

Τμήμα Χρηματοοικονομικής και Τραπεζικής Διοικητικής



**Μεταπτυχιακό πρόγραμμα σπουδών στη
Χρηματοοικονομική Ανάλυση για στελέχη**

***Αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων
κάτω από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα***

**Επιμελήτρια: Καλλιόπη Ι. Παπαπολύζου
Επιβλέπων καθηγητής: Εμμανουήλ Δ. Τσιριτάκης**

Πειραιάς, Σεπτέμβρης 2006

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	3
ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΑΠΟΦΑΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	3
Α) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ.....	4
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ.....	4
<i>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ (ΤΕΛΕΥΤΑΙΑ ΠΕΝΤΑΕΤΙΑ)</i>	4
<i>ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΗ ΠΟΡΕΙΑ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ</i>	5
ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ	7
1. ΚΡΙΤΗΡΙΟ ΚΑΘΑΡΑΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ (NET PRESENT VALUE - NPV)	7
<i>ΒΗΜΑ 1. ΕΠΙΛΕΓΟΥΜΕ ΤΟ ΚΑΤΑΛΛΗΛΟ ΕΠΙΤΟΚΙΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΓΙΑ ΝΑ ΑΝΤΑΝΑΚΛΑ ΤΗ ΧΡΟΝΙΚΗ ΑΞΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΣ (ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ)</i>	8
<i>ΣΥΣΤΑΤΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΩΝ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ (Κ_D)</i>	10
<i>ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟ ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (Κ_{PS})</i>	10
<i>ΦΟΡΟΛΟΓΙΚΗ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗ</i>	10
<i>ΚΟΣΤΟΣ ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΘΕΝΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ (Κ_R)</i>	11
<i>ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ Η ΕΞΩΤΕΡΙΚΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (Κ_E)</i>	11
<i>ΑΠΑΙΤΟΥΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (Κ_S)</i>	11
<i>ΕΚΤΙΜΩΝΤΑΣ ΤΟ ΡΥΘΜΟ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ</i>	12
<i>ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – Κ (WACC)</i>	13
<i>ΒΗΜΑ 2. ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΚΡΟΗΣ ΠΟΥ ΑΠΑΙΤΕΙΤΑΙ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΓΟΡΑ ΤΟΥ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΟΥ ΣΤΟΙΧΕΙΟΥ</i>	15
<i>ΟΙ ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΤΟ ΚΑΘΑΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ (NET WORKING CAPITAL)</i>	15
<i>ΒΗΜΑ 3. ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΑ ΟΦΕΛΗ Η ΤΗΝ ΕΤΗΣΙΑ ΚΑΘΑΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΓΙΑ ΚΑΘΕ ΧΡΟΝΟ ΚΑΘ’ ΟΛΗ ΤΗ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΗΣ ΩΦΕΛΙΜΗΣ ΖΩΗΣ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ</i>	16
<i>Η ΠΑΡΑΜΕΝΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (TERMINAL VALUE)</i>	18
<i>ΒΗΜΑ 4. ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΤΩΝ ΕΤΗΣΙΩΝ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ</i>	19
<i>ΒΗΜΑ 5. ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΥΜΕ ΤΗΝ ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ</i>	19
<i>ΒΗΜΑ 6. ΑΠΟΔΕΧΟΜΑΣΤΕ Η ΑΠΟΡΡΙΠΤΟΥΜΕ ΤΗΝ ΕΠΕΝΔΥΣΗ</i>	20
2. ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (RETURN ON INVESTMENT - ROI)	21
3. ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΑΚΤΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (PAYBACK PERIOD AND DISCOUNTED PAYBACK PERIOD).....	22
4. Ο ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΒΑΘΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (INTERNAL RATE OF RETURN-IRR).....	23
<i>ΤΡΟΠΟΠΟΙΗΜΕΝΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΒΑΘΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (MIRR)</i>	24
ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΑΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ (NPV) ΚΑΙ ΤΟΥ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΑΠΟΔΟΣΗΣ (IRR).....	25
5. ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ (PROFITABILITY INDEX- PI).....	28
6. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (ACCOUNTING RATE OF RETURN- ARR) ...	29
ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΖΟΝΤΑΣ ΤΟΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΙΝΔΥΝΟ	30
<i>1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ (SENSITIVITY ANALYSIS)</i>	30
<i>2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ (BREAK EVEN ANALYSIS)</i>	31
<i>3. ΠΡΟΣΟΜΟΙΩΣΗ ΜΟΝΤΕ CARLO (SIMULATION)</i>	31
<i>4. ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΑ ΚΑΙ ΔΕΝΔΡΑ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ (REAL OPTIONS AND DECISION TREES)</i>	31
Β) ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΦΙΚΤΟΤΗΤΑ.....	33
ΑΛΛΑΓΕΣ ΣΤΗΝ ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΩΝ ΝΕΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ (ΔΛΠ).....	34
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	41
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	42
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....	44

Εισαγωγή

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να περιγράψει τη διαδικασία που ακολουθείται για την επιλογή μιας επένδυσης προς υλοποίηση και να εξετάσει τι αλλαγές ενδέχεται να παρουσιαστούν σε αυτή την αξιολόγηση με την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στα οικονομικά δεδομένα των Ελληνικών επιχειρήσεων.

Ο οικονομικός διευθυντής πρέπει να πάρει μια απόφαση και να δεχτεί ή να απορρίψει μια προτεινόμενη επένδυση, έτσι ώστε να μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης. Πρώτα πρέπει να διεξάγει μια ανάλυση οικονομικής αποδοτικότητας, όπου θα εξετάσει τόσο τα ιστορικά όσο και τα προβλεπόμενα οικονομικά δεδομένα της επιχείρησης, καθώς και την πορεία του κλάδου, της ελληνικής και της παγκόσμιας οικονομίας. Έπειτα θα εφαρμόσει ένα ή περισσότερα κριτήρια αξιολόγησης, με σημαντικότερα την καθαρά παρούσα αξία και τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης, και έπειτα θα καταλήξει εάν η επένδυση κρίνεται ή όχι κερδοφόρα. Για μεγαλύτερη ακρίβεια μπορούν να εφαρμοστούν και τεχνικές μετρήσεως του επενδυτικού κινδύνου, ώστε να ελαχιστοποιηθούν οι «εκπλήξεις» από την εφαρμογή της επένδυσης. Τέλος, πριν τη λήψη της τελικής απόφασης πρέπει να γίνει μια ανάλυση χρηματοοικονομικής εφικτότητας ώστε να διασφαλισθεί ότι η επιχείρηση διαθέτει ή μπορεί να δανειστεί τα απαιτούμενα κεφάλαια για την υλοποίηση της επένδυσης.

Ένα πρόβλημα που προκύπτει για την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων είναι η υιοθέτηση των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων από την Ελλάδα, καθώς αλλάζουν την εικόνα των οικονομικών καταστάσεων και εξετάζονται οι επιπτώσεις.

Διαδικασίες αξιολόγησης απόφασης επένδυσης

Η απόφαση για την επένδυση των κεφαλαίων μιας εταιρείας σε γη, μηχανήματα, κτίρια, εξοπλισμό κλπ. (πάγια) είναι από τις πιο σημαντικές αποφάσεις που πρέπει να ληφθούν από την οικονομική διεύθυνση. Κι αυτό, γιατί τέτοιου είδους επενδύσεις απαιτούν τη δέσμευση μεγάλων χρηματικών ποσών και θα έχουν επιρροή στην επιχείρηση για πολλά έτη μετά. Επιπλέον, ενώ τα κεφάλαια που απαιτούνται για την απόκτηση των παγίων πρέπει να πληρωθούν άμεσα, το εισόδημα και τα οφέλη από αυτά θα προκύψουν με τον καιρό.

Επειδή τα οφέλη από την επένδυση θα είναι μελλοντικά και η ικανότητα να προβλέψουμε το μέλλον δεν είναι τέλεια, πρέπει να μελετηθούν πολύ προσεκτικά οι προτεινόμενες εναλλακτικές επενδύσεις. Το πιο σημαντικό στην αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων είναι να συλλέξουμε τα κατάλληλα στοιχεία, αλλιώς η ανάλυση μπορεί να μην είναι ρεαλιστική.

Η επιλογή επενδύσεων που θα μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης γίνεται με δυο βασικές διαδικασίες: 1) **ανάλυση της οικονομικής αποδοτικότητας** και 2) **ανάλυση της χρηματοοικονομικής εφικτότητας**. Η οικονομική αποδοτικότητα θα δείξει εάν υπάρχει εναλλακτική επένδυση η οποία να έχει μεγαλύτερα οικονομικά οφέλη. Ωστόσο, μια επένδυση μπορεί να μην είναι χρηματοοικονομικά εφικτή, δηλαδή οι ταμειακές ροές μπορεί να είναι ανεπαρκής για να πληρωθεί το απαιτούμενο κεφάλαιο και τόκοι της επένδυσης.

Έτσι, πρέπει να γίνουν και οι δυο προαναφερόμενες αναλύσεις πριν πάρουμε την τελική απόφαση να δεχτούμε ή να απορρίψουμε ένα συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο.

A) Οικονομική αποδοτικότητα

Ο σκοπός μιας ανάλυσης οικονομικής αποδοτικότητας είναι να καθορίσει εάν η επένδυση θα συνεισφέρει στη μακροχρόνια κερδοφορία της επιχείρησης. Για αυτό το σκοπό πρέπει πρώτα να αναλυθούν τα οικονομικά στοιχεία του επενδυτικού σχεδίου και πως αυτά επιδρούν στη μελλοντική αξία της επιχείρησης (αύξηση κερδών, αύξηση πωλήσεων, μείωση κόστους παραγωγής, βελτίωση οικονομικών δεικτών κλπ). Επιπλέον, μέσω διάφορων τεχνικών, όπως η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας, του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης, της περιόδου επανάκτησης κεφαλαίου, του δείκτη κερδοφορίας κλπ. αξιολογούμε εναλλακτικές επενδύσεις.

Οικονομικά στοιχεία επενδυτικού σχεδίου

Όσον αφορά την **αξιολόγηση των οικονομικών στοιχείων** της επένδυσης πρέπει να ληφθούν υπ' όψιν οι προοπτικές κερδοφόρας δραστηριότητας της επιχείρησης σε σχέση με την προτεινόμενη επένδυση. Ειδικότερα πρέπει να αναλυθούν:

1. οι προβλέψεις των πωλήσεων,
2. οι προβλέψεις των οικονομικών αποτελεσμάτων και αποδοτικότητας της επένδυσης,
3. καθώς και μέθοδοι αξιολόγησης εναλλακτικών επενδύσεων, όπως η καθαρή παρούσα αξία, ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης του επενδυτικού σχεδίου κλπ.

Στοιχεία για την προηγούμενη πορεία της επιχείρησης (τελευταία πενταετία)

A. Οι συνολικές πωλήσεις της επιχείρησης στη διεθνή και εγχώρια αγορά.

B. Οι συνολικές πωλήσεις της επιχείρησης για κάθε παραγόμενο προϊόν της επιχείρησης.

Γ. Η ανάλυση του κύκλου εργασιών. Η ανάλυση του κύκλου εργασιών αναφέρεται στην παράθεση των στοιχείων που αφορούν τις συνολικές πωλήσεις κατ' έτος στην εγχώρια και διεθνή αγορά. Φαίνεται η πορεία των πωλήσεων στις δύο κατηγορίες αγορών, καθώς επίσης και τα έσοδα από άλλες δραστηριότητες.

Δ. Η ανάλυση του κόστους πωλήσεων. Αφορά την εξέλιξη του κόστους των πωλήσεων των προϊόντων της επιχείρησης κατά την τελευταία πενταετία. Παρατίθενται οι χρηματικές αξίες που καταβλήθηκαν για πρώτες και δευτερεύουσες ύλες, για τα λειτουργικά κόστη, τα υλικά συσκευασίας των προϊόντων, καθώς επίσης και όλες οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν ώστε να παραχθούν τα προϊόντα της επιχείρησης.

Ε. Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως. Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσεως, δίνει μια γενική εικόνα για τα έσοδα και έξοδα της επιχείρησης κατά τα τελευταία πέντε χρόνια. Παρατίθεται ο συνολικός κύκλος εργασιών που πραγματοποίησε η επιχείρηση, όλα τα κόστη που

είναι απαραίτητα ώστε να παραχθούν τα προϊόντα (κόστη πωλήσεων, λειτουργικά κόστη, ανθρώπινο δυναμικό, λοιπές δαπάνες, αποσβέσεις), καθώς επίσης και όλες οι υπόλοιπες εισροές που πραγματοποίησε η επιχείρηση για να παράγει τα προϊόντα (έσοδα συμμετοχών, πιστωτικοί τόκοι, διάφορα έσοδα).

Στ. Η διάθεση των οικονομικών αποτελεσμάτων. Στον πίνακα της διάθεσης αποτελεσμάτων παρατίθενται τα στοιχεία της διάθεσης των κερδών.

Ζ. Οι ισολογισμοί (ενεργητικό – παθητικό). Στους ισολογισμούς καταγράφονται οι πάγιες υποχρεώσεις και αξίες που ανήκουν στην επιχείρηση στο σύνολό τους. Περιλαμβάνονται λεπτομερώς το πάγιο ενεργητικό κεφάλαιο, το κυκλοφορούν ενεργητικό, τα έξοδα εγκατάστασης της επιχείρησης και η αναπόσβεστη αξία αυτών, τα ίδια κεφάλαια που χρησιμοποιούνται, οι υποχρεώσεις της επιχείρησης, οι προβλέψεις για κινδύνους.

Η. Οι δείκτες που προσδιορίζουν το μέγεθος της αποδοτικότητας, ρευστότητας, αποτελεσματικότητας, δραστηριότητας της επιχείρησης.

Αναλύονται οι δείκτες που προσδιορίζουν το μέγεθος της αποδοτικότητας, ρευστότητας, αποτελεσματικότητας, δραστηριότητας της επιχείρησης για τα τελευταία 5 χρόνια ¹:

- αποδοτικότητας, που αναφέρονται στην αποδοτικότητα των κεφαλαίων αλλά και των πωλήσεων,
- ρευστότητας, που αναφέρονται σε δείκτες για τον προσδιορισμό της ικανότητας της επιχείρησης για διάθεση ρευστών,
- αποτελεσματικότητας, που έχουν σχέση με την ταχύτητα κυκλοφορίας ενεργητικού
- δραστηριότητας, που είναι δείκτες σχετικοί με την κυκλοφορία των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Επιπλέον οι δείκτες αυτοί συγκρίνονται με τον μέσο όρο του κλάδου.

Στοιχεία για την προβλεπόμενη πορεία του επενδυτικού σχεδίου

Η κατάρτιση του επενδυτικού σχεδίου, περιλαμβάνει την παράθεση προβλεπόμενων οικονομικών στοιχείων για τα επόμενα 5 χρόνια. Χρειάζονται τα ίδια στοιχεία με τα προηγούμενα, μόνο που αφορούν προϋπολογισμένα μεγέθη.

Α. Προβλεπόμενες συνολικές πωλήσεις προϊόντων

Οι προβλεπόμενες πωλήσεις για την επόμενη πενταετία είναι συντηρητικές και εφικτές αφού οι προβλεπόμενες πωλήσεις κυμαίνονται σε μέγεθος λίγο μεγαλύτερες ή αντίστοιχες με τα δεδομένα της προηγούμενης πενταετίας. Συνήθως η υλοποίηση μιας επένδυσης, πχ. εγκαταστάσεις παραγωγής ή απόκτηση σύγχρονου μηχανολογικού εξοπλισμού, βελτιώνει την ευελιξία της μονάδας αφού θα μπορεί να παράγει σε μικρότερο χρόνο μεγαλύτερη ποσότητα εμπορευμάτων και μειώνει τα κόστη πωλήσεων (πχ. μείωση κόστους υλικών συσκευασίας). Επομένως θα υπάρξει βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και διεισδυτικότητας των προϊόντων της εταιρείας στην αγορά.

¹ Αναλυτικά παρατίθενται στο παράρτημα

Η πρόβλεψη των πωλήσεων αρχίζει παίρνοντας τα στοιχεία των τελευταίων 5 ετών και υπολογίζοντας τους ρυθμούς ανάπτυξης των πωλήσεων και παίρνοντας είτε έναν απλό είτε σταθμικό (compound) μέσο όρο (average). Αυτή η αριθμητική διαδικασία δίνει μεγάλα ποσά, τα οποία μπορούν να διορθωθούν χρησιμοποιώντας παλινδρόμηση. Η καμπύλη της παλινδρόμησης προσαρμόζεται στα στοιχεία των ιστορικών πωλήσεων και η κλίση της μετράει τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης των πωλήσεων, και εάν αναμένουμε συνεχή ρυθμό ανάπτυξης τότε η παλινδρόμηση πρέπει να βασίζεται στο λογάριθμο των πωλήσεων.

Παρά το ότι είναι χρήσιμο να υπολογίζουμε τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης των πωλήσεων, πρέπει να λαμβάνουμε υπ' όψιν και τις τάσεις της οικονομίας, τις προοπτικές του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, τα νέα προϊόντα που σχεδιάζονται και τη στρατηγική marketing της εταιρείας. Οι προοπτικές του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση πρέπει να είναι καλές, γιατί εάν ο κλάδος έχει πτωτικές τάσεις καλό είναι να αποφευχθούν επενδύσεις. Αντιθέτως, μπορούν να πραγματοποιηθούν επενδύσεις σε άλλους πιο κερδοφόρους κλάδους με στόχο την διαφοροποίηση των εργασιών της επιχείρησης και έτσι μείωση του σχετικού ρίσκου. Έτσι μια μελέτη του κλάδου της επιχείρησης είναι πρωταρχικής σημασίας, όσο κερδοφόρα και αν κρίνεται η επένδυση με βάση άλλα κριτήρια.

B. Προβλεπόμενα αποτελέσματα χρήσεως και ισολογισμοί

Για την πρόβλεψη των οικονομικών καταστάσεων η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη τεχνική είναι η μέθοδος του ποσοστού πωλήσεων (percent of sales method). Ξεκινάμε με την πρόβλεψη των πωλήσεων, η οποία εκφράζεται σαν ένας ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης σε νομισματικές μονάδες εσόδων από πωλήσεις. Τα περισσότερα συστατικά των αποτελεσμάτων χρήσεως και του ισολογισμού υποθέτουμε ότι αυξάνουν αναλογικά με τις πωλήσεις, και οι αξίες τους εκτιμώνται σαν ποσοστά των προβλεπόμενων πωλήσεων. Τα υπόλοιπα συστατικά των προβλεπόμενων καταστάσεων εξαρτώνται από την μερισματική πολιτική της εταιρείας και τη χρήση της χρηματοδότησης με δανεισμό και μετοχικό κεφάλαιο.

Τα βήματα της μεθόδου αυτής περιλαμβάνουν τα ακόλουθα βήματα:

1. Ανάλυση των ιστορικών δεικτών: Αναλύουμε στοιχεία των τελευταίων 5 ετών. Υπολογίζουμε τους δείκτες: κόστη προς πωλήσεις, διαθέσιμα προς πωλήσεις, απαιτήσεις προς πωλήσεις, αποθέματα προς πωλήσεις, πάγια προς πωλήσεις, προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις προς πωλήσεις, όπου όλα αυξάνουν αναλογικά των πωλήσεων και οι αποσβέσεις αναλογικά με τα πάγια. Χρησιμοποιούμε αυτούς τους δείκτες, μαζί με τους δείκτες του κλάδου και ξεκινάμε την πρόβλεψη των οικονομικών καταστάσεων.

2. Προβλέπουμε την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης: Ξεκινάμε με την πρόβλεψη του κύκλου εργασιών: πωλήσεις προηγούμενου έτους επί $(1+g)$, όπου g ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων. Μετά προβλέπουμε τα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT). Τα κόστη και τα έξοδα (εκτός των αποσβέσεων) υπολογίζονται : δείκτης κόστη προς πωλήσεις επί προβλεπόμενος ρυθμός αύξησης πωλήσεων. Οι αποσβέσεις υπολογίζονται: συντελεστής απόσβεσης επί προβλεπόμενα πάγια. Έτσι αφαιρώντας τα κόστη, έξοδα και αποσβέσεις από τις πωλήσεις παίρνουμε τα προβλεπόμενα κέρδη προ φόρων και τόκων.

Στη συνέχεια υπολογίζουμε τους προβλεπόμενους τόκους. Επειδή οι περισσότερες εταιρίες έχουν διαφορετικές δανειακές υποχρεώσεις με διαφορετικά επιτόκια κάνουμε δυο απλοποιητικές υποθέσεις: 1) Στηρίζουμε την δαπάνη για τόκους στο ποσό του χρέους στο ξεκίνημα της χρονιάς. Ωστόσο, επειδή αυτό θα υποτιμήσει την πραγματική δαπάνη για τόκους εάν το χρέος αυξηθεί μέσα στο έτος, χρησιμοποιούμε ένα επιτόκιο 5% υψηλότερο από το υπολογιζόμενο. 2) Καθορίζουμε δυο επιτόκια, ένα για τα βραχυπρόθεσμα δάνεια, το οποίο είναι το τρέχον επιτόκιο της αγοράς για βραχυπρόθεσμο δανεισμό και ένα για μακροπρόθεσμα δάνεια, το οποίο είναι ο μέσος όρος των επιτοκίων του τρέχοντος και του αναμενόμενου νέου μακροπρόθεσμου δανεισμού. Έτσι για να υπολογίσουμε τους προβλεπόμενους τόκους παίρνουμε το άθροισμα των τόκων που πληρώθηκαν για βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό, βάσει του χρέους στην αρχή της χρονιάς.

Στη συνέχεια αφού αφαιρέσουμε τους τόκους και τους φόρους παίρνουμε τα καθαρά κέρδη. Έπειτα βρίσκουμε τα μερίσματα ανά μετοχή πολλαπλασιάζοντας τα πιο πρόσφατα μερίσματα με τον ρυθμό αύξησης των μερισμάτων (που έχει καθοριστεί από τη μερισματική πολιτική). Τέλος, πολλαπλασιάζουμε τα προβλεπόμενα μερίσματα ανά μετοχή με τον αριθμό των μετοχών για να βρούμε τα μερίσματα διαθέσιμα στους μετόχους και αφαιρούμε αυτά από τα καθαρά κέρδη διαθέσιμα στους μετόχους για να βρούμε τα παρακρατηθέντα κέρδη.

3. Προβλέπουμε τον ισολογισμό. Ακολουθούμε τα εξής βήματα: 1) καθορίζουμε το ποσό του επιπλέον ενεργητικού που χρειάζεται για να υποστηρίξουμε τις προβλεπόμενες πωλήσεις, 2) καθορίζουμε το ποσό των εσωτερικών κεφαλαίων που θα είναι διαθέσιμα και 3) σχεδιάζουμε να μαζέψουμε οποιαδήποτε απαιτούμενη επιπρόσθετη χρηματοδότηση.

Κάθε στοιχείο του ενεργητικού είναι ανάλογο με τις πωλήσεις, έτσι τα πολλαπλασιάζουμε με το ποσοστό ρυθμού αύξησης των πωλήσεων. Όμοια, τα λειτουργικά στοιχεία του παθητικού αυξάνουν ανάλογα με τις πωλήσεις, εκτός με το βραχυπρόθεσμο δανεισμό που μπορεί να αυξηθεί εάν χρειαστεί επιπρόσθετη χρηματοδότηση. Κάποια άλλα στοιχεία στο παθητικό επηρεάζονται καθαρά από τις αποφάσεις της χρηματοοικονομικής πολιτικής, έτσι υποτίθεται ότι παραμένουν σταθερά εάν η πολιτική δεν αλλάξει. Αυτά είναι το μακροπρόθεσμο χρέος και το μετοχικό κεφάλαιο. Τα παρακρατημένα κέρδη ισούνται με τα πιο πρόσφατα παρακρατημένα κέρδη συν την προβλεπόμενη (από πολιτική) αύξηση σε αυτά.

Κριτήρια αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων

Εξετάζουμε όλες τις χρηματικές ροές που περιλαμβάνονται στο σχέδιο επένδυσης και τις υποθέσεις στις οποίες αυτές στηρίζονται. Έπειτα τις αξιολογούμε με βάση τα ακόλουθα κριτήρια.

1. Κριτήριο Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value - NPV)

Πρώτα από όλα πρέπει να κατανοήσουμε την έννοια της χρονικής αξίας του χρήματος (time value of money). Η οποία ορίζεται ως η επιπλέον αξία που έχει ένα ποσό χρημάτων το οποίο λαμβάνεται νωρίτερα αντί αργότερα. Η διαφορά αυτή υπολογίζεται με βάση τον τόκο που μπορεί να αποφέρει αυτό το ποσό εάν επενδυθεί κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ των δύο ημερομηνιών. Επιπλέον, η αβεβαιότητα εάν θα λάβω ένα χρηματικό ποσό

στο μέλλον και ο πληθωρισμός κάνουν το χρήμα που θα ληφθεί στο μέλλον πιο φθινό από το σημερινό.

Η διαδικασία για να υπολογίσουμε την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι να τις προεξοφλήσουμε (discount). Όσο περισσότερο πρέπει να περιμένουμε για να λάβουμε το ποσό, τόσο πιο μικρό θα γίνει το ποσό σε σημερινή αξία. Η διαδικασία μετατροπής της μελλοντικής αξίας της αναμενόμενης απόδοσης μιας επένδυσης σε παρούσα αξία (present value), εξασφαλίζει την σύγκριση εναλλακτικών επενδύσεων κάτω από την ίδια βάση. Αυτή η μετατροπή των ροών στο σήμερα λαμβάνει υπ' όψιν το κόστος ευκαιρίας των χρημάτων που έχουν δεσμευτεί στην επένδυση.

Χρησιμοποιώντας αυτές τις αντιλήψεις περί χρονικής αξίας του χρήματος, μπορούμε να καθορίσουμε την καθαρά παρούσα αξία για μια συγκεκριμένη επένδυση ως το άθροισμα των ετήσιων ταμειακών ροών προεξοφλημένες για κάθε καθυστέρηση στην λήψη αυτών, μείον το αρχικό ποσό της εκροής για την επένδυση. Μαθηματικά αυτό εκφράζεται ως:

$$NPV = \sum_{n=1}^K \frac{I_n}{(1+d)^n} - O$$

Όπου NPV συμβολίζει την καθαρά παρούσα αξία, n την χρονική περίοδο, K την τελευταία περίοδο που αναμένεται μια εισροή, Σ είναι το άθροισμα, I_n είναι η καθαρή ταμειακή ροή την περίοδο n, d είναι το επιτόκιο προεξόφλησης και O είναι η εκροή που απαιτείται για την αγορά του κεφαλαιακού αγαθού.

Υπάρχουν 6 βήματα για να ολοκληρωθεί η **διαδικασία** της καθαρής παρούσας αξίας:

Βήμα 1. Επιλέγουμε το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης για να αντανakλά τη χρονική αξία του χρήματος.

Βήμα 2. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία της εκροής που απαιτείται για την αγορά του περιουσιακού στοιχείου.

Βήμα 3. Υπολογίζουμε τα οφέλη ή την ετήσια καθαρή ταμειακή ροή για κάθε χρόνο καθ' όλη τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης.

Βήμα 4. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών.

Βήμα 5. Υπολογίζουμε την καθαρά παρούσα αξία.

Βήμα 6. Αποδεχόμαστε ή απορρίπτουμε την επένδυση.

Αυτά τα βήματα υπολογισμού αναλύονται αμέσως ακολούθως.

Βήμα 1. Επιλέγουμε το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης για να αντανakλά τη χρονική αξία του χρήματος (Κόστος κεφαλαίου).

Το κατάλληλο επιτόκιο είναι το **κόστος κεφαλαίου** (cost of capital) ή μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Ο όρος κόστος κεφαλαίου αντιπροσωπεύει την ελάχιστη απόδοση που πρέπει να έχει το κεφάλαιο που απασχολεί μια επιχείρηση για να δικαιολογεί το επίπεδο του επενδυτικού κινδύνου που τη χαρακτηρίζει. Η απόδοση αυτή δεν πρέπει να είναι χαμηλότερη από την απόδοση που προσφέρουν εναλλακτικές επενδύσεις με αντίστοιχο

επίπεδο κινδύνου. Επιπλέον, μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το μέσο ύψος του επιτοκίου όλων των πηγών χρηματοδότησης της λειτουργίας της επιχείρησης. Το κόστος αυτό ποικίλει από επιχείρηση σε επιχείρηση, γιατί ποικίλουν και οι τρόποι δανεισμού καθώς και οι αναλογίες του ίδιου προς το ξένο κεφάλαιο που χρησιμοποιεί κάθε εταιρεία.

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το οριακό κόστος κεφαλαίου, δηλαδή το οριακό κόστος που επιβαρύνει μια εταιρεία για την κάθε επιπλέον χρηματική μονάδα που εισπράττει μέσα από το χρηματοοικονομικό της πρόγραμμα (ομολογίες, μετοχές, κλπ). Άρα θα πρέπει να χρησιμοποιούμε τις νέες οριακές αξίες των συστατικών του κόστους. Το κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται κυρίως για τη λήψη αποφάσεων που εμπεριέχουν αναμενόμενες μελλοντικές αποδόσεις και συγκέντρωση νέων κεφαλαίων. Έτσι, τα συστατικά στοιχεία του κόστους είναι τα σημερινά οριακά κόστη παρά ιστορικά κόστη.

Χρησιμοποιώντας το κόστος κεφαλαίου ως επιτόκιο προεξόφλησης στον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας, αξιολογούμε τις αποδόσεις μιας συγκεκριμένης επένδυσης σε σύγκριση με το κόστος δανεισμού και μετοχικών κεφαλαίων που δεσμεύονται σε αυτή την επένδυση. Άρα, μια επένδυση είναι επιθυμητή μόνο εάν αποδίδει υψηλότερο εισόδημα από τα κόστη που χρησιμοποιήθηκαν για να πραγματοποιηθεί.

Το κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται πρωτίστως για την λήψη μακροχρόνιων επενδυτικών αποφάσεων. Έτσι το κόστος κεφαλαίου πρέπει να περιέχει το κόστος των ειδών κεφαλαίου που χρησιμοποιούνται για να πληρώσουν τις μακροχρόνιες επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία (αύξηση του ενεργητικού), αυτά είναι κυρίως το μακροπρόθεσμο χρέος (δάνεια), οι προνομιούχες μετοχές, οι νέες εκδόσεις κοινών μετοχών και τα παρακρατηθέντα κέρδη.

Αυτά τα συστατικά του κόστους κεφαλαίου ορίζονται ως εξής:

K_d = επιτόκιο των νέων δανείων της επιχείρησης = συστατικό κόστος των δανείων πριν από φόρους

$K_d (1-T)$ = συστατικό κόστος δανείων μετά από φόρους, όπου T = ο οριακός φορολογικός συντελεστής και $k_d (1-T)$ = κόστος των δανείων που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του οριακού κόστους του κεφαλαίου

K_{ps} = συστατικό κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

K_r = συστατικό κόστος παρακρατηθέντων κερδών (ή των εσωτερικών ιδίων κεφαλαίων)

K_e = συστατικό κόστος των νέων εκδόσεων κοινού μετοχικού κεφαλαίου (ή των εξωτερικών ιδίων κεφαλαίων)

K_s = απαιτούμενη απόδοση κοινών μετοχών, όταν δεν γίνεται διάκριση μεταξύ K_e και K_r ή όταν το K_s εκφράζει το σταθμικό μέσο κόστος των πρόσθετων κεφαλαίων από παρακρατηθέντα κέρδη και από εξωτερικά ίδια κεφάλαια

K = σταθμικό ή σύνθετο κόστος κεφαλαίου. Το k είναι επίσης οριακό κόστος, δηλαδή είναι ο λόγος του πρόσθετου κόστους χρηματοδότησης προς τα πρόσθετα κεφάλαια που εξασφαλίζει η επιχείρηση μέσα σε κάθε χρονική περίοδο για τη χρηματοδότηση ενός προγράμματος επενδύσεων.

Συστατικό κόστος δανείων προ φόρων (Kd)

K_d = κόστος δανείου προ φόρων = τόκοι / κεφάλαιο . Επομένως, το συστατικό κόστος του δανείου ισούται με την απόδοση που εξασφαλίζουν οι επενδυτές (αυτοί που δανείζουν την επιχείρηση) ή με το επιτόκιο του δανείου. Το κόστος του δανείου είναι το επιτόκιο του νέου δανείου και όχι των δανειακών υποχρεώσεων που ήδη υπάρχουν. Ο ως άνω τύπος βασίστηκε σε δάνεια που λήγουν σε ένα έτος. Για πολλαπλές περιόδους όμως η βάση για τον υπολογισμό του κόστους των δανείων είναι η μακροπρόθεσμη ή συνολική απόδοση τους (yield to maturity).

Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο (Kps)

Το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι μια ενδιάμεση κατάσταση μεταξύ δανειακών κεφαλαίων και κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Όπως και τα δανειακά κεφάλαια, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο φέρει μια δέσμευση από μέρους της εταιρείας για περιοδικές χρηματικές καταβολές. Σε περίπτωση ρευστοποίησης της εταιρείας οι απαιτήσεις των προνομιούχων μετόχων προηγούνται των απαιτήσεων των κοινών μετόχων. Αδυναμία καταβολής των προνομιούχων μερισμάτων όμως δεν έχει ως αποτέλεσμα την κήρυξη της εταιρείας σε πτώχευση, όπως συμβαίνει με τη μη καταβολή των τόκων των ομολογιών. Άρα για την επιχείρηση το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο συνεπάγεται κάπως μεγαλύτερο κίνδυνο από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο, μικρότερο όμως από τον κίνδυνο των ομολογιών. Το αντίθετο όμως ισχύει για τους επενδυτές, οι οποίοι κατά συνέπεια ζητάνε εδώ υψηλότερο επιτόκιο από τις ομολογίες. Όσον αφορά τον υπολογισμό, έχουμε: απόδοση προνομιούχου μετοχής = προνομιούχο μερίσμα / τιμή προνομιούχου μετοχής = d_{ps} / p_{ps} , δηλαδή ισούται με την απόδοση που εξασφαλίζουν οι επενδυτές από τις προνομιούχες μετοχές. Εάν αναφερόμαστε στην έκδοση νέων προνομιούχων μετοχών πρέπει να αφαιρέσουμε τα κόστη κυκλοφορίας (floatation cost) και το κόστος των προνομιούχων μετοχών διαμορφώνεται: $k_{ps} = \text{απόδοση προνομιούχων μετοχών} / (1 - \text{ποσοστιαίο κόστος κυκλοφορίας της έκδοσης})$.

Φορολογική προσαρμογή

Οι μέτοχοι ενδιαφέρονται κυρίως για αυτές τις εταιρικές ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για αυτούς, δηλαδή τις ταμειακές ροές που είναι διαθέσιμες για να πληρωθούν σε μερίσματα και για επανεπένδυση. Εφόσον τα μερίσματα και η επανεπένδυση δίνονται μετά την αφαίρεση των φόρων, όλοι οι υπολογισμοί για ταμειακές ροές και επιτόκιο πρέπει να γίνονται σε βάση μετά φόρων.

Όσον αφορά την φορολογική προσαρμογή, οι μεν καταβολές τόκων εκπίπτουν για φορολογικούς λόγους, όχι όμως και το μερίσμα των προνομιούχων μετοχών. Επειδή οι μέτοχοι ενδιαφέρονται περισσότερο για τα κέρδη μετά από φόρους παρά για τα προ φόρων, πρέπει να χρησιμοποιηθεί μόνο το κόστος κεφαλαίου μετά από φόρους. Το κόστος των προνομιούχων μετοχών είναι ήδη μετά από φόρους, ο προσδιορισμός όμως του κόστους των δανείων μετά την αφαίρεση των φόρων απαιτεί την εξής προσαρμογή: $K_d (1-T) = \text{συστατικό κόστος δανείων μετά από φόρους}$, όπου T= ο οριακός φορολογικός συντελεστής.

Κόστος παρακρατηθέντων κερδών (K_r)

Τα κέρδη της επιχείρησης μπορούν είτε να παρακρατηθούν και να επανεπενδυθούν ή να πληρωθούν ως μερίσματα. Εάν τα κέρδη διακρατηθούν οι μέτοχοι χάνουν την ευκαιρία να λάβουν μετρητά και να τα επανεπενδύσουν σε μετοχές, ομόλογα και αλλού. Έτσι η επιχείρηση πρέπει να παρέχει μια απόδοση στα παρακρατηθέντα κέρδη της μεγαλύτερη απ' ό,τι θα μπορούσαν να κερδίσουν οι μέτοχοι της από επενδύσεις ίδιου ρίσκου. Εναλλακτικά οι μέτοχοι θα μπορούσαν να επενδύσουν στις μετοχές της ίδιας της εταιρείας, κερδίζοντας K_s . Άρα συμπεραίνουμε ότι τα παρακρατηθέντα κέρδη έχουν ένα κόστος ευκαιρίας ίσο με την απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχών.

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που αποκτούνται από την παρακράτηση κερδών, K_r , είναι η απόδοση που επιθυμούν οι μέτοχοι από τις κοινές μετοχές της επιχείρησης. Αυτό ισχύει γιατί αν τα κεφάλαια επενδυθούν με χαμηλότερη απόδοση, θα μειωθεί η αγοραία τιμή των μετοχών της επιχείρησης. Η απαιτούμενη απόδοση των κοινών μετοχικών κεφαλαίων που χρηματοδοτήθηκαν από παρακρατηθέντα κέρδη είναι: $K_r = d_1/p_0 + \text{αναμενόμενο } g$, όπου d_1 είναι το αναμενόμενο μέρισμα για την επόμενη περίοδο, p_0 είναι η τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής και g είναι ο ετήσιος προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης (κερδών, μερισμάτων και τιμής της μετοχής).

Κόστος των νέων κοινών μετοχών ή εξωτερικών ιδίων κεφαλαίων (K_e)

Το κόστος των νέων κοινών μετοχών ή του εξωτερικού μετοχικού κεφαλαίου (external equity capital), K_e , είναι μεγαλύτερο από το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών, K_r , λόγω του κόστους κυκλοφορίας της έκδοσης των νέων μετοχών. Για να βρούμε το κόστος των νέων κοινών μετοχών πρέπει να συνυπολογίσουμε τα κόστη κυκλοφορίας (flotation cost) ως εξής: $K_e = d_1/p_0(1-f) + g = \text{μερισματική απόδοση} / (1 - \text{ποσοστιαίο κόστος κυκλοφορίας της έκδοσης}) + \text{ρυθμός ανάπτυξης}$. Τα νέα κεφάλαια που θα αποκτηθούν από την πώληση των μετοχών πρέπει να επενδυθούν με απόδοση τέτοια, ώστε η παρούσα αξία των μερισμάτων που θα δημιουργηθούν να ισούται με την τιμή που θα εισπράξει η επιχείρηση ($p_0(1-f)$).

Απαιτούμενη απόδοση κοινού μετοχικού κεφαλαίου (K_s)

Η απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης (K_s) είναι το κόστος των παρακρατηθέντων κερδών και αποτελεί τη βάση για το κόστος των κεφαλαίων που αποκτώνται από την έκδοση νέων μετοχών. Για να εκτιμήσουμε αυτή την απόδοση χρησιμοποιούμε τη γραμμή κεφαλαιαγοράς χρεογράφων (CAMP), το υπόδειγμα αύξησης των μερισμάτων (dividend growth model) και την εκτίμηση της ομολογιακής απόδοσης συν ένα πριμ κινδύνου (bond-yield-plus-risk-premium estimate).

1. Χρησιμοποιώντας τη γραμμή αγοράς χρεογράφων, CAMP, έχουμε: $k_s = R_f + (R_M - R_f)\beta_j$. Ο όρος $(R_M - R_f)$ είναι το ασφάλιστρο (πριμ) κινδύνου της αγοράς, το R_f είναι η απόδοση χωρίς κίνδυνο που μετρείται από τις αποδόσεις των κρατικών χρεογράφων και β_j είναι ο συντελεστής βήτα της κοινής μετοχής. Έτσι η απαιτούμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου ισούται με την απόδοση χωρίς κίνδυνο στην οποία έχει προστεθεί και κάποιος συντελεστής προσαρμογής για τον κίνδυνο.

Παρατηρούμε τα εξής όσον αφορά τον υπολογισμό του CAMP:

- Το επιτόκιο μηδενικού κινδύνου, R_F , είναι συνήθως το επιτόκιο κρατικού ομολόγου (μακρά λήξη), λογικό εφόσον και το επενδυτικό σχέδιο αναφέρεται σε μακροχρόνια επένδυση.

- Ο συντελεστής βήτα εκτιμάται με βάση ιστορικά στοιχεία. Το ιστορικό βήτα εκτιμάται από τη χαρακτηριστική γραμμή της μετοχής τρέχοντας μια γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ των παρελθούσων αποδόσεων της μετοχής και των παρελθούσων αποδόσεων κάποιου δείκτη αγοράς (πχ. FTSE20). Η ανάγκη για σωστή πρόβλεψη μελλοντικών βήτα δημιούργησε δύο διαφορετικούς τύπους βήτα: 1) το προσαρμοσμένο βήτα, που είναι το ιστορικό βήτα συν μια προσαρμογή για την αναμενόμενη μελλοντική κίνηση του βήτα προς το 1, και 2) το θεμελιώδες βήτα, το οποίο περιλαμβάνει θεμελιώδεις μεταβλητές ρίσκου όπως η χρηματοδοτική μόχλευση, η εξέλιξη των πωλήσεων, η μεταβλητότητα κλπ. Το θεμελιώδες βήτα αναπροσαρμόζεται συνεχώς για να αντικατοπτρίζει τις αλλαγές στις λειτουργίες της επιχείρησης και της κεφαλαιακής διάρθρωσης, σε αντίθεση με τα άλλα δυο βήτα.

- Ο κίνδυνος αγοράς, R_M , θα ήταν καλύτερα να εκτιμηθεί βάση του βήτα ενός μεγάλου δείκτη πχ. FTSE20, γιατί όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο πιο αντιπροσωπευτικό είναι το βήτα.

- Μπορούμε να υπολογίσουμε το πριμ κινδύνου της αγοράς, $R_M - R_F$, χρησιμοποιώντας είτε ιστορικά στοιχεία, είτε αναμενόμενα στοιχεία. Το ιστορικό πριμ βασίζεται σε ιστορικά στοιχεία αποδόσεων (μέσων όρων) μετοχών και κρατικών ομολόγων. Μια εναλλακτική στο ιστορικό πριμ είναι το αναμενόμενο το οποίο προβλέπεται με το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών. Εκτιμάμε το αναμενόμενο επιτόκιο της αγοράς, το οποίο είναι ίσο με το απαιτούμενο επιτόκιο της αγοράς, ως το άθροισμα της αναμενόμενης μερισματικής απόδοσης συν τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Τέλος, το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς κυμαίνεται από 3,5% έως 6%, εξαρτώμενο από τις υψηλές ή χαμηλές αγοραίες τιμές του έτους.

2. Η δεύτερη προσέγγιση χρησιμοποιεί το υπόδειγμα αποτίμησης μερισμάτων (DPS) : $k_s = d_1/p_0 + \text{αναμενόμενο } g$. Δηλαδή η απόδοση των κεφαλαίων των μετοχών αποτελείται από τα μερίσματα και τα κεφαλαιακά κέρδη. Σε αυτό το στάδιο, η δυσκολία που θα συναντήσουμε αφορά στην εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης της επιχείρησης.

Εκτιμώντας το ρυθμό ανάπτυξης

Η ανάπτυξη μιας επιχείρησης μπορεί να μετρηθεί με το μοντέλο διατήρησης ανάπτυξης (retention growth model), το οποίο υποστηρίζει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης ενός οργανισμού θα εξαρτηθεί από το ποσό των καθαρών κερδών που παρακρατά και το επιτόκιο που κερδίζει από τα παρακρατηθέντα. Για να χρησιμοποιήσουμε αυτό το μοντέλο πρέπει να κάνουμε 4 βασικές υποθέσεις: 1) αναμένουμε η μερισματική πολιτική (payout rate) και έτσι ο ρυθμός παρακράτησης κερδών (retention rate) να παραμείνουν σταθερά, 2) αναμένουμε η απόδοση των μετοχών (ROE) των νέων επενδύσεων να παραμείνει σταθερή, 3) η επιχείρηση δεν αναμένεται να εκδώσει νέες κοινές μετοχές ή εάν εκδώσει αναμένουμε οι μετοχές αυτές να πωλούνται σε πμή ίση της λογιστικής τους αξίας, και 4) τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια αναμένεται να έχουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου με τα υπάρχοντα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Ο τύπος υπολογισμού είναι ο εξής: $g = \text{ROE} * \text{Retention ratio} = \text{ROE} * (1 - \text{Payout}$

ratio), όπου $ROE = \text{απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου} = \text{καθαρά κέρδη} / \text{κοινό μετοχικό κεφάλαιο}$ και $\text{payout ratio} = \text{μερίσματα} / \text{κέρδη ανά μετοχή}$.

Ο ευκολότερος ρυθμός ανάπτυξης που μπορεί να υπολογιστεί είναι με τον σύνθετο ρυθμό ανάπτυξης (compound rate) των μερισμάτων ανά μετοχή (DPS) μεταξύ δυο ημερομηνιών.

Επιπλέον μπορούμε να υπολογίσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης των μερισμάτων (DPS) από σημείο σε σημείο, όμως αυτός ο τρόπος είναι πολύ ευαίσθητος στο αρχικό και τελικό χρόνο που θα επιλέξουμε.

Μια άλλη μέθοδος για να υπολογίσουμε τον ιστορικό ρυθμό μερισματικής απόδοσης είναι η μέθοδος των ελαχίστων τετραγώνων (least squares regression). Τρέχουμε μια παλινδρόμηση με τα έτη ως η μεταβλητή x και το λογάριθμο της μερισματικής απόδοσης (\log of DPS) ως μεταβλητή y . Αυτή είναι μια λογαριθμική γραμμική παλινδρόμηση. Αυτή η μέθοδος είναι καλύτερη από τις προηγούμενες, γιατί δίνει ίση στάθμιση σε όλα τα σημεία (έτη) και δεν επηρεάζεται από το αρχικό ή τελικό σημείο. Η κλίση της καμπύλης παλινδρόμησης, b , είναι ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης για μια περίοδο, υποθέτοντας συνεχή ανατοκισμό. Έτσι εφόσον θέλουμε τον ρυθμό ανάπτυξης υποθέτοντας ετήσιο ανατοκισμό, πρέπει να μετατρέψουμε τον συνεχώς ανατοκιζόμενο ρυθμό ανάπτυξης, b , υψώνοντας το e στο b , e^b . Αυτό δίνει $1 + g$, όπου g είναι ο ετήσιος μέσος ρυθμός ανάπτυξης, υποθέτοντας ετήσιο ανατοκισμό.

3. Υπάρχει και μια τρίτη μέθοδος υπολογισμού της απαιτούμενης απόδοσης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και είναι η εκτίμηση της ομολογιακής απόδοσης συν ένα πριμ κινδύνου (bond-yield-plus-risk-premium estimate), δηλαδή: $k_s = \text{bond yield} + \text{risk premium}$. Αυτή η εκτίμηση γίνεται προσθέτοντας ένα υποκειμενικό πριμ κινδύνου στην απόδοση του μακροχρόνιου χρέους της ίδιας της εταιρείας. Είναι λογικό ότι μια επιχείρηση με χρέος υψηλού κινδύνου θα έχει και υψηλό κινδύνου και άρα υψηλό κόστος μετοχές. Ιστορικά, έχει παρατηρηθεί ότι το ασφάλιστρο κινδύνου για μετοχές κυμαίνεται από 3 μέχρι 5 ποσοστιαίες μονάδες, ανάλογα με το που βρίσκεται η επιχείρηση στους πίνακες αξιολόγησης (rates: A,B,BB,BBB,C etc).

Τελικώς βρίσκουμε τον μέσο όρο από τις τρεις αυτές μεθόδους και αυτό είναι το κόστος των μετοχών μας. Πρέπει πάντα να προσέχουμε τα νούμερα από τις τρεις μεθόδους να είναι κοντινά για να έχει νόημα ο μέσος όρος.

Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου - k (WACC)

Το πρώτο βήμα για τον υπολογισμό του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου k , είναι ο προσδιορισμός του κόστους των επί μέρους συστατικών στοιχείων του κόστους κεφαλαίου, όπως περιγράφεται ως άνω.

Το επόμενο βήμα είναι η εύρεση των κατάλληλων συντελεστών στάθμισης. Η άριστη κεφαλαιακή δομή διαφέρει μεταξύ των βιομηχανικών κλάδων. Συγκεκριμένα, η άριστη κεφαλαιακή δομή των πιο σταθερών κλάδων περιλαμβάνει μεγαλύτερο ύψος δανειακών κεφαλαίων από ότι η δομή των λιγότερο σταθερών κλάδων, γι' αυτό είναι απαραίτητη πρώτα απ' όλα η μελέτη του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω.

Πρέπει να καθορίσουμε τον συνδυασμό χρέους και μετοχικών κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν για την χρηματοδότηση μιας επένδυσης. Μακροπρόθεσμα, τα κεφάλαια που χρησιμοποιούμε για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων προέρχονται τόσο από χρέος (δανεισμένα κεφάλαια), όσο και από πηγές μετοχικού κεφαλαίου (εσωτερικώς αντληθέντα κεφάλαια). Άρα, πρέπει να στηρίζουμε το κόστος κεφαλαίου στην κεφαλαιακή διάρθρωση, συνδυασμό του χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, που χρησιμοποιείται μακροπρόθεσμα για να χρηματοδοτηθούν οι επενδύσεις της επιχείρησης και όχι τον συγκεκριμένο συνδυασμό χρέους και μετοχών που χρησιμοποιείται για τη χρηματοδότηση μιας συγκεκριμένης επένδυσης.

Κάθε επιχείρηση έχει μια επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση, οριζόμενη σαν ένα μίγμα χρέους, προνομιούχων και κοινών μετοχών, η οποία συμβάλλει στην μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών της. Έτσι, μια επιχείρηση που έχει στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της θα ορίσει έναν στόχο για την επιθυμητή κεφαλαιακή της διάρθρωση και μετά θα μαζέψει τα νέα κεφάλαια έτσι ώστε να διατηρήσει αυτή την κεφαλαιακή διάρθρωση στο μέλλον. Για το λόγο αυτό το κόστος κεφαλαίου θα αποτελέσει την αναλογία του χρέους, των προνομιούχων και κοινών μετοχών που θα συμφωνούν με τον στόχο της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης.

Τελικώς χρησιμοποιούμε τον εξής τύπο, στηριζόμενοι στους πιο πάνω υπολογισμούς:

K ή WACC = $K_d (1-T) W_d + K_{ps} W_{ps} + K_s W_s$, όπου W είναι τα σταθμά.

Όταν υπολογίζουμε το κόστος κεφαλαίου πρέπει να χρησιμοποιούμε τις τιμές αγοράς για τα σταθμά στα συστατικά του κόστους, γιατί είναι πιο κοντά στην πραγματική αξία της επιχείρησης. Για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης οι μάντζερ πρέπει να λάβουν υπ' όψιν πολλούς παράγοντες, όπως τις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης, τις προσδοκίες για την μερισματική πολιτική, την αβεβαιότητα για τα μελλοντικά κέρδη, την αλλαγή της διοίκησης κλπ. Όλοι αυτοί οι παράγοντες μεταξύ άλλων, συμπεριλαμβάνονται στην τρέχουσα τιμή της μετοχής της εταιρείας και αλλάζουν μέρα με τη μέρα τα σταθμά του κοινού μετοχικού κεφαλαίου στην κεφαλαιακή δομή.

Μπορούμε να προσαρμόσουμε το κόστος κεφαλαίου με τα κόστη κυκλοφορίας έκδοσης νέων μετοχών. Αυτό το κόστος προκύπτει εάν αντί να χρησιμοποιήσουμε το κόστος μετοχικού κεφαλαίου που προκύπτει από την επανεπένδυση στα παρακρατηθέντα κέρδη, χρησιμοποιήσουμε το κόστος νέου μετοχικού κεφαλαίου. Έτσι, αλλάζει το συστατικό στοιχείο του κόστους κεφαλαίου από K_s σε K_e .

Υπάρχει μια διαφορά στο κόστος κεφαλαίου όταν μιλάμε για τμήματα της επιχείρησης. Είναι πιθανό μια επιχείρηση να αντιμετωπίζει διαφορετικό ρίσκο για τα τμήματα της που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους. Τότε η επιχείρηση για την υλοποίηση μιας επένδυσης σε ένα συγκεκριμένο τμήμα της θα προεξοφλήσει τις τμηματικές ταμειακές ροές με ένα τμηματικό κόστος κεφαλαίου.

Επιπλέον, μπορούμε να υπολογίσουμε και το κόστος κεφαλαίου για μεμονωμένες επενδύσεις. Παρότι είναι αυτονόητο ότι πιο επικίνδυνες επενδύσεις έχουν υψηλότερο κόστος κεφαλαίου, είναι αρκετά δύσκολο να το υπολογίσουμε. Πρώτα πρέπει να

υπολογίσουμε το τμηματικό κόστος κεφαλαίου και μετά να κατηγοριοποιήσουμε τα επενδυτικά σχέδια κάθε τμήματος σε υποκειμενικές κατηγορίες κινδύνου. Χρήσιμο θα είναι πρώτα να διαχωρίσουμε τα είδη κινδύνου: 1) κίνδυνος του ίδιου του επενδυτικού σχεδίου, ο οποίος υπολογίζεται από την μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων του σχεδίου. 2) Κίνδυνος επιχείρησης, ο οποίος υπολογίζεται από την επιρροή της επένδυσης στην αβεβαιότητα για τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης. 3) Κίνδυνος αγοράς ή συντελεστής βήτα, ο οποίος υπολογίζεται από την επίδραση της επένδυσης στον συντελεστή βήτα της επιχείρησης.

Βήμα 2. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία της εκροής που απαιτείται για την αγορά του περιουσιακού στοιχείου.

Στις περισσότερες περιπτώσεις, η παρούσα αξία της εκροής είναι ίση με την τιμή αγοράς του περιουσιακού στοιχείου, γιατί όλο το κεφάλαιο πρέπει να δεσμευτεί τη στιγμή που γίνεται η αγορά. Ωστόσο, σε ορισμένες περιπτώσεις μια πρόσθετη εκροή θα προκύψει στο μέλλον, για παράδειγμα, για την αντικατάσταση εξοπλισμού που φθείρεται πριν το τέλος της ωφέλιμης ζωής του ή σε εγκαταστάσεις που η κατασκευή τους κρατά μερικά χρόνια. Σε αυτή την περίπτωση, προεξοφλούμε αυτές τις μελλοντικές εκροές στο παρόν και τις προσθέτουμε στην αρχική εκροή.

Υπολογίζοντας την κεφαλαιακή εκροή για μια συγκεκριμένη επένδυση, είναι σημαντικό να περιλαμβάνουμε όλες τις πρόσθετες εκροές που μπορεί να χρειάζονται. Για παράδειγμα, εάν αξιολογούμε την κατασκευή ενός νέου εμπορικού κέντρου, η κεφαλαιακή εκροή θα περιλαμβάνει, όχι μόνο την τιμή αγοράς του κτιρίου, αλλά και τα κόστη των πρόσθετων αποθεμάτων που τυχόν θα χρειαστούν. Στην ουσία αυτές οι πρόσθετες απαιτήσεις σε κεφάλαια κίνησης (working capital) είναι απαραίτητες για τη λειτουργία της επιχείρησης και πρέπει να θεωρηθούν ως μέρος της κεφαλαιακής εκροής για τη νέα επένδυση.

Οι μεταβολές στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net working capital)

Οι μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης της εταιρίας είναι: το κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης δείχνει τη ρευστότητα της επιχείρησης και είναι αυτό που χρηματοδοτεί τη λειτουργία της. Το μέγεθος αυτό ποικίλει ανάλογα με το είδος της επιχείρησης, την ταχύτητα είσπραξης των απαιτήσεων, την παραγωγική διαδικασία κλπ.

Μια νέα επένδυση συχνά συνοδεύεται και από ανάγκες αύξησης αποθεμάτων (π.χ. πρώτες ύλες για να υποστηριχθεί μια νέα παραγωγική διαδικασία), αλλά και από αύξηση των πληρωμών και των οφειλών προς την εταιρία (π.χ. λόγω της διοχέτευσης στην αγορά ενός νέου προϊόντος της επένδυσης). Το κυκλοφορούν λοιπόν ενεργητικό αυξάνει. Αντίστοιχα συμβαίνουν και από την πλευρά του παθητικού, με την εταιρία να εμφανίζει αυξημένες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (π.χ. λόγω αντίστοιχου δανεισμού). Ενώ, όσο τα στοιχεία αυτά του ενεργητικού και του παθητικού αυξάνουν, η διαφορά τους, που δεν είναι παρά τα καθαρά κεφάλαια κίνησης, είναι και αυτή αυξητική. Έτσι, παρουσιάζεται και μια επιπλέον ταμειακή εκροή, οφειλόμενη στους παραπάνω λόγους, η οποία αναφέρεται σαν μεταβολή του καθαρού κεφαλαίου κίνησης.

Μετά τη λήξη της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης οι λόγοι που μετέβαλαν το κεφάλαιο κίνησης παύουν να υπάρχουν με αποτέλεσμα να αναμένεται μια ταμειακή εισροή (συνήθως) ως αποτέλεσμα της επαναφοράς στα προηγούμενα επίπεδα των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Αν και υπάρχει η δυνατότητα να προβεί κανείς σε αναλυτικούς υπολογισμούς των μεταβολών του κεφαλαίου κίνησης, εναλλακτικά μπορεί να χρησιμοποιηθούν προσεγγίσεις της μεταβολής αυτής, που να χαρακτηρίζονται από απλότητα υπολογισμού. Η ομάδα επεξεργασίας και ανάλυσης της επένδυσης έχει την ευθύνη να εκτιμήσει αν πράγματι οι μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης θα είναι τόσο σημαντικές που να χρειάζεται λεπτομερής υπολογισμός τους.

Μια απλή προσέγγιση της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης γίνεται με τον υπολογισμό του ως ποσοστό επί της μεταβολής του τζίρου της επόμενης χρονιάς, που οφείλεται στην επένδυση. Για τον λόγο αυτό τη χρονιά (0) της επένδυσης η απαίτηση σε κεφάλαια κίνησης είναι συνήθως σημαντική, αφού την επόμενη χρονιά η επένδυση θα επιφέρει αύξηση πωλήσεων. Εξάλλου, η μεταβολή του κεφαλαίου κίνησης έχει να κάνει άμεσα με τις επενδύσεις που πρέπει να γίνουν για να υποστηριχθούν οι επιπλέον πωλήσεις. Η ακριβής διαμόρφωση του ποσοστού αυτού ποικίλει σημαντικά και μπορεί, ανάλογα με την επένδυση και τις ανάγκες υποστήριξης των νέων πωλήσεων, να κινείται μεταξύ 0 και 20 %. Εννοείται ότι μετά το τέλος της επένδυσης θα πρέπει να θεωρείται πλήρης ανάκτηση του συνολικά επενδυμένου κεφαλαίου κίνησης, στη διάρκεια της επένδυσης.

Παρακάτω συνοψίζεται ένας παράδειγμα συνυπολογισμού του κεφαλαίου κίνησης στα πλαίσια μιας επένδυσης.

	0	1	2	3	4
Αύξηση πωλήσεων (εκατ.€) από την επένδυση	0	1000	100	0	0
Ανάγκη σε κεφάλαιο κίνησης (10% της αύξησης των πωλήσεων)	(100)	(10)	0	0	110

Βήμα 3. Υπολογίζουμε τα οφέλη ή την ετήσια καθαρή ταμειακή ροή για κάθε χρόνο καθ' όλη τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης.

Ανάλυση ταμειακών ροών (cash flow analysis)

Το θέμα της κατάστρωσης των ταμειακών ροών (cash flow analysis) αποτελεί από μόνο του ένα δύσκολο και σημαντικό ζήτημα. Αποτέλεσμα της δυσκολίας αυτής είναι η αβεβαιότητα και οι παραδοχές που πρέπει να γίνουν στην κατάστρωση των ταμειακών ροών να είναι πολύ σοβαρότερες στην τελική αξιολόγηση της επένδυσης από τις παραδοχές τις σχετικές με το κόστος κεφαλαίου.

Οι ταμειακές ροές της επένδυσης γενικά ενδέχεται να είναι απλά προσθετικές στις παλαιές ταμειακές ροές ή να αλλάζουν και τις αρχικές ταμειακές ροές (από τους πόρους πριν την επένδυση). Η επένδυση δηλαδή μπορεί να έχει ή να μην έχει επίπτωση στις παλαιές

ταμειακές ροές, που σχετίζονται με τους πόρους που ήδη υπάρχουν πριν την πραγματοποίησή της.

Όπως σχολιάστηκε πρωτύτερα, οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές είναι τα οφέλη που προκύπτουν από τις αυξημένες καθαρές ταμειακές ροές μιας συγκεκριμένης επένδυσης. Αυτές οι ταμειακές ροές πρέπει να υπολογιστούν σε μια βάση μετά φόρων.

Υπολογίζουμε τις ετήσιες καθαρές ταμειακές ροές για κάθε χρόνο της επένδυσης:

Εισροές – Εκροές + Παραμένουσα αξία – Φόροι εισοδήματος

(Cash Revenue – Cash Expenses + Terminal Value – Income Taxes = Annual Net Cash Flow)

Για να υπολογίσουμε τις εισροές από μια επένδυση, παίρνουμε τις επιπλέον πωλήσεις που προβλέπονται να γίνουν λόγω της συγκεκριμένης επένδυσης και τις πολλαπλασιάζουμε με τις αναμενόμενες τιμές, ενώ οι εκροές περιλαμβάνουν τα κόστη παραγωγής. Επιπλέον, οι τόκοι του χρέους που χρησιμοποιούνται να χρηματοδοτήσουν την επένδυση δεν περιλαμβάνονται σαν εκροή, γιατί έχουν ήδη περιληφθεί στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Για να υπολογίσουμε τους φόρους του εισοδήματος, πρώτα υπολογίζουμε:

Εισροές – Εκροές – Αποσβέσεις = Καθαρό εισόδημα

(Cash Revenue – Cash Expenses – Depreciation = Net Income), και μετά:

Καθαρό εισόδημα x οριακός συντελεστής φορολογίας = φόροι

(Net Income x Marginal Tax Rate = Taxes)

Ο οριακός συντελεστής φορολογίας αντανakλά τους επιπρόσθετους φόρους που θα πληρωθούν στο εισόδημα που θα προέλθει από τη συγκεκριμένη επένδυση.

Επειδή οι αποσβέσεις δεν είναι ταμειακές ροές, αλλά μόνο ένας λογιστικός τρόπος να κατανεμηθεί το κόστος αγοράς του περιουσιακού στοιχείου κατά μήκος της ωφέλιμης ζωής του, δεν μπαίνει κατευθείαν στον υπολογισμό των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών. Αντιθέτως, οι αποσβέσεις μπαίνουν στον υπολογισμό μόνο εάν αφορούν φοροεπιβάρυνση ή φοροαπαλλαγή που προκύπτει από μια συγκεκριμένη επένδυση. Άρα, οι αποσβέσεις μπαίνουν στον υπολογισμό του καθαρού εισοδήματος σαν φοροελάφρυνση και μειώνουν τις καθαρές ταμειακές ροές της επένδυσης, εφόσον επηρεάζουν τον φόρο που τελικά πληρώνει η εταιρία. Έτσι οι αποσβέσεις όχι μόνο δεν επιβαρύνουν αρνητικά τις ταμειακές ροές, αλλά τις αυξάνουν αφού μεγάλες αποσβέσεις οδηγούν σε λιγότερους φόρους και άρα λιγότερες εκροές.

Τύποι ταμειακών ροών

Τα βασικά μεγέθη που πρέπει να συνυπολογίζονται για την κατάστρωση των ταμειακών ροών είναι τα εξής: 1) Πωλήσεις πριν (S_0) και μετά (S_1) την επένδυση. 2) Λειτουργικό ταμειακό κόστος πωλήσεων πριν (C_0) και μετά (C_1). 3) Αποσβέσεις, D_0 και D_1 . Φορολογικός συντελεστής (T). 4) Παραμένουσα αξία (TV). Η συνολική λοιπόν ταμειακή ροή (CF_t) σε μια δεδομένη χρονική περίοδο (t) θα υπολογίζεται ως εξής :

$$CF_t = (S_1 - S_0) (1 - T) - (C_1 - C_0) (1 - T) + (D_1 - D_0) T + TV$$

Ακολουθεί μια επεξήγηση των συνιστωσών της ταμειακής ροής την περίοδο (t). Ο πρώτος παράγοντας αφορά την ταμειακή εισροή που σχετίζεται από τη μεταβολή των πωλήσεων, μετά φυσικά την κατακράτηση του αναλογούντα φόρου. Ο δεύτερος παράγοντας αφορά την ταμειακή εκροή που σχετίζεται με τη μεταβολή του κόστους των πωλήσεων. Και πάλι θα πρέπει να ληφθεί υπόψη ο φορολογικός συντελεστής, καθώς ο φόρος υπολογίζεται στο μικτό κέρδος (έσοδα μείον κόστος). Ο τρίτος παράγοντας αφορά την "εισροή" η οποία προκύπτει έμμεσα μέσω της αύξησης του κόστους (λογιστική απόσβεση) και κατά συνέπεια της ανάγκης για καταβολή μικρότερου ποσού φόρου σε σχέση με την κατάσταση πριν την επένδυση. Ο τέταρτος παράγοντας είναι η παραμένουσα αξία της επένδυσης και είναι η αξία που θα μείνει στο τέλος της ωφέλιμης ζωής του περιουσιακού στοιχείου.

Η παραπάνω σχέση, που υπολογίζει την συνολική ταμειακή ροή, ισχύει για την περίπτωση που η επένδυση επηρεάζει τις ταμειακές ροές που σχετίζονται με ήδη υπάρχοντες πόρους. Στην περίπτωση που η επένδυση δημιουργεί ταμειακές ροές νέες και ανεξάρτητες από αυτές που ήδη υπάρχουν η ταμειακή ροή μπορεί να εκφραστεί με την εξής σχέση:

$$CF_t = S(1 - T) - C(1 - T) + DT + TV = (S - C)(1 - T) + DT + TV$$

Στη σχέση αυτή τα S, C, D έχουν την ίδια με παραπάνω σημασία, με μόνη διαφορά ότι τώρα αφορούν την επένδυση αυτή καθ' εαυτή.

Η ίδια σχέση με προσθαφαίρεση του όρου D(1-T) μπορεί να γραφεί και ως εξής:

$$CF_t = S(1 - T) - C(1 - T) + DT + TV = (S - C - D)(1 - T) + D + TV$$

Η έκφραση (S - C - D) αποτυπώνει το κέρδος προ τόκων και φόρων (και μετά τις αποσβέσεις) (EBIT: earnings before interest and taxes).

Η παραμένουσα αξία της επένδυσης (terminal value)

Επιπλέον, για τον υπολογισμό των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών μιας επένδυσης είδαμε ότι χρειάζεται να συμπεριληφθεί και η παραμένουσα αξία του συγκεκριμένου εξοπλισμού σαν μια θετική ταμειακή ροή τον τελευταίο χρόνο, εάν πωληθεί ή αντικατασταθεί με καινούργιο εξοπλισμό. Ως παραμένουσα αξία ορίζεται η θετική αξία μιας επένδυσης που απομένει μετά το πέρας της προβλεπόμενης διάρκειάς της ή της περιόδου χρησιμότητάς της. Επιπλέον, η παραμένουσα αξία είναι το εισόδημα που λαμβάνεται εάν το κεφαλαιουχικό αγαθό πωληθεί. Ή εάν πωληθεί για ένα καινούργιο εξοπλισμό, η παραμένουσα αξία αντανακλά τις μειωμένες ταμειακές εκροές που θα προκύψουν από την αγορά του νέου εξοπλισμού.

Στις περιπτώσεις που δεν είναι δυνατή ή δεν ενδιαφέρει η λεπτομερής καταγραφή όλων των χρηματοροών σε όλο τον χρονικό ορίζοντα ζωής της επένδυσης, γίνεται μια προσέγγιση για τις χρηματοροές μετά τον ορίζοντα αναλυτικού υπολογισμού. Σε μια τέτοια λοιπόν περίπτωση υποθέτουμε ότι η επένδυση θα χαρακτηρίζεται από σταθερές καθαρές ταμειακές ροές ύψους x% το χρόνο, ενώ το επίπεδο του (x) πρέπει να εκτιμηθεί.

Ως παραμένουσα αξία θεωρείται η καθαρή ροή του τελευταίου χρόνου αναλυτικού υπολογισμού των χρηματοροών διαιρεμένης με το (κ%-x%), το κόστος κεφαλαίου δηλαδή μείον το επίπεδο της καθαρής ταμειακής ροής που προβλέπεται για τα επόμενα χρόνια.

Έτσι π.χ. αν το έτος 5 η καθαρή ροή ήταν 100 εκ., το κόστος κεφαλαίου 15% και μετά τον πέμπτο χρόνο αναμένεται η επένδυση να έχει μια αυξητική ροή κατά 5% το χρόνο, η παραμένουσα αξία που πρέπει να υπολογιστεί για το (τελευταίο) έτος 6 θα είναι $100 / (0.15 - 0.05) = 100 / 0.1 = 1000$ εκ.

Η παραμένουσα αξία μπορεί ακόμη να υπολογίζεται μόνο με βάση τα έσοδα που προκύπτουν από την πώληση του εξοπλισμού μετά τη διάρκεια της επένδυσης. Στην περίπτωση αυτή η παραμένουσα αξία πρέπει να εκτιμηθεί, και φυσικά είναι διαφορετική ανάλογα με το βάθος του χρόνου που μελετάται η επένδυση. Αν η επένδυση αναλυθεί σε 5 χρόνια είναι εύλογο η παραμένουσα αξία να είναι αρκετά μεγαλύτερη σε σχέση με την περίπτωση που αναλύεται σε ορίζοντα 10 ετών.

Λαμβάνοντας υπ' όψιν τον πληθωρισμό

Στην παραπάνω ανάλυση χρησιμοποιήθηκε εκτενέστατα η έννοια του κόστους κεφαλαίου (cost of capital), που σε σημαντικό βαθμό διαμορφώνεται όπως είδαμε από το κόστος δανεισμού. Το κόστος δανεισμού με τη σειρά του αυτό διαμορφώνεται αθροιστικά από το ύψος πληθωρισμού, τις λειτουργικές δαπάνες του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, το εκάστοτε ποσοστό κέρδους του για τη χορήγηση του κεφαλαίου.

Αφού λοιπόν το κόστος κεφαλαίου περιλαμβάνει τον πληθωρισμό, κατά την κατάστρωση των ταμειακών ροών, και για να είναι αξιόπιστα τα συμπεράσματα της ανάλυσης, πρέπει οι ροές αυτές να είναι διαμορφωμένες με ρεαλιστικές υποθέσεις σχετικά με τον πληθωρισμό. Εναλλακτικά και τελείως ισοδύναμα, θα μπορούσε κανείς να χρησιμοποιήσει αποπληθωρισμένες ταμειακές ροές, ενώ στη θέση του κόστους κεφαλαίου να εισάγει αντίστοιχα μια αποπληθωρισμένη τιμή του. Αυτό βέβαια εμπεριέχει την συχνά εσφαλμένη υπόθεση της ίδιας επίδρασης του πληθωρισμού πάνω σε όλες τις ταμειακές ροές γι' αυτό και δεν συνιστάται. Οι υποθέσεις για τον πληθωρισμό μπορεί να διαφέρουν από ροή σε ροή, ανάλογα με τη εικόνα που υπάρχει σχετικά με την αναμενόμενη επίδραση του πληθωρισμού σε καθεμιά ταμειακή ροή ξεχωριστά.

Βήμα 4. Υπολογίζουμε την παρούσα αξία των ετήσιων καθαρών ταμειακών ροών.

Στόχος μας είναι να μετατρέψουμε τις ετήσιες καθарές ταμειακές ροές για όλη τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης, που υπολογίστηκε στο βήμα 3, σε ένα ποσό που αντανακλά την παρούσα αξία αυτών των χρηματοροών. Όπως αναφέρθηκε πριν, μπορούμε να υπολογίσουμε την παρούσα αξία του εισοδήματος το οποίο θα εισπραχθεί σε κάποια μελλοντική στιγμή, πολλαπλασιάζοντας το ετήσιο καθαρό εισόδημα με τον συντελεστή προεξόφλησης. Ανάλογα, πολλαπλασιάζοντας τις ετήσιες καθарές ταμειακές ροές για κάθε χρόνο με τον συντελεστή προεξόφλησης και μετά προσθέτοντας τις προεξοφλημένες ετήσιες καθарές ταμειακές ροές, λαμβάνουμε ένα ποσό των ροών σε παρούσα αξία.

Βήμα 5. Υπολογίζουμε την καθαρά παρούσα αξία.

Σε αυτό το βήμα απλά υπολογίζουμε την καθαρά παρούσα αξία ως εξής: παίρνουμε την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών και αφαιρούμε από αυτές την παρούσα αξία των ταμειακών εισροών που χρειάστηκαν για να πραγματοποιήσουμε την επένδυση.

(Present value of net cash flows – Present value of cash outlay= Net present value)

Βήμα 6. Αποδεχόμαστε ή απορρίπτουμε την επένδυση.

Το κριτήριο για να αποδεχτούμε ή να απορρίψουμε την επένδυση είναι απλό εάν οι εναλλακτικές επενδύσεις είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες : αποδεχόμαστε την επένδυση εάν έχει μια θετική καθαρά παρούσα αξία ή απορρίπτουμε την επένδυση που έχει αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Αυτό το απλό κριτήριο ισχύει γιατί όταν οι εισροές ή εκροές για μια συγκεκριμένη επένδυση προεξοφλούνται με το κόστος κεφαλαίου, το αποτέλεσμα αντιπροσωπεύει το μέγιστο ποσό που μπορούμε να πληρώσουμε για την επένδυση, έτσι ώστε να είμαστε στο νεκρό σημείο (break even), συμπεριλαμβανοντας και τα κόστη ευκαιρίας των επενδυμένων χρημάτων. Έτσι, μια καθαρά παρούσα αξία ίση με μηδέν δείχνει ότι η συγκεκριμένη επένδυση αποδίδει ακριβώς το κόστος κεφαλαίου ή το κόστος χρέους και μετοχικών κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για να χρηματοδοτήσουν την επένδυση.

Μια θετική καθαρά παρούσα αξία δείχνει ότι η συγκεκριμένη επένδυση παρέχει εισόδημα μεγαλύτερο από το κόστος των κεφαλαίων που χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότησή της, άρα η επένδυση είναι κερδοφόρα. Στην ουσία, η πρόσθετη απόδοση, προσαρμοσμένη για τη χρονική αξία του χρήματος, είναι μεγαλύτερη απ' ό,τι το πρόσθετο κόστος της επένδυσης. Αντιθέτως, μια αρνητική καθαρά παρούσα αξία δείχνει ότι το πρόσθετο εισόδημα που λαμβάνεται από την επένδυση είναι λιγότερο από το κόστος των κεφαλαίων που απαιτούνται για να υποστηριχθεί η επένδυση. Συνεπώς, αυτή η επένδυση είναι ανεπιθύμητη και τα κεφάλαια πρέπει να δεσμευτούν σε μια εναλλακτική επένδυση η οποία θα έχει απόδοση τουλάχιστον ίση με το κόστος της.

Σε ορισμένες περιπτώσεις, η απόφαση μπορεί να μην αφορά την αποδοχή ή απόρριψη μιας συγκεκριμένης επένδυσης, αλλά την επιλογή ανάμεσα σε πολλές εναλλακτικές επενδύσεις. Σε αυτή την περίπτωση, ταξινομούμε τις εναλλακτικές επενδύσεις με βάση την καθαρά παρούσα αξία τους, με πρώτη αυτή που έχει την πιο υψηλή καθαρά παρούσα αξία και τελευταία αυτή που έχει την χαμηλότερη. Εάν υπάρχουν αρκετά κεφάλαια διαθέσιμα, τότε μπορούν να προταθούν όλες οι επενδύσεις που έχουν θετική καθαρά παρούσα αξία. Ενώ, εάν τα κεφάλαια που θα διατεθούν σε επενδύσεις είναι περιορισμένα, πρέπει να επιλεγεί αυτός ο συνδυασμός επενδυτικών σχεδίων που παράγει την υψηλότερη συνολική καθαρά παρούσα αξία με αυτά τα περιορισμένα κεφάλαια. Εξάλλου, όλες οι εναλλακτικές επενδύσεις έχουν μετατραπεί σε παρούσες αξίες, γεγονός που επιτρέπει τη σύγκρισή τους ή την πρόσθεσή τους.

Τελικό σχόλιο στην καθαρά παρούσα αξία

Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας που χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση μιας επένδυσης μας επιτρέπει να λάβουμε υπ' όψιν τη χρονική αξία του χρήματος. Ουσιαστικά, μας βοηθάει να βρούμε την παρούσα αξία σε σημερινές χρηματικές μονάδες των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών του επενδυτικού σχεδίου. Υπολογίζοντας την καθαρά παρούσα αξία μιας επένδυσης θα μας δείξει το συνολικό κέρδος της επένδυσης. Όμως, σε μερικά έτη μπορεί να μην έχουμε θετικές ταμειακές ροές και η καθαρά παρούσα αξία δεν μας δείχνει πόσα χρήματα χρειάζεται να δανειστούμε για να πληρώσουμε τις ζημιές

μιας συγκεκριμένης χρονιάς. Για να υπολογίσουμε τα μετρητά που χρειάζονται κάθε χρόνο, πρέπει να υπολογίσουμε την χρηματοοικονομική εφικτότητα της επένδυσης.

Εάν μια επένδυση έχει θετική καθαρά παρούσα αξία, τότε παράγει περισσότερα μετρητά απ' όσα χρειάζονται για να πληρωθεί το χρέος και να δοθεί στους μετόχους η απαιτούμενη απόδοση, αυτό το πλεόνασμα μετρητών το απολαμβάνουν μόνο οι μέτοχοι της εταιρείας και αυξάνεται ο πλούτος τους.

Επιπλέον, η καθαρά παρούσα αξία σχετίζεται άμεσα με την οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA), γιατί η καθαρά παρούσα αξία ισούται με την παρούσα αξία της μελλοντικής οικονομικής προστιθέμενης αξίας μιας επένδυσης. Έτσι, επενδύσεις με θετική καθαρά παρούσα αξία θα έχουν και θετική οικονομική προστιθέμενη αξία (προστιθέμενη αξία αγοράς (market value) = πλεόνασμα της προστιθέμενης αξίας αγοράς πάνω από τη λογιστική αξία (book value)). Έτσι ένα ανταποδοτικό σύστημα αποζημίωσης των στελεχών για να παράγουν θετική προστιθέμενη αξία αγοράς θα οδηγήσει στη χρήση της καθαράς παρούσας αξίας για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Η καθαρά παρούσα αξία εξαρτάται μόνο από τις προβλεπόμενες ταμειακές ροές για μια επένδυση και το κόστος κεφαλαίου, κάτι που απαλλάσσει τον υπολογισμό από τις προτιμήσεις των μάντζερ, την επιλογή λογιστικής μεθόδου από την εταιρεία, την ήδη υπάρχουσα κερδοφορία της επιχείρησης από άλλες δραστηριότητες, τα οποία οδηγούν σε λιγότερο ποιοτικές αποφάσεις.

2. Αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων (return on investment - ROI)

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) υπολογίζεται εάν διαιρεθούν τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (book income) με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία (μετά αποσβέσεων) μιας εταιρείας (book net assets). Είναι αρκετά χρήσιμος δείκτης γιατί συνδέει τα κέρδη μιας εταιρείας με τα κεφάλαια που η εταιρεία χρησιμοποιεί, συνεπώς είναι ενδεικτικός της σωστής και αποδοτικής χρησιμοποίησης των εταιρικών κεφαλαίων.

Ο δείκτης της αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) βασίζεται μόνο σε λογιστικές αξίες, έτσι είναι ένα λογιστικό μέτρο της οικονομικής αποδοτικότητας. Στην ουσία, τα λογιστικά κέρδη, περιουσιακά στοιχεία και άλλα λογιστικά μέτρα της κερδοφορίας τραβούν περισσότερο την προσοχή των μετόχων. Ο λογιστικός ρυθμός απόδοσης εξαρτάται από ποια στοιχεία έχει επιλέξει ο λογιστής να θεωρήσει ως κεφαλαιουχικές επενδύσεις, αντί για λειτουργικά έξοδα και πόσο γρήγορα αυτές αποσβένονται. Παρότι οι διευθυντές δεν χρησιμοποιούν το ROI σαν κριτήριο αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων, επειδή στηρίζονται περισσότερο σε χρηματοοικονομικά νούμερα όπως οι ταμειακές ροές και το κόστος κεφαλαίου, παρά σε λογιστικά νούμερα, το χρησιμοποιούν όμως συχνά μόνο σε σύγκριση με το κόστος κεφαλαίου. Εάν η απόδοση στα επενδυμένα κεφάλαια είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου, τότε η επένδυση προσθέτει στην αξία των μετόχων, αντίθετα μιλάμε για αρνητική καθαρή απόδοση.

3. Περίοδος επανάκτησης επενδυμένων κεφαλαίων (payback period and discounted payback period)

Περίοδος επανάκτησης επενδυμένων κεφαλαίων είναι η χρονική περίοδος σε έτη που απαιτείται από ένα επενδυτικό σχέδιο (ανάλογα με τα αυξανόμενα κέρδη που προκύπτουν από αυτό) για να αποπληρώσει το σύνολο των κεφαλαίων που καταβλήθηκαν για τη δημιουργία του. Είναι μια απλή μέθοδος αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων. Μπορεί να χρησιμοποιηθεί με δυο τρόπους: 1) είτε για την έγκριση ή απόρριψη ενός επενδυτικού σχεδίου, ανάλογα με το εάν η περίοδος αποπληρωμής (επανάκτησης) του αρχικού κεφαλαίου είναι μέσα σε κάποιο προκαθορισμένο όριο πχ. 3 έτη. 2) Είτε συγκριτικά για την επιλογή ενός από πολλά επενδυτικά σχέδια προς αξιολόγηση, σ' αυτή την περίπτωση τα σχέδια ανάλογα με το πόσο γρήγορα αποπληρώνουν το αρχικό κεφάλαιό τους, επιλέγεται αυτό με την ταχύτερη περίοδο αποπληρωμής.

Η περίοδος επανάκτησης επενδυμένων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει το χρονικό διάστημα που θα χρειαστεί μέχρι η επένδυση να έχει αποσβέσει πλήρως το αρχικό κόστος της. Στη γενική περίπτωση μια επένδυση δεν έχει απαραίτητα κάποια σημαντική εκροή τη χρονική στιγμή t_0 . Ωστόσο κάτι τέτοιο είναι πρακτικά πάρα πολύ πιθανό. Ιδιαίτερα μάλιστα με κλασικές επενδύσεις εξοπλισμού, θα υπάρχει πάντα μια μεγάλη αρχική εκροή, με αποτέλεσμα η συζήτηση για χρόνο επιστροφής να έχει νόημα. Σε περίπτωση επένδυσης με πολλές και καταμεμημένες εκροές είναι δύσκολο να οριστεί το περιεχόμενο του χρόνου επιστροφής, αφού δεν υφίσταται σαφές χρονικό σημείο που να μπορεί να θεωρηθεί ότι αρχίζει η επένδυση, με την κλασική μορφή της καταβολής ενός μεγάλου μέρους, αν όχι όλων, των επενδυτικών δαπανών.

Ο τύπος υπολογισμού είναι:

περίοδος επανάκτησης κεφαλαίων = έτος πριν την πλήρη αποπληρωμή + (μη ανακτημένο κόστος στην αρχή της χρονιάς / ταμειακή ροή κατά τη διάρκεια της χρονιάς) .

Η μέθοδος παρουσιάζει ένα σοβαρότατο μειονέκτημα. Δεν συμπεριλαμβάνεται η έννοια του κόστους του κεφαλαίου, δεν αξιολογείται δηλαδή το γεγονός ότι το ίδιο αριθμητικά ποσό δεν έχει την ίδια πραγματική αξία μέσα στον χρόνο, ούτε ότι η αξία αυτή σχετίζεται πάντα με κάποιο ρίσκο το οποίο είναι διατεθειμένος να αναλάβει ο επενδυτής. Η αναγωγή λοιπόν όλων των χρηματοροών που προκύπτουν από το επενδυτικό σχέδιο από μια μελλοντική στην ίδια σημερινή χρονική στιγμή, συνήθως η αναγωγή γίνεται στο αρχικό έτος και έτσι μιλάμε για παρούσες αξίες, πρέπει να γίνει με κάποιο κριτήριο, με κάποιο δείκτη, αυτό είναι το κόστος κεφαλαίου. Αυτή είναι η μέθοδος προεξοφλημένης περιόδου αποπληρωμής (discounted payback period). Με τη χρήση του κόστους κεφαλαίου ανάγει κανείς όλες τις εκροές / εισροές στη χρονική στιγμή μηδέν. Είναι ευνόητο ότι τα ποσά που προκύπτουν θα είναι μικρότερα, οι δε χρόνοι απόδοσης μεγαλύτεροι.

Και οι δυο μέθοδοι έχουν ένα κύριο πλεονέκτημα, αυτό είναι η απλότητα και η ταχύτητα υπολογισμού και η ευκολία στην κατανόηση του αποτελέσματος. Αυτοί οι λόγοι κάνουν τόσο διαδεδομένη τη χρήση αυτών των μεθόδων.

Η μέθοδος της περιόδου επανάκτησης όμως παρουσιάζει και σοβαρά μειονεκτήματα. Κυριότερο από αυτά είναι η μη αξιολόγηση των εισροών/ εκροών που σημειώνονται μετά τη χρονική στιγμή που η επένδυση έχει πρακτικά αποσβέσει το αρχικό της κόστος, δηλαδή τι γίνεται μετά την περίοδο αποπληρωμής. Με αυτό τον τρόπο αγνοούνται οι χρηματοροές που λαμβάνονται ή πληρώνονται μετά την περίοδο επιστροφής των επενδυμένων κεφαλαίων, δηλαδή το συνολικό όφελος από όλη την ωφέλιμη ζωή του περιουσιακού στοιχείου.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η μέθοδος της περιόδου επανάκτησης είναι ένα είδος νεκρού σημείου, με την έννοια ότι εάν οι χρηματοροές εισπραχθούν μέχρι το έτος που έχει υπολογιστεί, τότε η επένδυση δεν θα έχει ούτε κέρδη ούτε ζημιές σε αυτό το σημείο (breakeven point). Η μέθοδος της προεξοφλημένης περιόδου επανάκτησης έχει τη διαφορά ότι υπολογίζει το νεκρό σημείο αφού λάβει υπ' όψιν την κάλυψη του κόστους δανεισμού και μετοχών.

Εντούτοις, η ταχύτητα απόδοσης των αρχικών ποσών (αντιστρόφως ανάλογη του χρόνου απόδοσης τους) αποτελεί συχνά το βασικό κριτήριο αξιολόγησης της επένδυσης και μάλιστα σε βάρος του συνολικού αποτελέσματός της, σε όλη τη διάρκεια ζωής της. Όντως, οφέλη παρουσιάζονται καθώς οι μέθοδοι αυτοί μας δίνουν στοιχεία: τόσο για τη ρευστότητα που παρέχει ένα επενδυτικό σχέδιο, άρα αυτά που αποσβένονται πιο γρήγορα αποδεσμεύουν τα κεφάλαια της επιχείρησης για περαιτέρω επενδύσεις, όσο και για τον βαθμό επικινδυνότητας μιας επένδυσης, καθώς χρηματοροές που αναμένονται σε πιο μακρινό ορίζοντα κρίνονται πιο επικίνδυνες από τις πιο κοντινές. Πράγματι μια επένδυση που δεσμεύει χρήματα για μικρότερο χρονικό διάστημα, είναι επένδυση χαμηλού ρίσκου, αν και άγνωστης τελικά απόδοσης.

4. Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης (internal rate of return-IRR)

Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι το επίπεδο του προεξοφλητικού επιτοκίου που εξισώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών εισροών με την αρχική δαπάνη, το επίπεδο δηλαδή του επιτοκίου που μηδενίζει την καθαρά παρούσα αξία. Η σύγκριση του IRR με το κόστος κεφαλαίου της εξεταζόμενης επένδυσης ή με τον IRR εναλλακτικών επενδύσεων αποτελεί το κριτήριο πραγματοποίησης ή επιλογής της επένδυσης αντίστοιχα.

Η μέθοδος αυτή αρχικά φαίνεται να είναι ισοδύναμη με την παραπάνω προσέγγιση της αναγωγής σε καθαρή παρούσα αξία. Όμως, αντί να θεωρείται δεδομένο το κόστος του κεφαλαίου και να επιχειρείται η αναγωγή σε παρούσα αξία, αναζητείται εκείνο το κόστος κεφαλαίου που θα καθιστούσε μηδενική την παρούσα αξία της επένδυσης ή με άλλα λόγια το κόστος κεφαλαίου που εξισώνει τις παρούσες αξίες των αναμενόμενων εισροών και εκροών. Η σχέση που μας δίνει τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης (IRR) προκύπτει ως εξής:

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

Είναι φανερό ότι ο τύπος υπολογισμού του IRR μπορεί να επιλυθεί μόνο με δοκιμές και όχι αναλυτικά. Αξιοσημείωτο είναι ότι υπάρχει η περίπτωση να υπάρχουν περισσότερες από μια

λύσεις, οπότε μιλάμε για πολλαπλούς εσωτερικούς βαθμούς απόδοσης (multiple internal rates of return). Τέτοια κατάσταση μπορεί να προκύψει αν υπάρξουν σημαντικές εκροές προς το τέλος του επενδυτικού έργου. Ένα τέτοιο έργο λέγεται μη κανονικό (non normal), σε αντίθεση με τα συνήθη κανονικά (normal projects) που χαρακτηρίζονται από κάποιες αρχικές εκροές που συνοδεύονται από εισροές και μόνο. Στα μη κανονικά επενδυτικά σενάρια η εξίσωση για τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης μπορεί να οδηγήσει σε πολλαπλά IRR και αμφιβολία σε σχέση με τον τελικό βαθμό απόδοσης του έργου. Σε τέτοιες περιπτώσεις η χρήση του IRR πρέπει να αποφεύγεται.

Ποιο είναι όμως το σκεπτικό πίσω από τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης - IRR; Ο IRR για μια επένδυση αποτελεί τον αναμενόμενο ρυθμό απόδοσης της επένδυσης. Εάν η εσωτερική απόδοση ξεπερνά τα κόστη που χρησιμοποιήθηκαν για να χρηματοδοτήσουν την επένδυση, θα μείνει ένα πλεόνασμα μετά την απόσβεση του κεφαλαίου και αυτό το ποσό θα αυξήσει τον πλούτο των μετόχων. Αντιθέτως, εάν μιλάμε για έλλειμμα αυτό θα αποτελέσει ένα επιπλέον κόστος για τους μετόχους. Αυτό το χαρακτηριστικό που σχετίζεται με το νεκρό σημείο δίνει αξία την μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης.

Τροποποιημένος εσωτερικός βαθμός απόδοσης (MIRR)

Στην καθημερινότητα των επιχειρήσεων ο δείκτης IRR χρησιμοποιείται ευρύτατα, γιατί προσφέρει μια πολύ παραστατική εικόνα της απόδοσης της επένδυσης σε σχέση με το κόστος του κεφαλαίου, που έχει ένα πολύ συγκεκριμένο περιεχόμενο. Αντίθετα, το κριτήριο της καθαρής παρούσας αξίας αντιπροσωπεύει ένα απόλυτο μέγεθος που δεν προσφέρει ένα μέτρο σύγκρισης ως προς κάτι άλλο. Για τους λόγους αυτούς έχει εισαχθεί η έννοια του τροποποιημένου εσωτερικού βαθμού απόδοσης (MIRR) η οποία ανασκευάζει, σε αρκετές τουλάχιστον περιπτώσεις, τις αδυναμίες του κλασσικού IRR.

Ο (MIRR) έχει την εξής λογική:

- Όλες οι εκροές σε παρούσα αξία, προεξοφλημένες στο κόστος κεφαλαίου (κ).

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+\kappa)^t}, \text{ συνολικές εκροές σε παρόντα χρόνο, όπου COF = cash outflow.}$$

- Οι εισροές ανάγονται στο έτος λήξης της ζωής της επένδυσης και πάλι με βάση το τρέχον κόστος κεφαλαίου.

$$\sum_{t=0}^n CIF_t (1+\kappa)^{n-t}, \text{ συνολικές εισροές με τη λήξη της ζωής της επένδυσης, όπου}$$

CIF = cash inflow.

- Τέλος, το ποσό αυτό των εισροών μετατρέπεται σε παρούσα αξία με βάση το MIRR και εξισώνεται με τις εκροές.

$$\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+\kappa)^t} = \frac{\sum_{t=0}^n CIF_t (1+\kappa)^{n-t}}{(1+MIRR)^n}$$

Στην ουσία αυτός ο τύπος μπορεί να γραφτεί και ως εξής:

$$PV \text{ of costs} = \frac{\text{Terminal value}}{(1+\text{MIRR})^n} = PV \text{ of terminal value} \quad \text{ή}$$

$$\text{Παρούσα αξία του κόστους} = \frac{\text{Παραμένουσα αξία}}{(1+\text{MIRR})^n} = \text{παρούσα αξία της παραμένουσας αξίας}$$

Η λύση της εξίσωσης αυτής γίνεται με δοκιμές και υπολογίζεται το MIRR.

Το κριτήριο MIRR έχει ένα σημαντικό πλεονέκτημα σε σχέση με το απλό IRR. Το MIRR υποθέτει ότι οι ταμειακές ροές όλων των επενδύσεων επανεπενδύονται στο κόστος κεφαλαίου, ενώ το απλό IRR υποθέτει ότι οι ταμειακές ροές κάθε επένδυσης επανεπενδύονται στον εσωτερικό βαθμό απόδοσης της κάθε μιας ξεχωριστά. Έτσι, το MIRR περιορίζει και το πρόβλημα του πολλαπλού IRR.

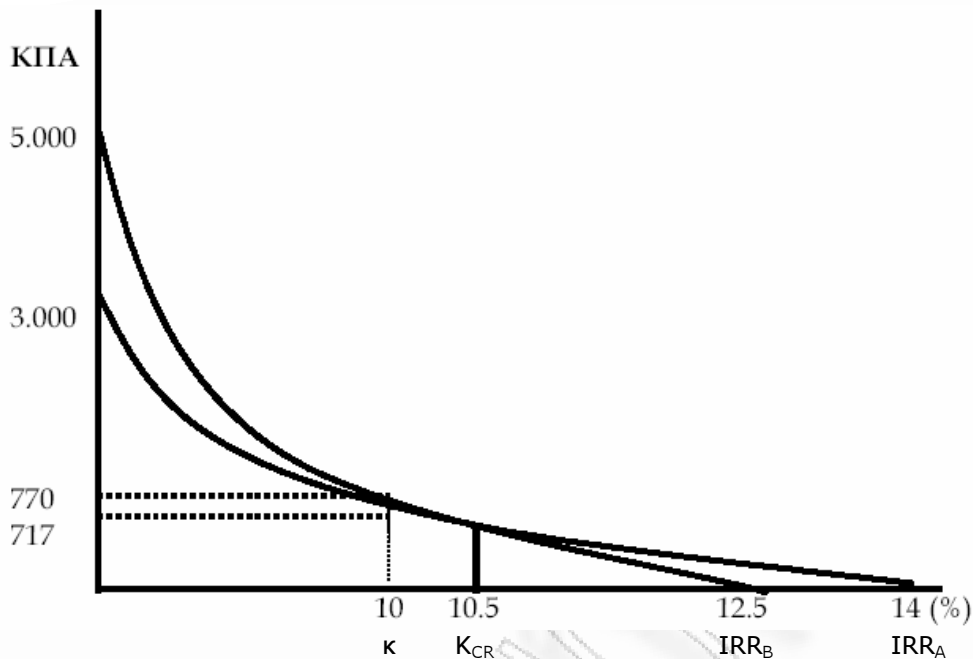
Επιπλέον το κριτήριο MIRR οδηγεί ακριβώς στο ίδιο αποτέλεσμα με το κριτήριο NPV, όμως μόνο εάν οι υπό αξιολόγηση επενδύσεις έχουν το ίδιο μέγεθος (ποσό) και ζωή (terminal year).

Σύγκριση των μεθόδων της καθαρής παρούσας αξίας (NPV) και του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR)

Αντίθετα με αυτό που θα νόμιζε κανείς από πρώτη σκοπιά, οι δύο μέθοδοι δεν είναι ισοδύναμες. Πολλές φορές (πρακτικά τις περισσότερες φορές) οι δύο μέθοδοι καταλήγουν στο ίδιο συμπέρασμα. Υπάρχουν όμως και περιπτώσεις που το συμπέρασμα είναι διαφορετικό, πράγμα που αποδεικνύει ότι οι μέθοδοι δεν είναι αλγεβρική παραλλαγή του ίδιου πράγματος.

Ένας τρόπος για να προσεγγίσει κανείς το ζήτημα είναι να προβεί σε μια παραμετρική μελέτη της παρούσας αξίας των δύο επενδύσεων σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου (κ). Αντί δηλαδή να θεωρήσει κανείς ένα σταθερό κόστος κεφαλαίου, να μελετήσει την εξέλιξη της παρούσας αξίας της επένδυσης όταν αυτό μεταβάλλεται. Η παραμετρική αυτή θεώρηση της παρούσας αξίας αναφέρεται ως καμπύλη παρούσας αξίας (NPVP, net present value profile). Η γραφική παράσταση των καμπυλών δυο επενδύσεων Α και Β φαίνεται στο αμέσως επόμενο σχήμα:

Σχήμα: Καμπύλη παρούσας αξίας για τα δύο επενδυτικά σενάρια



Όπως θα αναμενότανε, τα σημεία (κόστος κεφαλαίου) όπου οι δύο καμπύλες τέμνουν τον οριζόντιο άξονα ($NPV = 0$) είναι οι εσωτερικοί βαθμοί απόδοσης των χρημάτων (IRR). Αυτό όμως που είναι πραγματικά αξιοσημείωτο είναι ότι οι δύο καμπύλες παρούσας αξίας ($NPVP$) τέμνονται σε μια τιμή του κόστους κεφαλαίου ίση με περίπου 10.5% (κόστος τομής- K_{CR} - crossover rate). Για κόστος κεφαλαίου μεγαλύτερο από το κόστος τομής των δύο επενδύσεων ($\kappa > K_{CR}$), μια μεγαλύτερη καθαρά παρούσα αξία μιας επένδυσης (NPV) χαρακτηρίζεται ταυτόχρονα και από έναν μεγαλύτερο βαθμό εσωτερικής απόδοσης (IRR). Αντίστοιχα, μικρότερη καθαρά παρούσα αξία χαρακτηρίζεται από μικρότερο βαθμό εσωτερικής απόδοσης (IRR). Και τα δύο δηλαδή κριτήρια συγκλίνουν στην επιλογή της ίδιας επένδυσης. Εντούτοις για κόστος κεφαλαίου μικρότερο από το κόστος τομής ($\kappa < K_{CR}$), τότε τα κριτήρια αντιφάσκουν. Ενώ ο δείκτης NPV μεγιστοποιείται στην περίπτωση της επένδυσης Α, ο δείκτης IRR μεγιστοποιείται στην περίπτωση της επένδυσης Β. Η ασυμφωνία αυτή των δύο κριτηρίων θέτει τα εξής δύο ερωτήματα:

- Γιατί προκύπτει αυτή η ασυμφωνία και τι ακριβώς αντιπροσωπεύει;
- Ποιο είναι τελικά το κριτήριο που πρέπει να καθοδηγήσει την επενδυτική απόφαση;

Αν παρατηρήσει κανείς τα διαγράμματα του παραπάνω σχήματος θα διαπιστώσει ότι καθώς το κόστος του κεφαλαίου αυξάνει η καθαρά παρούσα αξία ελαττώνεται. Ακόμη, αν $y > x$ (x, y : έτη), μια τυχόν μεταβολή του κόστους κεφαλαίου (κ) θα επηρεάσει πολύ περισσότερο τις ταμειακές ροές (και το συνολικό αποτέλεσμα) τη χρονιά (y) σε σχέση με τη χρονιά (x). Με την έννοια αυτή η δεύτερη επένδυση (που πραγματοποιεί τα έσοδά της κυρίως προς το τέλος της διάρκειας ζωής της) είναι πολύ περισσότερο ευαίσθητη σε τυχόν αλλαγές του κόστους κεφαλαίου από ότι είναι η πρώτη επένδυση.

Πώς εξηγείται η διαφορετική αυτή ευαισθησία στις αλλαγές του κόστους κεφαλαίου;

Η βασικότερη διαφορά των δύο επενδύσεων είναι η χρονική κατανομή των αναμενόμενων εσόδων. Συγκεκριμένα, στα πλαίσια της επένδυσης Β τα έσοδα αναμένονται αργότερα από τα αντίστοιχα της επένδυσης Α. Από την άλλη η αναγωγή σε παρούσα αξία των εσόδων της χρονιάς (x) δίδεται από τη σχέση $NPV = CF_x / (1+i)^x$, ενώ μιας μεταγενέστερης χρονιάς (y, $y > x$) δίνεται από τη σχέση $NPV = CF_y / (1+i)^y$.

Επιπλέον, οι έντονα διαφορετικές, μέσα στον χρόνο, ταμειακές ροές έχουν σαν αποτέλεσμα το καθένα επενδυτικό σενάριο να επιστρέφει στην εταιρία διαφορετικά ποσά μέσα στον χρόνο. Άρα η διαφορά των δύο επενδύσεων που εντοπίστηκε πιο πάνω ως μια διαφορά χρονισμού των ταμειακών ροών, παραπέμπει σε μια διαφορετική ικανότητα για επανεπένδυση των χρημάτων που επιστρέφουν.

Πριν επιχειρηθεί η αξιοποίηση της παρατήρησης αυτής, αξίζει να τονιστεί ότι ο εσωτερικός βαθμός επιστροφής υπονοεί από τον ίδιο του τον ορισμό ότι η επανεπένδυση των χρημάτων πραγματοποιείται με απόδοση ίση με (IRR). Αντίθετα, ο δείκτης αναγωγής σε καθαρά παρούσα αξία (NPV) θεωρεί ότι η επανεπένδυση πραγματοποιείται με απόδοση ίση με το τρέχον κόστος κεφαλαίου (κ).

Τι όμως αντιπροσωπεύει αυτή η διαφορετική ικανότητα για επανεπένδυση των επιστρεφόμενων ποσών; Και γιατί παρατηρείται η ασυμφωνία των δύο δεικτών μόνο σε τιμές για κόστος κεφαλαίου μικρότερο από το κόστος τομής ($\kappa < K_{CR}$);

Η περιοχή ($\kappa < K_{CR}$) στην ουσία αντιπροσωπεύει επενδύσεις οι οποίες χαρακτηρίζονται από ρυθμό επιστροφής πολύ διαφορετικό από το κόστος κεφαλαίου. Στις συνθήκες αυτές τα δύο κριτήρια υποδεικνύουν διαφορετική επένδυση ακριβώς γιατί το ένα θεωρεί ότι η επανεπένδυση των εισροών γίνεται με απόδοση ίση με (κ) ενώ το άλλο με απόδοση ίση με (IRR). Επειδή οι αποδόσεις αυτές είναι πολύ διαφορετικές τα δύο κριτήρια δε συγκλίνουν στην ίδια επένδυση. Με άλλα λόγια, η επανεπένδυση των χρημάτων των δύο επενδυτικών σεναρίων μπορεί να οδηγήσει σε διαφοροποίηση ανάμεσα στα κριτήρια (NPV) και (IRR):

- 1) όταν ταυτόχρονα υπάρχουν σημαντικές διαφορικές ταμειακές ροές. Οι διαφορικές αυτές ταμειακές ροές προκύπτουν με αφαίρεση των αντίστοιχων ταμειακών ροών των δύο επενδυτικών σεναρίων. Οι διαφορικές αυτές εισροές επηρεάζουν τόσο περισσότερο όσο πιο πολύ καθυστερούν, αφού η ευαισθησία θα είναι μεγαλύτερη όσο περνούν τα χρόνια.
- 2) Επιπλέον, όταν το κόστος κεφαλαίου εμφανίζεται πολύ μειωμένο σε σχέση με το IRR, με αποτέλεσμα οι σημαντικές διαφορικές ταμειακές ροές να επανεπενδύονται κάτω από σημαντικά διαφορετικούς βαθμούς αποδοτικότητας. Το δεύτερο αυτό κριτήριο περί σημαντικών διαφορών ποσοτικοποιείται με την έννοια του κόστους τομής ($\kappa < K_{CR}$). Άρα, σε περιπτώσεις όπως αυτές του παραδείγματος, όπου οι επενδύσεις χαρακτηρίζονται από τελείως αντίστροφα σχήματα αποδόσεων (με αποτέλεσμα σημαντικές διαφορικές εισροές) είναι λογικό να αναμένει κανείς ασυμφωνία ανάμεσα στους δύο δείκτες NPV και IRR.

Η παραπάνω ανάλυση δείχνει τις προϋποθέσεις κάτω από τις οποίες οι δύο δείκτες θα υποδεικνύουν διαφορετικά επενδυτικά σχήματα. Δεν είναι όμως δύσκολο να συμπεράνει κανείς την ορθότερη μέθοδο σε περίπτωση ασυμφωνίας των δύο δεικτών. Αρκεί να θυμηθεί τις παραδοχές των δύο δεικτών. Πράγματι, προκειμένου για επανεπένδυση κεφαλαίων που εισρέουν στην επιχείρηση, το κόστος κεφαλαίου είναι η σωστή υπόθεση σχετικά με την

αποδοτικότητα των κεφαλαίων. Ακόμη και αν το IRR είναι πολύ μεγαλύτερο από το κόστος του κεφαλαίου, η ίδια η έννοια του κόστους κεφαλαίου σημαίνει ότι η εταιρία θα μπορεί να βρίσκει κεφάλαια με βάση το εκάστοτε κόστος κεφαλαίου. Κατά συνέπεια θα ήταν παράλογο να σχεδιάσουμε επενδύσεις (επανεπενδύσεις για την ακρίβεια) με κάποια άλλη παραδοχή για το κόστος κεφαλαίου.

Συμπερασματικά σε περιπτώσεις υπόδειξης διαφορετικών επενδύσεων από τα κριτήρια καθαρής παρούσας αξίας (NPV) και εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR), πρέπει να χρησιμοποιείται η καθαρά παρούσα αξία (NPV) ως μέθοδος αξιολόγησης της επένδυσης. Αυτό, καθώς οι εσωτερικές παραδοχές της μεθόδου την καθιστούν πολύ περισσότερο ρεαλιστική σε σχέση με τη μέθοδο του δείκτη IRR. Επιπλέον, η καθαρά παρούσα αξία δείχνει τη συμβολή της επένδυσης στην αξία της επιχείρησης, η επένδυση που έχει μεγαλύτερη καθαρά παρούσα αξία πρέπει να συνεισφέρει περισσότερο στην αξία της επιχείρησης. Άρα για μια επιχείρηση που στοχεύει στη μεγιστοποίηση της αξίας της, η επανεπένδυση με το οριακό κόστος κεφαλαίου αποτελεί την ορθότερη υπόθεση.

Τέλος, υπενθυμίζεται ότι όλη η παραπάνω συζήτηση αφορά επιλογή ανάμεσα σε δύο αμοιβαία αποκλειόμενα επενδυτικά σενάρια. Μόνο σε μια τέτοια περίπτωση μπορεί να υπάρξει απόκλιση των δύο κριτηρίων. Στην περίπτωση απόφασης προκειμένου για μια και μόνη επένδυση, τα δύο κριτήρια οπωσδήποτε θα συγκλίνουν στην επιλογή ή την απόρριψη της επένδυσης αυτής.

Αξίζει να τονιστεί ότι ενώ ο δείκτης της καθαρής παρούσας αξίας προτιμάται από τη βιβλιογραφία, τα περισσότερα στελέχη επιχειρήσεων χρησιμοποιούν τον εσωτερικό βαθμό απόδοσης. Σημαντικό ρόλο σε αυτό παίζει και το γεγονός ότι ο IRR δίνει αποτελέσματα σε ποσοστά, πιο ελκυστικό από τα αποτελέσματα σε νομισματικές μονάδες της NPV.

5. Δείκτης κερδοφορίας (profitability index- PI)

Η μέθοδος του δείκτη κερδοφορίας στηρίζεται στην προεξόφληση των καθαρών ταμειακών ροών (discounted net cash flows). Ο δείκτης κερδοφορίας ενός επενδυτικού σχεδίου βρίσκεται εάν διαιρεθεί το άθροισμα των παρούσων αξιών των καθαρών ταμειακών εισροών όλης της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης με το ποσό της αρχικής επένδυσης.

Ο δείκτης κερδοφορίας συσχετίζει με τη μορφή ενός πηλίκου τις εκροές και τις εισροές, αφού πρώτα τις ανάγει σε παρούσα αξία. Εξ' ορισμού ο δείκτης αυτός έχει την εξής μορφή:

$$PI = \frac{NPV_{inflows}}{NPV_{outflows}}, \quad PI = \frac{\sum_{t=0}^n \frac{CIF_t}{(1+\kappa)^n}}{\sum_{t=0}^n \frac{COF_t}{(1+\kappa)^n}}$$

Αντί δηλαδή για τις συνολικές ταμειακές ροές (CF_t), διαχωρίζονται οι αναμενόμενες μελλοντικές εισροές (CIF_t) και οι εκροές (αρχικό κόστος) (COF_t) και ανάγονται στη συνέχεια σε παρούσα αξία. Ο δείκτης κερδοφορίας προκύπτει με τη διαίρεση της παρούσας αξίας των εισροών (NPVI) και των εκροών (NPVO). Το αποτέλεσμα μας δείχνει πόσες χρηματικές

μονάδες αναμένεται να παράγει η επένδυση, σε παρούσες αξίες, για κάθε μια χρηματική μονάδα εξόδου για την επένδυση.

Τα επενδυτικά σχέδια με τιμή του δείκτη αυτού μικρότερη της μονάδας απορρίπτονται, ενώ εγκρίνεται εκείνη η επένδυση που έχει την υψηλότερη τιμή (προκειμένου για αμοιβαίως αποκλειόμενες επενδύσεις). Τα υπόλοιπα επενδυτικά σχέδια ταξινομούνται με σειρά φθίνουσα του δείκτη PI.

Ο δείκτης κερδοφορίας δείχνει τη σχετική κερδοφορία μιας επένδυσης ή την παρούσα αξία ανά νομισματική μονάδα του αρχικού κόστους. Ο δείκτης PI, όπως και ο δείκτης IRR, δίνει μια ένδειξη για τον κίνδυνο της επένδυσης, καθώς ένας υψηλός βαθμός κερδοφορίας σημαίνει ότι ακόμα και εάν οι σχεδιαζόμενες εισροές είναι μειωμένες, η επένδυση θα είναι και πάλι κερδοφόρα.

Ένα σημαντικό μειονέκτημα της μεθόδου του δείκτη κερδοφορίας είναι ότι δεν λαμβάνει υπ' όψιν το μέγεθος της χρονικής διάρκειας της επένδυσης.

Ο δείκτης PI μπορεί να μη συγκλίνει με το δείκτη της καθαρής παρούσας αξίας, NPV. Η διαφορά των δύο δεικτών μπορεί να οφείλεται στη διαφορετική κλίμακα των επενδύσεων.

6. Λογιστική απόδοση επένδυσης (accounting rate of return- ARR)

Το κριτήριο της λογιστικής απόδοσης επένδυσης είναι μια λογιστική μέθοδος εκτίμησης της αναμενόμενης μελλοντικής απόδοσης μιας κεφαλαιουχικής επένδυσης. Με τη μέθοδο αυτή, η αναμενόμενη απόδοση μετράται σαν ένας δείκτης, με βάση δυο μεταβλητές: 1) το αναμενόμενο ετήσιο καθαρό έσοδο (μετά από φόρους) από την επένδυση και 2) το μέσο κόστος της επένδυσης. Η βασική εξίσωση είναι:

$$ARR = \text{Λογιστική απόδοση επένδυσης} = \frac{\text{μέσο ετήσιο αναμενόμενο καθαρό έσοδο επένδυσης}}{\text{μέσο κόστος επένδυσης}}$$

Ο δείκτης λογιστικής απόδοσης της επένδυσης (ARR) εστιάζει στη συνολική απόδοση της επένδυσης, ανεξάρτητα από το πόσο γρήγορα ή αργά αυτή πραγματοποιείται.

Το μέσο ετήσιο εισόδημα προκύπτει από τη μέση ετήσια εισροή μείον τη μέση ετήσια εκροή που χρησιμοποιήθηκαν στην επένδυση. Η μέση ετήσια εισροή είναι η συνολική εισροή διαιρεμένη με το χρόνο ζωής της επένδυσης. Η μέση ετήσια εκροή θεωρεί ομοιόμορφη απόσβεση του αρχικού ποσού στη διάρκεια ζωής της επένδυσης.

Το μέσο κόστος της επένδυσης υπολογίζεται από το μέσο όρο της αρχικής επένδυσης και της τελικής τιμής πώλησης (salvage value). Η τιμή αυτή αντιπροσωπεύει το ποσό που ενδέχεται να ανακτήσει ο επενδυτής μετά τη λήξη της ζωής της επένδυσής του. Για παράδειγμα στην περίπτωση επένδυσης παγίου εξοπλισμού ενδέχεται ο εξοπλισμός να έχει κάποια αξία και μετά τη λήξη της βασικής του χρήσης (π.χ. εξαρτήματα, ανακύκλωση μετάλλων, κτλ.). Ο υπολογισμός γίνεται ως εξής:

$$\text{μέσο κόστος επένδυσης} = (\text{συνολική επένδυση} + \text{παραμένουσα αξία}) / 2$$

Η μέθοδος ARR χρησιμοποιείται ευρύτατα, γιατί είναι εύκολη στην εφαρμογή και την κατανόησή της. Παρουσιάζει όμως αρκετά μειονεκτήματα, με βασικότερο το ότι γίνεται

αναξιόπιστη εάν το εκτιμώμενο ετήσιο μέσο έσοδο διαφέρει από χρόνο σε χρόνο. Επιπρόσθετα, στην μέθοδο αυτή δεν λαμβάνεται υπ' όψιν η διαχρονική αξία του χρήματος με αποτέλεσμα η παρούσα αξία και οι μελλοντικές αξίες να θεωρούνται ίσες. Επιπρόσθετα, ο δείκτης ARR δεν αναφέρεται σε κόστος κεφαλαίου. Το μειονέκτημα καλύπτει η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας.

Συμπερασματικά το κριτήριο ARR πριμοδοτεί την επένδυση που χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερο ρυθμό απόδοσης των αρχικών επενδυμένων ποσών.

Αντιμετωπίζοντας τον επενδυτικό κίνδυνο

Οι μάνατζερ δεν ενδιαφέρονται μόνο να προβλέψουν τις χρηματοροές, να βρουν το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης και να εφαρμόσουν τα κριτήρια αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων έτσι απλά. Πάντα ανησυχούν και διερωτώνται εάν υπάρχει ο κίνδυνος να αποτύχουν στην αξιολόγησή τους όταν τα πράγματα πάνε «στραβά». Γι' αυτό το λόγο έχουν αναπτυχθεί μέθοδοι που το εξερευνούν αυτό, όπως η ανάλυση ευαισθησίας, η ανάλυση του νεκρού σημείου και η προσομοίωση Monte Carlo.

1. Ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis)

Η ανάλυση ευαισθησίας αφορά τη μεταβολή των παραμέτρων σε ένα πρόβλημα επιλογής και εξετάζει την επίδραση αυτής της μεταβολής στο αποτέλεσμα. Η χρησιμότητα της μεθόδου έγκειται στον προσδιορισμό των σημαντικών υποθέσεων μιας ανάλυσης, η μεταβολή των οποίων επηρεάζει σημαντικά το αποτέλεσμα.

Όταν ένας μάνατζερ αντιμετωπίζει την πρόβλεψη ταμειακών ροών, πρέπει να εξετάζει τι άλλο μπορεί να συμβεί. Για το λόγο αυτό διεξάγει ανάλυση ευαισθησίας. Η καθαρά παρούσα αξία μιας επένδυσης εξαρτάται από παράγοντες όπως ο όγκος των πωλήσεων, η τιμή πώλησης, το κόστος των πρώτων υλών κλπ. Αν οι παράγοντες αυτοί είναι ευνοϊκοί – αν οι πωλήσεις και η τιμή τους είναι υψηλή και το κόστος χαμηλό – τότε το επίπεδο κερδών και της καθαρής παρούσας αξίας θα είναι υψηλά. Αντίθετα, εάν τα αποτελέσματα είναι δυσμενή, τότε το επίπεδο τους θα είναι χαμηλό. Αναγνωρίζοντας τις αλληλοεπιδράσεις αυτές, οι μάνατζερ συχνά υπολογίζουν την καθαρά παρούσα αξία μιας επένδυσης κάτω από εναλλακτικές υποθέσεις για να διαπιστώσουν πόσο ευαίσθητη είναι η παράμετρος αυτή κάτω από μεταβαλλόμενες συνθήκες.

Η διαδικασία είναι απλή, διεξάγουμε ανάλυση ευαισθησίας για το μέγεθος της αγοράς, το μερίδιο της αγοράς, την τιμή πώλησης, τα μεταβλητά και σταθερά κόστη. Για να γίνει αυτό τα τμήματα μάρκετινγκ και παραγωγής ζητούνται να δώσουν αισιόδοξες και απαισιόδοξες προβλέψεις (+ ή - 10%) για τις υποκείμενες μεταβλητές. Στόχος μας είναι το επενδυτικό σχέδιο να είναι αποδεκτό ακόμα και κάτω από τις απαισιόδοξες προβλέψεις.

Εάν οι μεταβλητές είναι ανεξάρτητες με τα μεγέθη της επιχείρησης, μπορεί να θεωρηθεί χρήσιμο να σχηματίσουμε κάποια εναλλακτικά πιθανά σενάρια π.χ. σενάριο υψηλότερων τιμών πετρελαίου και ύφεση. Έτσι οι μάνατζερ εκτιμούν κάτω από διάφορα σενάρια (βασικό, καλύτερο, χειρότερο) τα έσοδα και τα κόστη.

2. Ανάλυση νεκρού σημείου (break even analysis)

Το επίπεδο νεκρού σημείου είναι το επίπεδο των ροών ενός επενδυτικού σχεδίου που θα έδιναν στο επενδυτικό σχέδιο μηδενική καθαρά παρούσα αξία. Στην ανάλυση αυτή υπολογίζουμε τα έσοδα και τα κόστη ενός επενδυτικού σχεδίου κάτω από διάφορες υποθέσεις για τις προσδοκώμενες πωλήσεις. Προεξοφλούμε αυτά τα έσοδα και κόστη για να μας δώσουν την παρούσα αξία των εισροών και των εκροών, και η διαφορά τους θα μας δώσει την καθαρά παρούσα αξία. Στην ουσία η ανάλυση του νεκρού σημείου απαντάει στην ερώτηση: πόσο πολύ μπορούν να μειωθούν οι πωλήσεις ώστε η επένδυση να αρχίσει να είναι ζημιογόνα.

3. Προσομοίωση Monte Carlo (simulation)

Η προσομοίωση του Monte Carlo είναι ένα είδος αναλυτικής τεχνικής επίλυσης προβλημάτων, σύμφωνα με την οποία εκτελείται ένα σύνολο πολλαπλών εξομοιώσεων διάφορων προτάσεων για τη λύση ενός προβλήματος και τελικά επιλέγεται η λύση με την μεγαλύτερη συχνότητα. Η προσομοίωση είναι ένα εργαλείο που μας επιτρέπει να λάβουμε υπ' όψιν όλους τους πιθανούς συνδυασμούς, έτσι μπορούμε να πάρουμε όλα τα πιθανά αποτελέσματα μιας επένδυσης.

Η χρήση της προσομοίωσης στον προγραμματισμό των επενδύσεων περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

- 1) Εκτίμηση των πιθανοτήτων για σημαντικούς παράγοντες, όπως το μέγεθος της αγοράς, το μερίδιο της αγοράς, η τιμή πώλησης, η απαιτούμενη επένδυση, η παραμένουσα αξία της επένδυσης, οι λειτουργικές και σταθερές δαπάνες κλπ.
- 2) Τυχαία επιλογή ομάδων των παραγόντων αυτών σύμφωνα με την πιθανότητα πραγματοποίησής τους στο μέλλον.
- 3) Προσδιορισμός απόφασης για κάθε συνδυασμό.
- 4) Επανάληψη της διαδικασίας ώστε να διαμορφωθεί μια καθαρή εικόνα του επενδυτικού κινδύνου.

Ο στόχος της προσομοίωσης Monte Carlo για την επιλογή του κατάλληλου επενδυτικού σχεδίου είναι να υπολογίσει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις αναμενόμενες ταμειακές ροές για κάθε περίοδο και να κάνει τον μάνατζερ να αντιληφθεί την αβεβαιότητα που υπάρχει για τις μελλοντικές ροές. Αφού βρούμε τους παράγοντες που κάνουν τις ταμειακές ροές αβέβαιες, πρέπει να βρούμε πως μπορούμε να μειώσουμε αυτή την αβεβαιότητα βελτιώνοντας τις προβλέψεις για τις πωλήσεις ή τα κόστη και ίσως με πιθανές τροποποιήσεις στην επένδυση.

4. Δικαιώματα και Δένδρα Αποφάσεων (Real Options and Decision Trees)

Οι μάνατζερ που αντιμετωπίζουν το δίλημμα εάν θα δεχτούν ή θα απορρίψουν μια επένδυση, πρέπει να λάβουν υπ' όψιν τους και τις επόμενες επενδυτικές αποφάσεις, γιατί μια σημερινή απόφαση μπορεί να εξαρτάται από το τι σχεδιάζουμε να κάνουμε στο μέλλον.

Αφού έχουμε επενδύσει σε ένα νέο σχέδιο, εάν τα πράγματα πάνε καλά, το έργο μπορεί να επεκταθεί, όμοια εάν δεν πάει καλά, το έργο μπορεί να αναβληθεί ή να εγκαταλειφθεί. Τα

επενδυτικά σχέδια τα οποία μπορούν εύκολα να τροποποιηθούν με αυτούς τους τρόπους αξίζουν περισσότερο από αυτά που δεν παρέχουν τέτοια ευελιξία. Όσο πιο αβέβαια είναι η κατάληξη της επένδυσης, τόσο πιο πολύτιμη γίνεται η ευελιξία.

Τα δικαιώματα να τροποποιήσουμε τα επενδυτικά σχέδια είναι γνωστά ως πραγματικά δικαιώματα (real options). Το δικαίωμα για επέκταση είναι το δικαίωμα που μας δίνει την ευελιξία είτε να επενδύσουμε σε νέα επικερδή επενδυτικά σχέδια εάν η εταιρεία αναπτυχθεί είτε να μην προβούμε σε καμία επιπλέον κίνηση. Έτσι εάν η εταιρεία έχει πραγματικά δικαιώματα που να αξίζουν, οι νέες επικερδής επενδύσεις θα αυξηθούν και την αγοραία αξία (market value) της. Με τα δικαιώματα να επενδύσει και να επεκταθεί, η εταιρεία δεν είναι υποχρεωμένη να επενδύσει, αλλά μπορεί να επενδύσει περισσότερα εάν ο αριθμός των σχεδίων με θετική καθαρά παρούσα αξία αυξηθεί ή να μην επενδύσει εάν είναι μικρός.

Το δικαίωμα για εγκατάλειψη είναι το δικαίωμα εάν η επένδυση δεν είναι πλέον κερδοφόρα να εγκαταλειφθεί και επιπλέον να εισπραχθεί μια προσυμφωνημένη αξία εγκατάλειψης του σχεδίου. Έτσι, η αξία της επένδυσης είναι αυτή υποθέτοντας ότι η επιχείρηση δεν εγκαταλείπει συν την αξία του δικαιώματος.

Εκτός από τα πραγματικά δικαιώματα υπάρχουν και άλλα. Για παράδειγμα, εάν μια εταιρεία έχει σχεδιάσει μια επένδυση με θετική καθαρά παρούσα αξία, αλλά δεν ξέρει πως θα εξελιχθούν τα πράγματα, μπορεί να την αναβάλει για λίγο, αυτό λέγεται δικαίωμα χρόνου. Επίσης, υπάρχει το δικαίωμα παραγωγής, όπου δίνεται το δικαίωμα σε μια επένδυση σε ένα μετέπειτα στάδιο να τροποποιήσει το σχέδιο και να παράγει κάτι άλλο.

Ας κοιτάξουμε τώρα και τα δένδρα αποφάσεων. Τα δένδρα αποφάσεων χρησιμοποιούνται ευρέως για να περιγράψουν τα πραγματικά δικαιώματα που εμπλέκονται σε επενδυτικά σχέδια κεφαλαιουχικού εξοπλισμού. Αλλά μπορούν να χρησιμοποιηθούν και μόνα τους, καθώς βοηθούν να κατανοήσουμε τον επενδυτικό κίνδυνο και πως οι μελλοντικές αποφάσεις θα επηρεάσουν τις ταμειακές ροές της επένδυσης. Τα δένδρα αποφάσεων δείχνοντας τη σύνδεση μεταξύ των σημερινών και αυριανών αποφάσεων, βοηθούν τον οικονομικό διευθυντή να βρει τη στρατηγική με την υψηλότερη καθαρά παρούσα αξία.

B) Χρηματοοικονομική εφικτότητα

Αφού πρώτα έχουμε αναλύσει την οικονομική αποδοτικότητα διάφορων επενδύσεων και έχουμε επιλέξει την κατάλληλη, πρέπει να εκτιμήσουμε και την χρηματοοικονομική εφικτότητα αυτής της επένδυσης. Η ανάλυση χρηματοοικονομικής εφικτότητας καθορίζει εάν η επένδυση θα παρέχει αρκετό εισόδημα σε μετρητά έτσι ώστε να γίνει η πληρωμή του κεφαλαίου και των τόκων που δανείστηκαν για την αγορά του περιουσιακού στοιχείου της επένδυσης. Σε περίπτωση που η αγορά έγινε με εσωτερικούς πόρους και όχι με δανεισμό, τότε η ανάλυση αυτή δεν χρειάζεται.

Υπολογισμός της εφικτότητας

Το πρώτο βήμα στην ανάλυση χρηματοοικονομικής εφικτότητας είναι να καθορίσουμε τις ετήσιες καθαρές ταμειακές ροές της επένδυσης, το οποίο έχει ήδη υπολογιστεί στο στάδιο της ανάλυσης οικονομικής αποδοτικότητας.

Το επόμενο βήμα είναι να καθορίσουμε τις ετήσιες πληρωμές κεφαλαίου και τόκων βασισμένες στο πρόγραμμα αποπληρωμής δανείου. Επειδή οι ετήσιες καθαρές ταμειακές ροές είναι μετά φόρων και το πρόγραμμα αποπληρωμής είναι προ φόρων, πρέπει να το προσαρμόσουμε μετά φόρων, υπολογίζοντας την φοροαπαλλαγή από τους εκπιπόμενους τόκους και αφαιρώντας αυτό το ποσό από το πρόγραμμα αποπληρωμής.

Έπειτα, μπορούμε να συγκρίνουμε τις ετήσιες καθαρές ταμειακές ροές με τις ετήσιες μετά φόρων πληρωμές κεφαλαίου και τόκων για να καθορίσουμε εάν προκύπτει πλεόνασμα ή έλλειμμα μετρητών. Εάν προκύψει πλεόνασμα, το επενδυτικό σχέδιο θα παράγει αρκετές ταμειακές ροές για να γίνει η πληρωμή του δανείου και η επένδυση θα είναι χρηματοοικονομικώς εφικτή και οικονομικώς αποδοτική. Αντίθετα, εάν προκύψει έλλειμμα, το επενδυτικό σχέδιο δεν είναι χρηματοοικονομικώς εφικτό, γιατί δεν παράγει επαρκής ταμειακές ροές για να γίνει η πληρωμή του δανείου. Το έλλειμμα δεν σημαίνει ότι η επένδυση δεν είναι κερδοφόρα ή ότι δεν πρέπει να γίνει, αλλά απλά ότι η επιχείρηση πιθανώς να αντιμετωπίσει πρόβλημα αποπληρωμής του δανείου.

Μπορούμε να μειώσουμε ή να εξαλείψουμε αυτά τα ελλείμματα με διάφορους τρόπους. Επεκτείνοντας τους όρους του δανείου, για παράδειγμα περισσότερα χρόνια αποπληρωμής του κεφαλαίου, θα οδηγήσει σε μικρότερο ποσό αποπληρωμής ετήσιου χρέους και έτσι θα μειώσει το έλλειμμα. Αυξάνοντας το ποσό της προκαταβολής θα μειώσει το μέγεθος του δανείου και άρα τις ετήσιες πληρωμές κεφαλαίου και τόκων. Επιπλέον, πιθανώς με τον πιο προσεκτικό έλεγχο των εξόδων μπορούμε να αυξήσουμε την καθαρή ταμειακή ροή από την επένδυση. Εάν δεν μπορούμε να μειώσουμε ή να εξαλείψουμε το έλλειμμα, τότε πρέπει να χρηματοδοτήσουμε την επένδυση από μια άλλη πηγή για να την κάνουμε χρηματοοικονομικώς εφικτή, πχ. με επιχορήγηση από το κράτος, με χρηματοδοτική μίσθωση κλπ. Διεξάγοντας την ανάλυση χρηματοοικονομικής εφικτότητας μπορούμε να εκτιμήσουμε το μέγεθος του απαιτούμενου ποσού χρηματοδότησης.

Αλλαγές στην εκτίμηση της αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων με βάση την εφαρμογή των νέων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ)

Η υιοθέτηση των ΔΛΠ έχει ως πρωταρχικό στόχο την εναρμόνιση του τρόπου με τον οποίο παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες στα μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα την μεγαλύτερη διαφάνεια των οικονομικών καταστάσεων και την ευκολότερη συγκρισιμότητα των στοιχείων μεταξύ των διάφορων χωρών.

Στη χώρα μας τα ΔΛΠ υιοθετήθηκαν πρώτη φορά για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων των χρήσεων που αρχίζουν από 1.1.2005 και έπειτα, όμως μέχρι στιγμής υποχρέωση τήρησης με βάση τα ΔΛΠ έχουν μόνο οι εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες. Στις οικονομικές καταστάσεις της χρήσεως 2005, πρέπει να αναγραφούν για λόγους συγκρισιμότητας και τα αντίστοιχα κονδύλια της χρήσης 2004, αναμορφωμένα με βάση τα ΔΛΠ.

Παίρνουμε την περίπτωση μιας ανώνυμης επιχείρησης με τα εξής στοιχεία:

Ισολογισμός

Ποσά σε Ευρώ '000

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ

Μη κυκλοφορούν ενεργητικό

	ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2190 31-Δεκ-04	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΔΠΧΠ 31-Δεκ-04
Ενσώματα Πάγια	103.829	34.585	138.414
Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία	184.435	-71.246	113.189
Επενδύσεις σε συνδεδεμένες (που ενοποιούνται με την μέθοδο της Καθαρής Θέσης)	443	-247	196
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	0	16.682	16.682
Λοιπές απαιτήσεις	7.728	-7.728	0
	296.435	-27.954	268.481

Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Αποθέματα	73.268	-2.526	70.742
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	115.508	-3.322	112.186
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	0	5.039	5.039
Ταμιακά Διαθέσιμα και ισοδύναμα	8.867	133	9.000
	197.643	-676	196.967
	494.078	-28.630	465.448

Σύνολο Ενεργητικού

ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους

Μετοχικό Κεφάλαιο	55.318	0	55.318
Υπερ το Άρτιο	143.027	-1.989	141.038
Ίδιες Μετοχές	-10.923	0	-10.923
Αποθεματικά	29.580	-7.400	22.180
Ζημίες εις νέον	38.923	-68.898	-29.975
	255.925	-78.287	177.638

Δικαιώματα μειοψηφίας

Σύνολο ιδίων κεφαλαίων

ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Δάνεια	94.751	12.602	107.353
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	0	6.047	6.047
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	0	8.557	8.557
Επιχορηγήσεις	0	9.358	9.358
Λοιπές Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις	499	0	499
	95.250	36.564	131.814

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	61.403	10.509	71.912
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	0	1.566	1.566
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	8.537	-81	8.456
Δάνεια	68.813	2.385	71.198
Προβλέψεις	2.781	-1.200	1.581
	141.534	13.179	154.713

Σύνολο Υποχρεώσεων

Σύνολο ιδίων κεφαλαίων και υποχρεώσεων

	236.784	49.743	286.527
	494.078	-28.630	465.448

ΓΑΜΚ

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης

Ποσά σε Ευρώ '000	ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ	ΔΙΑΦΟΡΑ	ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ
	ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ		ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ
	2190		ΔΠΧΠ
	31-Δεκ-04		31-Δεκ-04
Κύκλος εργασιών	341.124	453	341.577
Κόστος πωλήσεων	-243.254	2.149	-241.105
Μικτά Κέρδη	97.870	2.602	100.472
Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως	8.007	1.082	9.089
Εξοδα διοικητικής λειτουργίας	-24.977	2.375	-22.602
Εξοδα λειτουργίας διαθέσεως	-40.682	1.817	-38.865
Άλλα Έξοδα	-6.485	-2.891	-9.376
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και έξοδα αναδιοργάνωσης	33.733	4.985	38.718
Έξοδα Αναδιοργάνωσης	0	-2.104	-2.104
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων	33.733	2.882	36.615
Έξοδα Χρηματοοικονομικής Λειτουργίας	-7.791	-1.758	-9.549
Κέρδη Προ Φόρων	25.942	1.124	27.066
Φόροι	-6.144	-383	-6.527
Κέρδη Μετά από Φόρους	19.798	741	20.539
Αποσβέσεις	25.869	-5.469	20.400
Κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων, αποσβέσεων και έξοδα αναδιοργάνωσης (EBITDA)	59.602	-483	59.119
Τα κέρδη κατανέμονται σε :			
Μετόχους Εταιρίας	19.560	734	20.294
Δικαιώματα Μειοψηφίας	238	6	244
Κέρδη μετά από φόρους ανά μετοχή - βασικά (σε €)	0,28	0,01	0,29

Με βάση τα ως άνω στοιχεία παρατηρούμε ότι υπάρχουν διαφορές στην παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης σε σχέση με τον τρόπο υπολογισμού και απεικόνισής τους στα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα έναντι στα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Συγκεκριμένα, η μεταβολή στην απεικόνιση των ιδίων κεφαλαίων και των αποτελεσμάτων της εταιρείας παρατίθεται στους πιο κάτω πίνακες.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ**31/12/2004****Ίδια κεφάλαια, όπως είχαν προγενέστερα απεικονισθεί****257.294****Προσαρμογές των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων:**

- Μείωση του υπέρ το άρτιο κεφαλαίου, κατά τα έξοδα της δημόσιας εγγραφής που είχαν κεφαλαιοποιηθεί -1.990
- Μεταφορά των κρατικών επιχορηγήσεων από τα Ίδια Κεφάλαια στα έσοδα επομένων χρήσεων καθώς και προσαρμογή των αποσβέσεων τους σύμφωνα με τις ωφέλιμες οικονομικές ζωές των παγίων. -9.358
- Επίδραση των προσαρμογών της αξίας των παγίων λόγω αλλαγής συντελεστών απόσβεσης σύμφωνα με την ωφέλιμη ζωή τους καθώς και αναπροσαρμογή της αξίας κτήσεως τους 15.515
- Επίδραση στην αρχικά υπολογισθείσα υπεραξία των εξαγορασθείσων εταιριών -27.350
- Έξοδα ιδρύσεως εταιρειών, έξοδα ανάπτυξης ,αναδιοργάνωσης και αναδιάρθρωσης παραγωγών και εμπορικών δικτύων τα οποία είχαν κεφαλαιοποιηθεί στο παρελθόν σύμφωνα με τα Ε.Λ.Π -43.897
- Αναγνώριση μακροχρόνιας υποχρέωσης για αποζημίωση των εργαζομένων λόγω συνταξιοδότησης - 8.557
- Προσαρμογή λογαριασμών προβλέψεων σύμφωνα με τα Δ.Λ.Π - 6.754
- Αναγνώριση αναβαλλόμενης φορολογίας 14.109
- Συναλλαγματικές διαφορές που προέκυψαν από την μετατροπή των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών του Ομίλου σε ξένο νόμισμα. 5.172
- Συναλλαγματικές διαφορές που προέκυψαν κατά την ενοποίηση των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών του Ομίλου σε ξένο νόμισμα. -12.568
- Αντιμετώπιση των χρηματοοικονομικών και χρηματοδοτικών εργαλείων -5.911
- Μετάθεση μερισμάτων στο χρόνο έγκρισης της καταβολής τους 3.519
- Μετάθεση αμοιβών Δ.Σ. στο χρόνο έγκρισης της καταβολής τους 30
- Διάφορες άλλες εγγραφές -336

Σύνολο προσαρμογών**-78.373****Επενδεδυμένα κεφάλαια, κατά τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα****178.920**

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΡΟΣΑΡΜΟΓΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

01/01 - 31/12/2004

**Αποτελέσματα προ φόρων και δικαιωμάτων Μειοψηφίας
όπως είχαν προγενέστερα απεικονισθεί 25.940**

Προσαρμογές των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων:

• Μείωση Αποσβέσεων	5.468
• Προβλέψεις Προσωπικού	-1.315
• Προβλέψεις Περιόδου	-1.507
• Έξοδα Αναδιοργάνωσης	-2.104
• <u>Αναγνώριση Θετικών Συναλλαγματικών Διαφορών</u>	<u>583</u>

Σύνολο προσαρμογών 1.125

Αποτελέσματα κατά τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα 27.065

Οι ανωτέρω αλλαγές στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας μετά την υιοθέτηση των ΔΛΠ, επηρεάζουν και την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων.

Η υιοθέτηση των νέων Προτύπων θα επηρεάσει και την αξιολόγηση των επενδύσεων καθώς οι αξίες βασικών μεγεθών που χρησιμοποιούνται στην αξιολόγηση, όπως οι πωλήσεις, το κόστος πωλήσεων, τα κέρδη, η αξία των δανείων και οι τόκοι αυτών, η αξία και η ωφέλιμη ζωή των παγίων, θα είναι διαφορετικές .

Τα κριτήρια για την αξιολόγηση των επενδύσεων θα βασίζονται σε διαφορετικά:

- Κόστος κεφαλαίου
- Μελλοντικές εισροές

$$(CF = (S1 - S0) (1 - T) - (C1 - C0) (1 - T) + (D1 - D0) T + TV)$$

- Κέρδη και αξία των περιουσιακών στοιχείων

Ας δούμε τι αλλάζει αναλυτικά στα κριτήρια αξιολόγησης βασιζόμενοι στα στοιχεία της επιχείρησης με τον πιο πάνω ισολογισμό.

1) Καθαρά παρούσα αξία (NPV):

Για τη διαδικασία εξεύρεσης της καθαράς παρούσας αξίας πρέπει να βρούμε το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Αυτό είναι το λεγόμενο κόστος κεφαλαίου το οποίο αποτελείται από: το κόστος δανείων μετά φόρων και την απαιτούμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου. Μετά την υιοθέτηση των ΔΛΠ το κόστος κεφαλαίου αλλάζει:

Συστατικά μέρη κόστους κεφαλαίου	ΠΡΙΝ	ΜΕΤΑ ΔΛΠ
$K_d = \text{Κόστος δανείου προ φόρων} = \text{τόκοι} / \text{κεφάλαιο}$	4,76%	5,35%
$K_d(1-T) = \text{κόστος δανείου μετά φόρων (25\%)}$	3,57%	4,01%
$ROE = \text{καθαρά κέρδη μετά φόρων} / \text{ίδια κεφάλαια}$	7,69%	11,48%
$\text{payout ratio} = \text{μερίσματα} / \text{κέρδη}$	18,00%	17,36%
$g = \text{ρυθμός ανάπτυξης} = ROE * (1 - \text{Payout ratio})$	6,30%	9,48%
$K_s = \text{Απαιτούμενη απόδοση κοινού μετοχικού κεφαλαίου} = d_1 / p_0 + \text{αναμενόμενο } g$	7,91%	11,09%
$\text{κόστος κεφαλαίου} = WACC = K_d (1-T) W_d + K_s W_s$	5,74%	7,55%

Γνωρίζουμε ότι η αξία της εκροής που απαιτείται για την αγορά του περιουσιακού στοιχείου ισούται με την αρχική αξία αγοράς του περιουσιακού στοιχείου συν τις μεταβολές στο καθαρό κεφάλαιο κίνησης που συνεπάγεται η νέα επένδυση. Ως αρχική αξία αγοράς των παγίων παίρνουμε τα 22,52 εκατ. ευρώ και για μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης το 10% της αύξησης των πωλήσεων, οι οποίες μετά τα ΔΛΠ μειώνονται λόγω επανεκτίμησης των αρχικών πωλήσεων.

Για να βρούμε τις ταμειακές ροές προσθέτουμε τη μεταβολή στις πωλήσεις, αφαιρούμε τη μεταβολή στο κόστος πωλήσεων και προσθέτουμε τη μεταβολή στις αποσβέσεις (φοροελάφρυνση) και την παραμένουσα αξία της επένδυσης. Δηλαδή: $CF = (S_1 - S_0)(1-T) - (C_1 - C_0)(1-T) + (D_1 - D_0)T + TV = 37,3$ εκατ. ευρώ πριν και 38,79 εκατ. ευρώ μετά τα ΔΛΠ.

Για να υπολογίσουμε την καθαρά παρούσα αξία. Παίρνουμε την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών και αφαιρούμε από αυτές την παρούσα αξία των ταμειακών εκροών:

$NPV = 3,32$ εκατ. ευρώ πριν και $NPV = 1,71$ εκατ. ευρώ μετά ΔΛΠ

Παρατηρούμε σημαντική διαφορά στην αξία της καθαρής παρούσας αξίας (NPV), μειώνεται σχεδόν στο μισό μετά τα ΔΛΠ.

Εάν η επένδυση είχε NPV κοντά στο 0, τότε μπορεί να είχαμε και απόρριψη αντί για αποδοχή του επενδυτικού σχεδίου.

2) Κριτήριο εσωτερικού βαθμού απόδοσης (IRR)

Ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι το επίπεδο του προεξοφλητικού επιτοκίου που εξισώνει την παρούσα αξία των μελλοντικών ροών με την αρχική δαπάνη ($NPV=0$).

Υπολογίζουμε $IRR = 8,016\%$ μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου 5,74%, κατά 2,276% πριν και $IRR = 8,801\%$ μεγαλύτερος από το κόστος κεφαλαίου 7,55%, κατά 1,251% μετά ΔΛΠ.

Συμπεραίνουμε, ότι μετά τα ΔΛΠ μια επένδυση απαιτεί μεγαλύτερο βαθμό εσωτερικής απόδοσης για να είναι αποδεκτή.

3) Αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων (ROI)

Ο δείκτης αποδοτικότητας υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη μετά φόρων με την συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων (αξία ενεργητικού).

Υπολογίζουμε :

$$ROI = 19.798.000 / 494.078.000 = 0,04 \text{ ή } 4\% \text{ και}$$

$$ROI = 20.539.000 / 465.448.000 = 0,044 \text{ ή } 4,4\% \text{ μετά } \Delta\Lambda\text{Π.}$$

Η αξία των κερδών είναι μεγαλύτερη και των περιουσιακών στοιχείων μικρότερη, άρα έχουμε αύξηση του ROI.

4) Περίοδος επανάκτησης επενδυμένων κεφαλαίων και προεξοφλημένη payback period

Η περίοδος επανάκτησης επενδυμένων κεφαλαίων αντιπροσωπεύει το χρονικό διάστημα που θα χρειαστεί μέχρι η επένδυση να αποσβέσει πλήρως το αρχικό της κόστος.

Υπολογίζουμε:

•Περίοδος επανάκτησης κεφαλαίων = 7,28 έτη και μετά τα ΔΛΠ: 7,22 έτη

•Προεξοφλημένη περίοδος επανάκτησης κεφαλαίων = 7,75 έτη και μετά ΔΛΠ: 7,85 έτη

Στην πρώτη μέθοδο η αλλαγή στο χρόνο αποπληρωμής οφείλεται στις διαφορετικές ροές λόγω ΔΛΠ, ενώ στη δεύτερη επιπρόσθετα και στην αλλαγή του κόστους κεφαλαίου.

5) Δείκτης κερδοφορίας (profitability index)

Η μέθοδος του δείκτη κερδοφορίας στηρίζεται στην προεξόφληση των καθαρών ταμειακών ροών. Ορίζεται εάν διαιρεθεί το άθροισμα των παρουσών αξιών: των καθαρών ταμειακών εισροών όλης της ωφέλιμης ζωής της επένδυσης με το ποσό της αρχικής επένδυσης.

Υπολογίζω:

$$\bullet PI = 25.842.906,67 / 22.520.000 = 1,147$$

$$\bullet \text{Μετά τα } \Delta\Lambda\text{Π: } PI = 24.230.069,55 / 22.520.000 = 1,076$$

Συμπεράσματα

Τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα εφαρμόστηκαν από την 1/1/2005. Οι αλλαγές που θα προκύψουν στην αξιολόγηση των επενδύσεων θα επηρεάσουν μόνο τις επενδύσεις που έχουν υλοποιηθεί μέσα στο 2005, προγενέστερες που έχουν ακόμα ροές και αυτές που θα γίνουν μια πενταετία έπειτα, καθώς οι προϋπολογισμοί έχουν γίνει με στοιχεία που στηρίζονται στα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα (ΕΛΠ).

Λαμβάνοντας βέβαια υπ' όψιν ότι οι οικονομικές καταστάσεις βάσει ΕΛΠ δεν μπορούν να συγκριθούν με άλλες που έχουν εφαρμόσει τα ΔΛΠ, εάν θέλουμε να κάνουμε προβλέψεις για το μέλλον, παίρνοντας στοιχεία των προηγούμενων πέντε ετών, η μόνη λύση είναι να τα μετατρέψουμε και αυτά βάσει ΔΛΠ.

Όσον αφορά την αξιολόγηση επενδύσεων από εδώ και πέρα:

- ✓ Θα είναι πλέον πιο αξιόπιστη
- ✓ Βασισμένη σε στοιχεία εκφρασμένα με μεγαλύτερη διαφάνεια
- ✓ Ορθότερο κόστος κεφαλαίου
- ✓ Ακριβέστερη καθαρά παρούσα αξία

Άρα, τα επενδυτικά σχέδια θα κρίνονται πιο ορθά και οι εταιρείες κάνοντας τις σωστές επενδύσεις θα μεγιστοποιούν την αξία τους.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Βιβλία

- Financial Management: Theory and practice , Eugene F. Brigham – Michael C. Ehrhardt, International 11th edition, Thomson publications, 2005
- Corporate finance, Brealey – Myers – Allen, 8th edition, McGraw-Hill/Irwin, 2006
- Cost of capital: estimation and applications, Pratt Shannon - Niculita Alina , 2nd edition Wiley , 2002
- Practical techniques for effective project investment appraisal : a Hawksmere report, Tiffin Ralph, Hawksmere , 1999
- International project analysis and financing , Pollio Gerald Houndmills ,Macmillan ,1999
- The capital budgeting decision: economic analysis and financing of investment projects Bierman Harold - Smidt Seymour, Macmillan , 1975
- Capital investment and financial decisions, Levy Haim - Sarnat Marshall, Prentice-Hall , 1994
- Capital budgeting and long-term financing decisions, Seitz Neil, Dryden , 1990
- The capital budgeting decision, Bierman – Smidt, Macmillan ,1993
- Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής, Fred Weston – Eugene Brigham, Παπαζήσης, 1982
- Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, Σακκέλης Εμμανουήλ, Σακκέλης, 2002
- Σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων που προβλέπονται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα με βάση τους λογαριασμούς σχεδίου, Σακκέλης Εμμανουήλ, Σακκέλης, 2005

Papers

- Capital Budgeting Practices: A Comparative Study of the Netherlands and China, Niels Hermes, Peter Smid and Lu Vao, Faculty of Management and Organisation, University of Groningen; Faculty of Economics, University of Groningen, 2005
- An empirical investigation of the capital budgeting process, J.H. Hall, senior lecturer department of accounting & finance University of Pretoria, 2001
- The Application of a Segmented Conjoint Methodology to International Capital Budgeting Decisions, Vince Hooper Senior Lecturer of School of Banking and Finance, University of New South Wales, 2003
- Proper Determination of the Growth Rate for Growing Perpetuities: The Growth Rate for the Terminal Value, Ignacio Vélez – Pareja, Politécnico Grancolombiano, 2004
- Modeling Direct Investment Valuation Adjustments and Estimating Quarterly Positions, Jane Ihrig - Jaime Marquez, Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, 2006

- How do CFOs make capital budgeting and capital structure decisions, John R. Graham Associate Professor of Finance, Fuqua School of Business, Duke University, Campbell R. Harvey Professor of Finance, Fuqua School of Business, Duke University, 2002
- The incorporation of risk in the capital investment decision, J. H. Hall senior lecturer department of accounting & finance, University of Pretoria, 2003
- Strategic Capital Budgeting: Asset Replacement under Market Uncertainty, Grzegorz Pawlina - Peter M. Kort, Department of Econometrics & Operations Research and CentER, Tilburg University, 2002
- A Practical Guide for Consistency in Valuation: Cash Flows, Terminal Value and Cost of Capital, Ignacio Vélez, Pareja Politécnico Grancolombiano, 2005
- The Implications of Firms' Investment Opportunities for the Valuation of Cash Flows from Investing Activities, Jefferson P. Jones Assistant Professor School of Accountancy, Auburn University, 1999
- A Note on the Weighted Average Cost of Capital WACC, Ignacio Vélez, Pareja Politécnico, Grancolombiano, 2005
- What's wrong with modern capital budgeting?, René M. Stulz, 1999 Eastern Finance Association Scholar Award

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

1) ΑΛΛΑΓΕΣ ΛΟΓΩ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΩΝ ΔΙΕΘΝΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΠΡΟΤΥΠΩΝ

Παρακάτω παρατίθενται τα βασικότερα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και οι διαφορές τους με τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα:

ΔΛΠ2 «ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ»

Ενώ με τα ΕΛΠ οι τόκοι δανείων δεν επιβαρύνουν το κόστος κτήσης των αποθεμάτων, στα ΔΛΠ, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις του ΔΛΠ23, είναι δυνατό να περιέχονται. Επιπλέον, η τιμή κτήσης και η αποτίμηση των αποθεμάτων υπολογίζεται πλέον μόνο με την μέθοδο FIFO ή Μέσου Σταθμικού Κόστους, και όχι με άλλες μεθόδους όπως τη LIFO. Τα αποθέματα αποτιμώνται στην κατ' είδος χαμηλότερη τιμή μεταξύ κόστους κτήσης και αξίας ρευστοποίησης, χωρίς να λαμβάνεται καθόλου υπ' όψιν η τρέχουσα τιμή όπως στα ΕΛΠ.

Τα μεγάλοι αριθμού και μεγάλης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθέματα μπορούν (ενώ στα ΕΛΠ αδύνατο) να αποτιμώνται με τη μέθοδο των «Λιανικών Τιμών Πώλησης». Επιτρέπεται η αλλαγή μεθόδου αποτίμησης (ενώ στα ΕΛΠ αποτελούσε εξαίρεση), εφόσον η αλλαγή θα οδηγήσει σε ορθότερη παρουσίαση των γεγονότων και να αναφερθεί η επίπτωση στα αποτελέσματα της αλλαγής της μεθόδου.

Επιτρέπεται η συνολική αποτίμηση όμοιων ή συγγενών ειδών, ενώ στα ΕΛΠ σε κάθε περίπτωση εφαρμόζεται ο κανόνας της κατ' είδος χαμηλότερης τιμής. Επιπλέον, δίνεται μια νέα δυνατότητα χρησιμοποίησης διαφορετικών μεθόδων προσδιορισμού του κόστους και αποτίμησης αποθεμάτων, τα οποία έχουν διαφορετική φύση και χρήση.

Επί υποτίμησης αποθεμάτων κάτω του κόστους κτήσης αυτών η διαφορά υποτίμησης βαρύνει το κόστος των πωλημένων, ενώ στα ΕΛΠ η υποτιμημένη αξία γίνονταν το κόστος κτήσης. Σε περίπτωση μεταγενέστερης αύξησης της αξίας ρευστοποίησης του υποτιμημένου αποθέματος, ανπλογίζεται (ενώ στα ΕΛΠ, όχι) η διαφορά υποτίμησης και το αποτέλεσμα από την πώληση του αποθέματος προσδιορίζεται από τη διαφορά: τιμή πώλησης - αρχικό κόστος κτήσης.

Τα υλικά που κατέχονται για παραγωγή αποθεμάτων π.χ. πρώτες ύλες, δεν αποτιμώνται κάτω του κόστους κτήσης τους στην περίπτωση που η αξία ρευστοποίησής τους είναι χαμηλότερη του κόστους (όπως αποτιμώντουσαν στα ΕΛΠ), όταν τα έτοιμα προϊόντα στα οποία θα ενσωματωθούν αναμένεται να πωληθούν στον κόστος ή πάνω από αυτό.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

- 1) Στο κόστος παραγωγής των προϊόντων πρέπει να συμπεριληφθούν οι αποσβέσεις επί της τυχόν αναπροσαρμοσμένης αξίας των πάγιων στοιχείων, οι προβλέψεις για συνταξιοδοτικές παροχές στο προσωπικό κλπ.
- 2) Επί ομίλου εταιριών, η μητέρα εταιρεία πρέπει να επιλέξει τις μεθόδους αποτίμησης των αποθεμάτων που πρέπει να εφαρμόσουν οι ενοποιούμενες εταιρίες του ομίλου.
- 3) Η εταιρεία πρέπει να εφαρμόσει μια κατάλληλη μέθοδο πρόβλεψης για τα βραδέως κινούμενα, τα πεπαλαιωμένα και τα πλεονασματικά υπεραποθέματα.

ΔΛΠ8 «ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ, ΜΕΤΑΒΟΛΕΣ ΣΕ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΛΑΘΗ»

Λογιστικές πολιτικές είναι οι συγκεκριμένες αρχές, βάσεις, παραδοχές, κανόνες και πρακτικές, που εφαρμόζονται από την επιχείρηση για την κατάρτιση και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων. Η επιχείρηση πρέπει να επιλέγει και να εφαρμόζει τις λογιστικές πολιτικές με συνέπεια.

Μεταβολή στις λογιστικές πολιτικές επιτρέπεται μόνο όταν απαιτείται από ΔΛΠ, ή καταλήγει σε πιο αξιόπιστες οικονομικές καταστάσεις, ή εάν η μεταβολή γίνεται κατά την πρώτη εφαρμογή του προτύπου και αντιμετωπίζεται με τις μεταβατικές διατάξεις, ή εάν η μεταβολή γίνεται εκουσίως, ή η μεταβολή εφαρμόζεται αναδρομικά, ή ορίζεται η λογιστική αντιμετώπιση της μεταβολής, ή απαιτούνται γνωστοποιήσεις. Ενώ με τα ΕΛΠ, η μεταβολή λογιστικής αρχής γίνεται μόνο ύστερα από έγκριση, δεν είναι αναδρομική και συνήθως αφορά μόνο μεταβολή μεθόδων αποτίμησης αποθεμάτων και συντελεστών απόσβεσης πάγιων στοιχείων.

Λογιστική εκτίμηση είναι η προσαρμογή της λογιστικής αξίας περιουσιακού στοιχείου ή υποχρέωσης ή το ποσό περιοδικής ανάλωσης περιουσιακού στοιχείου που προκύπτει από εκτίμηση. Η επίδραση μεταβολής λογιστικής εκτίμησης καταχωρείται στα αποτελέσματα της περιόδου που έγινε η μεταβολή και στα αποτελέσματα μελλοντικών περιόδων, αν επιδρά και σε μελλοντικές περιόδους ή στην καθαρή θέση, αν η μεταβολή σχετίζεται με στοιχείο της καθαρής θέσης, ή απαιτούνται γνωστοποιήσεις. Με βάση τα ΕΛΠ, η επίδραση της μεταβολής της λογιστικής μεθόδου καταχωρούνταν μόνο στα αποτελέσματα χρήσεως (περιόδου ή μελλοντικών χρήσεων).

Λογιστικά λάθη προηγούμενων περιόδων είναι παραλείψεις από κακές διατυπώσεις στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης μιας ή περισσότερων περιόδων, που προκύπτουν από παράλειψη χρήσης ή κακή χρήση αξιόπιστων πληροφοριών που ήταν διαθέσιμες κατά την έκδοση οικονομικών καταστάσεων προηγούμενων χρήσεων. Τα σημαντικά λάθη προγενέστερων περιόδων διορθώνονται αναδρομικά, στην πρώτη πλήρη σειρά οικονομικών καταστάσεων που εγκρίνονται για έκδοση μετά την ανακάλυψή τους, με την επαναδιατύπωση των συγκριτικών ποσών της προγενέστερης παρουσιαζόμενης περιόδου, ή όπου έγινε το λάθος, ή με την επαναδιατύπωση των υπολοίπων έναρξης των περιουσιακών στοιχείων, των υποχρεώσεων και της καθαρής θέσης για την παλαιότερη περίοδο, ή απαιτούνται γνωστοποιήσεις. Αντιθέτως, τα ΕΛΠ δεν αντιμετωπίζουν λάθη προγενέστερων περιόδων, μόνο τις διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων.

ΔΛΠ10 «ΓΕΓΟΝΟΤΑ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΤΟΥ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ»

Γεγονότα μεταγενέστερα της ημερομηνίας του ισολογισμού «οψιγενή», είναι εκείνα τα γεγονότα που συμβαίνουν μεταξύ της ημερομηνίας του ισολογισμού και της ημερομηνίας έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων για έκδοση (ημερομηνία συνεδρίασης του Δ.Σ. στην οποία εγκρίνονται οι οικονομικές καταστάσεις). Στα ΕΛΠ δεν υπάρχουν σαφείς κανόνες για τα «οψιγενή» γεγονότα, απλώς τα κυριότερα αναγράφονται στην έκθεση του Δ.Σ. προς τη γενική συνέλευση των μετόχων.

Τα «ομιγενή» γεγονότα διακρίνονται σε:

- Γεγονότα που διαφωτίζουν τις συνθήκες που υπήρχαν κατά την ημερομηνία του ισολογισμού (διορθωτικά γεγονότα). Για τα γεγονότα αυτά πρέπει να γίνονται οι αναγκαίες προσαρμογές των στοιχείων του ενεργητικού και των υποχρεώσεων, με επιβάρυνση ή με ωφέλεια των αποτελεσμάτων της χρήσεως την οποία αφορά ο ισολογισμός.

- Γεγονότα που αναφέρονται σε συνθήκες που δημιουργήθηκαν μετά την ημερομηνία του ισολογισμού (μη διορθωτικά γεγονότα). Για τα γεγονότα αυτά γνωστοποιείται η φύση κάθε γεγονότος (πχ. σεισμός, πυρκαγιά) και το εκτιμώμενο οικονομικό αποτέλεσμα από αυτό.

Όσον αφορά τα μερίσματα πληρωτέα στους μετόχους και λοιπούς δικαιούχους, που ανακοινώνονται πριν την ημερομηνία του ισολογισμού, καταχωρούνται στον υπολογισμό ως υποχρέωση. Αν η γνωστοποίηση των μερισμάτων γίνεται μετά την ημερομηνία του ισολογισμού, τα μερίσματα αυτά δεν καταχωρούνται στον ισολογισμό ως υποχρέωση, αλλά γνωστοποιούνται καταχωρούμενα διακεκριμένα στην καθαρή θέση του ισολογισμού ή στο προσάρτημα σύμφωνα με το ΔΛΠ1. Αντίθετα στα ΕΛΠ, τα μερίσματα καταχωρούνται σε κάθε περίπτωση ως υποχρέωση στον ισολογισμό που εγκρίνεται από το Δ.Σ. για δημοσίευση. Μόνο εάν τα μερίσματα προορίζονται για αύξηση του κεφαλαίου καταχωρούνται στην Καθαρή Θέση.

Αν μετά την ημερομηνία του ισολογισμού, η Διοίκηση της εταιρείας προτίθεται να ρευστοποιήσει την επιχείρηση ή να παύσει τη λειτουργία της ή αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης επιδεινωθεί, οι οικονομικές καταστάσεις δεν πρέπει να καταρτιστούν στη βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας. Στα ΕΛΠ, τα γεγονότα αυτά είτε αποσιωπούνται, είτε γίνεται μια σχετική παρατήρηση στο πιστοποιητικό ελέγχου των ορκωτών.

Επιβάλλεται η γνωστοποίηση της ημερομηνίας έγκρισης των οικονομικών καταστάσεων και του οργάνου που τις ενέκρινε (σε αντίθεση με τα ΕΛΠ που το όργανο έγκρισης ορίζεται ρητά το Δ.Σ. της εταιρείας). Εάν οι ιδιοκτήτες ή άλλοι έχουν το δικαίωμα να τροποποιήσουν τις οικονομικές καταστάσεις μετά την έκδοση, η εταιρεία πρέπει να γνωστοποιεί το γεγονός αυτό. Σε αντίθεση η ελληνική νομοθεσία (ν.2190/1920) παρέχει στη γενική συνέλευση των μετόχων το δικαίωμα τροποποίησης των οικονομικών καταστάσεων.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία οφείλει να προβεί στην απαραίτητη έρευνα για τον εντοπισμό των σημαντικών γεγονότων που προέκυψαν μετά την ημερομηνία μετάβασης στα ΔΛΠ (01.01.2004) και τα οποία αναφέρονται σε καταστάσεις που υπήρχαν κατά την ημερομηνία αυτή. Τα γεγονότα αυτά πρέπει να αντιμετωπιστούν σύμφωνα με το ΔΛΠ10 με βάση όμως τις συνθήκες που υπήρχαν κατά την ημερομηνία μετάβασης στα ΔΛΠ (01.01.2004) και όχι με τις ενδεχομένως οριστικοποιημένες συνέπειες των γεγονότων αυτών κατά το χρόνο σύνταξης του ισολογισμού έναρξης εφαρμογής των ΔΛΠ.

ΔΛΠ12 «ΦΟΡΟΙ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ»

Σύμφωνα με αυτό το ΔΛΠ ο φόρος εισοδήματος συνιστά δαπάνη. Ο φόρος εισοδήματος της χρήσεως είναι το συνολικό ποσό του φόρου που βαρύνει τα αποτελέσματα χρήσεως,

δηλαδή καταχωρείται ως δαπάνη στο λογαριασμό «αποτελέσματα χρήσεως». Σε αντίθεση, κατά τα ΕΛΠ ο φόρος εισοδήματος δεν συνιστά έξοδο, αντλείται από τη διάθεση των κερδών και καταχωρείται στο λογαριασμό «αποτελέσματα προς διάθεση».

Κατά τα ΔΛΠ ο φόρος εισοδήματος διακρίνεται σε τρέχοντα και σε αναβαλλόμενο φόρο.

Ο τρέχων φόρος εισοδήματος είναι το ποσό του πληρωτέου (εισπρακτέου) φόρου εισοδήματος που αφορά το φορολογητέο κέρδος (φορολογική ζημιά) της χρήσεως.

Ο αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος είναι το ποσό του φόρου που θα πληρωθεί ή θα εισπραχθεί σε μελλοντικές περιόδους και προέρχεται από προσωρινές φορολογικές διαφορές. Υπολογίζεται επί όλων των προσωρινών διαφορών του ισολογισμού (λογιστική αξία μείον φορολογικά αναγνωριζόμενη αξία). Ο υπολογισμός του αναβαλλόμενου φόρου γίνεται με βάση τα ποσοστά φορολόγησης που αναμένεται να ισχύσουν στη χρήση που θα πραγματοποιηθεί η απαίτηση ή θα διακανονιστεί η υποχρέωση. Επί αναπροσαρμογής μη αποσβέσιμου παγίου στοιχείου, πχ. ενός γηπέδου, στην εύλογη αξία του, ο αναβαλλόμενος φόρος υπολογίζεται επί της αξίας ρευστοποίησης αυτού. Η δαπάνη του αναβαλλόμενου φόρου βαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία λογίζεται. Στην περίπτωση όμως που οι προσωρινές διαφορές έχουν καταχωρηθεί στην Καθαρή Θέση, ο αντίστοιχος αναβαλλόμενος φόρος καταχωρείται απευθείας στην Καθαρή Θέση και όχι στα αποτελέσματα.

Απαγορεύεται η προεξόφληση των ποσών αναβαλλόμενων φόρων. Επιπλέον, δεν λογίζεται αναβαλλόμενος φόρος για μια φορολογική υποχρέωση που ενδέχεται να γεννηθεί μόνο ύστερα από απόφαση της Διοίκησης της εταιρείας (πχ. σχηματισμός αφορολόγητου αποθεματικού). Στην περίπτωση αυτή, ο αναβαλλόμενος φόρος γνωστοποιείται στις οικονομικές καταστάσεις. Η καταχώρηση απαίτησης για αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος πρέπει να γίνεται μόνο όταν υπάρχει βεβαιότητα ότι η επιχείρηση θα πραγματοποιήσει στο μέλλον κέρδη, ώστε να συμψηφίσει την παρούσα απαίτηση με τη μέλλουσα φορολογική υποχρέωση.

Σε αντίθεση με τα ΕΛΠ όπου δεν γίνεται διάκριση φόρου εισοδήματος σε τρέχοντα και αναβαλλόμενο. Το ποσό του φόρου εισοδήματος προκύπτει: λογιστικά κέρδη χρήσεως (+/-) λογιστικές διαφορές (μόνιμες και προσωρινές) = φορολογητέο εισόδημα επί φορολογικός συντελεστής. Έτσι δεν καταχωρείται στα βιβλία αναβαλλόμενος φόρος εισοδήματος.

Τώρα όσον αφορά το φορολογικό πλεονέκτημα των ζημιών της χρήσεως κατά ΔΛΠ, η ζημιά χρήσεως, που μεταφέρεται σε επόμενη χρήση για συμψηφισμό με τα φορολογητέα κέρδη μιας επόμενης χρήσεως, εγκλείει μια φορολογική απαίτηση ίση με το φόρο εισοδήματος που θα καρπωθεί η επιχείρηση στην επόμενη χρήση που θα γίνει ο συμψηφισμός αυτός. Η απαίτηση αυτή καταχωρείται (ενώ στα ΕΛΠ δεν καταγράφεται) όταν είναι βέβαιο και εκτός πάσης αμφιβολίας ότι η επιχείρηση θα πραγματοποιήσει στο μέλλον κέρδη που θα καταστήσει εφικτό το συμψηφισμό της απαίτησης.

Όσον αφορά την αλλαγή στο φορολογικό καθεστώς της εταιρείας, οι καταχωρημένες στα βιβλία φορολογικές υποχρεώσεις και απαιτήσεις προσαρμόζονται ανάλογα. Οι διαφορές προσαρμογής καταχωρούνται στα αποτελέσματα ή κατά περίπτωση, στην καθαρή θέση.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία οφείλει να προβεί στον εντοπισμό όλων των προσωρινών διαφορών και στον υπολογισμό της αναβαλλόμενης φορολογικής υποχρέωσης ή απαίτησης.

ΔΛΠ14 «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΚΑΤΑ ΤΟΜΕΑ»

Το πρότυπο εφαρμόζεται όταν η επιχείρηση έχει πολλούς κλάδους εκμετάλλευσης ή πολλά υποκαταστήματα ή θυγατρικές εταιρίες σε διάφορες γεωγραφικές περιοχές, που υπόκεινται σε διάφορους βαθμούς κινδύνων και διαφέρουν και ως προς την αποδοτικότητά τους. Στις περιπτώσεις αυτές ο ενιαίος ισολογισμός και το ενιαίο αποτέλεσμα δεν βοηθούν στην πρόβλεψη της μελλοντικής πορείας της επιχείρησης. Σε αντίθεση με τα ΕΛΠ απαιτούνται ελάχιστες γνωστοποιήσεις αναφερόμενες μόνο στις πωλήσεις.

Το πρότυπο διακρίνει τους τομείς της επιχείρησης σε επιχειρηματικούς και γεωγραφικούς τομείς. Επιπλέον διακρίνει τους τομείς σε πρωτεύοντες (κίνδυνος και απόδοση επηρεάζονται από παραγόμενα προϊόντα) και δευτερεύοντες (από γεωγραφικές περιοχές παραγωγής).

Επιπλέον, στις οικονομικές καταστάσεις παρουσιάζονται οι σημαντικοί τομείς. Αυτοί είναι οι τομείς που τα έσοδα, το αποτέλεσμα και τα περιουσιακά τους στοιχεία είναι τουλάχιστον 10% του αντίστοιχου συνολικού μεγέθους της επιχείρησης και οι τομείς που πρέπει να συγκεντρώνουν συνολικά τουλάχιστον το 75% των εσόδων της επιχείρησης.

Περιουσιακά στοιχεία που χρησιμοποιούνται από κοινού από δυο ή περισσότερους τομείς πρέπει να κατανέμονται στους τομείς, μόνο αν τα σχετικά έσοδα και έξοδά τους κατανέμονται επίσης σε αυτούς τους τομείς.

Το πρότυπο καθορίζει λεπτομερώς γνωστοποιήσεις στις οποίες πρέπει να προβαίνει η επιχείρηση για τον πρωτεύοντα και δευτερεύοντα τύπο πληροφόρησης.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Όλες οι επιχειρήσεις ενός ομίλου θα πρέπει να ταξινομηθούν, για σκοπούς οικονομικών πληροφοριών, κατά τομέα.

2) Θα πρέπει να εντοπιστούν οι σημαντικοί επιχειρηματικοί και γεωγραφικοί τομείς και να καθοριστούν τα έσοδα, έξοδα, τα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού του κάθε τομέα.

3) Το παρόν Πρότυπο πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την τυχόν σχεδίαση νέου λογιστικού σχεδίου της επιχείρησης, ώστε να καταστεί δυνατή η εφαρμογή του.

ΔΛΠ16 «ΕΝΣΩΜΑΤΕΣ ΑΚΙΝΗΤΟΠΟΙΗΣΕΙΣ»

Το πρότυπο εφαρμόζεται για όλα τα ιδιοχρησιμοποιούμενα ακίνητα και λοιπά ενσώματα πάγια στοιχεία. Δεν υπάγονται στο παρόν πρότυπο τα ακίνητα επένδυσης, για τα οποία εφαρμόζεται το ΔΛΠ40, και «τα κατεχόμενα για πώληση πάγια». Σε αντίθεση τα ενσώματα πάγια κατά ΕΛΠ, δεν διαχωρίζονται ως άνω.

Όσον αφορά τις προϋποθέσεις αρχικής καταχώρησης, καταχωρούνται μόνο όταν συντρέχουν σωρευτικά οι εξής προϋποθέσεις: να πιθανολογείται ότι τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη που συνδέονται με το στοιχείο θα εισρεύσουν στην επιχείρηση και το κόστος του στοιχείου να μπορεί να προσδιοριστεί αξιόπιστα. Σε αντίθεση με τα ΕΛΠ, όπου καταχωρούνται μόνο όταν η επιχείρηση αποκτήσει την κυριότητα των στοιχείων.

Επιπλέον, η αξία αρχικής καταχώρησης των ακινήτων, περιλαμβάνει την συμβολαιογραφική αξία, τα έξοδα κτήσης ακινητοποιήσεως (φόρος μεταβίβασης, συμβολαιογραφικά, κλπ) και τους τόκους δανείων κατασκευαστικής περιόδου. Αντίθετα, στα ΕΛΠ περιλαμβάνεται μόνο η συμβολαιογραφική αξία και τα άλλα αποτελούν έξοδα πολυετούς απόσβεσης.

Η αξία αρχικής καταχώρησης παγίων, πλην ακινήτων, τόσο κατά ΔΛΠ όσο και για ΕΛΠ, περιλαμβάνει την τιμολογιακή αξία, τα ειδικά έξοδα κτήσης και τις μεταγενέστερες δαπάνες, μόνο αν αυξάνουν τα μελλοντικά οικονομικά οφέλη του πάγιου στοιχείου πέραν από την αρχική απόδοσή του (το τελευταίο ισχύει και για τα ακίνητα).

Η μεταγενέστερη αποτίμηση της αξίας των ενσώματων παγίων γίνεται με τη βασική μέθοδο: το κόστος κτήσης και με την εναλλακτική μέθοδο: της εύλογης αξίας τους. Ενώ με τα ΕΛΠ η μέθοδος της εύλογης αξίας γίνεται μόνο με τα ακίνητα, βάσει συντελεστών που καθορίζει το Υπουργείο Οικονομικών. Η πιστωτική διαφορά αναπροσαρμογής της αξίας των παγίων καταχωρείται στα ίδια κεφάλαια και δεν διανέμεται κατά ΔΛΠ, ενώ κατά ΕΛΠ η υπεραξία αναπροσαρμογής ακινήτων κεφαλαιοποιείται με έκδοση μετοχών που διανέμονται δωρεάν στους μετόχους (ν.2065/1992).

Όταν η εύλογη αξία ενός επανεκτιμώμενου στοιχείου διαφέρει σημαντικά από τη λογιστική του αξία απαιτείται νέα επανεκτίμηση. Αν υπάρχουν σημαντικές μεταβολές στην εύλογη αξία απαιτείται ετήσια επανεκτίμηση, ενώ όταν οι μεταβολές είναι ασήμαντες δυνατό να απαιτείται επανεκτίμηση μόνο κάθε 3 έως 5 έτη. Ενώ κατά ΕΛΠ, η αναπροσαρμογή της αξίας μόνο των ακινήτων γίνεται ανά 4ετία με βάση συντελεστές του Υπουργείου Οικονομικών. Η διαφορά επανεκτίμησης πραγματοποιείται με τη χρησιμοποίηση του πάγιου στοιχείου και συνεπώς σύμμετρα με την απόσβεσή του ή με την πώλησή του, οπότε από το λογαριασμό «αποθεματικό επανεκτίμησης» μεταφέρεται στα αποτελέσματα εις νέον», ενώ με τα ΕΛΠ κεφαλαιοποιείται.

Τα ενσώματα πάγια στοιχεία υπόκεινται σε απομείωση, όταν η λογιστική αξία τους μειωθεί κάτω από το ανακτήσιμο ποσό. Αντίθετα, κατά ΕΛΠ σε περίπτωση υποτίμησης ενσώματου πάγιου στοιχείου διενεργείται πρόβλεψη, εφόσον η υποτίμηση προβλέπεται να είναι διαρκής.

Για τις αποσβέσεις ισχύει κατά ΔΛΠ, ότι η απόσβεση ενός ενσώματου πάγιου στοιχείου γίνεται με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή του και τον προσδοκώμενο ρυθμό ανάλωσης των οικονομικών ωφελειών που απορρέουν από το στοιχείο. Οι ωφέλιμες ζωές είναι: για τα κτίρια 30- 80 έτη, για το μηχανολογικό εξοπλισμό 6-15 έτη, για τα αυτοκίνητα 4-6 έτη και για τον λοιπό εξοπλισμό 5-7 έτη. Ενώ κατά ΕΛΠ, διενεργούνται με βάση τους φορολογικούς συντελεστές που δεν ανταποκρίνονται, κατά κανόνα, στην οικονομική ωφέλιμη ζωή των στοιχείων. Επιπλέον, κατά ΔΛΠ, κάθε τμήμα στοιχείου των ενσώματων παγίων, το κόστος του οποίου είναι σημαντικό σε σχέση με το συνολικό κόστος του στοιχείου, θα πρέπει να αποσβένεται ξεχωριστά (κατά ΕΛΠ ίδιοι συντελεστές απόσβεσης).

Όταν σημαντικά ανταλλακτικά και εφεδρικός εξοπλισμός πληρούν τον ορισμό του ενσώματου πάγιου στοιχείου ή όταν είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν μόνο για ένα ενσώματο πάγιο στοιχείο, τότε αντιμετωπίζονται λογιστικά ως ενσώματα πάγια στοιχεία. Σε αντίθεση με τα ΕΛΠ, όπου τα ανταλλακτικά εντάσσονται πάντοτε στην κατηγορία των αποθεμάτων και επιβαρύνουν το κόστος ή τα αποτελέσματα της χρήσεως κατά την ανάλωσή τους.

Για την καταστροφή των ενσώματων παγίων στοιχείων το Πρότυπο ορίζει ότι οι απομειώσεις ή ζημιές ενσώματων παγίων πρέπει να καταχωρούνται σύμφωνα με το ΔΛΠ36, ότι η σχετική απαίτηση για αποζημίωση καταχωρείται στα αποτελέσματα όταν εισπράττεται και ότι η αποκατάσταση της ζημιάς αντιμετωπίζεται σύμφωνα με το ΔΛΠ16, δηλαδή τα τρία αυτά γεγονότα αντιμετωπίζονται χωριστά, σε αντίθεση με τα ΕΛΠ όπου αντιμετωπίζονται ως ενιαίο γεγονός.

Όσον αφορά την αντικατάσταση μερών ενσώματων παγίων στοιχείων, το κόστος αντικατάστασης επαυξάνει τη λογιστική αξία των στοιχείων εάν πληρούνται τα κριτήρια καταχώρησης των ενσώματων παγίων στοιχείων. Η αναπόσβεστη αξία των μερών που αντικαθίστανται διαγράφεται. Σε αντίθεση τα ΕΛΠ ορίζουν ότι το κόστος αντικατάστασης επαυξάνει το κόστος κτήσης των παγίων, μόνο αν οι δαπάνες χαρακτηριστούν ως δαπάνες βελτίωσης και το αναπόσβεστο κόστος των μερών που αντικαθίσταται δεν διαγράφεται.

Σχετικά με το κόστος επιθεώρησης, προσαυξάνει τη λογιστική αξία του ενσώματου παγίου, εφόσον πληρούνται τα κριτήρια αναγνώρισης των ενσώματων παγίων και τυχόν αναπόσβεστο κόστος προηγούμενης επιθεώρησης διαγράφεται. Αντιθέτως, κατά ΕΛΠ, το κόστος της επιθεώρησης βαρύνει τα έξοδα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιείται ή κατά περίπτωση χαρακτηρίζεται ως έξοδο πολυετούς απόσβεσης.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία πρέπει να αποφασίσει με ποια μέθοδο θα παρακολουθεί τα προαναφερόμενα πάγια στοιχεία: με τη βασική μέθοδο του κόστους ή με την εναλλακτική μέθοδο της εύλογης αξίας ή με τη χρησιμοποίηση της ευχέρειας που παρέχει το ΔΠΧΠ1 του «οιονεί κόστους». Ανάλογα με τη μέθοδο που θα επιλεγεί θα είναι και οι λογιστικές εγγραφές προσαρμογής στα ΔΛΠ.

2) Η εταιρεία πρέπει να προβεί σε test απομείωσης των σημαντικότερων παγίων στοιχείων της κατά την ημερομηνία μετάβασης στα ΔΛΠ.

3) Πρέπει να καταρτίσει και να τηρείται ιδιαίτερο «μητρώο παγίων στοιχείων» και να εκτιμηθεί η ωφέλιμη διάρκεια ζωής καθενός ενσώματου πάγιου στοιχείου. Εάν εφαρμοστεί η μέθοδος του κόστους κτήσης, με τις διαφορές προσαρμογής των αποσβέσεων προσαρμόζεται ανάλογα ο λογαριασμός «Αποσβεσθέντα πάγια» με χρέωση ή πίστωση του λογαριασμού «Αποτελέσματα εις νέο / Διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».

ΔΛΠ17 «ΜΙΣΘΩΣΕΙΣ»

Οι μισθώσεις ταξινομούνται σε λειτουργικές ή χρηματοδοτικές με βάση την οικονομική ουσία και όχι τον τύπο της σύμβασης (κατά ΕΛΠ δεν γίνεται διάκριση, θεωρούνται όλες λειτουργικές).

Μια σύμβαση χαρακτηρίζεται χρηματοδοτική όταν ο μισθωτής υποχρεούται να αγοράσει το μίσθιο ή ο μισθωτής έχει το δικαίωμα να αγοράσει το μίσθιο στο τέλος της μίσθωσης και είναι σφόδρα πιθανό ότι θα προβεί στην αγορά του λόγω του χαμηλού τιμήματος που θα καταβάλει σε σύγκριση με την αξία του μισθίου ή η διάρκεια της μίσθωσης προσεγγίζει την οικονομική ωφέλιμη ζωή του μισθίου ή η παρούσα αξία των μισθωμάτων στην έναρξη της μίσθωσης προσεγγίζει την εύλογη αξία του μισθίου ή το μίσθιο είναι εξειδικευμένης φύσης που μόνο ο μισθωτής μπορεί να το χρησιμοποιήσει ή ο μισθωτής μπορεί να ακυρώσει τη μίσθωση αποζημιώνοντας τον εκμισθωτή ή ο μισθωτής φέρει τον κίνδυνο και το όφελος από τις μεταβολές στην υπολειμματική αξία του μισθίου ή ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να συνεχίσει τη μίσθωση για επιπλέον περίοδο με μίσθωμα χαμηλότερο του αγοραίου μισθώματος. Λειτουργική χαρακτηρίζεται η μίσθωση που δεν είναι χρηματοδοτική.

Όσον αφορά τη λογιστική της χρηματοδοτικής μίσθωσης, ο μισθωτής καταχωρεί το μίσθιο ως στοιχείο του ενεργητικού (με την παρούσα αξία των μισθωμάτων που βρίσκεται με βάση το πραγματικό επιτόκιο της μίσθωσης ή με την εύλογη αξία του μισθίου) με ισόποση καταχώρηση σχετικής υποχρέωσης προς τον εκμισθωτή. Επιπλέον, ο μισθωτής κατανέμει τα μισθώματα που καταβάλλει σε δαπάνη τόκου που καταχωρεί στα έξοδα και σε χρεολύσιο που καταχωρεί σε μείωση της υποχρέωσης προς τον εκμισθωτή. Τις αποσβέσεις τις λογίζει επί της καταχωρημένης αξίας του μισθίου με βάση το ποσοστό απόσβεσης των όμοιων στοιχείων ενεργητικού ή αν προβλέπει ότι δεν θα αποκτήσει το μίσθιο, με βάση τη διάρκεια της μίσθωσης. Ενώ για τη λειτουργική μίσθωση ισχύει, ότι ο μισθωτής καταχωρεί στα έξοδα της χρήσεως τα μισθώματα που καταβάλλει με βάση την αρχή του «δεδουλευμένου», ο δε εκμισθωτής στα έσοδα της χρήσεως με βάση την ίδια αρχή.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία θα πρέπει να προβεί στην εξέταση όλων των υφιστάμενων μισθώσεων και στην ταξινόμηση αυτών σε λειτουργικές και χρηματοδοτικές με βάση την οικονομική ουσία μάλλον, παρά τη νομική μορφή τους.

2) Η διαφορά προσαρμογής της λογιστικής αξίας των μισθίων και των αποσβέσεων καταχωρείται στο λογαριασμό «Αποτελέσματα εις νέο / Διαφορά προσαρμογής στα ΔΛΠ».

3) Για καθεμία χρηματοδοτική μίσθωση θα πρέπει να εκτιμηθεί η εύλογη αξία του μισθίου κατά την έναρξη της μίσθωσης, να καταρτιστεί πίνακας εξυπηρέτησης της μίσθωσης και να υπολογίσει τις αποσβέσεις των μισθίων.

ΔΛΠ18 «ΕΣΟΔΑ»

Το έσοδο από πώληση αγαθών πρέπει να καταχωρείται, όταν πληρούνται όλοι οι ακόλουθοι όροι:

- η επιχείρηση έχει μεταβιβάσει στον αγοραστή τους ουσιαστικούς κινδύνους και τα οφέλη της κυριότητας των αγαθών,
- η επιχείρηση παύει να αναμειγνύεται στη διαχείριση των πωληθέντων, στο βαθμό που συνήθως σχετίζεται με την κυριότητα, ούτε διατηρεί τον πραγματικό έλεγχο πάνω στα πωληθέντα αγαθά,
- το ποσό του εσόδου μπορεί να αποτιμηθεί αξιόπιστα,
- πιθανολογείται ότι τα οικονομικά οφέλη που συνδέονται με τη σύμβαση θα εισρεύσουν στην επιχείρηση, και,
- τα κόστη που πραγματοποιήθηκαν ή πρόκειται να πραγματοποιηθούν σε σχέση με τη συναλλαγή, μπορεί να αποτιμηθούν αξιόπιστα.

Επιπλέον το Πρότυπο διακρίνει πολλές περιπτώσεις εσόδων από παροχή υπηρεσιών και καθορίζει το χρόνο πραγματοποίησης των εσόδων αυτών.

Αντίθετα με τα ΕΛΠ, το αντίτιμο της πώλησης είναι έσοδο από τη στιγμή εκείνη που η πώληση θεωρείται πραγματοποιημένη, δηλαδή αφότου το εμπόρευμα εξάγεται από την αποθήκη και παραδίδεται στον αγοραστή και καταχωρείται με την τιμολόγηση των πωληθέντων.

Όσον αφορά τα έσοδα από τόκους, οι τόκοι καταχωρούνται βάση της αρχής του δεδουλευμένου και υπολογίζονται με τη μέθοδο του πραγματικού επιτοκίου (η οποία μέθοδος δεν χρησιμοποιείται στα ΕΛΠ). Η πραγματική απόδοση (πραγματικό επιτόκιο) ενός περιουσιακού στοιχείου είναι το απαιτούμενο επιτόκιο για την προεξόφληση των μελλοντικών ταμιακών εισπράξεων που αναμένεται να εισρεύσουν στην επιχείρηση καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής του περιουσιακού στοιχείου, ώστε να εξισώνονται με την αρχική λογιστική αξία του περιουσιακού στοιχείου. Το έσοδο από τόκους περιλαμβάνει το δεδουλευμένο μέρος των διαφορών υπό ή υπέρ το άρτιο ή οποιωνδήποτε άλλων διαφορών μεταξύ της αρχικής λογιστικής αξίας ενός χρεωστικού τίτλου και του κατά τη λήξη εισπρακτέου ποσού του.

Τα έσοδα από μερίσματα πρέπει να καταχωρούνται όταν οριστικοποιείται το δικαίωμα των μετόχων να τα εισπράξουν. Όταν διανέμονται μερίσματα από τα προ της απόκτησης των μετοχών καθαρά κέρδη, τα μερίσματα αυτά μειώνουν το κόστος αγοράς των μετοχών, κάτι που δεν ισχύει με βάση τα ΕΛΠ όπου σε κάθε περίπτωση τα μερίσματα συνιστούν έσοδα.

ΔΛΠ20 «ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΤΩΝ ΚΡΑΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΤΗΣ ΚΡΑΤΙΚΗΣ ΥΠΟΣΤΗΡΙΞΗΣ»

Κρατική υποστήριξη είναι το μέτρο που λαμβάνει το Κράτος για την παροχή οικονομικού οφέλους στην επιχείρηση. Κυριότερη μορφή είναι οι επιχορηγήσεις που συχνά λέγονται και ενισχύσεις, επιδοτήσεις ή πριμοδοτήσεις.

Οι κρατικές επιχορηγήσεις καταχωρούνται μόνο όταν υπάρχει εύλογη βεβαιότητα ότι η επιχείρηση θα συμμορφωθεί με τους όρους επιχορήγησης (αυτός ο έλεγχος δεν γίνεται στα ΕΛΠ) και ότι η επιχορήγηση θα εισπραχθεί.

Οι επιχορηγήσεις για απόκτηση στοιχείων ενεργητικού καταχωρούνται: είτε στην πίστωση του λογαριασμού «έσοδα επόμενων χρήσεων», είτε αφαιρετικά από τη λογιστική αξία των επιχορηγούμενων στοιχείων του ενεργητικού, σε αντίθεση με τα ΕΛΠ όπου καταχωρείται στην πίστωση του λογαριασμού (41.10) ιδίων κεφαλαίων. Οι επιχορηγήσεις δεν πρέπει να καταχωρούνται απευθείας σε λογαριασμό ιδίων κεφαλαίων. Η επιχορήγηση που αντιμετωπίζεται ως «έσοδο επόμενων χρήσεων» πρέπει να μεταφέρεται στα έσοδα των επόμενων χρήσεων κατά τρόπο συστηματικό.

Οι επιχορηγήσεις για την κάλυψη εξόδων ή ζημιών ή για οικονομική ενίσχυση είναι δυνατό να καταχωρηθούν κατά ΔΛΠ στην πίστωση λογαριασμού εσόδου ή στην πίστωση των λογαριασμών των δαπανών στις οποίες αφορούν οι επιχορηγήσεις, ενώ κατά ΕΛΠ καταχωρούνται πάντοτε στα έσοδα. Η επιχορήγηση που δίνεται από το κράτος στην επιχείρηση για την κάλυψη πραγματοποιημένων εξόδων ή ζημιών πρέπει να λογίζεται ως ανόργανο έσοδο της χρήσεως στην οποία δημιουργείται το δικαίωμα της εισπραξής της. Η επιχορήγηση που χορηγείται από το κράτος για άμεση οικονομική ενίσχυση της επιχείρησης (και όχι ως κίνητρο για την πραγματοποίηση ορισμένων δαπανών) καταχωρείται στα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία η επιχείρηση νομιμοποιείται να την εισπράξει. Η επιχορήγηση που χορηγείται από το κράτος στην επιχείρηση για την κάλυψη εξόδων ή ζημιών προηγούμενων χρήσεων καταχωρείται στη χρήση που γεννάται το δικαίωμα εισπραξής. Η επιχείρηση πρέπει να γνωστοποιεί τη μέθοδο που ακολουθεί για τη λογιστική παρακολούθηση της επιχορήγησης.

Κατά ΔΛΠ η επιχορήγηση που δεν εισπράττεται αλλά εκπίπτει από υποχρεώσεις προς το δημόσιο, εξομοιώνεται με εισπραττόμενη επιχορήγηση, ενώ κατά ΕΛΠ η μείωση της φορολογίας δεν αντιμετωπίζεται λογιστικά ως επιχορήγηση.

ΔΛΠ21 «ΕΠΙΔΡΑΣΕΙΣ ΤΩΝ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑΤΟΣ»

Η αρχική καταχώρηση γίνεται με την ισοτιμία της ημερομηνίας συναλλαγής. Τα νομισματικά στοιχεία ενεργητικού και οι υποχρεώσεις σε ξένο νόμισμα αποτιμώνται με την ισοτιμία της ημερομηνίας κλεισίματος. Τα μη νομισματικά στοιχεία που παρακολουθούνται στο ιστορικό κόστος σε ξένο νόμισμα εξακολουθούν να εμφανίζονται με την ισοτιμία της αρχικής καταχώρησης. Τα μη νομισματικά στοιχεία που εμφανίζονται στα βιβλία με την εύλογη αξία τους σε ξένο νόμισμα μετατρέπονται με τις ισοτιμίες που ίσχυαν όταν προσδιορίστηκαν οι εύλογες αξίες (κατά ΕΛΠ δεν επιτρέπεται η απεικόνιση στην εύλογη αξία).

Οι προκύπτουσες συναλλαγματικές διαφορές (πραγματοποιημένες και εξ αποτιμήσεως) καταχωρούνται κατά κανόνα, στα αποτελέσματα χρήσεως. Όμοια με τα ΕΛΠ οι χρεωστικές συναλλαγματικές διαφορές (πραγματοποιημένες και εξ αποτιμήσεως) βαρύνουν τα αποτελέσματα χρήσεως, με εξαίρεση αυτές που προέρχονται από δάνεια ή πιστώσεις που διατέθηκαν για την απόκτηση πάγιων στοιχείων (πάνε στα έξοδα πολυετούς απόσβεσης). Όμως κατά ΕΛΠ πάλι, οι μη πραγματοποιημένες πιστωτικές συναλλαγματικές διαφορές από αποτίμηση βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων και υποχρεώσεων μεταφέρονται υπό μορφή πρόβλεψης στην επόμενη χρήση, οπότε μετά την είσπραξη των απαιτήσεων και την εξόφληση των υποχρεώσεων από την αποτίμηση των οποίων προήλθαν μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

- 1) Μεταφορά του χρεωστικού υπολοίπου του λογαριασμού 16.15 «συναλλαγματικές διαφορές από πιστώσεις και δάνεια για κτήσεις πάγιων στοιχείων» στο λογαριασμό «Αποτελέσματα εις νέο / Διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».
- 2) Μεταφορά του πιστωτικού υπολοίπου του λογαριασμού 44.14 «προβλέψεις για συναλλαγματικές διαφορές από αποτίμηση απαιτήσεων και υποχρεώσεων» στο λογαριασμό «Αποτελέσματα εις νέο / Διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».

ΔΛΠ23 «ΚΟΣΤΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ»

Κόστος δανεισμού είναι οι τόκοι των δανείων και οι λοιπές δαπάνες που πραγματοποιεί η επιχείρηση για τη λήψη δανείων. Ειδικότερα, κόστος δανεισμού που δυνατό να βαρύνει το κόστος κτήσης ενός μη άμεσα εκμεταλλεύσιμου περιουσιακού στοιχείου είναι το κόστος εκείνο που η επιχείρηση θα είχε αποφύγει αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η επενδυτική δαπάνη για το περιουσιακό αυτό στοιχείο.

Όσον αφορά το λογιστικό χειρισμό υπάρχουν δυο μέθοδοι: η βασική μέθοδος, όπου ο τόκος βαρύνει τα έξοδα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιείται, ανεξάρτητα από τον τρόπο χρησιμοποίησης των δανείων και η εναλλακτική μέθοδος, όπου ο τόκος βαρύνει το κόστος των μη άμεσα εκμεταλλεύσιμων περιουσιακών στοιχείων και αποσβένεται με τους συντελεστές απόσβεσης των στοιχείων αυτών. Η εναλλακτική μέθοδος είναι διαφορετική στα ΕΛΠ, όπου ο τόκος δεν βαρύνει το κόστος του παγίου, αλλά αντιμετωπίζεται ως έξοδο πολυετούς απόσβεσης και αποσβένεται είτε εφάπαξ, είτε μέσα στην επόμενη πενταετία τμηματικά.

Οι κεφαλαιοποιούμενοι τόκοι συνιστούν συστατικό στοιχείο του κόστους των οικείων παγίων, ενώ κατά ΕΛΠ έξοδο πολυετούς απόσβεσης. Η κατασκευαστική περίοδος, οι τόκοι της οποίας κεφαλαιοποιούνται καταλαμβάνει αποκλειστικά την περίοδο που διαρκεί η κατασκευή του παγίου και οι τόκοι υπολογίζονται επί του επενδυμένου κεφαλαίου. Ενώ κατά ΕΛΠ, η κατασκευαστική περίοδος αρχίζει από τη λήψη του δανείου και οι τόκοι δεν υπολογίζονται επί του επενδυμένου κεφαλαίου. Επιπλέον, κατά ΔΛΠ κοστολογούνται οι τόκοι του επενδυμένου κεφαλαίου, ανεξάρτητα αν το επενδυμένο κεφάλαιο προέρχεται από ειδικό δάνειο που ελήφθη για την επένδυση ή από γενικό δανεισμό. Αντίθετα, στα ΕΛΠ κοστολογούνται μόνο οι τόκοι των ειδικών δανείων που ελήφθησαν για την επένδυση.

Εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζει το Πρότυπο, οι τόκοι δανείων δυνατό να επιβαρύνουν το κόστος των αποθεμάτων (τα ΕΛΠ το αποκλείουν αυτό).

ΔΛΠ36 «ΑΠΟΜΕΙΩΣΗ ΑΞΙΑΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ»

Το πρότυπο καθιερώνει τον βασικό κανόνα ότι η λογιστική αξία (ιστορικό κόστος ή εύλογη αξία) κάθε στοιχείου δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη του ανακτήσιμου ποσού (δηλαδή του μεγαλύτερου ποσού μεταξύ της καθαρής αξίας πώλησης και της αξίας κτήσης του στοιχείου).

Αξία χρήσης είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμιακών ροών από τη χρήση του στοιχείου, προεξοφλούμενες με κατάλληλο επιτόκιο. Αν δεν μπορούν να προσδιοριστούν οι ταμιακές ροές του στοιχείου λαμβάνονται οι ταμιακές ροές της μονάδας στην οποία ανήκει το εξεταζόμενο για απομείωση στοιχείο. Αντίθετα κατά ΕΛΠ δεν λαμβάνεται υπόψη η αξία χρήσης για την εκτίμηση της εύλογης αξίας ενός ενσώματου πάγιου στοιχείου.

Η ζημιά απομείωσης καταχωρείται ως έξοδο στα «αποτελέσματα χρήσεως», εκτός εάν για το συγκεκριμένο πάγιο υπάρχει στην Καθαρή Θέση «αποθεματικό επανεκτίμησης», οπότε ο λογαριασμός αυτός χρεώνεται μέχρι να εξισωθεί και το ακάλυπτο ποσό της ζημιάς βαρύνει τα «αποτελέσματα χρήσεως». Κατά ΕΛΠ σε περίπτωση υποτίμησης ενσώματου παγίου, σχηματίζεται ανάλογη πρόβλεψη, ώστε η αποτίμησή του να γίνεται στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ της τιμής κτήσης και της υποτιμημένης τρέχουσας αξίας, η οποία πρόβλεψη βαρύνει τα αποτελέσματα χρήσης.

Η αναστρεφόμενη ζημιά δεν πρέπει να οδηγεί σε αύξηση της λογιστικής αξίας που θα είχε το στοιχείο αν δεν είχε γίνει η απομείωση. Η αναστρεφόμενη ζημιά καταχωρείται ως έσοδο στα αποτελέσματα χρήσης αν το στοιχείο ενεργητικού απεικονίζεται στο κόστος κτήσης του ή καταχωρείται σε αύξηση του λογαριασμού Καθαρής Θέσης «αποθεματικό επανεκτίμησης» αν το στοιχείο απεικονίζεται σε αναπροσαρμοσμένη αξία. Αντίθετα κατά ΕΛΠ η δαπάνη της πρόβλεψης δεν αναγνωρίζεται φορολογικά και ο αντιλογισμός της διενεργηθείσας πρόβλεψης θεωρείται ως έκτακτο έσοδο (αν και προαιρετικός).

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία πρέπει να ερευνήσει μήπως υπάρχουν πάγια στοιχεία που να έχουν υποστεί απομείωση, λαμβάνοντας υπόψη τις υπάρχουσες ενδείξεις περί απομείωσης.

2) Εάν η επιχείρηση διαπιστώσει ότι ορισμένα στοιχεία έχουν υποστεί απομείωση πρέπει να προβεί σε προσδιορισμό της ζημιάς απομείωσης, την οποία πρέπει να καταχωρήσει απευθείας στο λογαριασμό «αποτελέσματα εις νέο / διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».

ΔΛΠ37 «ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ, ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΝΔΕΧΟΜΕΝΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ»

Πρόβλεψη είναι μια υποχρέωση αβέβαιου χρόνου ή ποσού και βαρύνει τα αποτελέσματα χρήσεως όταν:

- η επιχείρηση έχει μια παρούσα δέσμευση (νομική ή τεκμαιρόμενη) που πηγάζει από ένα γεγονός του παρελθόντος,
- είναι πιθανό ότι θα προκύψει μια εκροή πόρων για το διακανονισμό της πρόβλεψης, και
- μπορεί να γίνει μια αξιόπιστη εκτίμηση για το ποσό της δέσμευσης.

Οπότε κατά το Πρότυπο η πρόβλεψη είναι βέβαια υποχρέωση και η αβεβαιότητα αναφέρεται μόνο στο χρόνο και το ποσό, ενώ κατά τα ΕΛΠ η αβεβαιότητα περιλαμβάνει και την ύπαρξη του ζημιογόνου γεγονότος.

Το ποσό της πρόβλεψης πρέπει να είναι το εκτιμώμενο ποσό της δαπάνης που απαιτείται για να διακανονιστεί η δέσμευση κατά την ημερομηνία του ισολογισμού. Επιπλέον, το ποσό πρέπει να είναι η παρούσα αξία της εκτιμώμενης δαπάνης, όταν η επίδραση από τη διαχρονική αξία του χρήματος εκτιμάται ουσιώδης (στα ΕΛΠ δεν προεξοφλούνται).

Υπάρχουν ορισμένοι κανόνες που διέπουν τις προβλέψεις:

- Δεν πρέπει να διενεργούνται προβλέψεις για λειτουργικά έξοδα που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον καθώς και για μελλοντικές λειτουργικές ζημιές.
- Οι προβλέψεις πρέπει να επανεκτιμώνται σε κάθε ημερομηνία ισολογισμού και να αναστρέφονται αν δεν είναι του λοιπού πιθανό ότι θα απαιτηθεί μια εκροή πόρων για το διακανονισμό της πρόβλεψης.
- Η πρόβλεψη πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο για δαπάνες για τις οποίες η πρόβλεψη έχει σχηματιστεί.
- Η επιχείρηση υποχρεούται να γνωστοποιεί ένα πίνακα που να εμφανίζει την κίνηση των προβλέψεων κατά κατηγορία προβλέψεων.

Ενδεχόμενη υποχρέωση είναι μια πιθανή δέσμευση που προκύπτει από γεγονότα του παρελθόντος και της οποίας η ύπαρξη θα επιβεβαιωθεί μόνο από την πραγματοποίηση ή όχι των μελλοντικών αβέβαιων γεγονότων όχι εξ' ολοκλήρου μέσα στον έλεγχο της επιχείρησης. Επίσης ενδεχόμενη υποχρέωση είναι μια παρούσα δέσμευση, για την οποία δεν είναι πιθανό να απαιτηθεί μια εκροή πόρων ή το απαιτούμενο ποσό για το διακανονισμό της δέσμευσης δεν μπορεί να εκτιμηθεί αξιόπιστα και συνεπώς δεν μπορεί να καταχωρηθεί. Επιπλέον, για την ενδεχόμενη υποχρέωση δεν καταχωρείται πρόβλεψη, αλλά γίνεται γνωστοποίηση. Αντίθετα κατά ΕΛΠ δεν γίνεται σαφής διάκριση μεταξύ πρόβλεψης και ενδεχόμενης υποχρέωσης, αλλά περιλαμβάνεται στην πρόβλεψη και δεν διαβαθμίζει την πιθανότητα επέλευσης του ζημιογόνου γεγονότος όπως ζητεί το Πρότυπο.

Ενδεχόμενη απαίτηση είναι μια πιθανή απαίτηση, που προκύπτει από γεγονότα του παρελθόντος, και της οποίας η ύπαρξη θα επιβεβαιωθεί με την πραγματοποίηση ή μη αβέβαιων μελλοντικών γεγονότων, όχι εξολοκλήρου μέσα στον έλεγχο της επιχείρησης. Η επιχείρηση δεν πρέπει να καταχωρεί καμία ενδεχόμενη απαίτηση.

Επαχθής σύμβαση είναι αυτή της οποίας τα έξοδα εκπλήρωσης των συμβατικών υποχρεώσεων υπερβαίνουν τα οικονομικά οφέλη που αναμένεται να ληφθούν.

Αναδιάρθρωση επιχείρησης είναι ένα πρόγραμμα με το οποίο ουσιαστικά αλλάζει είτε το πεδίο της επιχειρηματικής δραστηριότητας, είτε ο τρόπος με τον οποίο η δραστηριότητα αυτή καθοδηγείται. Καταχωρείται πρόβλεψη μόνο αν συντρέχουν οι τρεις προϋποθέσεις που θέτει το Πρότυπο για την καταχώρηση πρόβλεψης (αντίθετα στα ΕΛΠ αυτό αντιμετωπίζεται ως έξοδο πολυετούς απόσβεσης).

Πρόβλεψη για περιβαλλοντικούς παράγοντες καταχωρείται μόνο αν υπάρχει νομική ή τεκμαιρόμενη δέσμευση για μελλοντική αποκατάσταση του περιβάλλοντος (στα ΕΛΠ βαρύνουν τη χρήση που πραγματοποιούνται).

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

1) Η εταιρεία οφείλει να προβεί σε επισκόπηση όλων των υφιστάμενων προβλέψεων για να βεβαιωθεί ότι η καταχώρηση και αποτίμησή τους εναρμονίζονται με τις απαιτήσεις του Προτύπου.

2) Η εταιρεία οφείλει να εντοπίσει όλες τις περιπτώσεις για τις οποίες πρέπει να διενεργηθεί πρόβλεψη, πχ. πρόβλεψη για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία.

3) Εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που προβλέπει το Πρότυπο, πρέπει να διενεργηθεί σχετική πρόβλεψη. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να καταρτιστούν λεπτομερή επίσημα σχέδια και διαδικασίες, τα οποία θα αποτελέσουν τη βάση εκτίμησης του ποσού της πρόβλεψης.

4) Εάν πριν τη μετάβαση στα ΔΛΠ έχουν πραγματοποιηθεί δαπάνες που έχουν καταχωρηθεί στο λογαριασμό 16.17 «έξοδα αναδιοργάνωσης» ή 16.19 «έξοδα μετεγκατάστασης», οι δαπάνες αυτές πρέπει να μεταφερθούν σε χρέωση του «αποτελέσματα εις νέο / διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».

5) Η εταιρεία πρέπει να εκτιμήσει τις δαπάνες που θα πραγματοποιήσει για την αποκατάσταση του περιβάλλοντος και να υπολογίσει την παρούσα αξία αυτών. Η πίστωση του λογαριασμού της πρόβλεψης θα γίνει με χρέωση του «αποτελέσματα εις νέο / διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».

ΔΛΠ38 «ΑΥΛΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ»

Άυλο στοιχείο είναι ένα αναγνωρισμένο μη νομισματικό περιουσιακό στοιχείο χωρίς φυσική υπόσταση που κατέχεται για χρήση στην παραγωγή ή προμήθεια αγαθών ή υπηρεσιών, για εκμίσθωση σε άλλους ή για διοικητικούς σκοπούς. Αυτός ο ορισμός είναι διαφορετικός από αυτό των ΕΛΠ, όπου άυλα πάγια στοιχεία είναι τα σώματα εκείνα οικονομικά αγαθά τα οποία είναι δεκτικά χρηματικής αποτίμησης και είναι δυνατό να αποτελέσουν αντικείμενο

συναλλαγής, είτε μόνα, είτε μαζί με την οικονομική μονάδα και έχουν σκοπό να χρησιμοποιούνται παραγωγικά για περισσότερο από ένα έτος.

Ένα άυλο στοιχείο καταχωρείται μόνο όταν συντρέχουν σωρευτικά οι ακόλουθες τρεις προϋποθέσεις:

- αναγνωρισιμότητα του στοιχείου,
- έλεγχος του στοιχείου από την επιχείρηση,
- προσδοκία απόκτησης μελλοντικών οικονομικών ωφελειών από το στοιχείο.

Δεν καταχωρείται η εσωτερικώς δημιουργούμενη υπεραξία όταν δεν συγκεντρώνει τα προαναφερόμενα χαρακτηριστικά πχ. το άυλο στοιχείο που προκύπτει από την εκπαίδευση προσωπικού.

Πρέπει να γίνει διαχωρισμός των άυλων στοιχείων με τις δαπάνες έρευνας – ανάπτυξης. Έρευνα είναι η πρωτότυπη και προγραμματισμένη συστηματική εξέταση που αναλαμβάνεται με την προσμονή της απόκτησης νέας επιστημονικής ή τεχνικής γνώσης και αντίληψης. Οι δαπάνες έρευνας βαρύνουν τα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιούνται. Ανάπτυξη είναι η εφαρμογή των ευρημάτων της έρευνας ή άλλης γνώσης σε ένα πρόγραμμα ή σχέδιο για την παραγωγή νέων ή ουσιωδώς βελτιωμένων υλικών, προϊόντων, διαδικασιών ή υπηρεσιών πριν από την έναρξη της εμπορικής παραγωγής ή χρήσης. Η ανάπτυξη είναι ένα προχωρημένο επόμενο στάδιο της έρευνας. Το κόστος ανάπτυξης, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζει το Πρότυπο, εγγράφεται ως κόστος κτήσης του άυλου στοιχείου. Κατά ΕΛΠ δεν γίνεται διαχωρισμός δαπανών ερευνών από της ανάπτυξης, καταχωρούνται δε αφού ολοκληρωθούν στα άυλα στοιχεία ή εάν δεν αφορά πραγματική παραγωγή έργου μακροχρόνιας αξιοποίησης μεταφέρεται στα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιείται.

Τα άυλα στοιχεία καταχωρούνται στο κόστος κτήσης και μεταγενέστερα αποτιμώνται είτε στο κόστος, είτε στην εύλογη αξία τους. Η λογιστική παρακολούθηση των άυλων πάγιων στοιχείων είναι σχεδόν όμοια με τη λογιστική παρακολούθηση των ενσώματων παγίων, δηλαδή παρακολουθούνται είτε με τη βασική μέθοδο του κόστους είτε με την εναλλακτική μέθοδο της εύλογης αξίας, ενώ με τα ΕΛΠ αποτιμώνται πάντοτε στο κόστος κτήσης μειωμένο με τις σωρευτικές αποσβέσεις.

Τα άυλα πάγια στοιχεία αποσβένονται στη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους. Το κόστος των άυλων στοιχείων με περιορισμένη διάρκεια ζωής κατανέμεται με συστηματικό τρόπο στη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής τους που εκτιμάται από την επιχείρηση. Η μέθοδος της απόσβεσης πρέπει να βασίζεται στο ρυθμό άντλησης των οικονομικών ωφελειών από την οικονομική μονάδα και αν ο ρυθμός αυτός δεν μπορεί να εκτιμηθεί αξιόπιστα εφαρμόζεται η ευθεία μέθοδος. Το κόστος των άυλων στοιχείων με απροσδιόριστη διάρκεια ζωής δεν υποβάλλεται σε απόσβεση, αλλά υπόκειται σε έλεγχο για απομείωση, τουλάχιστον ετησίως. Η υπεραξία δεν υποβάλλεται σε απόσβεση, αλλά ελέγχεται για απομείωση (αντίθετα στα ΕΛΠ αποσβένεται).

Όσον αφορά τις δαπάνες που ωφελούν περισσότερες χρήσεις, οι δαπάνες που πραγματοποιεί η επιχείρηση για να της αποφέρουν μελλοντικά οικονομικά οφέλη, από τις οποίες όμως δεν προκύπτει κανένα άυλο ή άλλο περιουσιακό στοιχείο, δεν καταχωρούνται σε λογαριασμό ισολογισμού, αλλά καταχωρούνται στα έξοδα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιούνται. Τέτοιες δαπάνες είναι ερευνών, σε δραστηριότητες εκκίνησης, εκπαίδευσης προσωπικού, διαφήμισης και προώθησης πωλήσεων, για επανεγκατάσταση ή αναδιοργάνωση της επιχείρησης. Αντίθετα στα ΕΛΠ οι δαπάνες αυτές χαρακτηρίζονται «έξοδα πολυετούς απόσβεσης».

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

- 1) Θα πρέπει να επανεξεταστεί ο χαρακτηρισμός των στοιχείων ως άυλων και να προσδιοριστεί η ωφέλιμη ζωή τους.
- 2) Θα πρέπει να ερευνηθούν οι δαπάνες που έχουν καταχωρηθεί στο λογαριασμό 16.12 «έξοδα λοιπών ερευνών» και να διακριθούν σε δαπάνες ερευνών που θα μπουκ στην χρέωση του λογαριασμού «αποτελέσματα εις νέο / διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ» και δαπάνες ανάπτυξης οι οποίες θα καταχωρηθούν στην κατηγορία των άυλων πάγιων στοιχείων.
- 3) Πρέπει να εκτιμηθεί η ωφέλιμη οικονομική ζωή καθενός άυλου πάγιου στοιχείου, να επαναυπολογιστούν οι διενεργηθείσες αποσβέσεις (εφόσον ακολουθείται η μέθοδος του κόστους κτήσης) και να καταρτιστεί σχετικό «μητρώο άυλων πάγιων στοιχείων».
- 4) Πρέπει να γίνει λεπτομερής επισκόπηση όλων των άυλων πάγιων στοιχείων, προκειμένου να ερευνηθεί μήπως η αξία των εν λόγω στοιχείων έχει απομειωθεί.

ΔΛΠ39 «ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΣΑ: ΚΑΤΑΧΩΡΗΣΗ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ»

Επενδύσεις κατεχόμενες μέχρι τη λήξη είναι τα χρηματοοικονομικά μέσα με καθορισμένες ή προσδιορίσιμες πληρωμές και καθορισμένες λήξεις, τις οποίες η επιχείρηση έχει τη θετική πρόθεση και τη δυνατότητα να κρατήσει μέχρι τη λήξη, με εξαίρεση τα «δάνεια και απαιτήσεις». Ο ορισμός που δίνουν τα ΕΛΠ διαφέρει καθώς διακρίνουν αυτούς τους τίτλους σε χρεόγραφα, τίτλους με χαρακτήρα προθεσμιακής κατάθεσης και τίτλους με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων.

Σύμφωνα με τα ΔΛΠ η αρχική καταχώρησή τους γίνεται στο κόστος κτήσης τους, στο οποίο περιλαμβάνονται και τα ειδικά έξοδα κτήσης αυτών (τα οποία κατά ΕΛΠ καταχωρούνται στα έξοδα της χρήσεως). Η μεταγενέστερη αποτίμηση γίνεται στο αναπόσβεστο κόστος με τη μέθοδο του πραγματικού επιτοκίου υποκείμενο σε απομείωση κατά ΔΛΠ. Κατά ΕΛΠ η αποτίμηση αλλάζει λόγω διάκρισης, έτσι οι μετοχές αποτιμώνται στην κατ' είδος χαμηλότερη τιμή μεταξύ κτήσης και τρέχουσας τιμής, οι τίτλοι με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων στην χαμηλότερη τιμή μεταξύ κτήσης και τρέχουσας, οι τίτλοι με χαρακτήρα προθεσμιακής κατάθεσης στην παρούσα αξία τους που προσδιορίζεται με βάση το ετήσιο επιτόκιο κάθε τίτλου και οι διαφορές αποτίμησης καταχωρούνται στα αποτελέσματα χρήσεως. Επιπλέον, κατά ΔΛΠ (και ΕΛΠ) η αποτίμηση στην εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων γίνεται στο κόστος κτήσης (χωρίς ειδικά έξοδα) και μεταγενέστερα στην εύλογη αξία τους και οι διαφορές στα αποτελέσματα χρήσεως.

Τα διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά μέσα καταχωρούνται στο κόστος κτήσης πλέον τα ειδικά έξοδα κτήσης και μεταγενέστερα αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους και οι διαφορές καταχωρούνται απ' ευθείας σε διακεκριμένο λογαριασμό των ιδίων κεφαλαίων, όπου και παραμένουν μέχρι τη διάθεσή τους, οπότε και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσεως.

Οι εισπρακτέες αξίες και απαιτήσεις καταχωρούνται στο κόστος κτήσης που είναι η εύλογη αξία της δοθείσας αντιπαροχής, προσαυξημένο με τα έξοδα της συναλλαγής και μεταγενέστερα καταχωρούνται στο αναπόσβεστο κόστος που προσδιορίζεται με τη μέθοδο του πραγματικού επιτοκίου και υπόκεινται σε απομείωση. Για τις επισφαλείς απαιτήσεις υπολογίζεται ζημιά απομείωσης (ενώ κατά ΕΛΠ δεν αναγνωρίζονται προβλέψεις).

Τα παράγωγα χρηματοπιστωτικά μέσα είναι κάθε σύμβαση της οποίας η αξία αλλάζει σε αντιστοιχία με τη μεταβολή προς ένα καθορισμένο επιτόκιο, τιμή εμπορεύματος, συναλλαγματική ισοτιμία, δείκτη τιμών ή επιτοκίων, μια πιστωτική διαβάθμιση ή πιστωτικό δείκτη ή όμοιες μεταβλητές. Δεν απαιτεί ή απαιτεί ελάχιστη καθαρή επένδυση και ο διακανονισμός γίνεται σε μελλοντική ημερομηνία.

Όλα τα παράγωγα πρέπει να εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Αποτιμώνται στην εύλογη αξία τους. Τα προκύπτοντα κέρδη / ζημιές από παράγωγα μέσα συμψηφίζονται με κέρδη / ζημιές από αντισταθμισμένα κονδύλια με τα οποία συνδέονται ή καταχωρούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

- 1) Προσδιορισμός και ποσοτικοποίηση των ειδικών εξόδων κτήσης για σημαντικές αγορές τίτλων και επιβάρυνση με αυτές του κόστους κτήσης των τίτλων με πίστωση του «αποτελέσματα εις νέο / διαφορές προσαρμογής στα ΔΛΠ».
- 2) Διακρίσεις των τίτλων συμμετοχών σε θυγατρικές, συγγενείς, κοινοπραξίες και άλλους τίτλους.
- 3) Οι συμμετοχές σε θυγατρικές και συγγενείς εταιρείες και κοινοπραξίες πρέπει να κατατάσσονται ξεχωριστά.
- 4) Άλλες επενδύσεις θα πρέπει να κατατάσσονται κατάλληλα μεταξύ: κατεχόμενων μέχρι τη λήξη, διαθέσιμων για πώληση και κατεχόμενων για εμπορικούς σκοπούς.

ΔΛΠ40 «ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΑ»

Επενδύσεις σε ακίνητα είναι: ακίνητα που κατέχονται για να αποκομίζονται μισθώματα ή για κεφαλαιακή ενίσχυση ή για αμφότερα μάλλον, παρά για χρήση στην παραγωγή ή παροχή αγαθών ή υπηρεσιών ή για διοικητικούς σκοπούς ή πώληση κατά τη συνήθη πορεία των εργασιών της επιχείρησης. Σε αντιπαράθεση τα ΕΛΠ διακρίνουν τα πάγια σε λειτουργικά και μη λειτουργικά, τα ακίνητα είναι εκτός εκμετάλλευσης. Σημαντική διαφορά υπάρχει στα εκμισθούμενα ακίνητα που ενώ με το Πρότυπο θεωρούνται ακίνητα επένδυσης, τα ΕΛΠ τα θεωρούν ακίνητα εκμετάλλευσης.

Όσον αφορά στην καταχώρησή τους, καταχωρούνται στο κόστος κτήσης τους, δηλαδή στη συμβολαιογραφική αξία και τα ειδικά έξοδα κτήσης (αυτά τα αναγνωρίζει ως έξοδα το ΕΓΛΣ). Μετά την αρχική καταχώρηση των επενδύσεων σε ακίνητα, η επιχείρηση έχει την ευχέρεια να επιλέξει είτε τη μέθοδο της εύλογης αξίας, είτε τη μέθοδο του κόστους κτήσης (κάτι το οποίο δεν παρέχεται στα ΕΛΠ). Εφαρμόζοντας τη μέθοδο της εύλογης αξίας, το ακίνητο αποτιμάται στην κατά την ημερομηνία του ισολογισμού εύλογη αξία και η διαφορά μεταξύ της αξίας αυτής και της λογιστικής αξίας του ακινήτου καταχωρείται στα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία προέκυψε. Επιπλέον, δε λογίζονται αποσβέσεις για το ακίνητο και δεν εξετάζεται για απομείωση της αξίας του. Εφαρμόζοντας τη μέθοδο του κόστους κτήσης λογίζονται αποσβέσεις στο ακίνητο και υπόκειται σε απομείωση της αξίας του. Παρέχεται επίσης η ευχέρεια μετάταξης των ακινήτων από τη μια κατηγορία στην άλλη.

Διαδικασίες κατά την πρώτη εφαρμογή των ΔΛΠ:

- 1) Η επιχείρηση πρέπει να διαχωρίσει τα ακίνητά της σε ιδιοχρησιμοποιούμενα και σε ακίνητα επένδυσης.
- 2) Η επιχείρηση θα πρέπει να επιλέξει ποια μέθοδο θα ακολουθήσει για τη λογιστική παρακολούθηση των ακινήτων επένδυσης.

2) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ – ΤΥΠΟΙ ΔΕΙΚΤΩΝ

Αποδοτικότητα	
Περιθώριο μικτού κέρδους	(μικτά κέρδη / πωλήσεις)*100
Περιθώριο καθαρού κέρδους	(καθαρά κέρδη / πωλήσεις)*100
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων	(καθαρά κέρδη / ίδια κεφάλαια)*100
Ρευστότητας	
Κυκλοφοριακή ρευστότητα	κυκλοφορούν ενεργητικό / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Πραγματική ρευστότητα	(κυκλοφορούν ενεργητικό – αποθέματα) / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Άμεση ρευστότητα	διαθέσιμα / βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
Αποτελεσματικότητας	
Ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων - σε ημέρες	(αποθέματα / πωλήσεις)*365
Ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων - σε ημέρες	(απαιτήσεις / πωλήσεις)*365
Κυκλοφορία ενεργητικού	πωλήσεις / σύνολο ενεργητικού
Δραστηριότητας	
Δάνεια προς ίδια κεφάλαια	δάνεια / ίδια κεφάλαια
Γενική επιβάρυνση	υποχρεώσεις / σύνολο παθητικού
Κάλυψη τόκων	(καθαρά αποτελέσματα + χρεωστικοί τόκοι) / χρεωστικοί τόκοι
Χρηματοδότηση ακινητοποιήσεων	Ίδια κεφάλαια / πάγιο ενεργητικό