενη χρονική διάρκεια κάθε σταδίου. Η χρονική διάρκεια κάθε σταδίου διαφέρει από έργο σε έργο, ανάλογα με την πολυπλοκότητα που έχει. Το χρονοδιάγραμμα καθορίζεται στην αρχή της διαδικασίας, και για την κατάρτισή του λαμβάνεται υπόψη η διαθεσιμότητα όλων των μελών της ομάδας.

5ο ΒΗΜΑ: ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΠΗΓΩΝ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ, ΣΥΛΛΟΓΗ ΚΑΙ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.

Στο στάδιο αυτό προσδιορίζεται ο τρόπος αναζήτησης και ερμηνείας των πληροφοριών, δηλαδή γίνεται αναζήτηση σχέσης αίτιου-αποτελέσματος, ξεκινώντας από μηδενική βάση. Ορίζεται η μέθοδος που θα χρησιμοποιηθεί για την συλλογή των δεδομένων, η οποία συνδέεται με το θεωρητικό πλαίσιο της έρευνας, τον προβληματισμό, και τις ερευνητικές υποθέσεις, όπως είναι η δειγματοληψία, το ερωτηματολόγιο, η προκαταρκτική έρευνα και η διεξαγωγή της έρευνας. Στο βιβλίο “Μέθοδοι συλλογής δεδομένων ερωτηματολόγιο, συνέντευξη, παρατήρηση” των Ανδρουλάκης, Κακάρη και Μουσουρή αναφέρει ότι υπάρχουν τριών ειδών πηγές πληροφοριών για τη διεξαγωγή έρευνας, οι οποίες είναι ο λόγος π.χ. συνέντευξη και ερωτηματολόγιο, τα γεγονότα και τα ίχνη π.χ. οι οικονομικές καταστάσεις. Οι πηγές πληροφόρησης διακρίνονται σε:

- Πρωτογενείς πηγές, δηλαδή πρόκειται για πρωτότυπο υλικό που δεν έχει υποστεί «ερμηνεία, σύνοψη ή αξιολόγηση» από έτερο άτομο ή ομάδα, π.χ. η ευρεσιτεχνία, μονογραφία, αναφορά.
- Δευτερογενείς πηγές, δηλαδή δίνουν πληροφορίες για πρωτογενείς πηγές ή πληροφορίες πρωτογενών πηγών που έχουν επεξεργασθεί, π.χ. βιβλιογραφίες.
- Τριτογενείς πηγές, δηλαδή πηγές που αφού έχουν συλλεχθεί από πρωτογενείς και δευτερογενείς πηγές, υπέστησαν επεξεργασία και πλέον περιλαμβάνουν το απόσταγμα τους π.χ. εγκυκλοπαίδειες. Αφού οι πληροφορίες συλλεχθούν ταξινομούνται με βάση το χρόνο ή το χώρο.

6ο ΒΗΜΑ: ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΕΡΜΗΝΕΙΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ.

Η δυνατότητα ερμηνείας εξαρτάται τόσο από τις γνώσεις του μέλους της ομάδας εργασίας όσο και από την εμπειρία να αναλύει και να καταλήγει σε συμπεράσματα. Όμως δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που εξαιτίας της υπερβολικής του πεποίθησης για το αποτέλεσμα της έρευνας που διεξάγει, οδηγείται σε λανθασμένες ερμηνείες, αυτό οφείλεται στην βεβαιότητα ότι τα αποτελέσματα του είναι σημαντικότερα και ότι η μοναδική λύση που υπάρχει είναι δοσμένη από αυτόν και την ομάδα του, στερώντας στον αποδέκτη της έκθεσης να διατυπώσει μια εναλλακτική ερμηνεία πιθανά σημαντικότερη, καθώς επίσης η αποδοχή της έλλειψης αποδείξεων σαν απόδειξη του αντίθετου, αντί να έχει σαν οδηγό ότι πρέπει πάντα να υπάρχουν αποδείξεις για τα συμπεράσματά του.

Γι' αυτό πριν ξεκινήσουν τα μέλη της ομάδας να συντάσσουν την έρευνα για να μην ακολουθήσουν λανθασμένες διαδικασίες ερμηνείας θα πρέπει:

- Να αποβάλουν τυχόν προκαταλήψεις από προηγούμενες μελέτες τους και να ξεκινήσουν από μηδενική βάση με επαγγελματική συνείδηση προσεγγίζοντας το πρόβλημα,
- Να μην συγκρίνουν ανόμοια στοιχεία,
- Να ελέγχουν την αξιοπιστία των πηγών τους,
- Να μην επικρίνουν, αλλά να δέχονται συμβουλές, ακόμα και αν διαφωνούν από άλλη δυνατότητα συνεργασίας.
- Να επαληθεύουν τις ερμηνείες είτε με την επίκληση του αντίθετου είτε με τον έλεγχο της λογικής αιτιολογικής σχέσης.
- Να μην ξεχάσουν ότι η σχέση ανάμεσα στον μελετητή, το πρόβλημα και τον αποδέκτη είναι μοναδική.
- Να κάνουν χρήση πινάκων και γραφικών παραστάσεων, τονίζοντας με αυτό τον τρόπο τις γραπτές εκθέσεις τους και βοηθώντας τον αποδέκτη στην καλύτερη κατανόηση και ερμηνεία του προβλήματος.

7ο ΒΗΜΑ: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΡΕΥΝΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΤΕΙΝΟΜΕΝΕΣ ΛΥΣΕΙΣ ΤΟΥ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΟΣ

Πρόκειται για ένα δοκιμαστικό περίγραμμα, για μια πρώτη αναφορά των αποτελεσμάτων και προσέγγισης της τελικής μελέτης που θα ακολουθήσει.

5.4 ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΥΡΙΩΣ ΣΩΜΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η δομή της επιχειρησιακής μελέτης περιέχει τα εξής προκαταρκτικά στοιχεία:

- i. Διαβιβαστικό έγγραφο παράδοσης της επιχειρησιακής μελέτης, το οποίο περιέχει πληροφορίες για το σκοπό, τους περιορισμούς, τα ευρήματα της μελέτης και συνοδεύει το κυρίως σώμα της μελέτης δίνοντας μια σύντομη περίληψη.
- ii. Το εξώφυλλο με τον τίτλο της μελέτης, το όνομα του συντάκτη και την ημερομηνία υποβολής.
- iii. Επιστολή ανάθεσης της μελέτης.
- iv. Επιστολή αποδοχής της ανάθεσης.
- v. Πίνακας περιεχομένων.

vi. Περίληψη της μελέτης.

Το κύριο σώμα της επιχειρησιακής μελέτης περιέχει τα εξής:

- Εισαγωγή
- Πίνακα περιεχομένων
- Τα δεδομένα που αναλύονται σε περισσότερα υποκεφάλαια
- Κλείσιμο της μελέτης με τα συμπεράσματα και τις προτάσεις
- Παράρτημα

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ, ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

6.1 ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΣΚΟΠΙΜΟΤΗΤΑ

Με τον όρο οικονομικοτεχνική μελέτη εννοούμε «τη συστηματική συγκέντρωση, καταγραφή και ανάλυση των οικονομικών και των τεχνικών δεδομένων που αναφέρονται στο φορέα υλοποίησης της επένδυσης, στην περιγραφή και στο κόστος της, στις πηγές χρηματοδότησής της, στην ανάλυση του κλάδου και της αγοράς, στο πλαίσιο της οποίας θα λειτουργήσει, στις προβλέψεις των αναμενόμενων οικονομικών αποτελεσμάτων μετά τη λειτουργία της επένδυσης και στις προοπτικές βιωσιμότητας και αποδοτικότητας της επένδυσης».

Η οικονομικοτεχνική μελέτη είναι μια επιχειρησιακή μελέτη που κάθε φορά μεταβάλλεται ανάλογα με την κατηγορία της μελέτης και τους επιδιωκόμενους σκοπούς. Το επιχειρησιακό σχέδιο ή όπως ευρέως είναι γνωστό ως business plan είναι μια ολοκληρωμένη οικονομικοτεχνική μελέτη που αποτελεί τον πιο λεπτομερή σχεδιασμό μιας επιχειρηματικής ιδέας και θεωρείται απαραίτητη διαδικασία που πρέπει να προηγείται της ενάρξεως της επιχείρησης. Σκοπός της οικονομικοτεχνικής μελέτης είναι να διερευνήσει την βιωσιμότητα και την προοπτική της επένδυσης, εντοπίζοντας παράλληλα ισχυρά και αδύναμα σημεία και απαντώντας στο ερώτημα εάν μια επένδυση είναι βιώσιμη ή όχι.

Με την οικονομικοτεχνική μελέτη επιτυγχάνονται τα εξής:

- ✚ Ορθή εκτίμηση της κατάστασης της επιχείρησης
- ✚ Εντοπισμό των ισχυρών και αδύναμων σημείων της επένδυσης
- ✚ Σωστή αντιμετώπιση των προβλημάτων της επιχείρησης
- ✚ Προγραμματισμός των διαδικασιών εκτίμησης κόστους, χρηματοδότησης και πραγματοποίησης της επένδυσης

6.2 ΣΤΟΧΟΙ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Οι οικονομικοτεχνικές μελέτες διερευνούν τη δυνατότητα πραγματοποίησης της επένδυσης κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες και αποτελούν τα θεμέλια κάθε οικονομικής δραστηριότητας. Στόχοι των οικονομικοτεχνικών μελετών είναι τα εξής:

- ✚ Να διερευνήσουν τις προϋποθέσεις πραγματοποίησης της επένδυσης

- ✚ Να καθορίσουν το άριστο μέγεθος της επένδυσης
- ✚ Να προσδιορίσουν το άριστο τεχνολογικό επίπεδο
- ✚ Να μελετήσουν την ανταγωνιστική θέση του προϊόντος και κατ' επέκταση της επιχείρησης
- ✚ Να προβλέψουν μελλοντικές πωλήσεις
- ✚ Να εξετάσουν τη δυνατότητα χρηματοδότησης της επένδυσης, το ύψος και την σύνθεση των απαιτούμενων κεφαλαίων
- ✚ Να προσδιορίσουν την οργανωτική και διοικητική δομή
- ✚ Να εξετάσουν το φορολογικό πλαίσιο της επένδυσης
- ✚ Να προσδιορίσουν το οικονομικό αποτέλεσμα της επένδυσης
- ✚ Να εξετάσουν εάν είναι κατάλληλη και καλύπτει η υπάρχουσα υποδομή
- ✚ Να εξετάσουν το υπάρχον εργατικό δυναμικό

6.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΟΠΟΙΗΣΗ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

Οι οικονομοτεχνικές μελέτες ανάλογα με το σκοπό που εξυπηρετούν και εξελίξιμο στάδιο που βρίσκεται το επενδυτικό σχέδιο μέχρι την υλοποίηση και λειτουργία του, διακρίνονται¹⁷ σε:

- Μελέτες επενδυτικών ευκαιριών, οι οποίες εντοπίζονται με τους εξής τρόπους: α) από τις εμπειρίες και τις πληροφορίες που διαθέτει ο ενδιαφερόμενος επιχειρηματικός φορέας, β) από τις πληροφορίες που συγκεντρώνει το τμήμα πωλήσεων και προμηθειών, γ) από ειδικούς καταλόγους επενδυτικών ευκαιριών φορέων όπως τραπεζών και Επιμελητηρίων, και δ) από την εκπόνηση γενικών και ειδικών μελετών επενδυτικών ευκαιριών. Οι γενικές μελέτες επενδυτικών ευκαιριών διακρίνονται σε κλαδικές μελέτες, μελέτες ανάπτυξης περιοχών, μελέτες αξιοποίησης συγκεκριμένων πλουτοπαραγωγικών πηγών και συνήθως εκπονούνται από ΟΤΑ και φορείς δημοσίου. Ενώ οι ειδικές μελέτες επενδυτικών ευκαιριών γίνονται μετά από την εκπόνηση των γενικών μελετών επενδυτικών ευκαιριών και στοχεύουν να υποδείξουν στους επενδυτές ευκαιρίες σε συγκεκριμένους κλάδους ή προϊόντα. Με τις ειδικές μελέτες επενδυτικών ευκαιριών εξετάζονται οι δημογραφικές εξελίξεις

¹⁷ Το κείμενο της κατηγοριοποίησης των οικονομοτεχνικών μελετών βασίζεται στο μεγαλύτερο του ποσοστό με ελάχιστες αλλαγές και τροποποιήσεις σε κείμενα που βασίστηκαν από το σεμινάριο «Παρουσίαση εισήγησης οικονομοτεχνικών μελετών» του Οικονομικού Επιμελητηρίου Αθηνών που διεξήχθη το 2014.

περιοχών και πόλεων, οι εθνικοί φυσικοί πόροι, οι αναπτυγμένοι κλάδοι και οι κλάδοι που έχουν έντονη εξωτερική ζήτηση, το τεχνολογικό επίπεδο του κλάδου, αναλύονται οι οικογενειακοί προϋπολογισμοί για τις ελλείψεις των προϊόντων και καταναλωτικών προτιμήσεων, αξιοποιούνται πληροφορίες από τα επιμελητήρια, τον τύπο και από επιχειρηματικούς συνδέσμους και αναζητούνται πρωτοποριακές ευρεσιτεχνίες.

- Διαγνωστικές μελέτες, οι οποίες στοχεύουν να πληροφορήσουν, να προκαλέσουν το επιχειρηματικό ενδιαφέρον, να καταγράψουν τις λειτουργίες και τα αποτελέσματα της επιχείρησης και να επισημάνουν τα πιθανά δυνατά ή αδύνατα σημεία της. Οι διαγνωστικές μελέτες έχουν σχετικό χαμηλό κόστος εξαιτίας της περιορισμένης τους έκτασης. Το περιεχόμενο των διαγνωστικών μελετών είναι:

- ✚ Το επενδυτικό κλίμα που επικρατεί
- ✚ Ο στόχος των πωλήσεων και το διαθέσιμο δίκτυο.
- ✚ Οι προτιμήσεις των καταναλωτών
- ✚ Το ύψος της επένδυσης
- ✚ Οι διαθέσιμοι πόροι για την υλοποίηση της επένδυσης
- ✚ Η εσωτερική ζήτηση του προϊόντος και η κατανάλωση
- ✚ Τα επενδυτικά κίνητρα και η πολιτική των επενδύσεων
- ✚ Πρόσβαση
- ✚ Άλλα στοιχεία της αγοράς

- Προμελέτες σκοπιμότητας, οι οποίες εξετάζουν διεξοδικά την επιχειρηματική ιδέα και η δομή τους δεν μοιάζει με τη μελέτη σκοπιμότητας ως προς την έκταση της ανάλυσης των στοιχείων. Η προμελέτη σκοπιμότητας παραλείπεται μόνο όταν η αναγνωριστική μελέτη τεκμηριώνει επαρκώς την επενδυτική πρόταση, ενώ αν τα στοιχεία της είναι αμφίβολα, τότε η προμελέτη σκοπιμότητας γίνεται για να δώσει αξιόπιστα στοιχεία για την σκοπιμότητα της, ενώ διακόπτεται η εκπόνηση της, ακόμα και όταν βρίσκεται σε εξέλιξη, αν κάποιο από τα στοιχεία της δείξει ότι η επενδυτική ιδέα δεν είναι εφαρμόσιμη. Η προμελέτη σκοπιμότητας εκπονείται για να ερευνησει περαιτέρω την διαγνωστική μελέτη, να εξετάσει αν η επένδυση είναι βιώσιμη και αποδοτική, να ψάξει για χρηματοδότηση και να επισημάνει επιμέρους στοιχεία που είναι κρίσιμης σημασίας που πρέπει να εκπονηθούν μελέτες υποστήριξης. Οι προμελέτες σκοπιμότητας πρέπει να περιέχουν την ύπαρξη επιχειρηματικού ενδιαφέροντος και ανικανοποίητης ζήτησης, τα τεχνικά και

οικονομικά στοιχεία της επένδυσης, την επιλογή του τόπου εγκατάστασης και χρηματοδοτικού σχήματος και την επάρκεια πόρων και εργατικού δυναμικού. • Μελέτες σκοπιμότητας ή εφικτότητας, οι οποίες ακολουθούν εφόσον τα συμπεράσματα των προμελετών σκοπιμότητας είναι θετικά. Η μελέτη σκοπιμότητας στοχεύοντας στην αξιολόγηση ενός επενδυτικού προγράμματος ως προς την απόδοση και την βιωσιμότητα του, δίνει την οριστική απάντηση για την αποδοχή ή απόρριψη της επένδυσης, εξετάζοντας και αναλύοντας εις βάθος όλα τα στοιχεία της επένδυσης που μεταξύ τους αλληλοεξαρτώνται και αλληλοεπηρεάζονται.

Η μελέτη σκοπιμότητας διακρίνεται σε:

- ✚ Μελέτη σκοπιμότητας μετεγκατάστασης
- ✚ Μελέτη σκοπιμότητας επέκτασης ή εκσυγχρονισμού της μονάδας
- ✚ Μελέτη σκοπιμότητας ίδρυσης νέας μονάδας
- ✚ Μελέτη σκοπιμότητας συνδυασμού όλων

Η μελέτη σκοπιμότητας εξετάζει και δίνει πληροφορίες για θέματα όπως την ικανότητα του επιχειρηματικού φορέα, το άριστο μέγεθος της οικονομικής μονάδας, την κατάλληλη διοικητική και οργανωτική δομή παραγωγής και λειτουργίας, την αποτελεσματική ζήτηση των προϊόντων, την καταλληλότητα της τοποθεσίας, των εγκαταστάσεων, του τεχνολογικού εξοπλισμού και των πρώτων υλών, την καλύτερη παραγωγική διαδικασία, την αντιμετώπιση τυχόν κινδύνων, την επαρκή εξασφάλιση χρηματοδότηση κ.α.

- ✚ Μελέτες υποστήριξης, οι οποίες ως εξειδικευμένες έρευνες, αναλύουν σε βάθος εξειδικευμένα θέματα, εκπονούνται πριν από τις μελέτες σκοπιμότητας από ειδικούς εμπειρογνώμονες, όπως χρηματοδοτικούς αναλυτές.

Οι μελέτες υποστήριξης διακρίνονται σε:

- Μελέτες έρευνας αγοράς για τη ζήτηση των προϊόντων
- Μελέτες έρευνας πρώτων και βοηθητικών υλών
- Περιβαλλοντικές μελέτες
- Μελέτες θέσης
- Τεχνολογικές μελέτες
- Μελέτες πηγών χρηματοδότησης και διάρθρωσης
- Μελέτες Marketing και προώθησης πωλήσεων

Οι Μελέτες Υποστήριξης ως εξειδικευμένες έρευνες θεωρούνται απαραίτητες για την υποστήριξη ολοκληρωμένης μελέτης σκοπιμότητας.

✚ Μελέτες εφαρμογής ή οριστικές μελέτες, μετά την υλοποίηση των μελετών σκοπιμότητας επόμενο βήμα έχει η εκπόνηση των μελετών εφαρμογής, το κόστος των οποίων είναι υψηλό εξαιτίας της λεπτομερειακής τους δομής. Οι μελέτες εφαρμογής αναφέρονται στα οριστικά κατασκευαστικά σχέδια, στο ταμειακό προγραμματισμό και στο χρονοδιάγραμμα υλοποίησης της επένδυσης.

Οι μελέτες εφαρμογής περιέχουν τα παρακάτω στοιχεία:

- ✓ Χρονοδιάγραμμα κατασκευής των έργων
- ✓ Ταμειακό πρόγραμμα
- ✓ Οριστικά σχέδια του πολιτικού μηχανικού και της χωροθέτησης του τεχνολογικού εξοπλισμού και των εγκαταστάσεων
- ✓ Το πλάνο προσλήψεων και εκπαίδευσης του προσωπικού
- ✓ Το πλάνο της δοκιμαστικής λειτουργία και του ελέγχου της παραγωγής.

6.4 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΚΠΟΝΗΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟ-ΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ

• Ομάδα εργασίας Η εκπόνηση των οικονομοτεχνικών μελετών πρέπει να γίνεται από ομάδα εργασίας εξαιτίας του πολυδιάστατου χαρακτήρα των επενδυτικών σχεδίων. Επιπρόσθετα, η σύνθεση της ομάδας εργασίας σχετίζεται με το είδος, το αντικείμενο, την έκταση και το βαθμό λεπτομερειακής ανάλυσης του σχεδίου. Για τη μελέτη μεγάλου επενδυτικού σχεδίου πρέπει να συγκροτηθεί ομάδα εμπειρογνομόνων που θα περικλείει οικονομολόγο, αναλυτή αγοράς, περιβαλλοντολόγο, μηχανολόγο, πολιτικό μηχανικό, ειδικό στο marketing, ειδικό στο management, χρηματοδοτικό αναλυτή και φορολογικό σύμβουλο. Τον έλεγχο και την ευθύνη για τη συνεργασία των εμπειρογνομόνων και τον προγραμματισμό των εργασιών θα την φέρει ο συντονιστής της ομάδας. Η σύνθεση της ομάδας ενδέχεται να μεταβληθεί ανάλογα με το εκάστοτε επενδυτικό σχέδιο.

• Χρόνος και Χρονοδιάγραμμα ολοκλήρωσης της μελέτης Για την εκπόνηση οικονομοτεχνικών μελετών και την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων θέτεται ένα

χρονοδιάγραμμα εξαιτίας του περιορισμένου χρόνου υλοποίησης και παράδοσης της, του κόστους μισθοδοσίας, του περιορισμένου εξειδικευμένου προσωπικού, της άμεσης αντιμετώπισης του προβλήματος και πολλών άλλων παραγόντων. Επιπλέον, οι διάφορες κατηγορίες μελετών δύναται να είναι ανεξάρτητες ή να αποτελέσουν διαδοχικά στάδια εξέλιξης και ολοκλήρωσης της μελέτης σκοπιμότητας ανάλογα τα αποτελέσματα και το ενδιαφέρον των χρηματοδοτών.

- Χρονικός ορίζοντας μελέτης Για την ολοκλήρωση μιας μελέτης οι χρονικές περίοδοι και οι φάσεις που ενδιαφέρουν στην ανάλυση τους είναι:

- ✚ Η περίοδος μελέτης
- ✚ Η περίοδος κατασκευής
- ✚ Η περίοδος έναρξης της παραγωγής
- ✚ Η περίοδος παραγωγικής λειτουργίας
- ✚ Ο χρόνος λήξης της παραγωγικής ζωής της επένδυσης.

- Στατιστικά στοιχεία και πληροφορίες Για την εκπόνηση των οικονομοτεχνικών μελετών και την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων χρειάζεται να γίνουν πάρα πολλοί υπολογισμοί καθώς και εκτιμήσεις, γι' αυτό το λόγο θεωρείται αναγκαία η χρήση των στατιστικών στοιχείων.

Τα στοιχεία αυτά ταξινομούνται στις εξής κατηγορίες:

- ✓ Επίπεδο συλλογής μακροοικονομικών μεγεθών
- ✓ Κλαδικό επίπεδο
- ✓ Επίπεδο σχεδίου επένδυσης
- ✓ Επίπεδο μεμονωμένου προϊόντος

Όπως αναφέραμε σε προηγούμενη ενότητα οι πηγές πληροφοριών διακρίνονται σε πρωτογενείς, δευτερογενείς και τριτογενείς, οι οποίες δύναται να είναι εσωτερικές, όπως πηγές από βιβλιοθήκες, γραμματείες περιφερειών, τράπεζες πληροφοριών, κλαδικές μελέτες και αρχεία της επιχείρησης ή Ευρωπαϊκές και Διεθνείς πηγές, όπως Eurostat, Ευρωπαϊκή Ένωση, Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων, Παγκόσμιος Οργανισμός Εμπορίου και ΟΑΣΑ.

6.5 ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΚΑΙ ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ

Η εκπόνηση των επενδυτικών σχεδίων προϋποθέτει και απαιτεί την ύπαρξη πολλών εκτιμήσεων και υπολογισμών. Όταν δεν υπάρχουν διαθέσιμα στοιχεία, τότε ο αναλυτής πρέπει προσφύγει σε έμμεσες πληροφορίες και πηγές, χρησιμοποιώντας κάποιες παραδοχές και υποθέσεις, προκειμένου να αναπληρώσει αυτό το κενό και να προχωρήσει στον έλεγχο της αξιοπιστίας των διαθέσιμων στοιχείων για την περαιτέρω επεξεργασία τους. Οι παραδοχές χρησιμοποιούνται για μεγέθη, συμπεριφορές ή τάσεις που είναι γενικά παραδεκτές. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το γεγονός ότι τα τελευταία έτη, ο πληθυσμός της χώρας αυξάνεται με ένα ρυθμό που δεν μπορεί να αμφισβητηθεί. Επιπρόσθετα, οι παραδοχές χρησιμοποιούνται και σε περιπτώσεις όπως εκτίμηση της ζήτησης, του κόστους παραγωγής.

Από την άλλη, οι υποθέσεις εργασίας δεν είναι τόσο δεσμευτικές όσο οι παραδοχές και μπορεί να μεταβληθούν. Χρησιμοποιούνται κυρίως σε για μεγέθη, συμπεριφορές ή τάσεις που δεν υπάρχει γενική παραδοχή για την πορεία κάποιων μεγεθών, αλλά διατυπώνονται πολλές ρεαλιστικές υποθέσεις εργασίας προκειμένου να γίνει υπολογισμός με βάση την εμπειρία.

Στην αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων συνηθίζεται ως διαδικασία η χρήση εναλλακτικών υποθέσεων εργασίας για την αντιμετώπιση των κινδύνων και της αβεβαιότητας. Τέλος, τόσο οι παραδοχές όσο και οι υποθέσεις εργασίας πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια στη μελέτη του επενδυτικού σχεδίου, ώστε να είναι εφικτός, ο έλεγχος της αξιοπιστίας τους.

6.6 ΦΑΣΕΙΣ ΚΑΙ ΣΤΑΔΙΑ ΟΛΟΚΛΗΡΩΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ

Η διαδικασία ολοκλήρωσης ενός επενδυτικού σχεδίου διέρχεται από τέσσερις φάσεις κάθε μια εκ των οποίων περιέχει διάφορα στάδια που καθένα ξεχωριστά δύναται να αποτελέσει ένα αυτόνομο και ανεξάρτητο επενδυτικό σχέδιο. Πρώτη Φάση και στάδια που περιέχει: Η πρώτη φάση είναι η μελετητική και περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

- ✓ **1ο στάδιο:** Επισήμανσης της επενδυτικής ιδέας ή ευκαιρίας, το συγκεκριμένο στάδιο αποτελεί το προκαταρκτικό διότι ο επιχειρηματίας αναζητεί την πιο ενδιαφέρουσα επενδυτική ιδέα ή ευκαιρία. 16 Οικονομικό Επιμελητήριο της Ελλάδος
- ✓ **2ο στάδιο:** Αναγνωριστική Μελέτη Επενδυτικής Ιδέας ή Ευκαιρίας, στο σημείο αυτό γίνεται προσχέδιο του επενδυτικού σχεδίου και εφόσον στο πρώτο στάδιο είναι θετικά τα αποτελέσματα της μελέτης για μια αναλυτικότερη και ακριβέστερη διερεύνηση τότε η αναγνωριστική μελέτη πραγματοποιείται.
- ✓ **3ο στάδιο:** προμελέτη σκοπιμότητας, είναι μια ενδιάμεση μελέτη που δίνει την δυνατότητα στους επενδυτές να προχωρήσουν στο στάδιο της μελέτης σκοπιμότητας με καλύτερη διερεύνηση της αγοράς κεφαλαίων, ακριβέστερη προσέγγιση του κόστους και των ωφελειών. Επιπλέον, με την προμελέτη σκοπιμότητας γίνονται διερευνητικές συζητήσεις τόσο με τράπεζες όσο και με πιθανούς επενδυτές και χρηματοδότες για τη συμμετοχή τους στο επενδυτικό σχήμα, καθώς επίσης λαμβάνεται η προέγκριση χρηματοδότησης της.
- ✓ **4ο στάδιο:** Μελέτης Σκοπιμότητας ή Εφικτότητας, η οποία αποτελεί την οριστική αξιολόγηση της επένδυσης που πραγματοποιείται μετά το τέλος των διερευνητικών συζητήσεων και την ενσωμάτωση παρατηρήσεων, διευκρινίσεων και προσθηκών. Περιλαμβάνει τα τελικά συμπεράσματα για τη λήψη της οριστικής απόφασης και επιπλέον είναι η μελέτη που υποβάλλεται οριστικά στις τράπεζες, στον Αναπτυξιακό Νόμο και στα Κοινοτικά Προγράμματα για την τελική έγκριση της χρηματοδότησης. Δεύτερη φάση και στάδια που περιέχει:

Η δεύτερη φάση είναι η προπαρασκευή υλοποίησης και περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

- ✓ **1ο στάδιο:** Εκπόνηση Οριστικής Μελέτης Εφαρμογής.
- ✓ **2ο στάδιο:** Υπογραφή δανειακών συμβάσεων με την οριστική ρύθμιση χρηματοδότησης του επενδυτικού.
- ✓ **3ο στάδιο:** Έγκριση επιχορήγησης.
- ✓ **4ο στάδιο:** Στάδιο διαπραγματεύσεων και επιλογής συνεργατών.
- ✓ **5ο στάδιο:** Υπογραφή προμηθειών εξοπλισμού και συμβάσεων έργου.
- ✓ **6ο στάδιο:** Ταμειακός προγραμματισμός.

Τρίτη φάση και στάδια που περιέχει: Η τρίτη φάση είναι η υλοποίηση της επένδυσης και περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

- ✓ **1ο στάδιο:** Ταμειακός προγραμματισμός και χρονική κλιμάκωση του έργου των κατασκευαστικών εργασιών.
- ✓ **2ο στάδιο:** Προετοιμασία των εδαφικών εκτάσεων για τα έργα.
- ✓ **3ο στάδιο:** Κατασκευή των έργων.
- ✓ **4ο στάδιο:** Εγκαταστάσεις: ηλεκτρολογικές και υδραυλικές.
- ✓ **5ο στάδιο:** Πρόσληψη και εκπαίδευση ανθρώπινου δυναμικού.
- ✓ **6ο στάδιο:** Δοκιμαστική λειτουργία της μονάδας. Τέταρτη φάση και στάδια που περιέχει: Η τέταρτη φάση είναι η κανονική λειτουργία της μονάδας και περιλαμβάνει

Τα εξής στάδια:

- ✓ **1ο στάδιο:** Αξιολόγηση των προβλημάτων σε όλο το διάστημα λειτουργίας για την καταλληλότητα του ανθρώπινου δυναμικού, των πρώτων υλών, της τεχνολογίας, της επαρκούς χρηματοδότησης κ.α.
- ✓ **2ο στάδιο:** Παραγωγικότητα και ποιοτικό έλεγχο παραγωγής.
- ✓ **3ο στάδιο:** Έλεγχο προβλέψεων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΚΠΙΟΝΗΣΗΣ & ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΟΙΚΟΝΟΜΟΤΕΧΝΙΚΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ

7.1 ΒΑΣΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΙ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΟ-ΤΕΧΝΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ

Η οικονομοτεχνική μελέτη περιλαμβάνει έξι μέρη με αυτοτελές περιεχόμενο το καθένα. Πιο συγκεκριμένα:

Στο πρώτο μέρος παρουσιάζονται τα στοιχεία του φορέα της οικονομοτεχνικής μελέτης. Πιο συγκεκριμένα περιέχει τα εξής στοιχεία:

Στοιχεία του φορέα.

1. Εταιρική / μετοχική σύνθεση και κεφάλαιο.
2. Στοιχεία εταίρων / μετόχων.
3. Δραστηριότητα του φορέα.
4. Μέγεθος του φορέα.
5. Αναφορά και αιτιολόγηση των σχέσεων συνεργασίας.

Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται τα στοιχεία της τεχνικής περιγραφής της οικονομοτεχνικής μελέτης. Πιο συγκεκριμένα περιέχει τα εξής:

1. Περιγραφή της οικονομοτεχνικής μελέτης και της παραγωγικής διαδικασίας της: στοιχεία του οικοπέδου, των κτιριακών εγκαταστάσεων, περιγραφή παραγωγικής διαδικασίας και τεχνική περιγραφή των βασικών εργασιών και εξοπλισμού.

2. Δυναμικότητα - Ισχύς με αναφορά στα τεχνικά χαρακτηριστικά της μελέτης.

Στο τρίτο μέρος παρουσιάζονται τα στοιχεία της απασχόλησης. Πιο συγκεκριμένα, καταγράφεται το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης και των νέων θέσεων εργασίας. Ειδικότερα, υποβάλλονται στοιχεία τεκμηρίωσης, αναλύονται οι θέσεις απασχόλησης και για τα στελέχη της διοίκησης δίδεται βιογραφικό.

Το τέταρτο μέρος περιλαμβάνει το κόστος της επένδυσης και τις πηγές χρηματοδότησης. Πιο συγκεκριμένα, παρουσιάζεται ένας συγκεντρωτικός πίνακας κόστους ανά κατηγορία εξόδου, το χρηματοδοτικό σχήμα και η ανάλυση των πηγών χρηματοδότησης. Ιδιαίτερα αναλύεται ο τρόπος κάλυψης των ιδίων κεφαλαίων και της εξωτερικής χρηματοδότησης.

Το πέμπτο μέρος αποτελεί ουσιαστικά την έρευνα αγοράς στα πλαίσια μιας οικονομοτεχνικής μελέτης.

Πιο συγκεκριμένα περιέχει τα εξής:

1. Κατηγορία Κλάδου βάσει της ανάπτυξης αυτού.
2. Λοιπά στοιχεία του κλάδου.

Το έκτο μέρος περιέχει τις προβλέψεις βιωσιμότητας μετά την υλοποίηση της οικονομοτεχνικής μελέτης. Πιο συγκεκριμένα περιέχει τα εξής:

1. Ανάλυση των παραδοχών βιωσιμότητας.
2. Σχόλια και παρατηρήσεις σε προσαρτήματα.

7.2 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΦΟΡΕΑ ΚΑΙ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Όταν ο φορέας της επένδυσης είναι υφιστάμενη επιχείρηση, τότε αναφέρεται η πλήρης επωνυμία, η νομική μορφή, εφόσον υπάρχει ο διακριτικός τίτλος, ο σκοπός, η χρονολογία της ίδρυσης, η τοποθεσία, η διάρκεια και η εταιρική εξέλιξη της επιχείρησης. Στην περίπτωση που ο φορέας είναι υπό σύσταση, τότε αναφέρεται η μελλοντική επωνυμία, η τοποθεσίας και η νομική μορφή που θα έχει ο υπό σύσταση φορέας.

Πίνακας 1: Στοιχεία Φορέα

ΕΠΩΝΥΜΙΑ
ΝΟΜΙΚΗ ΜΟΡΦΗ (ΑΤΟΜΙΚΗ, ΟΕ, ΕΕ, ΑΕ, ΕΠΕ)
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ / ΕΔΡΑ
ΜΕΤΟΧΟΙ
ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΕ ΑΛΛΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ
ΜΕΛΗ
ΣΥΝΘΕΣΗ Δ.Σ.
ΒΙΟΓΡΑΦΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Επιπλέον μια μελέτη περιέχει τα στοιχεία της μετοχικής/εταιρικής σύνθεσης. Ειδικότερα παρατίθενται στοιχεία όπως τα ονοματεπώνυμα των κυριότερων μετόχων/εταίρων, ο αριθμός και η αξία των μετοχών τους, οι σχέσεις τους με συνεργαζόμενες τράπεζες, η συμμετοχή τους σε άλλες επιχειρήσεις, η οικονομική τους επιφάνεια και η ιδιότητα τους στο διοικητικό συμβούλιο.

Σκοπός και αντικείμενο μιας επένδυσης είναι η δημιουργία νέας επιχείρησης, η επέκταση της υφιστάμενης επιχείρησης, ο εκσυγχρονισμός της με νέα τεχνολογία, η αύξηση της παραγωγικότητας και η μετεγκατάσταση της. Όπως αναφέραμε και σε

προηγούμενη ενότητα, τα στοιχεία που συνθέτουν την έννοια της επένδυσης είναι ο φορέας της επένδυσης, το αντικείμενο της, το κόστος καθώς επίσης και οι ωφέλειες που θα αποκομισθούν στο μέλλον. Επιπροσθέτως, από τον ορισμό της επένδυσης προέκυψε ότι τα χαρακτηριστικά της στοιχεία είναι:

- Η διάρκεια ζωής που εξαρτάται: α) από την τεχνική ανάπτυξη, β) από τα χαρακτηριστικά των μεταγενέστερων διαρκών αγαθών, γ) από την εξέλιξη των προτιμήσεων των ατόμων και δ) τις μεταβολές διαφόρων οικονομικών μεγεθών (π.χ. τιμές).

- Οι θυσίες για την απόκτηση και εκμετάλλευση του διαρκούς αγαθού κατά τη διάρκεια της ζωής του.

- Οι άμεσες ή έμμεσες ωφέλειες.

- Η ημερομηνία πραγματοποίησης της επένδυσης.

7.3 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΚΑΙ ΤΟΝ ΚΛΑΔΟ

Απαραίτητο βήμα για την εκπόνηση της μελέτης είναι να οριστεί επακριβώς το τμήμα της αγοράς που η επιχείρηση θα προσπαθήσει να εισχωρήσει. Θα πρέπει δηλαδή να ξεκαθαρίσει εξ αρχής σε ποιο κομμάτι του επενδυτικού κοινού απευθύνεται, διαφορετικά τόσο οι νέες τεχνολογίες, όσο οι ιδιοφυείς ανακαλύψεις για το νέο προϊόν θα είναι άχρηστες. Επομένως, αυτό που θα πρέπει να κάνει ο μελετητής είναι ορίσει το αγοραστικό κοινό που απευθύνεται η επιχείρηση και να αιτιολογήσει την επιλογή. Το αγοραστικό κοινό μπορεί να είναι τόσο από την εγχώρια αγορά, όσο και από την ξένη αγορά. Επιπλέον, θα πρέπει να εξηγήσει τα πλεονεκτήματα του τόπου εγκατάστασης της επιχείρησης και να μελετήσει τον ανταγωνισμό που έχει να αντιμετωπίσει η επιχείρηση από άλλες ομοειδής επιχειρήσεις, να υποδείξει σε ποια σημεία υπερέχει και να αναφέρει τον πιθανό τρόπο αντιμετώπισης της ενδεχομένης αντίδρασης των ανταγωνιστών στην εμφάνιση της στην περιοχή.

Τέλος, θα πρέπει να αξιολογήσει τον κλάδο και την αγορά που δραστηριοποιείται, να αναφερθεί στη παρούσα κατάσταση που επικρατεί στον κλάδο και να προβλέψει τη μελλοντική πορεία του κλάδου.

7.4 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΟΥ ΤΟΠΟΥ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Στη μελέτη πρέπει να περιγράφεται επακριβώς η τοποθεσία της εγκατάστασης, δηλαδή πρέπει η τοποθεσία να περιέχει τα εξής στοιχεία:

- + Γεωγραφικό διαμέρισμα
- + Πόλη
- + Τοποθεσία (διεύθυνση, Τ.Κ.)
- + Βιομηχανική ζώνη
- + Ειδική ζώνη
- + Βιοτεχνικό πάρκο, κ.α.

Η επιλογή του σωστού τόπου εγκατάστασης μιας επιχείρησης, άσχετα σε ποιον κλάδο ανήκει, μπορεί να παίξει καθοριστικό ρόλο στην επιτυχία ή στην αποτυχία της επιχείρησης. Μια λανθασμένη επιλογή του τόπου εγκατάστασης μπορεί να υποβαθμίσει την ανταγωνιστικότητά της επιχείρησης καθώς και την δυνατότητα της να επιβιώσει και να αναπτυχθεί. Ενώ η επιλογή ενός κατάλληλου τόπου εγκατάστασης μπορεί να δώσει πλεονέκτημα στην επιχείρηση.

Για την επιλογή του τόπου εγκατάστασης υπάρχουν ορισμένοι γενικοί κανόνες που παίζουν σημαντικό ρόλο. Παρόλα αυτά, ο επιτηδευματίας οφείλει να διερευνήσει ποιοι από αυτούς είναι οι σημαντικοί για την δική του περίπτωση και ποιοι όχι. Στους γενικούς κανόνες επιλογής τόπου εγκατάστασης περιλαμβάνεται η επιλογή της πόλης, της κοινότητας, της επαρχίας, ακόμα και της χώρας μέσα στην οποία θα εγκατασταθεί και θα δράσει η συγκεκριμένη επιχείρηση. Στους ειδικούς κανόνες επιλογής τόπου εγκατάστασης περιλαμβάνεται η επιλογή της οδού, του κτιρίου, του οικοπέδου που έχει εγκατασταθεί η επιχείρηση,

Η επιλογή της τοποθεσίας της εγκατάστασης της επιχείρησης πρέπει να γίνεται βάσει κάποιων παραγόντων του περιβάλλοντος της περιοχής οι οποίοι είναι:

- Οικονομική δραστηριότητα, δηλαδή ο ρυθμός ανάπτυξης της περιοχής και η οικονομική ευημερία και η κοινωνική και πολιτιστική ανάπτυξη της.
- Πληθυσμός, δηλαδή τα ποσοτικά στοιχεία (μέγεθος και τάση πληθυσμού) και τα ποιοτικά στοιχεία του πληθυσμού (τρόπος ζωής των κατοίκων, ήθη και έθιμα, ηλικίες, ανάγκες, αντιλήψεις).

- Ανταγωνισμός, είναι σημαντικό για την επιχείρηση να γνωρίζει ποσοτικά και ποιοτικά τους ανταγωνιστές της και την δραστηριότητα τους πριν εγκατασταθεί.
- Διευκολύνσεις, όπως την εύκολη πρόσβαση από τον σταθμό ταξί και τις στάσεις λεωφορείων, την προσφορά εργατικού δυναμικού, τις τραπεζικές διευκολύνσεις κ.α.

7.5 ΤΕΧΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

Σημαντικό σε μια μελέτη είναι να σχεδιαστεί η παραγωγική διαδικασία, δηλαδή η διαδικασία μετασχηματισμού των παραγωγικών εισροών σε προϊόντα και υπηρεσίες, που θα ακολουθηθεί στην οποία πρέπει να αναφέρονται με σαφήνεια η περιγραφή της παραγωγικής ροής και η επιλογή της άριστης διαδικασίας.

Ο σχεδιασμός της παραγωγικής διαδικασίας επιτρέπει την σωστή οργάνωση και διοίκηση της παραγωγής, την επιλογή του κατάλληλου μηχανολογικού εξοπλισμού και την αποτελεσματική χωροταξική διάταξη των τμημάτων παραγωγής και εργασιών στις εγκαταστάσεις. Η περιγραφή της παραγωγικής διαδικασίας μπορεί να γίνει με τη χρήση πινάκων και διαγραμμάτων.

Πέρα από τον σχεδιασμό της παραγωγικής διαδικασίας, πρέπει να προσδιοριστεί και η παραγωγική δυναμικότητα που ταυτίζεται με το επίπεδο της επένδυσης και διαμορφώνεται με βάση τη στρατηγική της επιχείρησης, τις τεχνολογικές εξελίξεις και τη διαχρονική εξέλιξη της ζήτησης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός εκμετάλλευσης της παραγωγικής δυναμικότητας και ταυτόχρονα το μέγεθος της επένδυσης, τόσο μικρότερο είναι το κόστος ανά μονάδα προϊόντος και αποτελεσματικότερη η αξιοποίηση της τεχνολογίας.

Ένα επιπλέον τεχνικό στοιχείο αποτελεί η τεχνολογία. Επομένως, η μελέτη πρέπει να αναφέρει την τεχνολογία που απαιτείται για την συγκεκριμένη επένδυση. Υπάρχουν δύο μεγάλες κατηγορίες τεχνολογίας, η εντάσεως εργασίας και η εντάσεως κεφαλαίου. Η επιλογή της τεχνολογίας που θα χρησιμοποιηθεί εξαρτάται από την δυναμικότητα της επένδυσης, την ποιότητα και τα χαρακτηριστικά του προϊόντος, την επίδραση της τεχνολογίας στο κόστος παραγωγής, τις βασικές εισροές και τον ανταγωνισμό.

Συνοπτικά μια οικονομοτεχνική μελέτη περιλαμβάνει τα εξής τεχνικά στοιχεία:

- Με το οργανόγραμμα, το οποίο αποτελεί την εσωτερική οργάνωση της επιχείρησης, δομούνται και καθορίζονται οι λειτουργίες και οι δραστηριότητες ολόκληρης της επιχείρησης κατά τομείς και τμήματα προσωπικού.
- Η οργανωτική δομή μιας επιχείρησης σκοπό έχει να ορίσει ένα σύστημα ρόλων και εξειδικευμένων λειτουργιών και μπορεί να λάβει πολλές μορφές. Η πιο συνηθισμένη και ευρέως διαδεδομένη είναι η πυραμιδοειδής μορφή οργάνωσης, όπου όλες οι λειτουργίες - τμήματα της επιχείρησης οργανώνονται σε πυραμιδοειδή μορφή.
- Οι κυριότερες λειτουργίες – τμήματα μιας μεγάλης επιχείρησης είναι οι ακόλουθες:
 - ✓ Τμήμα γενικής διεύθυνσεως
 - ✓ Τμήμα διεύθυνσης παραγωγής
 - ✓ Τμήμα πωλήσεων
 - ✓ Τμήμα οικονομικής διεύθυνσης
 - ✓ Τμήμα προσωπικού
 - ✓ Τμήμα πληροφορικής
 - ✓ Τμήμα υποστήριξης
 - ✓ Τμήμα προμηθειών
 - ✓ Τμήμα ερευνών και ανάπτυξης

Το κόστος λειτουργίας της επένδυσης περιλαμβάνει όλη τη διαδικασία παραγωγής, σε σχέση με το είδος του παραγόμενου προϊόντος ή υπηρεσίας, καθώς και τα γενικά έξοδα διάθεσης, διοίκησης, κ.λπ. Το επενδυτικό σχέδιο αποτελεί αφετηρία υπολογισμού του κόστους λειτουργίας.

Τα κόστη λειτουργίας επιμερίζονται σε μεταβλητά και σε σταθερά, εσωτερικά και συναλλαγματικά ανάλογα με τη λειτουργική τους σκοπιμότητα και το στάδιο παραγωγής. Από τη στιγμή που γίνει πρόβλεψη των πωλήσεων καταρτίζεται πρόγραμμα παραγωγής, έπειτα ακολουθεί η ανάλυση του κόστους παραγωγής, όπως και η ανάλυση του λειτουργικού κόστους και τέλος οι αποσβέσεις των παγίων.

7.6 ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ, ΧΡΟΝΟΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΕΚΤΕΛΕΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Το συνολικό κόστος επένδυσης διακρίνεται στο κεφάλαιο προ εγκατάστασης και στο κεφάλαιο εγκατάστασης της μονάδας. Το κεφάλαιο προ εγκατάστασης αφορά την αγορά οικοπέδων, τα συμβόλαια ανάθεσης έργου, την επίβλεψη και το συντονισμό της κατασκευής, την προκήρυξη και αξιολόγηση των προσφορών, τις ερευνητικές δαπάνες και τις δαπάνες της απαραίτητης υποδομής όπως δρόμων. Από την άλλη, το κεφάλαιο εγκατάστασης περιέχει την κατασκευή των κτιριακών εγκαταστάσεων, την αγορά του εξοπλισμού, τα συστήματα ασφάλειας, κ.λπ. Στο συνολικό κόστος θα πρέπει να προστεθεί και το κεφάλαιο κίνησης που αφορά το κόστος κάλυψης των λειτουργικών δαπανών της επιχείρησης, διαστήματος 3 με 6 μηνών μέχρι να ξεκινήσουν οι εισπράξεις. Με άλλα λόγια, το συνολικό κόστος επένδυσης είναι το άθροισμα του κόστους παραγωγικής επένδυσης, του οικοπέδου, των μελετών προκατασκευαστικής περιόδου και του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης. Ένα από τα λάθη που γίνονται συνήθως είναι το κεφάλαιο κίνησης δεν συμπεριλαμβάνεται στο συνολικό κόστος της επένδυσης ή υποεκτιμάται ως προς το ποσό.

Μέχρι την έναρξη λειτουργίας της επένδυσης καθοριστικό ρόλο παίζει ένα καλό χρονοδιάγραμμα προκειμένου να ελεγχθεί η πορεία υλοποίησης της επένδυσης, να εξεταστεί η δυνατότητα έναρξης της επένδυσης και να εκτιμηθούν οι ταμιακές ροές του προγράμματος για τα αρχικά πέντε χρόνια. Τόσο ο σχεδιασμός της συνολικής επένδυσης, όσο και το χρονοδιάγραμμα κατασκευής σε όλα τα στάδια της επένδυσης θεωρείται κρίσιμης σημασίας για την ομαλή χρηματοδότηση της επένδυσης με αντίστοιχο χρηματοοικονομικό προγραμματισμό. Η χρηματοδότηση αποτελεί μείζον θέμα σε όλη την διάρκεια της επένδυσης, γιατί σε περίπτωση ανεπάρκειας της, δύναται να υπάρξουν καθυστερήσεις του έργου και να δημιουργηθούν πρόσθετα κόστη με αποτέλεσμα να πρέπει να αναθεωρηθεί τόσο ο χρόνος κατασκευής και υλοποίησης του έργου, όσο και το τελικό κόστος. Επιπλέον και ένα λανθασμένο μίγμα χρηματοδότησης, μπορεί να προκαλέσει πέρα από οικονομικά προβλήματα και λειτουργικά προβλήματα σε μια επιχείρηση. Η εξέταση επομένως των πηγών χρηματοδότησης των επενδύσεων είναι ύψιστης σημασίας, εφόσον σχετίζεται άμεσα με την απόδοση των επιχειρήσεων.

Η χρηματοδότηση μπορεί να είναι σύνθετη και με ποικίλες πηγές κεφαλαίων. Η πηγή χρηματοδότησης των επιχειρήσεων προέρχεται είτε εσωτερικά είτε εξωτερικά. Μια οικονομικά επιτυχημένη επιχείρηση θα πρέπει να μπορεί να συγκεντρώσει τα απαραίτητα κεφάλαια είτε εσωτερικά, είτε εξωτερικά για να χρηματοδοτήσει την επένδυση και τους λειτουργικούς πόρους που απαιτούνται για την λειτουργία του. Η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, όπως η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, τα αποθεματικά αποτελούν την εσωτερική χρηματοδότηση, ενώ η χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, όπως ο δανεισμός αποτελούν την εξωτερική χρηματοδότηση.

7.7 ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ

Οι προβλέψεις βιωσιμότητας του επενδυτικού σχεδίου βασίζονται στις επενδυτικές παρεμβάσεις που προκύπτουν από την πραγματοποίηση της επένδυση και εκτιμάται η βιωσιμότητα βάσει των αναμενόμενων επιδόσεων της τεχνολογίας και των ανταγωνιστικών και λοιπών συνθηκών λειτουργίας της επιχείρησης στην περιοχή που πρόκειται να δραστηριοποιηθεί και γενικότερα στη χώρα. Οι προβλέψεις των οικονομικών στοιχείων εκτιμώνται με βάση παραδοχών - υποθέσεων που σχετίζονται στην μέθοδο υπολογισμού και εκτίμησης των αναμενόμενων οικονομικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης, οι οποίες είναι:

- ✓ Οι σταθερές τιμές του έτους εκπόνησης της μελέτης του προϋπολογισμού των εσόδων – εξόδων της λειτουργίας της επιχείρησης, χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο ετήσιος πληθωρισμός.
- ✓ Οι προϋπολογισμοί των εσόδων – εξόδων γίνονται σε πραγματικές τιμές της αγοράς και των εκτιμήσεων του φορέα επένδυσης.
- ✓ Ο χρόνος λειτουργίας της επιχείρησης.
- ✓ Στα τεχνικά στοιχεία της τεχνολογίας, στις ικανότητες του προσωπικού, στο χρόνο λειτουργίας βασίζεται η ετήσια δυναμικότητα της παραγωγής.
- ✓ Η προβλεπόμενη διάθεση των παραγόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών κατά την πρώτη πενταετία της λειτουργίας της επιχείρησης, εφόσον είναι υφιστάμενη επιχείρηση θα πρέπει να βασίζεται στις αναμενόμενες επιπτώσεις από την επενδυτική παρέμβαση και τις επιδόσεις του παρελθόντος.

Τα βασικότερα στοιχεία που θα πρέπει να αναλυθούν και να σχολιαστούν ως προς τον τρόπο υπολογισμού τους είναι:

- ✓ Προβλεπόμενες αξίες πρώτων υλών
- ✓ Ανάλυση του προβλεπόμενου κύκλου εργασιών
- ✓ Ανάλυση του προβλεπόμενου συνολικού κόστους παραγωγής
- ✓ Ανάλυση του προβλεπόμενου λογαριασμού εκμεταλλεύσεως και αποτελεσμάτων χρήσης
- ✓ Ανάλυση του δανεισμού πενταετίας
- ✓ Εσωτερικό βαθμό ανάλυσης –IRR

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με το νόμο 3908/11, όπως και με το 3299/04 η αξιολόγηση της βιωσιμότητας της επένδυσης δεν εξετάζεται μεμονωμένα αλλά εντάχθηκε στη διαδικασία υπαγωγής του επενδυτικού σχεδίου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

«Χρηματοδότηση είναι ένας πολυδιάστατος όρος ο οποίος σημαίνει την δανειοδότηση, την χρήση νομισματικών μέσων και την διαχείρισή τους, την ανάπτυξη κεφαλαιουχικού δυναμικού και την διαχείριση του νομισματικού πλούτου». Σκοπός της χρηματοδότησης είναι να βοηθήσει την επιχείρηση να ανακάμψει και να αντλήσει πόρους, για αυτό τον λόγο παίζει σημαντικό ρόλο στον κύκλο ζωής της επιχείρησης.

Η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης ωθείται από κίνητρα τα οποία χαρακτηρίζονται και ως βασικές λειτουργίες – σκοποί της χρηματοδότησης. Αυτά είναι:

- ✓ Η εξασφάλιση του μέλλοντος, για να εξασφαλίσει μια επιχείρηση το μέλλον της επειδή εκείνη την περίοδο δεν είναι παραγωγική χρηματοδοτείται με εξωτερική χρηματοδότηση.
- ✓ Η δημιουργία πραγματικού κεφαλαίου με την ανακατανομή των παραγωγικών δυνάμεων μεταξύ των τομέων παραγωγής καταναλωτικών αγαθών και αγαθών κεφαλαίου.
- ✓ Αναγκαστική χρηματοδότηση προκειμένου η επιχείρηση να βρει χρήματα για να επιζήσει και να αναπτυχθεί. Αυτή η χρηματοδότηση δεν έχει ηθελημένο χαρακτήρα εν αντιθέσει με τις δύο μορφές.
- ✓ Αντιμετώπιση έκτακτων κινδύνων, έχουμε όταν μια επιχείρηση ενώ λειτουργεί σωστά για μεγάλο χρονικό διάστημα, κάποια στιγμή αναγκάζεται να αντιμετωπίσει κάποιον έκτακτο κίνδυνο.
- ✓ Επενδύσεις

Οι χρηματοδοτήσεις που διενεργούνται στην χώρα μας είτε από τις τράπεζες είτε από τους ειδικούς πιστωτικούς οργανισμούς καθορίζονται ως προς την μορφή και το ύψος τους και ελέγχονται από τις νομισματικές αρχές του κράτους βάση της απόφασης της Νομισματικής Επιτροπής 1509/1/14-9-68.

Για μια πληρέστερη προσέγγιση των επενδύσεων, είναι σκόπιμο να εξεταστεί το χρηματοδοτικό τους πλαίσιο. Υπάρχουν δυο τρόποι χρηματοδότησης των επενδύσεων η εσωτερική χρηματοδότηση ή αυτοχρηματοδότηση και η εξωτερική χρηματοδότηση. Εσωτερική χρηματοδότηση είναι η προμήθεια στην επιχείρηση εσωτερικών πόρων, όπως, τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, τα κέρδη, τα αποθεματικά και οι αποσβέσεις των παγίων περιουσιακών στοιχείων της. Η εσωτερική χρηματοδότηση με όποια μορφή και αν γίνεται, αντιπροσωπεύει ένα

σημαντικό μέρος της συνολικής χρηματοδότησης και αποτελεί το καλύτερο είδος χρηματοδότησης της επιχείρησης για την πραγματοποίηση επενδύσεων γιατί επωφελείται της καλής φορολογικής μεταχείρισης και δεν της αποφέρει τόκους, δεσμεύσεις περιουσιακών στοιχείων και άλλες επιβαρύνσεις.

Οι κύριες πηγές εσωτερικής χρηματοδότησης είναι:

- ❖ Αύξηση του αρχικού κεφαλαίου με εισφορές των επιχειρηματιών.
- ❖ Η χρησιμοποίηση των αποσβέσεων.
- ❖ Δανειακή ενίσχυση της επιχείρησης από επιχειρηματίες ή μετόχους.
- ❖ Η κεφαλαιοποίηση των αποθεματικών
- ❖ Η αύξηση κεφαλαίων από την έκδοση νέων μετοχών.
- ❖ Η εκποίηση περιουσιακών στοιχείων

Αντίθετα, η εξωτερική χρηματοδότηση είναι το κεφάλαιο που δίδεται στην επιχείρηση με κάθε μορφής παροχή πιστώσεων και προστιθέμενο στα ίδια κεφάλαια συμβάλει στην αύξηση της δραστηριότητας και αποδοτικότητας του επιχειρηματικού κεφαλαίου. Διακρίνεται στην άμεση χρηματοδότηση, δηλαδή χωρίς τη διαμεσολάβηση τρίτων με την έκδοση και διάθεση υποσχετικών τίτλων από τις ελλειμματικές μονάδες στις πλεονασματικές και στην έμμεση χρηματοδότησης, δηλαδή με τη διαμεσολάβηση τρίτων.

Παραδείγματα και μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης αποτελούν ο τραπεζικός δανεισμός, η χρηματοδότηση για εξαγωγές, η εμπορική πίστωση μεταξύ επιχειρήσεων, η δανειοδότηση και έκδοση εγγυητικής επιστολής έναντι σύμβασης εκτέλεσης εργασίας, η επ' ενέχυρου χρηματοδότηση κυκλοφορούντων ενεργητικών κ.α.

Ο τραπεζικός δανεισμός που αποτελεί μια από τις κύριες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης διέπεται από τις ακόλουθες αρχές:

- Αρχή της ρευστότητας για την αποπληρωμή των δανειακών κεφαλαίων.
- Αρχή της ασφάλειας για την εξασφάλιση της αποπληρωμής των δανειακών κεφαλαίων.
- Αρχή της κατανομής των κινδύνων.
- Αρχή της επικοινωνίας - ενημερότητας.
- Αρχή της αποδοτικότητας.
- Αρχή του κοινωνικού οφέλους.

Ο τραπεζικός δανεισμός διέπεται από τα παρακάτω κριτήρια:

- Ποιοτικά κριτήρια
- Ποσοτικά κριτήρια
- Απόδοσης κριτήρια
- Κοινωνικά κριτήρια
- Πιστωτικά κριτήρια
- Κριτήρια ανάλυσης των συνθηκών αγοράς και προσδιορισμού της πιστωτικής ανάγκης

Και η δομή του καταλόγου των ερωτημάτων και στοιχείων για την εξέταση της επιχείρησης από την Τράπεζα έχει την παρακάτω μορφή:

1. Περίληψη για τους λήπτες αποφάσεων

- ✓ επιχειρηματικός φορέας
- ✓ δείκτες αποδοτικότητας
- ✓ υπάρχουσα αγορά και παραγωγική δυναμικότητα
- ✓ εισροές
- ✓ τόπος εγκατάστασης
- ✓ περιβαλλοντικές επιπτώσεις
- ✓ τεχνολογία
- ✓ κατάσταση μηχανολογικού εξοπλισμού
- ✓ οργάνωση μονάδας
- ✓ στελέχωση και εργατικό δυναμικό
- ✓ γενική οικονομική και λογιστική κατάσταση της επιχείρησης

2. Ο επιχειρηματικός φορέας - Ιστορικά και βασικά στοιχεία επιχείρησης:

α) βασικά πληροφοριακά στοιχεία (ρόλος επιχείρησης, δραστηριότητα, σχέση επιχείρησης με την εγχώρια και διεθνή αγορά)

β) στοιχεία επιχείρησης (επωνυμία, διεύθυνση, έτος ίδρυσης, οργανωτική και διοικητική δομή, διοίκηση, συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις, οι κυριότεροι ανταγωνιστές και επιδόσεις)

γ) ιστορική εξέλιξη της επιχείρησης κυριότερα γεγονότα

3. Αγορά και παραγωγική δυναμικότητα:

α) αγορά (περιγραφή υφισταμένων αγορών και εύρος της αγοράς)

β) πωλήσεις προϊόντων (δίκτυο πωλήσεων, τιμολογιακή πολιτική, τάσεις ανταγωνισμού, υφιστάμενες πωλήσεις, ωριμάνσεις – διακυμάνσεις αγοράς, κύκλος ζωής προϊόντος)

γ) παραγωγική δυναμικότητα

δ) πρόγραμμα παραγωγής - χρονική κλιμάκωση

4. Εισροές παραγωγής

α) χαρακτηριστικά των εισροών

β) πρόγραμμα προμηθειών

γ) τιμές - πολιτική προμηθευτών

δ) αποθέματα

5. Τόπος εγκατάστασης και περιβαλλοντικές επιπτώσεις

α) θέση -τοποθεσία - περιοχή – νομός

β) μορφολογία εδάφους - οικόπεδο

γ) επιπτώσεις στο περιβάλλον από τη λειτουργία της εγκατάστασης

6. Τεχνολογία παραγωγής και κατάστασης μηχανολογικού εξοπλισμού – Τεχνική Έκθεση

α) ροή παραγωγικής διαδικασίας και διαγράμματα

β) τεχνολογία - πηγές τεχνολογίας - τρόπος απόκτησης-ετήσιο κόστος

γ) μηχανολογικός εξοπλισμός

δ) έργα πολιτικού μηχανικού

7. Οργάνωση μονάδας και γενικά έξοδα κατά τομείς - κέντρα κόστους

α) οργανωτική δομή σε διαγράμματα

β) γενικά έξοδα κατά κατηγορίες

8. Στελέχωση και εργατικό δυναμικό

α) στελέχη και διοικητικό προσωπικό (κατάλογος με ειδικότητες, εκπαίδευση, οργανόγραμμα θέσεων, ετήσιο κόστος προσωπικού)

β) εργατικό δυναμικό (κατάλογος με ειδικότητες, επάρκεια προσωπικού, ετήσιο κόστος προσωπικού)

9. Κατάσταση λειτουργίας της μονάδας

α) ιστορικό και διάρκεια κατασκευής

β) χρονική κλιμάκωση του έργου

γ) ιδιωτικά συμφωνητικά εξοπλισμού και κατασκευής έργων

10. Γενική οικονομική και λογιστική κατάσταση της επιχείρησης

α) φήμη της επιχείρησης

β) κεφαλαιακή δομή (μετοχικό/εταιρικό κεφάλαιο, δάνεια, υποθήκες- προσημειώσεις)
γ) κόστος παραγωγής (κόστος εισροών, εργασίας, γενικά έξοδα εργοταξίου, γενικά έξοδα διοίκησης, αποσβέσεις, έξοδα πωλήσεων, δαπάνες συντήρησης, εκπαίδευσης, κ.α.)

δ) οικονομική κατάσταση και λογαριασμοί

ε) ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων

ζ) ισολογισμοί και Ισοζύγια

η) φορολογική και ασφαλιστική κατάσταση

θ) ασφάλιση κτιρίων, εξοπλισμού, προσωπικού

ι) διάφορες εκκρεμότητες κι ειδικές υποθέσεις

κ) χρηματοδοτικό Πρόγραμμα:

- ✓ ποια είναι η πραγματική χρηματοδοτική ανάγκη της επιχείρησης
- ✓ ποιο είναι το είδος της πιστωτικής ανάγκης - χρονικότητα ανάγκης – ταμιακό πρόγραμμα
- ✓ εναλλακτικοί τρόποι και πηγές χρηματοδότησης
- ✓ επιλογή νομίματος χορήγησης δανείου
- ✓ αξιολόγηση τραπεζικού κινδύνου

λ) εξασφαλίσεις

Οι εμπορικές πιστώσεις, ως μορφή εξωτερικής χρηματοδότησης, αποτελούν τη μεγαλύτερη κατηγορία βραχυπροθέσμων πιστώσεων και περιλαμβάνουν το κεφάλαιο από πωλήσεις εμπορευμάτων με πίστωση.

Οι εταιρίες χρηματοδότησης που έχουν ως αντικείμενο τους τη συγκέντρωση κεφαλαίων με την έκδοση ομολόγων και μετοχών και την επένδυση τους σε μετοχές άλλων εταιρειών διαμέσου της χρηματοδότησης, αποτελούν με την σειρά τους μαζί με το χρηματιστήριο, το leasing και το factoring σύγχρονες μορφές εξωτερικής χρηματοδότησης.

Τα κριτήρια αξιολόγησης πιστοδοτήσεων για το προσδιορισμό του ύψους των ενισχύσεων εφόσον προβλέπονται από την αναπτυξιακή νομοθεσία είναι:

1. Ιδιωτικοοικονομικού χαρακτήρα, όπως:

- ✓ χαρακτηριστικά του φορέα
- ✓ συνθήκες κλάδου και αγοράς
- ✓ βαθμός βιωσιμότητας της επένδυσης

2. Αναπτυξιακού χαρακτήρα, όπως:

- ✓ ύψος ετήσιας απασχόλησης
- ✓ συναλλαγματική δαπάνη επένδυσης
- ✓ βαθμός ρύπανσης της παραγωγικής δραστηριότητας
- ✓ βαθμός χρησιμοποίησης υλικών, πρώτων υλών κ.α.
- ✓ βαθμός αξιοποίησης της τεχνολογίας
- ✓ θέση του κλάδου με βάση τα κριτήρια ιδιωτικοοικονομικού και αναπτυξιακού χαρακτήρα χορηγούνται βαθμοί κατάταξης του επενδυτικού σχεδίου προκειμένου να λαμβάνεται το μέγιστο σύνολο βαθμολογίας με το οποίο υπάγεται η συγκεκριμένη επένδυση στον ισχύοντα αναπτυξιακό νόμο και της παρέχεται το ανάλογο ποσοστό επιχορήγησης.

Αξίζει να σημειωθεί ότι με τους αναπτυξιακούς νόμους τίθενται στόχοι όπως η ταχύτερη κινητοποίηση του ανθρωπίνου δυναμικού για την αύξηση του ρυθμού ανάπτυξης της χώρας, βελτίωση της παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, απλούστευση των γραφειοκρατικών διαδικασιών. Επιπροσθέτως με τους αναπτυξιακούς νόμους αποσαφηνίζονται ερωτήματα για τη παραγωγική επένδυση, τις επιχειρήσεις που υπάγονται στο νόμο, τα κίνητρα και τις προϋποθέσεις του επενδυτικού σχεδίου, τα ποσοστά κρατικής επιχορήγησης, το ύψος των ιδίων κεφαλαίων κ.α. Έτσι αφού προσδιοριστεί το ύψος των ιδίων κεφαλαίων, του δανείου και των επιχορηγήσεων συμπληρώνεται το συνολικό χρηματοδοτικό σχήμα του επενδυτικού σχεδίου με βάση τον αναπτυξιακό θεσμικό πλαίσιο.

Το Κράτος οφείλει να λάβει μέτρα - κίνητρα επηρεασμού των ιδιωτικών επενδύσεων όπως διοικητικά μέτρα, χρηματοπιστωτικά κίνητρα για να επιτευχθεί η αύξηση της αποδοτικότητάς τους, της απασχόλησης και του ΑΕΠ.

Το Ε΄ Κοινοτικό Πλαίσιο Στήριξης επταετής διάρκειας που δόθηκε στην Ελλάδα αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από το Εθνικό Στρατηγικό Πλαίσιο Αναφοράς, γνωστό ως Ε.Σ.Π.Α. και από το Πρόγραμμα Αγροτικής Ανάπτυξης. «Στόχος του Ε.Σ.Π.Α είναι η διεύρυνση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων της χώρας, η διατήρηση του ρυθμού οικονομικής μεγέθυνσης και η αύξηση της παραγωγικότητας σε επίπεδα υψηλότερα του μέσου κοινοτικού όρου για την τόνωση της απασχόλησης, την επίτευξη της πραγματικής σύγκλισης και τη βελτίωση της ποιότητας ζωής όλων των πολιτών χωρίς αποκλεισμούς. Η Ελλάδα της νέας περιόδου 2014 -2020 στοχεύει στην ανάδειξή της σε μια εξωστρεφή χώρα με ισχυρή διεθνή παρουσία με ανταγωνιστική

και παραγωγική οικονομία. Μία Ελλάδα με έμφαση στην εκπαίδευση και τους νέους, στην ποιότητα, στην τεχνολογία και την καινοτομία, στο σεβασμό του περιβάλλοντος.». Τα τομεακά προγράμματα (ΤΕΠ) επικεντρώνονται σε στοχευμένες θεματικές ενότητες για τη βελτίωση της εκπαίδευσης και εκσυγχρονισμού του εκπαιδευτικού συστήματος, της απασχόλησης, την βελτίωση της κυκλοφοριακής συμφόρησης, της ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας, της τεχνολογίας και της αγροτικής ανάπτυξης. Τα Περιφερειακά Επιχειρησιακά Προγράμματα (ΠΕΠ) σε συνδυασμό με τα Τομεακά Προγράμματα, συμβάλλουν στην επίτευξη των εθνικών στρατηγικών στόχων, δίνοντας έμφαση στα χαρακτηριστικά και στις ανάγκες κάθε περιφέρειας ξεχωριστά. Τα ΠΕΠ καλύπτουν δράσεις σε τομείς της υγείας, των κοινωνικών υποδομών, του πολιτισμού, της ανάπτυξης της κοινωνίας, κ.ά.

Ο αναπτυξιακός νόμος 3908/2011 «Ενίσχυση Ιδιωτικών Επενδύσεων για την Οικονομική Ανάπτυξη, την Επιχειρηματικότητα και την Περιφερειακή Συνοχή» προσδιορίζει τα υπαγόμενα επενδυτικά σχέδια στα κίνητρα ενίσχυσης, τις ενισχυόμενες και τις εξαιρούμενες δαπάνες, τις μορφές ενισχύσεων και τον καθορισμό των περιφερειακών ενισχύσεων σε τρεις ζώνες κινήτρων, στην Α΄ ζώνη που ανήκουν οι νομοί Αττικής και Βοιωτίας με ποσοστά ενίσχυσης 15% για μεγάλες επιχειρήσεις, 20% για μεσαίες επιχειρήσεις και 25% για μικρές επιχειρήσεις, στην Β΄ ζώνη που ανήκουν οι νομοί με κατά κεφαλήν ΑΕΠ 75% του Μέσου Ευρωπαϊκού με ποσοστά ενίσχυσης 30% για μεγάλες επιχειρήσεις, 35% για μεσαίες και 40% για μικρές και τέλος στην Γ΄ ζώνη που ανήκουν οι νομοί με κατά κεφαλήν ΑΕΠ κάτω του 75% του Μέσου Ευρωπαϊκού. Στην Γ΄ ζώνη ανήκουν η Περιφέρεια Ανατολικής Μακεδονίας και Θράκης, τα νησιά των Περιφερειών Βορείου και Νοτίου Αιγαίου και Ιονίων Νήσων με ποσοστό ενίσχυσης 40% για μεγάλες επιχειρήσεις, 45% για μεσαίες και 50% για μικρές επιχειρήσεις. Επιπλέον, στον αναπτυξιακό νόμο παρέχονται τα εξής είδη κινήτρων: φορολογική απαλλαγή από την μεταβολή του φόρου εισοδήματος επί των κερδών από το σύνολο των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, επιχορήγηση για την κάλυψη ενισχυόμενων δαπανών και επιδότηση χρηματοδοτικής μίσθωσης για την κάλυψη τμήματος για την κάλυψη νέου μηχανολογικού εξοπλισμού.

ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ

Υπάρχουν ουσιαστικά στοιχεία ότι οι διαχειριστές τείνουν να είναι υπερβολικά αισιόδοξοι όταν αξιολογούν τα αποτελέσματα μιας επένδυσης και συστηματικά υπερεκτιμούν τις ταμειακές ροές από τις επενδύσεις. Από τα έργα προϋπολογισμού κεφαλαίου, όπου τα αναμενόμενα έσοδα είναι υψηλότερα από τα αναμενόμενα και τα κόστη είναι χαμηλότερα από τα αναμενόμενα, στις εξαγορές, όπου οι προβλεπόμενες ταμειακές ροές σε εταιρείες-στόχους είναι πολύ υψηλότερες από τις πραγματικές ταμειακές ροές, υπάρχει μια «αισιοδοξία αισιοδοξίας» σε πολλές επενδύσεις που δεν πρέπει να γίνονται αποδεκτές.

Η βιβλιογραφία σχετικά με τη διορατική αισιοδοξία έχει επίσης δύο βασικά δευτερεύοντα ευρήματα. Το πρώτο είναι ότι οι άνθρωποι είναι πιο αισιόδοξοι για τα αποτελέσματα που πιστεύουν ότι μπορούν να ελέγξουν. Έτσι, οι διαχειριστές συχνά υπερεκτιμούν την ικανότητά τους να παρέχουν μερίδια αγοράς και περιθώρια κέρδους, ενόψει του ανταγωνισμού. Το δεύτερο είναι ότι η αισιοδοξία τείνει να αυξάνεται με αφοσίωση. Όσο πιο δεσμευμένος είναι ένας διαχειριστής σε μια επένδυση, τόσο περισσότερο πιθανό είναι να υπερβεί τις ταμειακές ροές από την επένδυση.

Αυτά τα ευρήματα υποδεικνύουν δύο πιθανές λύσεις στη μεροληψία της αισιοδοξίας. Το πρώτο είναι να αφαιρέσει τα καθήκοντα ανάλυσης έργου μακριά από τους υποστηρικτές του έργου. Με άλλα λόγια, οι διευθυντές δεν πρέπει να έχουν το καθήκον να δημιουργούν τις αναμενόμενες ταμειακές ροές από τις ευκαιρίες επέκτασης που έχουν ξεκινήσει. Στο ίδιο πνεύμα, οι επενδυτικοί τραπεζίτες που απευθύνονται σε πιθανές εταιρείες-στόχους για εξαγορές δεν θα πρέπει να δημιουργούν τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για τις αποτιμήσεις αυτών των εταιρειών. Η δεύτερη λύση είναι η απαίτηση όλες οι επενδύσεις, ανεξάρτητα από το ποιος είναι ο γενεαλογικός τους τίτλος και οι οποίοι τους υποστηρίζουν, να τεθούν σε δοκιμασίες αντοχής, όπου βασικές υποθέσεις αμφισβητούνται, αλλάζονται και αναλύονται.

Σε όσους πιστεύουν ότι η πρόσληψη πιο έμπειρων ή έξυπνων διαχειριστών θα λύσει αυτό το πρόβλημα, υπάρχουν ουσιαστικά στοιχεία ότι η μεροληψία της αισιοδοξίας επιδεινώνεται καθώς οι διαχειριστές γίνονται πιο έξυπνοι και έμπειροι. Στην πραγματικότητα, πρέπει να αντισταθμιστεί αυτή η προκατάληψη ότι οι επιχειρήσεις συχνά θέτουν ποσοστά φραγμών πολύ πάνω από το κόστος του κεφαλαίου ή απαιτούν οι καθαρές τρέχουσες αξίες να είναι πολύ μεγαλύτερες από το 0 για να περάσει ένα έργο.

Βιβλιογραφία

- Arce, M., και Mora, A. (2002). Empirical evidence of the effect of European accounting differences on the stock market valuation of earnings and book value. *The European Accounting Review*.
- Adamantidou, E., Xenidis, Y. and Papaioannou, P. (2010) “Critical Review of the Current Public-Private-Partnerships Legal Framework in Greece with Respect to Legal Risks Management” In: Pantouvakis, J.P. (ed.), *Proceedings of the PM-05 – Fifth Scientific Conference on Project Management, Advancing Project Management for the 21st Century: “Concepts, Tools & Techniques for Managing Successful Projects”*, Heraklion, Crete, Greece, 29-31 May 2010.
- Ahamad, F., Chauhan, H., (2010). “Break - even analysis of mining project”. Thesis: National Institute of Technology Rourkela, Department of Mining Engineering
- Alabi, O., (2005). “Evaluation method for strategic investments”, Thesis: University of Nebraska at Lincoln, Industrial and Management Systems Engineering
- Apanavičienė, R., Kvaraciejienė, R. (2010). “Analysis of evaluation methodologies for PPP Projects in infrastructure construction”, Faculty of Civil Engineering Vilnius Gediminas Technical University.
- Asce, M., (2005). “Financial Viability and capital structure optimization in privatized public infrastructure projects”, *Journal of Construction Engineering and Management*”.
- Ballas A. A. και Hevas D.L. (2005). Differences in the valuation of earnings and book value: Regulation effects or industry effects? *The International Journal of Accounting*, Volume 40, Issue 4, 2005.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. M., και Landsman, W. R. (1999). Accruals, cash flows, and equity values. *Review of Accounting Studies*.
- Barth, M. E., Beaver, W. H., Hand, J. M., και Landsman, W. R., (2002, June). Constraints on accrual components of earnings in equity valuation.
- Barth, M. E., και Kallapur, S. (1996). Effects of cross-sectional scale differences on regression results in empirical accounting research. *Contemporary Accounting Research*.
- Ball, R., Kothari, S. P., και Robin, A. (2000). The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings. *Journal of Accounting & Economics*.

- Barth, M., Beaver, W. H., και Landsman, W. R. (1998). Relative valuation roles of earnings and book value as a function of financial health. *Journal of Accounting & Economics*.
- Bodie, Z. and Merton. R. C. (2002). *Finaness*. 1. ed. rev. ampl. Porto Alegre: Bookman Editora.
- Collins, D. W., Maydew, E. L., και Weiss, I. S. (1997). Changes in the value-relevance of earnings and equity book values over the past forty years. *Journal of Accounting & Economics*.
- Damodaran, A. (2011). *Applied Corporate Finance*, 3rd Edition, Wiley.
- Damodaran, A. (2005). Value and Risk: Beyond Betas. *Financial Analysts Journal*. Vol. 61, No. 2 (Mar. - Apr., 2005).
- Damodaran, A. (1999). *Evaluation of Investments: tools and techniques for the determining of the value of any asset*. Rio de Janeiro: Quality mark.
- Elton, E. and Gruber, M. (1995). *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. John Wiley & Sons.
- Feltham, G. A., και Ohlson, J. A. (1995). Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities. *Contemporary Accounting Research*.
- Feltham, G. A., και Ohlson, J. A. (1996). Uncertainty resolution and the theory of depreciation measurement. *Journal of Accounting Research*.
- James C. Van Horne – John M. Wachowicz (2008). *Fundamentals of Financial Management*, 13th Edition.
- Jonathan Berk and Peter DeMarzo (2007). *Corporate Finance*, Pearson International Edition
- Hayn, C. (1995). The information content of losses. *Journal of Accounting & Economics*.
- Hert and Block (2006). *Fundamentals of Investment Management*, 8th Edition, Mc Graw – Hill International Edition.
- Kothari, S. P. (2001). Capital Markets Research in Accounting. *Journal of Accounting and Economics*.
- Kolb, R. (1996) . *Investments*. Blackwell Publishers.
- Miller, M. H. and Modigliani, F. (1961). Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares, *The Journal of Business*.
- Myers, J. N. (1999). Implementing residual income valuation with linear information dynamics. *The AccountingReview*.

- Ohlson, J. A. (1995). Earnings, equity book values, and dividends in equity valuation. *Contemporary Accounting Research*.
- Ohlson, J. 2001. Earnings, book values, and dividends in equity valuation: an empirical perspective. *Contemporary Accounting Research*.
- Ross, S. A., Westerfield, R. W., και Jaffe, J. (1999). *Corporate Finance*. Irwin McGraw-Hill.
- Skogsvik, K. (2002). A Tutorial on Residual Income Valuation and Value Added Valuation, SSE/EFI Working Paper Series in Business Administration No 1999:10
- Βασιλείου Δημ. και Ηρειώτης Νικ. (2008, 2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση Θεωρία και Πρακτική, Rosili.
- Καλιαμπάκος, Δ., και Δαμίγος, Δ., 2008. Χρηματοοικονομική και κοινωνικοοικονομική αξιολόγηση επενδύσεων, Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο, Αθήνα.
- Κιόχος Π., Θάνος Γ., Παπανικολάου Γ. (2002)" Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων" Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική ΕΠΕ
- Λελεδάκης Γ. (2007), «Ανάλυση και Διαχείριση Χαρτοφυλακίου», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών
- Οικονομικό Επιμελητήριο Ελλάδας
- Φαρμακούλης Δ. (2009). Αξιολόγηση και επιλογή μετοχών σύμφωνα με τα κριτήρια του warren buffet, Πανεπιστήμιο Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη 2009
- Χασιακός Αθ., Κορρές Γ., 2003. Οικονομική Τεχνικών Έργων, Ε.Α.Π.
- www.investopedia.com
- Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2006. Κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τη μεθοδολογία για τη διενέργεια ανάλυσης κόστους-οφέλους.
http://ec.europa.eu/regional_policy/sources/docoffic/2007/working/wd4_cost_el.pdf
- Οδηγίες για τον υπολογισμό των καθαρών εσόδων για Πράξεις των Προγραμμάτων του ΕΣΠΑ 2014 – 2020 [Άρθρα 61 και 65 (8) του Κανονισμού (ΕΕ) 1303 / 2013]. http://www.pepkritis.gr/wp-content/uploads/2014/04/odigies_esoda.pdf