

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστημίου Πειραιά

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ
ΠΡΟΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**

Διπλωματική Εργασία στα πλαίσια του Προγράμματος
Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για
Στελέχη

Εισηγητής: Πράσιнос Σπήλιος

Επιβλέπων: Επίκουρος καθηγητής Αρτίκης Παναγιώτης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2008

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	6
ΠΡΟΛΟΓΟΣ	6
1.1. Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας	6
1.2 Μεθοδολογία.....	7
1.3 Σπουδαιότητα έρευνας.....	8
1.3.1 Αποτίμηση και διαχείριση χαρτοφυλακίου.....	9
1.3.2 Αποτίμηση και διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	11
1.3.3. Αποτίμηση και Εταιρική Χρηματοοικονομική	12
1.4 Διάρθρωση εργασίας	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	14
ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ.....	14
2.1 Εισαγωγή.....	14
2.2 Λογιστική αποτίμηση.....	16
2.2.1 Λογιστική της δίκαιης αξίας (Fair value accounting).....	17
2.3 Αποτίμηση υπό συνθήκες ρευστοποίησης της επιχείρησης	18
2.4 Αποτίμηση με βάση τις τρέχουσες αξίες ομοειδών επιχειρήσεων.....	20
2.4.1 Προτυποποιημένες τιμές και Δείκτες	20
2.4.2 Συγκρισιμότητα Επιχειρήσεων.....	27
2.4.3 Έλεγχος των διαφορών μεταξύ εταιρειών	28
2.5 Αποτίμηση με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία	33
2.5.1 Προστιθέμενη τρέχουσα αξία	34
2.5.2 Υποδείγματα Υπερβάλλουσας Απόδοσης	34
2.5.3 Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	36
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	40
ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	40
3.1 Εισαγωγή.....	40
3.2 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	42
3.2.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων	42
3.2.2 Πρακτικά Ζητήματα κατά την Εκτίμηση του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων.....	46
3.2.3 Παράμετροι καθορισμού των συντελεστών β.....	47
3.2.4 Το Υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων.....	48
3.3 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων	49
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4	52
Ρυθμός Αύξησης της Κερδοφορίας.....	52
4.1 Εισαγωγή.....	52
4.2 Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης της κερδοφορίας	52
4.2.1 Υποδείγματα με χρήση χρονοσειρών για τον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή.....	53
4.2.2 Η χρησιμότητα του ιστορικού ρυθμού αύξησης των κερδών στην πρόβλεψη του μελλοντικού ρυθμού αύξησης των κερδών.....	55
4.2.3 Μεταβολές στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη	56
4.3 Η χρήση των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών	57
4.4 Παράμετροι επηρεασμού του ρυθμού μεγέθυνσης των κερδών.....	59
4.5 Σταθμίζοντας διαφορετικές εκτιμήσεις του ρυθμού ανάπτυξης.....	61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5	64
ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	64
5.1. Εισαγωγή	64
5.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ	66
5.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΟ ΜΕΤΟΧΟ	69
5.3.1 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο – Σταθερή Ανάπτυξη	70
5.3.2 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Δύο Σταδίων.....	72
5.3.3 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Τριών Σταδίων.....	73
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6	76
Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.....	76
6.1 Μύθοι και πραγματικότητα για την αποτίμηση	76
6.2 Ισοδυναμία Υποδειγμάτων Υπερβάλλουσας Απόδοσης και Υποδειγμάτων Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών.....	79
6.3 Σύγκριση σχετικής αποτίμησης και αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών	80
6.4 Δυνάμεις και αδυναμίες του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων	81
6.5 Δυνάμεις και αδυναμίες της προεξόφλησης ταμειακών ροών.....	81
ως μεθόδου αποτίμησης επιχειρήσεων.....	81
6.6 Επισκόπηση.....	86
6.7 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.....	87
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	89

Θερμές Ευχαριστίες απευθύνω σε όσους με υπέμειναν κατά το διάστημα εκπόνησης τούτης της διπλωματικής.

Πίνακας Σχημάτων

Σχήμα	Περιγραφή	Σελίδα
1	Συστατικά Ισολογισμού	16
2	Υπόδειγμα Ohlson-Λογιστική Αποτίμηση	22
3	Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων Σταθερού ρυθμού ανάπτυξης (1)	22
4	Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων Σταθερού ρυθμού ανάπτυξης (2)	22
5	Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων Σταθερού ρυθμού ανάπτυξης (3)	22
6	Μετάβαση από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων Στο δείκτη λογιστικής αξίας	24
7	Δείκτης Λογιστικής Αξίας	24
8	Μετάβαση από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων Στο δείκτη πωλήσεων	26
9	Δείκτης Πωλήσεων	26
10	Καθαρή Παρούσα Αξία Επιχείρησης βάσει της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας	38
11	Τυπική Απόκλιση των Ιστορικών Ρυθμών Ανάπτυξης	56
12	Παρούσα Αξία	64
13	Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου	66
14	Αξία Επιχείρησης	66
15	Αξία Μετοχής βάσει του Υποδείγματος Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Δύο Σταδίων	72
16	Αξία Μετοχής βάσει του Υποδείγματος Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Τριών Σταδίων	73
17	Ρυθμοί Ανάπτυξης Κερδών	74

Διάγραμμα Πινάκων

Πίνακας	Περιγραφή	Σελίδα
1	Δείκτες P/E, έτη 1987-1991	31
2	Θεμελιώδη μεγέθη που επηρεάζουν τους δείκτες	32

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων είναι ένα απαραίτητο στοιχείο σε κάθε προσπάθεια επένδυσης, όπως είναι και απαραίτητη στη γενικότερη μελέτη των σύγχρονων επιχειρήσεων. Υπάρχουν διαφορετικές μέθοδοι αποτίμησης οι οποίες προσπαθούν να προσεγγίσουν την πραγματική αξία των επιχειρήσεων και να αποκαλύψουν ποιες επιχειρήσεις έχουν είτε υπερτιμηθεί, είτε υποτιμηθεί από την αγορά.

Ως παράμετροι που καθορίζουν την αξία των επιχειρήσεων συχνότατα θεωρούνται η τρέχουσα και η μελλοντική απόδοση των επιχειρήσεων με τη μορφή των καθαρών ταμειακών ροών, ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει και θα αντιμετωπίζει η επιχείρηση και ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης. Ως νοητικά εργαλεία σε τέτοιες απόπειρες αποτίμησης θεωρούνται χρηματοοικονομικά μεγέθη όπως το κόστος κεφαλαίου, ιστορικά στοιχεία που αφορούν σε προηγούμενες αποδόσεις των επιχειρήσεων και τα οποία υπόκεινται στη βάσανο στατιστικών τεχνικών, χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως ο δείκτης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Πρωτογενή στοιχεία για τις σχετικές αναλύσεις συνήθως λαμβάνουμε από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των ίδιων των επιχειρήσεων και από καταστάσεις και ενημερωτικά δελτία των κεφαλαιαγορών.

Για το σκοπό της εύρεσης της αξίας μίας επιχείρησης μπορούμε να κινηθούμε με βάση διαφορετικές παραδοχές και προχωρώντας με διαφορετικό τρόπο ανάλυσης αυτών των παραδοχών, λόγω διαφορετικού τρόπου αντιμετώπισης της οικονομικής πραγματικότητας, όπως αυτή εκφράζεται μέσα από τις αγορές. Μία ευρύτατα διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης και με αποτελέσματα που συμφωνούν συχνά με εμπειρικές παρατηρήσεις, είναι η αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών. Αυτή η προσέγγιση θεωρεί ότι η αξία της επιχείρησης ισούται με το άθροισμα της καθαρής παρούσας αξίας όλων των τρεχουσών και μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών της επιχείρησης, προεξοφλημένων με συντελεστές οι οποίοι αντικατοπτρίζουν τον τρέχοντα και μελλοντικό αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

1.1. Αντικειμενικός σκοπός της εργασίας

Τα περιουσιακά στοιχεία αποκτώνται με σκοπό την αποκομιδή κέρδους και οφέλους εν γένει από την χρήση, τη διαχείρισή τους και την επένδυση σε αυτά. Το κλειδί για την επιτυχή αξιοποίηση περιουσιακών στοιχείων είναι όχι μόνο η γνώση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων αλλά και η γνώση των πηγών αυτής της αξίας. Όλα τα στοιχεία του ενεργητικού μπορούν να αποτιμηθούν, εντούτοις μερικά στοιχεία μπορούν να αποτιμηθούν ευκολότερα από ότι άλλα και λεπτομέρειες σχετικές με την αποτίμηση μπορούν να διαφέρουν από περίπτωση σε περίπτωση. Με την έννοια αυτή η αποτίμηση μίας έγγειας ιδιοκτησίας απαιτεί διαφορετική πληροφόρηση και ακολουθεί διαφορετικό μονοπάτι από ότι η αποτίμηση μίας διαπραγματευόμενης στο χρηματιστήριο μετοχής. Παρ'όλες όμως τις διαφορές στις ακολουθούμενες τεχνικές ανάλογα με το προς αποτίμηση στοιχείο ή οντότητα, ορισμένες κοινές βασικές αρχές πρέπει να διέπουν κάθε αποτιμητική προσπάθεια. Η αποτίμηση διακρίνεται από αβεβαιότητα αναντιρρήτως. Συχνά αυτή η αβεβαιότητα πηγάζει από τη φύση του υπό αποτίμηση στοιχείου, αν και ενίοτε και το μοντέλο που χρησιμοποιείται στην αποτίμηση προσθέτει αβεβαιότητα.

Ανάμεσα στις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης μπορούμε να ξεχωρίσουμε την αποτίμηση βάσει της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Η προσέγγιση αυτή στηρίζεται στην έννοια της «εσωτερικής αξίας» (intrinsic value). Σύμφωνα με αυτήν την έννοια η αξία της επιχείρησης ισούται με την καθαρή παρούσα αξία του συνόλου των καθαρών ταμειακών ροών τις οποίες παράγει και θα παράγει η επιχείρηση. Θα προσπαθήσουμε να αναδείξουμε τη σημασία της μεθόδου αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών ως μίας επιστημονικής προσέγγισης ικανής να συνεισφέρει αποτελεσματικά στη λειτουργία των αγορών. Όλοι οι επαγγελματίες που δραστηριοποιούνται στην ευρύτερη αγορά, αλλά και στις επί μέρους κεφαλαιαγορές, χρειάζεται να γνωρίζουν την αξία των επιχειρήσεων οι

οποίες απαρτίζουν την αγορά. Αυτό ισχύει καθώς παρατηρούμε να λαμβάνουν χώρα εξαγορές, συγχωνεύσεις, εκδόσεις νέων μετοχικών τίτλων.

Επιπροσθέτως, η αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών συνεισφέρει και στην προηγμένη επιστημονική έρευνα. Αυτή η έρευνα αποσκοπεί σε ένα μεγάλο βαθμό στο να διακριβώσει τις παραμέτρους που επηρεάζουν την αξία των επιχειρήσεων. Τέτοιες απόπειρες αποκτούν μεγαλύτερο ενδιαφέρον από τη στιγμή που η φύση των σύγχρονων αγορών και η φύση των σύγχρονων επιχειρήσεων μεταβάλλεται με ταχύτατους ρυθμούς. Η μεταβολή αυτή αφορά, και σε μακροοικονομικό και σε μικροοικονομικό επίπεδο, στη φύση των προϊόντων, στη φύση των επιχειρηματικών διαδικασιών, στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη που χαρακτηρίζουν την οικονομία και την επιχείρηση.

Δεν βλέπουμε την αποτίμηση βάσει της μεθόδου αποτίμησης των ταμειακών ροών ως αυθύπαρκτη προσέγγιση, αλλά τη θεωρούμε πάντοτε σε συσχέτιση με τις άλλες ευρέως εφαρμοζόμενες μεθόδους αποτίμησης. Η παράθεση και επεξήγηση έτερων τέτοιων προσεγγίσεων για την αποτίμηση επιχειρήσεων θα μας βοηθήσει επιπλέον να έχουμε σφαιρική και ολοκληρωμένη εικόνα για την αποτίμηση επιχειρήσεων.

1.2 Μεθοδολογία

Προκειμένου να καταδείξουμε την πρακτική χρησιμότητα της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών για την αποτίμηση των επιχειρήσεων, η πορεία του παρόντος πονήματος θα προσπαθήσουμε να είναι ευθεία και εύστοχη, βασισμένη σε έγκυρες επιστημονικές παρατηρήσεις.

Πιο συγκεκριμένα, πρώτα θα αναπτύξουμε και θα εξετάσουμε διαλεκτικά τις μεθόδους αποτίμησης επιχειρήσεων οι οποίες βρίσκουν εφαρμογή στις σύγχρονες αγορές. Θα σημειώσουμε τη θεωρητική βάση κάθε μεθόδου με σκοπό να ορίσουμε επακριβώς τα πεδία εφαρμογής της κάθε μεθόδου, όπως επίσης και δυνάμεις και αδυναμίες της κάθε μεθόδου. Τέτοιες δυνάμεις και αδυναμίες έχουν να κάνουν συνήθως με τις υποθέσεις-παραδοχές τις οποίες λαμβάνουμε ως δεδομένες, αλλά και με τα αποτελέσματα που αποδίδει η κάθε μέθοδος.

Οι υποθέσεις-παραδοχές ενίοτε απέχουν, λιγότερο ή περισσότερο, από την πραγματικότητα. Παρ'όλα αυτά τα αποτελέσματα που αποδίδει μία μέθοδος βασισμένη σε παραδοχές που απέχουν, λιγότερο ή περισσότερο, από την πραγματικότητα ενδέχεται να προσεγγίζουν κατά πολύ αντίστοιχες διαχρονικές εμπειρικές παρατηρήσεις. Κατά παρόμοιο τρόπο, τα αποτελέσματα, οι αποτιμήσεις που προκύπτουν από κάθε μέθοδο, αν και στηρίζονται σε καλά θεμελιωμένες θεωρητικές παραδοχές, πολλές φορές τίθενται σε αμφισβήτηση εάν απέχουν παρασάγγας από αντίστοιχες διαχρονικές εμπειρικές παρατηρήσεις.

Θα φροντίσουμε να θέσουμε στέρεα θεμέλια τα οποία θα επιτρέψουν την παράθεση και επεξήγηση της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Με αυτό το σκεπτικό, θα αναπτύξουμε τις έννοιες του κόστους κεφαλαίου, του κινδύνου, της αμοιβής του κινδύνου, αλλά και έννοιες όπως η απόδοση μίας επένδυσης.

Θα καταλήξουμε σε συμπεράσματα όσον αφορά στη χρήση των μεθόδων αποτίμησης και δη της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών, εφόσον έχουμε εξετάσει διεξοδικά το φάσμα των εφαρμοζόμενων μεθόδων και εφόσον θα τις έχουμε συγκρίνει μεταξύ τους. Στα πλαίσια αυτά θα θεμελιώσουμε τα θεωρητικά εργαλεία για να προχωρήσουμε απρόσκοπτα σε αυτήν την αναζήτηση. Ως κριτήριο σύγκρισης μεταξύ της μίας μεθόδου ή της άλλης θα θέσουμε το βαθμό στον οποίο απαντά η κάθε επί μέρους προσέγγιση σε ερωτήματα σχετικά με την αποτίμηση τα οποία θέτουμε εξ αρχής. Τέτοια ερωτήματα έχουν να κάνουν με το κατά πόσο μπορούμε να απαντήσουμε με ακρίβεια για την αξία μίας επιχείρησης, με το κατά πόσο μεταβάλλεται αυτή η αξία μεταβαλλομένων συγκεκριμένων παραμέτρων, όπως και με το κατά πόσο φωτίζουμε συγκεκριμένες πλευρές της λειτουργίας της επιχείρησης μέσα από τη διαδικασία της αποτίμησης.

1.3 Σπουδαιότητα έρευνας

Η αποτίμηση εντάσσεται με χρηστικό τρόπο σε πολλές οικονομικές και επιχειρηματικές προτάσεις (projects), αν και ο ρόλος της από πεδίο σε πεδίο διαφέρει. Θα αναλύσουμε παρακάτω τη χρήση της αποτίμησης στη διαχείριση χαρτοφυλακίου, σε διαδικασίες εξαγοράς ή συγχωνεύσεως και στην εταιρική χρηματοοικονομική.

1.3.1 Αποτίμηση και διαχείριση χαρτοφυλακίου

Ο ρόλος τον οποίο παίζει η αποτίμηση στη διαχείριση χαρτοφυλακίου καθορίζεται εν πολλοίς από τη στάση των επενδυτών. Ελάχιστο ρόλο παίζει η αποτίμηση για έναν επενδυτή με παθητική στάση, ενώ παίζει πολύ μεγαλύτερο ρόλο για έναν επενδυτή με έντονα ενεργητική συμπεριφορά. Ακόμη και για επενδυτές με έντονα ενεργητική συμπεριφορά, η διαδικασία αποτίμησης είναι λιγότερο σημαντική όταν ομιλούμε για εκείνους τους επενδυτές οι οποίοι κυρίως στοιχηματίζουν πάνω στην γενικότερη πορεία των αγορών αξιογράφων. Για αυτούς τους επενδυτές μεγαλύτερη σημασία έχει η αποτίμηση-αξιολόγηση εν γένει της αγοράς, παρά η αποτίμηση ενός μόνου περιουσιακού στοιχείου ή μίας μόνο επιχειρηματικής οντότητας. Εάν εξετάζουμε την περίπτωση της επιλεκτικής επένδυσης σε τίτλους, η αποτίμηση είναι ουσιωδώς απαραίτητη στην ανάλυση των θεμελιωδών μεγεθών μίας επιχειρηματικής οντότητας.

Η ανάλυση των θεμελιωδών μεγεθών μίας εταιρείας γίνεται με το σκεπτικό ότι υπάρχει συσχέτιση μεταξύ της πραγματικής αξίας της εταιρείας και των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών χαρακτηριστικών της εταιρείας, όπως είναι οι προοπτικές ανάπτυξης, ο επιχειρηματικός και πιστωτικός κίνδυνος, οι ταμειακές ροές.

Τέτοια μεγέθη ονομάζονται θεμελιώδη διότι αποτελούν σημεία αναφοράς για αναλυτές και επενδυτές σε διαχρονικό και συγχρονικό επίπεδο, παγκοσμίως και σε διαφορετικές χρονικές περιόδους. Τα εξάγουμε από λογιστικές καταστάσεις όπως είναι ο ισολογισμός και η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως ή περιόδου. Αυτές οι καταστάσεις υπόκεινται σε λογιστικές αρχές και λογιστικά πρότυπα τα οποία τυγχάνουν ευρείας αποδοχής από την επιστημονική και επενδυτική κοινότητα σε όλη την υφήλιο. Χάριν της αποδοχής αυτής, τα θεμελιώδη αυτά μεγέθη αποκτούν εγκυρότητα και έτσι συνιστούν στοιχεία και μέτρα μίας παγκόσμιας χρηματοοικονομικής γλώσσας.

Οποιαδήποτε απόκλιση από την πραγματική αξία της εταιρείας είναι σημάδι ότι η μετοχή της εταιρείας είναι είτε υποτιμημένη, είτε υπερτιμημένη. Η υπό περιγραφή στρατηγική είναι μακροπρόθεσμη και διάκειται από συγκεκριμένες βασικές αρχές: α) η συσχέτιση μεταξύ αξίας και χρηματοοικονομικών μεγεθών είναι μετρήσιμη, β) η συσχέτιση αυτή είναι σταθερή διαχρονικώς, γ) οι αποκλίσεις από την ορθή αυτή συσχέτιση διορθώνονται (κυρίως από τους μηχανισμούς της αγοράς) εν ευθέτω χρόνω.

Μερικοί αναλυτές χρησιμοποιούν την αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν δείκτες όπως ο λόγος της τιμής προς τα κέρδη (P/E ratio). Ειδικά αυτός ο τελευταίος δείκτης θα αποτελέσει αντικείμενο ανάλυσης στο κεφάλαιο «Δείκτες κερδών». Αναλυτές που χρησιμοποιούν αυτήν την τελευταία προσέγγιση συνήθως έχουν ένα μεγάλο αριθμό «υποτιμημένων» μετοχών στο χαρτοφυλάκιό τους με την προσδοκία ότι οι μετοχές αυτές θα έχουν αποδόσεις μεγαλύτερες των αποδόσεων του γενικού δείκτη.

Υπάρχουν και οι επενδυτές οι οποίοι ενδιαφέρονται για υποτιμημένες εταιρείες εν γένει, όχι ειδικώς για υποτιμημένες μετοχές. Ένας γνωστός, επιτυχημένος μέχρι στιγμής τέτοιος επενδυτής, ο Warren Buffett, αναφέρει χαρακτηριστικά: «Προσπαθούμε να ασχολούμαστε με επιχειρήσεις τις οποίες πιστεύουμε ότι καταλαβαίνουμε. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να είναι απλές και εγγενώς σταθερές. Εάν η επιχείρηση είναι περίπλοκη και υπόκειται σε συνεχείς αλλαγές, δεν είμαστε αρκετά έξυπνοι να προβλέψουμε τις μελλοντικές ταμειακές ροές.».

Στην προαναφερθείσα επενδυτική στρατηγική, ενυπάρχουν δύο βασικές παραδοχές: α) Οι επενδυτές που καταλαβαίνουν μία επιχείρηση καλά βρίσκονται σε καλύτερη θέση να την αξιολογήσουν καλά, β) Υποτιμημένες επιχειρήσεις μπορούν να αποκτηθούν χωρίς να χρειαστεί να ανεβεί η τιμή απόκτησης πάνω από την πραγματική αξία της εταιρείας. Η αποτίμηση παίζει βασικό ρόλο σε αυτήν την περίπτωση καθώς το κίνητρο της επένδυσης είναι η «υποτιμημένη» αξία της επιχείρησης. Αυτού του είδους οι επενδυτές ενδιαφέρονται επίσης για την προστιθέμενη αξία που μπορούν να δημιουργήσουν αποκτώντας, αναδιοργανώνοντας και διοικώντας με «σωστό» τρόπο την επιχείρηση.

Μία ακόμη θεώρηση των κινήσεων του χρηματιστηρίου επικεντρώνεται στο γεγονός ότι η τιμή μίας μετοχής κινείται λόγω της πληροφόρησης για την εταιρεία στην οποία ανήκει η μετοχή. Πολλοί επενδυτές αποπειρώνται να προβούν σε αγοραπωλησία μετοχών πριν από ή μόλις μετά από καινούριες πληροφορίες για συγκεκριμένες μετοχές, αγοράζοντας με καλά νέα και πουλώντας με κακά νέα. Η βασική παραδοχή σε αυτήν την στρατηγική είναι ότι οι όποιες νέες πληροφορίες μπορούν να προβλεφθούν εγκαίρως και να εκτιμηθούν καλύτερα από ότι μπορεί αντίστοιχως να πράξει ο μέσος επενδυτής.

Για τον επενδυτή που έχει αποδυθεί στο κυνήγι της πληροφορίας, το ενδιαφέρον εστιάζεται στην δυνητική επίδραση των πληροφοριών επί της αξίας της επιχείρησης και όχι στην αξία της επιχείρησης αυτή καθ'εαυτή. Ένας τέτοιος επενδυτής μπορεί να

αγοράσει την μετοχή μίας «υπερτιμημένης» επιχείρησης εάν αναμένει ότι πρόκειται να κυκλοφορήσουν καλύτερα του αναμενόμενου νέα για την επιχείρηση αυτή, ανεβάζοντας έτσι την αξία της. Εάν υφίσταται λοιπόν συσχέτιση μεταξύ της υπερτίμησης-υποτίμησης μίας εταιρείας και της δυνητικής μεταβολής της μετοχής της εταιρείας εξ αιτίας νέας πληροφόρησης, τότε η αποτίμηση παίζει ρόλο σε αυτήν την στρατηγική επενδύσεων.

Ένας άλλος τρόπος επενδυτικής συμπεριφοράς υπαγορεύει ότι το όφελος από μία σωστή πρόβλεψη της κίνησης της συνολικής αγοράς είναι πολύ μεγαλύτερο από την -έστω ορθή- επιλεκτική επένδυση σε μία μετοχή. Στο ίδιο μήκος κύματος, η συνολική πρόβλεψη της αγοράς θεωρείται ευκολότερη από την επιλεκτική επένδυση αφού αυτή η πρόβλεψη βασίζεται σε παράγοντες ευδιάκριτους. Εντός αυτού του πλαισίου, η αποτίμηση μίας εταιρείας δεν έχει μεγάλη σημασία, αλλά η αποτίμηση ως μέθοδος και τεχνική δύναται να έχει σημασία υπό άλλο πρίσμα, όπως α) στην αποτίμηση της αγοράς ως συνόλου και β) στην χρησιμοποίηση ενός αποτιμητικού μοντέλου για κάθε μία από τις μετοχές που απαρτίζουν την αγορά και την συνακόλουθη εκτίμηση για το σύνολο της αγοράς μέσω της σύγκρισης και εποπτικής θεώρησης των επί μέρους αποτιμήσεων.

Όταν μιλάμε για μοντέλο ή υπόδειγμα, εννοούμε εκείνες τις θεωρητικές κατασκευές οι οποίες προσπαθούν να εξομοιώσουν την πραγματικότητα με τη χρήση έγκυρων και εμπειριστατωμένων μεθοδολογικών εργαλείων, με σκοπό τη διευκόλυνση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων. Τέτοια εργαλεία και τεχνικές λειτουργούν στο γενικότερο σχήμα της διατύπωσης ενός προβλήματος σε όρους που να επιτρέπουν τη δημιουργία μίας υπόθεσης εργασίας, τη χρήση λογικών, επιστημονικών, αποδεικτέων μεθόδων οι οποίες θα οδηγήσουν στην κατά το δυνατόν διαχρονική και καθολική λύση του προβλήματος.

Απαντώνται και ειδικότερες περιπτώσεις χρήσης της αποτιμητικής διαδικασίας, λόγου χάριν η αρχική δημόσια προσφορά μετοχών. Η τιμή στην οποία διατίθενται νέες μετοχές στους επενδυτές εξαρτάται από την αξία της επιχείρησης.

1.3.2 Αποτίμηση και διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων

Η αποτίμηση πρέπει να παίζει έναν βασικό ρόλο στην ανάλυση εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η εταιρεία που υποβάλλει προσφορά πρέπει να εκτιμήσει ποια είναι

η δίκαιη αξία (fair value) για την εταιρεία-στόχο και η εταιρεία-στόχος πρέπει να αποτιμήσει τον εαυτό της πριν δεχθεί ή απορρίψει μία προσφορά.

Λέγοντας δίκαιη αξία εννοούμε εκείνη την αξία στην οποία ο πωλητής και ο αγοραστής θα συμφωνήσουν ελεύθερα και αβίαστα, έχοντας όλη την προαπαιτούμενη πληροφόρηση, έχοντας τη δυνατότητα των εναλλακτικών επιλογών και συνυπολογίζοντας το συγκριτικό κόστος της επιλογής τους.

Όμως υπάρχουν και επιπλέον παράμετροι προς συνεκτίμηση σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης. Πρώτον, οι συνέπειες των όποιων συνεργειών επί της συνολικής αξίας των δύο μερών χρειάζεται να συνεκτιμηθούν πριν την αποδοχή ή την απόρριψη της όποιας προσφοράς. Επιπροσθέτως, πρέπει να συνεκτιμηθούν οι συνέπειες επί της συνολικής αξίας των δύο μερών της όποιας αλλαγής διοίκησης και αναδιοργάνωσης.

Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε ένα σημαντικότατο πρόβλημα που παρουσιάζεται σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων. Οι εταιρείες-στόχοι πολύ συχνά υπερεκτιμούν την αξία της επιχείρησης, ειδικά εάν η προσπάθεια εξαγοράς είναι επιθετική, δοκιμάζοντας να πείσουν τους μετόχους τους ότι η αξία της προσφοράς είναι χαμηλή. Παρομοίως, εάν η υποβάλλουσα προσφορά εταιρεία έχει αποφασίσει εκ των προτέρων να προχωρήσει σε εξαγορά, είναι δυνατόν να ασκεί πίεση στους αποτιμητές να εισηγηθούν μία αξία της επιχείρησης τέτοια ώστε να αιτιολογείται εκ των υστέρων η πρότερη στρατηγική απόφαση της εξαγοράς.

1.3.3. Αποτίμηση και Εταιρική Χρηματοοικονομική

Εάν ο σκοπός της εταιρικής χρηματοοικονομικής είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας, τότε οι σχέσεις μεταξύ χρηματοοικονομικών αποφάσεων, εταιρικής στρατηγικής και αξίας της εταιρείας χρειάζεται οπωσδήποτε να καθορισθεί πλήρως. Για να μεγιστοποιήσουμε την αξία μίας εταιρείας είναι απαραίτητο να γνωρίζουμε ποια είναι η -κατά το δυνατόν ακριβέστερη- αξία της εταιρείας και μέχρι ποιου ύψους θα μπορούσε να διαμορφωθεί η αξία αυτή. Τα τελευταία χρόνια, συμβουλευτικές εταιρείες έχουν αρχίσει να προσφέρουν συμβουλές σε εταιρείες για το πώς θα μπορέσουν να αυξήσουν την αξία τους. Αυτές οι συμβουλές έχουν συχνά χρησιμοποιηθεί ως βάση αναδιοργάνωσης των εταιρειών. Γενικότερα, η οποιαδήποτε στρατηγική απόφαση για μία εταιρεία εξαρτάται από το κατά πόσο το κάθε

εναλλακτικό σενάριο προσθέτει αξία στην εταιρεία. Ακόμη όμως και σε επίπεδο τακτικών αποφάσεων, η αποτίμηση είναι προαπαιτούμενη. Τέτοια απόφαση θα μπορούσε να είναι η χορήγηση δικαιωμάτων προαίρεσης (stock options) στο προσωπικό ή και προγράμματα συμμετοχής του προσωπικού στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Οι συνεισφορές σε αυτά τα προγράμματα και οι όροι των δικαιωμάτων προαίρεσης καθορίζονται από την αξία της εταιρείας.

1.4 Διάρθρωση εργασίας

Είναι χρήσιμο πρωτίστως να παραθέσουμε όλες τις διαφορετικές μεθόδους οι οποίες χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση επιχειρήσεων. Ακολούθως θα παρατάξουμε τα θεωρητικά εργαλεία τα οποία επιτρέπουν τη στέρεη παράθεση και επεξήγηση της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Εν κατακλείδι θα προχωρήσουμε σε συγκριτική θεώρηση των θεωρητικών και πρακτικών προσεγγίσεων και σε ασφαλή εξαγωγή συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

2.1 Εισαγωγή

Είναι ωφέλιμο για την ανάλυσή μας να γνωρίζουμε με ποιον τρόπο τα εξειδικευμένα μοντέλα, τα οποία χρησιμοποιούνται από τους αναλυτές εν γένει, συμπληρώνουν το ένα το άλλο και πώς συνθέτουν το ευρύ φάσμα του γνωστικού και πρακτικού αντικειμένου της αποτίμησης των επιχειρήσεων. Είναι επίσης ωφέλιμο να διερευνήσουμε γιατί τα μοντέλα αυτά παράγουν διαφορετικά αποτελέσματα και ακόμη σε ποια σημεία χωλαίνει η λογική του καθενός μοντέλου. Οι προσπάθειες αποτίμησης διακρίνονται από τις πλέον απλές έως τις πλέον πολύπλοκες και ενώ διαφέρουν συχνά στις υποθέσεις-αποδοχές των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών πάνω στις οποίες βασίζονται, εντούτοις μοιράζονται και συγκεκριμένα κοινά χαρακτηριστικά.

Απαντώνται πολλές προσεγγίσεις όσον αφορά στον τρόπο αποτίμησης. Πρώτον, έχουμε την αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών. Αυτή η μέθοδος συσχετίζει την αξία ενός στοιχείου του ενεργητικού, ή ακόμη μίας ολόκληρης επιχείρησης, με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που πηγάζουν από την επιχείρηση ή το στοιχείο του ενεργητικού. Έχουμε ακόμη την λογιστική αποτίμηση, κατά την οποία χρησιμοποιούνται συνήθως οι λογιστικές αξίες ή εκτιμήσεις αυτών για να αποτιμήσουμε τα τρέχοντα περιουσιακά στοιχεία μίας εταιρείας. Άλλη μέθοδος αποτίμησης βασίζεται στην αγοραία αξία άλλων επιχειρήσεων ή άλλων στοιχείων του ενεργητικού. Σημαντική επίσης προσέγγιση αποτελεί και η αποτίμηση βάσει της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

Η προεξόφληση των ταμειακών ροών συνίσταται στη διαδικασία υπολογισμού της παρούσας αξίας μελλοντικών ταμειακών ροών. Εδώ υπονοείται σαφώς ότι το χρήμα επενδύσιμο αποφέρει νέο χρήμα με την πάροδο του χρόνου. Ένα ευρώ στην αρχή του χρόνου ισοδυναμεί με περισσότερο από ένα ευρώ στο τέλος του χρόνου ή, αντίστροφα, ένα ευρώ το τέλος του χρόνου ισοδυναμεί με λιγότερο από ένα ευρώ στην αρχή του χρόνου. Οι επενδυτές ενδιαφέρονται για την επενδυτική αξία των

χρημάτων τους και συνεπώς προτιμούν το ευρώ στην αρχή παρά στο τέλος του χρόνου.

Πιο συγκεκριμένα, κατά την αποτίμηση βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών οι μελλοντικές ταμειακές ροές υπολογίζονται και προεξοφλούνται με διάφορους τρόπους. Ένας από αυτούς τους τρόπους είναι χρησιμοποιώντας ένα επιτόκιο προσαρμοσμένο συμφώνως με τον κίνδυνο. Άλλη μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών είναι να θεωρήσουμε τις αναμενόμενες ταμειακές ροές υπό καθεστώς αβεβαιότητας, μετατρέποντας αυτές σε ισοδύναμες βέβαιες ροές και προεξοφλώντας αυτές με το επιτόκιο άνευ κινδύνου.

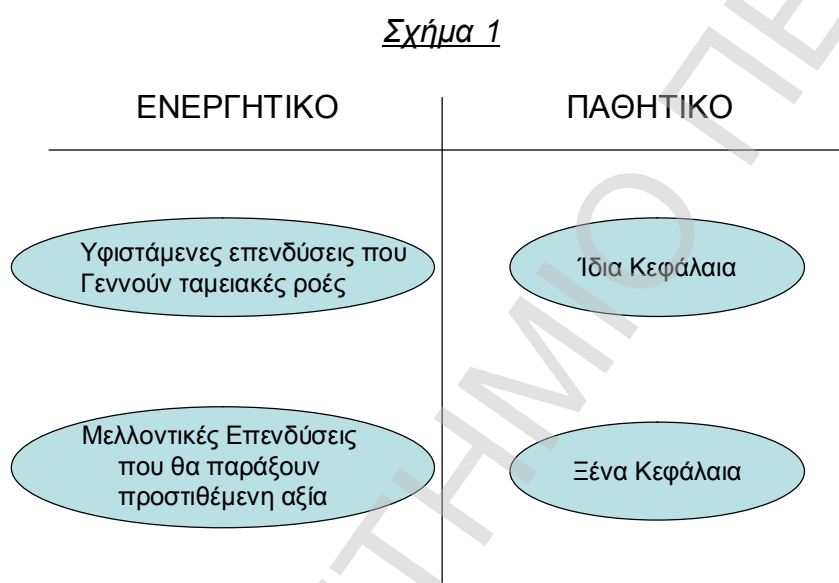
Με δεδομένη την κοινή καταγωγή των προαναφερθεισών μεθόδων αποτίμησης βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών, εάν χρησιμοποιήσουμε τις ίδιες παραδοχές σε κάθε μία από τις μεθόδους αυτές, αναμένουμε να λάβουμε ως αποτέλεσμα την αυτή αξία. Με αυτήν την έννοια, τυχόν διαφορές στην αξία που αποκομίζουμε από τις προσεγγίσεις αυτές δύνανται να αποδοθούν σε διαφορές στις παραδοχές.

Ας αναφέρουμε όμως και την προσέγγιση της λογιστικής αποτίμησης. Βασίζεται η προσέγγιση αυτή στην παραδοχή ότι η λογιστική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και των ιδίων κεφαλαίων μίας εταιρείας ενέχει σημαντική πληροφόρηση. Ανταποκρίνεται επίσης αυτή η προσέγγιση και στη γενικότερη τάση προς τήρηση λογιστικής της αξίας (value accounting), τάση ή οποία αποσκοπεί στο να προσδώσει μεγαλύτερη πληροφοριακή χρησιμότητα στις λογιστικές-καταστάσεις, φέρνοντας αυτές κοντύτερα στην πραγματική αξία των απεικονιζομένων σε αυτές στοιχείων.

Η αποτίμηση βάσει της αγοραίας αξίας διενεργείται αποτιμώντας ένα στοιχείο ενεργητικού ή μία επιχείρηση βάσει των τιμών των παρόμοιων στοιχείων ή των παρόμοιων επιχειρήσεων στην αγορά. Στηρίζεται στην υπόθεση ότι, αν και η αγορά μπορεί να τιμολογεί λάθος σε μεμονωμένες περιπτώσεις, κατά μέσο όρο τιμολογεί σωστά. Αυτή είναι η πιο διαδεδομένη μέθοδος αποτίμησης. Η σχετική αποτίμηση λειτουργεί με προτυποποιημένους δείκτες, όπου θεωρούμε το λόγο της αγοραίας αξίας ως προς ένα κοινό μέτρο σύγκρισης, όπως είναι τα κέρδη, η λογιστική αξία, τα έσοδα. Ας σημειώσουμε ότι οι παράμετροι που ορίζουν αυτούς τους δείκτες είναι οι ίδιοι παράμετροι υπό τους οποίους κείται η μέθοδος του υπολογισμού της αξίας βάσει προεξοφλημένων ταμειακών ροών.

2.2 Λογιστική αποτίμηση

Ένας ισολογισμός παρέχει ένα ευκρινές πλαίσιο που θα μας επιτρέψει να σημειώσουμε τις διαφορές μεταξύ της αποτίμησης της επιχείρησης ως ενός οργανισμού που τον διακρίνει η αειφορία και η δημιουργία πλούτου (going concern) και της αποτίμησης της επιχείρησης σαν να ήταν μία συλλογή περιουσιακών στοιχείων (Σχήμα 1).



Στην πρώτη περίπτωση αποτιμούμε την επιχείρηση όχι μόνο βάσει των υφιστάμενων επενδύσεων, αλλά και συνυπολογίζοντας τις μελλοντικές αναμενόμενες επενδύσεις και την συμβολή αυτών στην κερδοφορία της επιχείρησης. Ένα μεγάλο τμήμα της αγοραίας αξίας μίας επιχείρησης προέρχεται από τα υπό ανάπτυξη περιουσιακά της στοιχεία. Δεν πρέπει ακόμη να μας διαφεύγει ότι, ειδικά για επιχειρήσεις με πολύ καλές προοπτικές ανάπτυξης, η αποτίμηση με απλή άθροιση των αξιών των επί μέρους υφιστάμενων περιουσιακών στοιχείων πολύ πιθανό να δώσει χαμηλότερη επιχειρηματική αξία από ότι η αποτίμηση που λαμβάνει υπ' όψιν της τη δυναμική κερδοφορίας της εταιρείας.

Η αξία που υπάρχει στα λογιστικά βιβλία για να ανταποκρίνεται πλήρως στην πραγματική αξία της εταιρείας θα πρέπει να πρόκειται για μία επιχείρηση στη φάση

της ωριμότητας με υψηλό δείκτη παγιοποίησης της περιουσίας, χωρίς πολλές προοπτικές ανάπτυξης και χωρίς δυναμική υπερβάλλουσας κερδοφορίας. Για επιχειρήσεις με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης που δραστηριοποιούνται σε τομείς με υψηλή δυναμική κερδοφορίας, η λογιστική αξία θα διαφέρει κατά πολύ από την πραγματική αξία.

2.2.1 Λογιστική της δίκαιης αξίας (Fair value accounting)

Κατά την τελευταία δεκαετία, εμφανίζεται μία ισχυρή ώθηση από ειδικούς στη Λογιστική και από νομοθέτες προς μία λογιστική της δίκαιης αξίας. Αυτή η κίνηση δεν έτυχε καθολικής αποδοχής από την κοινότητα των λογιστών. Αν και υπάρχουν εκείνοι οι ειδικοί οι οποίοι την θεωρούν θετική εξέλιξη προς την κατεύθυνση της σύγκλισης των λογιστικών καταστάσεων με τις πραγματικές αξίες και με τις ανάγκες της κεφαλαιαγοράς για χρήσιμη πληροφόρηση, αρκετοί είναι εκείνοι οι λογιστές που πιστεύουν ότι η λογιστική της δίκαιης αξίας αυξάνει τα περιθώρια για λογιστική φαρμάκωση. Αυτή η διακύβευση της εγκυρότητας των λογιστικών πρακτικών, λένουν οι ενάντιοι της λογιστικής της δίκαιης αξίας, μπορεί να οδηγήσει σε περαιτέρω απαξίωση των λογιστικών καταστάσεων.

Αξίζει να αναφερθεί ότι, μέχρι το 1934, ήταν κοινή πρακτική για τις εταιρείες στις Ηνωμένες Πολιτείες να αναπροσαρμόζουν την αξία των περιουσιακών τους στοιχείων στην τρέχουσα τιμή, μέχρι που εκείνο το έτος η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς απεθάρρυνε αυτήν την πρακτική για να αποτρέψει την χειραγώγηση των λογιστικών καταστάσεων που ήταν τότε διαδεδομένη. Με την επαγγελματική αυτή διαπάλη επί της σκοπιμότητας της λογιστικής της δίκαιης αξίας να συνεχίζεται, τα τελευταία χρόνια τα συμβούλια λογιστικών προτύπων έχουν υιοθετήσει μερικούς κανόνες υπέρ της λογιστικής της δίκαιης αξίας, όπως είναι η πρακτική της αποτίμησης ολοένα και περισσότερων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων στην τιμή της αγοράς (marked to market).

Ανακύπτει το ερώτημα εάν οι αποτιμήσεις στη βάση της δίκαιης αξίας συνιστούν πληροφόρηση χρήσιμη για τις κεφαλαιαγορές ή όχι. Σε μία σειρά άρθρων, ο Barth συμπέρανε ότι η σχετική πληροφόρηση ήταν χρήσιμη σε διαφορετικές περιστάσεις. Ενδιαφέρουσες έρευνες έχουν διαπιστώσει συσχέτιση μεταξύ

αντιδράσεων των δεικτών του χρηματιστηρίου και έκδοσης αποφάσεων από τα συμβούλια λογιστικών προτύπων. Τα πρότυπα SFAS 141 και 142, τα οποία εξάλειψαν την πρακτική της απλής λογιστικής αθροίσεως των μεγεθών των ισολογισμών συγχωνευομένων εταιρειών (pooling of interests) και απαίτησαν, όπου ήταν απαραίτητο, την υποτίμηση της υπεραξίας (goodwill) στην αγοραία δίκαιη αξία αντί της απόσβεσης, παρατηρήθηκε ότι οδήγησαν σε μερικές αρνητικές επιδράσεις επί των μετοχών εταιρειών οι οποίες προχωρούσαν σε υποτίμηση της υπεραξίας τους. Αυτή η συσχέτιση έδειχνε ότι οι επενδυτές εξελάμβαναν ως σημαντική πληροφορία τέτοιες λογιστικές κινήσεις, τέτοιες υποτιμήσεις.

Πρέπει να τονισθεί ότι τις περισσότερες φορές η λογιστική της δίκαιης αξίας προσφέρει μία καθυστερημένη απεικόνιση της αγοράς. Επί παραδείγματι, η υποτίμηση της υπεραξίας πολλών εταιρειών νέων τεχνολογιών το 2000-2001 έλαβε χώρα κατόπιν της πτώσης της αξίας τους στην αγορά, δηλαδή η πληροφόρηση που παρείχε αυτή η λογιστική κίνηση ήταν ετεροχρονισμένη, άρα μικρής χρησιμότητας.

2.3 Αποτίμηση υπό συνθήκες ρευστοποίησης της επιχείρησης

Μία ειδική περίπτωση αποτίμησης του ενεργητικού μίας επιχείρησης είναι η αποτίμηση υπό συνθήκες ρευστοποίησης της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή αποτιμούμε τα στοιχεία του ενεργητικού με την παραδοχή ότι πρέπει να πωληθούν τώρα αμέσως. Θεωρητικώς, το αποτέλεσμα μίας τέτοιας αποτίμησης θα πρέπει να ισούται με το άθροισμα των αξιών καθενός από τα στοιχεία του ενεργητικού, αξίες που αποκομίζουμε από τη χρήση μοντέλων αποτίμησης βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών. Στην πράξη όμως, το επείγον μίας κατάστασης ρευστοποίησης μίας επιχείρησης μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα έκπτωση στην αξία της προς πώληση επιχείρησης. Το μέγεθος μίας τέτοιας έκπτωσης θα εξαρτηθεί από τον αριθμό των δυνητικών αγοραστών, από τις ιδιότητες των στοιχείων του ενεργητικού και από τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας.

Η έρευνα για την αξία μίας επιχείρησης υπό συνθήκες ρευστοποίησης έχει οδηγήσει τους ειδικούς προς δύο κατευθύνσεις. Η πρώτη ομάδα ερευνών εξετάζει την σχέση μεταξύ εταιρικής αξίας υπό ρευστοποίηση και λογιστικής αξίας των

περιουσιακών στοιχείων, ενώ η δεύτερη ομάδα ερευνών εξετάζει τις αποκλίσεις της εταιρικής αξίας υπό ρευστοποίηση από την εταιρική αξία επί τη βάση της προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Στη δεύτερη ομάδα ερευνών γίνεται προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα πόσο είναι το κόστος που συνεπάγεται η ρευστοποίηση μίας συλλογής περιουσιακών στοιχείων και όχι η πώληση ενός οργανισμού που τον διακρίνει αειφορία και δυναμική δημιουργίας πλούτου.

Σε αρκετές περιπτώσεις, αναλυτές υποθέτουν ότι η αξία της επιχείρησης υπό συνθήκες ρευστοποίησης θα είναι ένα ορισμένο ποσοστό της λογιστικής αξίας της. Η σχέση μεταξύ ρευστοποίησης και προεξόφλησης ταμειακών ροών είναι πιο δύσκολο να φανεί. Αναμένουμε συνήθως ότι η αξία της επιχείρησης υπό ρευστοποίηση θα είναι σημαντικά μικρότερη από την αξία που θα προέκυπτε από την προεξόφληση των όποιων μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Ένας λόγος για αυτό είναι ότι η προεξόφληση των ταμειακών ροών συνυπολογίζει και τη μελλοντική αναμενόμενη δυναμική ανάπτυξης, ενώ η αποτίμηση υπό συνθήκες ρευστοποίησης συνήθως δεν λαμβάνει υπ' όψιν της τη δυναμική αυτή. Ένας επιπρόσθετος λόγος είναι ότι η έκπτωση επί της αξίας της εταιρείας μπορεί να είναι σημαντική σε συνθήκες ρευστοποίησης από τη στιγμή που οι πωλούντες είναι πρόθυμοι να προχωρήσουν σε αποεπένδυση.

Λόγου χάριν, η Merrill Lynch έχει εκτιμήσει στο παρελθόν, πριν το 1989, ότι σε συγκεκριμένες περιπτώσεις το τίμημα της επείγουσας πώλησης μεριδίου μετοχικού κεφαλαίου μπορεί και να είναι 32% μικρότερο από ότι θα ήταν εφόσον η πώληση δεν ήταν επείγουσα. Ο Holland (1990) ισχυρίζεται ότι η έκπτωση επί του τιμήματος σε παρόμοιες περιστάσεις στην βιομηχανία εργοστασιακών εργαλείων μπορεί να φτάσει και να υπερβεί και το 50%. Ο Williamson (1988) μάλλον έχει δίκιο να υποστηρίζει ότι το μέγεθος μίας τέτοιας έκπτωσης αναμένεται να είναι μικρότερο για περιουσιακά στοιχεία προς ρευστοποίηση τα οποία δεν είναι εξειδικευμένα σε μία μόνο χρήση αλλά δύνανται να χρησιμοποιηθούν σε περισσότερες της μίας χρήσεις. Ακόμη, οι Sheilfer και Vishny (1992) υποστηρίζουν ότι το μέγεθος μίας έκπτωσης επί του τιμήματος ρευστοποιούμενων στοιχείων μάλλον θα είναι υψηλό εάν υπάρχουν λίγοι δυνητικοί αγοραστές ή εάν οι δυνητικοί αγοραστές αντιμετωπίζουν δυσκολίες χρηματοδότησης.

2.4 Αποτίμηση με βάση τις τρέχουσες αξίες ομοειδών επιχειρήσεων

Με τη μέθοδο της αποτίμησης με βάση τις τρέχουσες αξίες, αποτιμούμε μία επιχείρηση, ή ακόμη ένα περιουσιακό στοιχείο, βασισμένοι στο πόσο αποτιμά η αγορά ομοειδείς επιχειρήσεις ή ομοειδή περιουσιακά στοιχεία. Ένας δυνητικός αγοραστής κατοικίας αποφασίζει πόσο πρέπει να πληρώσει για ένα σπίτι κοιτάζοντας τις τιμές για παρόμοια σπίτια στη γειτονιά. Ένας δυνητικός επενδυτής σε μετοχές προσπαθεί να εκτιμήσει την αξία των μετοχών που τον ενδιαφέρουν κοιτάζοντας τις τρέχουσες τιμές συγκρίσιμων μετοχών.

Υπάρχουν τρία βασικά βήματα στην αποτίμηση βάσει των τρεχουσών αξιών. Το πρώτο βήμα είναι να βρούμε συγκρίσιμα περιουσιακά στοιχεία ή συγκρίσιμες επιχειρήσεις εν γένει οι οποίες αποτιμώνται από την αγορά. Ως επί το πλείστον, συγκρίσιμες θεωρούνται επιχειρήσεις του αυτού κλάδου της οικονομίας, δηλαδή εταιρείες λογισμικού συγκρίνονται με άλλες εταιρείες λογισμικού ή βιομηχανίες αυτοκινήτων πολυτελείας συγκρίνονται με άλλες βιομηχανίες αυτοκινήτων πολυτελείας. Το δεύτερο βήμα είναι η χρήση δεικτών με κοινές μεταβλητές ούτως ώστε αυτοί οι δείκτες να μας δώσουν συγκεκριμένες προτυποποιημένες τιμές οι οποίες να είναι συγκρίσιμες. Συνήθως ανάγουμε την τρέχουσα τιμή μίας επιχείρησης σε δείκτες με μεταβλητές όπως τα κέρδη, τη λογιστική αξία, τα έσοδα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης. Το τρίτο βήμα είναι να προσαρμόσουμε τις προτυποποιημένες αυτές τιμές για να αντικατοπτρίζουν ειδικότερες διαφορές μεταξύ ομοειδών εταιρειών. Με αυτήν την έννοια, μεταξύ δύο εταιρειών λογισμικού αυτή που έχει υψηλή δυναμική ανάπτυξης πρέπει να αποτιμάται βάσει υψηλότερων δεικτών από ότι μία άλλη εταιρεία με χαμηλότερη δυναμική ανάπτυξης.

2.4.1 Προτυποποιημένες τιμές και Δείκτες

Οι αξίες των επιχειρήσεων ανάγονται σε κοινές μεταξύ των εταιρειών μεταβλητές. Τα κοινά μεγέθη που χρησιμοποιούνται είναι τα κέρδη των εταιρειών, οι λογιστικές αξίες των εταιρειών, τα έσοδα πωλήσεων των εταιρειών.

2.4.1.1 Δείκτες Κερδών

Όταν αγοράζουμε μία μετοχή είναι κοινός τόπος να προσέχουμε το λόγο της τιμής της μετοχής προς τα κέρδη της εταιρείας ανά μετοχή (price/earnings ratio). Αυτός ο λόγος μπορεί να υπολογισθεί χρησιμοποιώντας είτε τρέχοντα κέρδη, είτε τα κέρδη των τελευταίων τεσσάρων τριμήνων, είτε τα προβλεπόμενα κέρδη του επόμενου έτους.

Η ερμηνεία του λόγου $P/E=X$ είναι ότι η αγορά πληρώνει X ευρώ για κάθε ευρώ κερδών της εταιρείας ή ότι θα χρειαστούν (κατά μέσο όρο) X χρόνια ώστε να αποπληρωθεί, μέσω των κερδών, το κόστος αγοράς της μετοχής.

Μπορούμε εδώ να χρησιμοποιήσουμε ένα υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων σταθερού ρυθμού ανάπτυξης για να εξηγήσουμε πληρέστερα τον δείκτη αυτό. Υποθέτοντας ότι τα μερίσματα μίας εταιρείας αναμένονται να αυξηθούν με έναν σταθερό ρυθμό (g), η τρέχουσα τιμή της μετοχής της, P_0 , είναι ίση με τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή, D_1 , προς τη διαφορά του συντελεστή προεξόφλησης που εκφράζει την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών (r) από τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων (Σχήμα 3). Τα αναμενόμενα μερίσματα ανά μετοχή μπορούν να γραφτούν ως το γινόμενο των αναμενόμενων κερδών ανά μετοχή (E), επί το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών (b) (payout ratio) και επί ένα συντελεστή $(1+g)$, ικανό να εκφράσει την επίδραση του ρυθμού ανάπτυξης στα κέρδη ανά μετοχή (Σχήμα 4). Τελικά, φτάνουμε στο (Σχήμα 5), όπου εννοούμε ότι ο λόγος P/E είναι συνάρτηση τριών μεταβλητών, δηλαδή είναι ανάλογος του ποσοστού διανεμόμενων κερδών (b), αντιστρόφως ανάλογος του συντελεστή προεξόφλησης (r) (δηλαδή αντιστρόφως ανάλογος του κινδύνου) και θετικώς συσχετιζόμενος με τον ρυθμό ανάπτυξης (g). Αυτός ο δείκτης επηρεάζεται λοιπόν από την δυναμική ανάπτυξης και τον κίνδυνο που χαρακτηρίζει την όποια επιχείρηση.

Σχήμα 2

$$\text{Αξία Καθαράς Θέσης}_0 = \text{Λογιστική Αξία Καθαράς Θέσης}_0 + \frac{\sum_{t=1}^{\infty} (\text{Καθαρό Κέρδος}_t - \text{Κόστος Κεφαλαίου}_t + \text{Λογιστική Αξία Καθαράς Θέσης}_{t-1})}{(1 + \text{Κόστος Κεφαλαίου})^t}$$

Υπόδειγμα Ohlson – Λογιστική Αποτίμηση

Σχήμα 3

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

Σχήμα 4

$$P_0 = \frac{bE(1+g)}{r - g}$$

Σχήμα 5

$$\frac{P}{E} = \frac{b(1+g)}{r - g}$$

Η αξία μίας εταιρείας είναι συνάρτηση τριών μεταβλητών: της ικανότητός της να παράγει ταμειακές εισροές, της αναμενόμενης μεγέθυνσης της εταιρείας και της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει την επιχείρηση. Κάθε δείκτης, είτε αφορά στα αναμενόμενα κέρδη, είτε αφορά στα έσοδα από πωλήσεις, είτε αφορά στη λογιστική αξία, είναι συνάρτηση ακριβώς αυτών των τριών μεταβλητών: του κινδύνου, της ανάπτυξης και του δυναμικού δημιουργίας ταμειακών εισροών. Συνεπώς, επιχειρήσεις με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, λιγότερο κίνδυνο και μεγαλύτερο δυναμικό δημιουργίας ταμειακών εισροών θα πρέπει να διακρίνονται από υψηλότερους δείκτες τρέχουσας αποτίμησης από ότι εταιρείες με χαμηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης, περισσότερο κίνδυνο και μικρότερο δυναμικό δημιουργίας ταμειακών εισροών.

Όπως διαπιστώσαμε και στο (Σχήμα 5), οι βασικοί παράμετροι καθορισμού του λόγου τρέχουσας τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio) είναι ο αναμενόμενος ρυθμός αύξησης των κερδών, το κόστος του κεφαλαίου που εκφράζεται από τον συντελεστή προεξόφλησης και το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών (payout ratio). Ceteris paribus, θα αναμέναμε ότι εταιρείες με υψηλότερη ανάπτυξη κερδών, λιγότερο κίνδυνο και μεγαλύτερο ποσοστό διανεμόμενων κερδών θα διακρίνονταν από υψηλότερους δείκτες P/E από ότι εταιρείες χωρίς αυτά τα χαρακτηριστικά.

Όσον αφορά στη συλλογική εμπειρία από τη χρήση του δείκτη P/E, ο Zarowin (1990) διερεύνησε τη συσχέτιση μεταξύ λόγου τιμής προς κέρδη και προβλέψεων των αναλυτών για ανάπτυξη και διαπίστωσε ότι όντως υπάρχει θετική συσχέτιση. Οι Kane, Marcus και Noe (1996) εξέτασαν τη συσχέτιση μεταξύ λόγου P/E και κινδύνου στο σύνολο της αγοράς και συμπέρανε ότι ο λόγος τιμής προς κέρδη που χαρακτηρίζει μία οποιαδήποτε εταιρεία μειώνεται καθώς η μεταβλητότητα της συνολικής αγοράς αυξάνεται.

2.4.1.2 Δείκτες Λογιστικής Αξίας

Είναι πολύ ενδιαφέρουσα και πολλές φορές αποτελεί εργαλείο επεξήγησης της χρηματοοικονομικής κατάστασης στην οποία βρίσκεται μία εταιρεία, η συσχέτιση μεταξύ τρέχουσας τιμής μίας μετοχής και λογιστικής αξίας μίας μετοχής (market-to-book ratio).

Ο δείκτης λογιστικής αξίας μετράει το χρηματικό ποσό το οποίο θα ελάμβαναν οι μέτοχοι της εταιρείας ως τίμημα της πώλησης όλων των στοιχείων του ενεργητικού, εάν όλα αυτά τα στοιχεία του ενεργητικού πωλούνταν σε τιμή ίση με την λογιστική αξία τους, όπως αυτή αναφέρεται στον ισολογισμό της εταιρείας.

Αξίζει να αναφερθεί επίσης ότι οι τρέχουσες τιμές εκφράζουν προσδοκίες για μελλοντικά κέρδη και μελλοντικά μερίσματα, ενώ οι λογιστικές αξίες συνήθως φανερώνουν τον αντίκτυπο γεγονότων που έλαβαν χώρα κατά το παρελθόν. Ως επί το πλείστον, η τρέχουσα αξία μίας μετοχής υπερβαίνει τη λογιστική της αξία.

Είμαστε πλέον σε θέση να εξάγουμε τον δείκτη τιμής της μετοχής προς τη λογιστική αξία της εταιρείας ανά μετοχή (P/BV ratio, όπου P η τιμή της μετοχής και BV η λογιστική αξία της εταιρείας ανά μετοχή), χρησιμοποιώντας τα ίδια υποδείγματα που χρησιμοποιήσαμε για το P/E ratio. Για το λόγο αυτό επιστρέφουμε στο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων σταθερής ανάπτυξης του (Σχήματος 4). Εάν ορίσουμε την απόδοση των ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity, ROE) ως το λόγο των κερδών ανά μετοχή προς τη λογιστική αξία της επιχείρησης ($ROE = E / BV$, ή αλλιώς $E = ROE * BV$, όπου E είναι τα κέρδη ανά μετοχή, BV η λογιστική αξία της εταιρείας), τότε από το υπόδειγμα του (Σχήματος 4) ισοδυνάμως μεταβαίνουμε στο (Σχήμα 6), αντικαθιστώντας στην εξίσωση όπου E με $ROE * BV$. Εάν ακόμη

διαιρέσουμε το κάθε σκέλος της εξίσωσης του (Σχήματος 6) με τη λογιστική αξία BV, τότε θα έχουμε την ισοδύναμη εξίσωση στο (Σχήμα 7).

$$\text{Σχήμα 6} \\ P_0 = \frac{b \cdot ROE \cdot BV \cdot (1+g)}{r - g}$$

$$\text{Σχήμα 7} \\ \frac{P}{BV} = \frac{b \cdot ROE \cdot (1+g)}{r - g}$$

Με αυτήν την ισοδύναμη εξίσωση του (Σχήματος 7), γίνεται σαφές ότι ο δείκτης τιμής της μετοχής προς λογιστική αξία ανά μετοχή (P/BV) είναι ανάλογος της απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE), πέρα από τις κοινές μεταβλητές που έχει με το δείκτη τιμής προς κέρδη (P/E), δηλαδή τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών, το κόστος του κεφαλαίου που εκφράζεται από τον συντελεστή προεξόφλησης και το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών (payout ratio). Ο Wilcox (1984) παρατήρησε ότι φθηνές μετοχές είναι εκείνες οι οποίες διακρίνονται από χαμηλούς δείκτες τιμής προς λογιστική αξία και από άνω του μετρίου αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων ταυτόχρονα. Ο Penman (1996) εντούτοις διαχώρισε το δείκτη τιμής προς κέρδη από το δείκτη τιμής προς λογιστική αξία όσον αφορά στη συσχέτισή τους με την απόδοση της καθαρής θέσης της επιχείρησης, σημειώνοντας ότι, ενώ οι δείκτες τιμής προς λογιστική αξία αυξάνονται καθώς αυξάνεται η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων, η συσχέτιση μεταξύ δεικτών τιμής προς κέρδη και απόδοσης της καθαρής θέσης είναι ασθενέστερη.

Ενώ οι κεφαλαιαγορές δίδουν μία εκτίμηση της αξίας μίας εταιρείας, οι λογιστές μπορεί να δώσουν μία πολύ διαφορετική αντίστοιχη εκτίμηση. Οι επενδυτές προσέχουν τον λόγο της τρέχουσας τιμής της μετοχής μίας εταιρείας προς την λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας ανά μετοχή, έτσι ώστε να ανακαλύψουν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες μετοχές (price/book value ratio). Αυτός ο λόγος μπορεί να διαφέρει κατά πολύ από κλάδο σε κλάδο της οικονομίας εξ αιτίας των διαφορών του δυναμικού ανάπτυξης και των ποιοτικών διαφορών από κλάδο σε κλάδο. Κατά την αποτίμηση εταιρειών, ως λογιστική αξία των εταιρειών εννοούμε

την λογιστική αξία του συνόλου του ενεργητικού ή του παθητικού. Για όσους πιστεύουν ότι η λογιστική αξία δεν είναι αρκούντως ενδεικτικό μέτρο της πραγματικής αξίας των στοιχείων του ενεργητικού ή του παθητικού, μία εναλλακτική είναι να θεωρήσουν το κόστος αντικατάστασης αυτών των στοιχείων. Ο λόγος της αξίας της εταιρείας προς το κόστος αντικατάστασης λέγεται Tobin's Q.

2.4.1.3 Δείκτες Πωλήσεων

Τα κέρδη και η λογιστική αξία είναι μεγέθη τα οποία επηρεάζονται από λογιστικές αρχές και λογιστικά πρότυπα. Μία προσέγγιση εναλλακτική η οποία δεν επηρεάζεται πολύ από την όποια λογιστική προσέγγιση, είναι να χρησιμοποιήσουμε τον λόγο της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας προς τα έσοδα από την κύρια δραστηριότητά της. Ο δείκτης αυτός μπορεί να τροποποιηθεί για εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται δημοσίως και αντί της χρηματιστηριακής αξίας να θεωρήσουμε το σύνολο της αγοραίας αξίας των στοιχείων του ενεργητικού που συμμετέχουν στην κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης.

Ας εξάγουμε τώρα το δείκτη τιμής της μετοχής προς έσοδα από πωλήσεις ανά μετοχή (P/S ratio, όπου P η τιμή της μετοχής και S τα έσοδα από πωλήσεις ανά μετοχή). Θα χρησιμοποιήσουμε πάλι το ίδιο υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων σταθερού ρυθμού ανάπτυξης που βλέπουμε στο (Σχήμα 4). Εάν ορίσουμε το περιθώριο κέρδους (PM, Profit Margin) ως το λόγο των κερδών ανά μετοχή προς τα έσοδα από πωλήσεις ανά μετοχή ($PM = E / S$, ή αλλιώς $E = PM * S$, όπου E είναι τα κέρδη ανά μετοχή, S τα έσοδα από πωλήσεις ανά μετοχή) τότε από το υπόδειγμα του (Σχήματος 4) ισοδυνάμως μεταβαίνουμε στο (Σχήμα 8), αντικαθιστώντας στην εξίσωση όπου E με $PM * S$. Εάν ακόμη διαιρέσουμε το κάθε σκέλος της εξίσωσης του (Σχήματος 8) με τα έσοδα από πωλήσεις S, τότε θα έχουμε την ισοδύναμη εξίσωση στο (Σχήμα 9).

$$\text{Σχήμα 8} \\ P_0 = \frac{b \cdot PM \cdot S \cdot (1+g)}{r - g}$$

$$\text{Σχήμα 9} \\ \frac{P_0}{S} = \frac{b \cdot PM \cdot (1+g)}{r - g}$$

Από το (Σχήμα 9) καθίσταται φανερό ότι ο λόγος της τιμής της μετοχής προς τα έσοδα από πωλήσεις είναι αύξουσα συνάρτηση του περιθωρίου κέρδους, του ποσοστού διανεμόμενων μερισμάτων (payout ratio) και του ρυθμού ανάπτυξης και φθίνουσα συνάρτηση της επικινδυνότητας της επιχείρησης.

Υπάρχουν κάποια πλεονεκτήματα στη χρήση δεικτών εσόδων από πωλήσεις έναντι των δεικτών λογιστικής αξίας και των δεικτών με βάση τα κέρδη, ένα από τα οποία είναι ότι καθίσταται πιο εφικτή η σύγκριση εταιρειών από χώρα σε χώρα, όπου εφαρμόζονται διαφορετικά λογιστικά συστήματα, χωρίς να επηρεάζεται η σύγκριση αυτή από τη χρήση διαφορετικών λογιστικών πρακτικών. Ένα ακόμη πλεονέκτημα της χρήσης των δεικτών πωλήσεων είναι ότι πρόκειται για δείκτες λιγότερο ευμετάβλητους από τους δείκτες κερδών και για το λόγο αυτό είναι πιο αξιόπιστοι για την αποτίμηση εταιρειών.

Η βασική παράμετρος που καθορίζει ένα δείκτη τιμής της μετοχής προς τα έσοδα από πωλήσεις ανά μετοχή είναι το περιθώριο κέρδους. Επιχειρήσεις οι οποίες δραστηριοποιούνται σε κλάδους της οικονομίας με υψηλά περιθώρια κέρδους μπορούν να αναμένουν ότι θα χαρακτηρίζονται από υψηλότερους δείκτες πωλήσεων. Μία μείωση στα περιθώρια κέρδους έχει διπλή αρνητική συνέπεια. Πρώτον, η μείωση του περιθωρίου κέρδους μειώνει απ'ευθείας το δείκτη πωλήσεων. Δευτερογενώς, το χαμηλότερο περιθώριο κέρδους μπορεί να οδηγήσει σε χαμηλότερη ανάπτυξη και επομένως σε χαμηλότερο δείκτη πωλήσεων.

Όσον αφορά στην ικανότητα αυτών των δεικτών να απεικονίζουν την πραγματική αξία των εταιρειών, οι Liu, Nissim και Thomas (2002) πήραν ένα δείγμα από 19.879 εταιρείες μεταξύ των ετών 1982 και 1999 και διεπίστωσαν ότι οι δείκτες

με βάση τα προβλεπόμενα κέρδη ανά μετοχή εξηγούσαν καλύτερα τις μεταβολές των τιμών των μετοχών από ότι, είτε οι δείκτες με βάση τις πωλήσεις και τις λειτουργικές ταμειακές ροές, είτε οι δείκτες με βάση τη λογιστική αξία και τα τρέχοντα κέρδη. Ας σημειωθεί εδώ ότι οι δείκτες με βάση τη λογιστική αξία και τα τρέχοντα κέρδη εφάνη ότι εξηγούσαν καλύτερα τις μεταβολές αυτές των τιμών των μετοχών από ότι οι δείκτες με βάση τις πωλήσεις. Οι Lie και Lie εξέτασαν δέκα διαφορετικούς δείκτες σε δείγμα 8.621 εταιρειών μεταξύ των ετών 1998 και 1999 και κατέληξαν στα ίδια συμπεράσματα.

2.4.2 Συγκρισιμότητα Επιχειρήσεων

Όταν χρησιμοποιούμε δείκτες προς εξαγωγή συμπερασμάτων, πρέπει να εξετάζουμε αυτούς τους δείκτες υπό συσχέτιση με δείκτες συγκρίσιμων εταιρειών για να μπορέσουμε να καθορίσουμε την αξία μίας εταιρείας. Σύμφωνα με τον Damodaran (2006), συγκρίσιμη εταιρεία με την αποτιμώμενη είναι μία εταιρεία που διακρίνεται από παρόμοιες ταμειακές ροές, παρόμοια δυναμική ανάπτυξης και η οποία αντιμετωπίζει παρόμοιους και σε παρόμοιο βαθμό κινδύνους. Ο Damodaran πιστεύει ότι οι παραμέτροι που επηρεάζουν τους δείκτες της εταιρείας δεν συσχετίζονται με τον κλάδο της οικονομίας στον οποίο ανήκει η εταιρεία. Κατ'αυτόν τον τρόπο, μία εταιρεία τηλεπικοινωνιών μπορεί να συγκριθεί με μία εταιρεία λογισμικού, εφόσον διακρίνονται από παρόμοιες ταμειακές ροές, παρόμοια δυναμική ανάπτυξης και αντιμετωπίζουν παρόμοιους και σε παρόμοιο βαθμό κινδύνους.

Οι περισσότεροι αναλυτές ορίζουν εντούτοις ως συγκρίσιμες επιχειρήσεις εκείνες που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο της οικονομίας. Εάν οι επιχειρήσεις του αυτού κλάδου είναι πολλές, τότε είναι δυνατόν να περιορίσουμε το υπό σύγκριση σύνολο θέτοντας και άλλα κριτήρια, όπως κριτήριο είναι το να έχουν οι επιχειρήσεις παρόμοιο μέγεθος. Ο Damodaran (2006) σχολιάζει εδώ ότι σε αυτήν την παραμετροποίηση ενυπάρχει η υπόθεση ότι εταιρείες του ίδιου κλάδου χαρακτηρίζονται από παρόμοιες ταμειακές ροές, παρόμοια δυναμική ανάπτυξης και παρόμοιο βαθμό κινδύνου. Συνεχίζει στο σχολιασμό του υποστηρίζοντας ότι αυτή η προσέγγιση είναι δύσκολο να εφαρμοσθεί όταν υπάρχουν λίγες επιχειρηματικές

μονάδες στον αυτό κλάδο και ότι είναι δύσκολο να θεωρήσουμε συγκρίσιμες επιχειρήσεις όσες δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο αλλά σε κάποια από τις βασικές παραμέτρους (ταμειακές ροές, δυναμικό ανάπτυξης, κίνδυνο) διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους.

Καθίσταται σαφές ότι συναντάμε αντίρροπες δυνάμεις: Ο ευρύς ορισμός ενός κλάδου της οικονομίας αυξάνει τις προς σύγκριση εταιρείες, αλλά συνεπιφέρει και μεγαλύτερη διαφοροποίηση μεταξύ των συγκρίσιμων εταιρειών. Οι Boatman και Baskin (1980) έλεγξαν την ακρίβεια των εκτιμήσεων που προκύπτουν από λόγους P/E με δείγμα τυχαίο σε σχέση με ένα μικρότερο δείγμα και παρόμοιο δυναμικό ανάπτυξης κερδών. Έπειτα από τον έλεγχο αυτό, οι ανωτέρω επιστήμονες έφθασαν στο συμπέρασμα ότι οι εκτιμήσεις με τη χρήση των P/E λόγων είναι λιγότερο ακριβείς από ότι οι εκτιμήσεις με ένα μικρότερο δείγμα και παρόμοιο δυναμικό ανάπτυξης κερδών ανάμεσα στις υπό σύγκριση εταιρείες.

2.4.3 Έλεγχος των διαφορών μεταξύ εταιρειών

Όσο εμπειριστατωμένος και εάν είναι ο κατάλογος των συγκρίσιμων εταιρειών τον οποίο θα καταρτίσουμε, πάντοτε αυτός ο κατάλογος θα περιέχει εταιρείες διαφορετικές από την εταιρεία την οποία θέλουμε να αποτιμήσουμε. Προχωρώντας σε μία αποτίμηση βάσει τρεχουσών αξιών, θα πρέπει να ελέγξουμε και ίσως να εξομαλύνουμε αυτές τις διαφορές.

Η σχετική αποτίμηση (relative valuation) έχει ως εκκίνηση δύο εκ των προτέρων υποθέσεις: τον δείκτη ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί στην ανάλυση και την ομάδα των συγκρίσιμων εταιρειών οι οποίες θα αναλυθούν. Πολύ συχνά, ο δείκτης υπολογίζεται για κάθε μία από τις συγκρίσιμες εταιρείες και ύστερα εξάγεται ο μέσος αυτός των δεικτών. Εδώ ανακύπτει ένα θέμα πώς θα υπολογισθεί καλύτερα αυτός ο μέσος. Οι Beatty, Riffe και Thompson (1999) εξέτασαν δείκτες λογιστικής αξίας, κερδών και στοιχείων ενεργητικού και συμπέραναν ότι ο αρμονικός μέσος δίνει τη δυνατότητα για καλύτερες αποτιμήσεις επιχειρήσεων από ότι ο αριθμητικός μέσος.

Αφού υπολογισθεί ο μέσος, η ανάλυση μετά αφορά στη σύγκριση του δείκτη της συγκεκριμένης εταιρείας με το μέσο (είτε αριθμητικό, είτε αρμονικό). Εάν διαπιστωθεί σημαντική διαφορά από το μέσο, τότε ο αναλυτής μπορεί να προχωρήσει σε υποκειμενική κρίση για το εάν η διαφορά αυτή εξηγείται από τα ιδιαίτερα

χαρακτηριστικά της εταιρείας προς αποτίμηση (κίνδυνο, ανάπτυξη, ταμειακές ροές). Εάν, κατά την κρίση του αναλυτή, η διαφορά αυτή δεν εξηγείται από τα βασικά ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της προς αποτίμηση εταιρείας, τότε η εταιρεία θεωρείται είτε υποτιμημένη (εάν ο δείκτης είναι χαμηλότερος από το μέσο), είτε υπερτιμημένη (εάν ο δείκτης είναι υψηλότερος από το μέσο). Η αδυναμία αυτής της προσέγγισης είναι ότι πολλές φορές οι υποκειμενικές αυτές εκτιμήσεις δεν βασίζονται σε πλήρως εμπεριστατωμένα στοιχεία. Ενίοτε, αυτές οι εκτιμήσεις εκφράζουν την προκατάληψη που τυχόν διακρίνει τον αναλυτή έναντι της αποτιμώμενης εταιρείας.

2.4.3.1 Προσαρμοσμένοι δείκτες

Με την προσέγγιση αυτή προσαρμόζουμε το δείκτη ούτως ώστε να λαμβάνουμε υπ' όψιν την πλέον σημαντική μεταβλητή που τον καθορίζει. Επί παραδείγματι, αναλυτές οι οποίοι συγκρίνουν δείκτες κερδών (P/E) μεταξύ εταιρειών με πολύ διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης κερδών, συχνά διαιρούν τους δείκτες κερδών με τους αντίστοιχους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών για να αποκομίσουν ένα δείκτη κερδών προσαρμοσμένο προς το ρυθμό ανάπτυξης αυτών των κερδών (PEG ratio). Αυτός ο δείκτης ύστερα αποτελεί αντικείμενο σύγκρισης μεταξύ εταιρειών με διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης για να βρεθούν υποτιμημένες ή υπερτιμημένες εταιρείες.

Προϋπάρχουν δύο υποθέσεις για να έχει νόημα αυτή η προσέγγιση. Η πρώτη υπόθεση είναι ότι οι εταιρείες προς σύγκριση είναι συγκρίσιμες ως προς όλα τα άλλα μέτρα αξίας εκτός της παραμέτρου την οποία ελέγξαμε ή απαλείψαμε. Στην περίπτωση του προσαρμοσμένου δείκτη κερδών-ανάπτυξης (PEG ratio), υποθέτουμε ότι όλες οι επιχειρήσεις που θα συγκρίνουμε βάσει αυτού του δείκτη ενέχουν τον ίδιο κίνδυνο. Εάν κάποιες από αυτές τις επιχειρήσεις είναι πιο επικίνδυνες από τις άλλες, τότε θα πρέπει να διακρίνονται από χαμηλότερους δείκτες ρυθμού ανάπτυξης κερδών (PEG ratios).

Η δεύτερη υπόθεση στην οποία έχουμε προβεί, είναι ότι η σχέση μεταξύ δείκτη και θεμελιωδών μεγεθών είναι γραμμική. Πάλι στην περίπτωση του δείκτη κερδών-ανάπτυξης (PEG ratio), υποθέτουμε ότι εφόσον ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών διπλασιάζεται, τότε θα διπλασιάζεται και ο δείκτης κερδών (P/E ratio). Εάν αυτή η υπόθεση δεν ισχύει και οι δείκτες κερδών (P/E ratio) δεν αυξάνονται ανάλογα με το

ρυθμό ανάπτυξης των κερδών, τότε επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης κερδών θα φαίνονται φθηνές βάσει του δείκτη κερδών-ανάπτυξης (PEG ratio).

2.4.3.2 Στατιστικές τεχνικές

Υπάρχουν τεχνικές βάσει στατιστικής ανάλυσης οι οποίες δύνανται να εξηγήσουν τις διαφορές μεταξύ των εταιρειών προς σύγκριση όταν οι σχέσεις ανάμεσα στους δείκτες και τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη των εταιρειών γίνονται πολύπλοκες.

Με τη στατιστική τεχνική της παλινδρόμησης προσπαθούμε να εξηγήσουμε μία εξαρτημένη μεταβλητή χρησιμοποιώντας ανεξάρτητες μεταβλητές οι οποίες πιστεύουμε ότι επηρεάζουν την ανεξάρτητη μεταβλητή.

Έχοντας εξηγήσει συγκεκριμένες θεωρούμενες ανεξάρτητες μεταβλητές (όπως ο ρυθμός ανάπτυξης κερδών και το ποσοστό διανεμόμενων κερδών (payout ratio), ωφέλιμο είναι να εξηγήσουμε και ανεξάρτητες μεταβλητές και μεγέθη, όπως είναι ο συντελεστής βήτα (β) μίας μετοχής.

Ο συντελεστής βήτα είναι ο πλέον απλός τρόπος προσέγγισης του συστηματικού κινδύνου μίας μετοχής εντός μίας περιορισμένης αγοράς. Ο συντελεστής αυτός είναι το μέτρο της σχετικής επικινδυνότητας της μετοχής ως προς το σύνολο της συγκεκριμένης αγοράς. Υποθέτουμε ότι η αγορά προσεγγίζεται από ένα Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αξιών. Ο Δείκτης έχει εξ ορισμού συντελεστή βήτα ίσο με τη μονάδα. Όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του συντελεστή βήτα μίας μετοχής, τόσο πιο επικίνδυνη είναι η μετοχή αυτή. Εάν μία μετοχή έχει συντελεστή βήτα ίσο με 1,2, τότε μία αύξηση του Γενικού Δείκτη κατά 10% θα οδηγήσει σε, κατά μέσο όρο εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου, αύξηση της τιμής της μετοχής κατά 12%.

Ο Damodaran (1996,2002) χρησιμοποίησε ένα μεγάλο δείγμα μετοχών και ανέλυσε αρκετούς δείκτες. Παρακάτω παρουσιάζεται μία περίληψη των πορισμάτων του για τους δείκτες κερδών (P/E ratios) στις Ηνωμένες Πολιτείες για τα έτη από το 1987 έως και το 1991.

Δείκτες P/E - Ηνωμένες Πολιτείες 1987-1991 (Πίνακας 1)

Έτος	Παλινδρόμηση	R ²
1987	$P/E = 7,1839 + 13,05b - 0,6259\beta + 6,5659g$	0,9287
1988	$P/E = 2,5848 + 29,91b - 4,5157\beta + 19,9143g$	0,9465
1989	$P/E = 4,6122 + 59,74b - 0,7546\beta + 9,0072g$	0,5613
1990	$P/E = 3,5955 + 10,88b - 0,2801\beta + 5,4573g$	0,3497
1991	$P/E = 2,7711 + 22,89b - 0,1326\beta + 13,8653g$	0,3217

όπου,

P/E = Δείκτης τιμής ανά μετοχή προς τα κέρδη ανά μετοχή

b = Ποσοστό διανεμόμενων κερδών στην αρχή του έτους (payout ratio)

β = Συντελεστής βήτα της μετοχής

g = Ρυθμός ανάπτυξης των κερδών

Πηγή, Damodaran, *Valuation Approaches and Metrics: A Survey of Theory and Evidence*, 2006, σελ.72

Οι παλινδρομήσεις προσφέρουν τρία πλεονεκτήματα εν σχέσει με την προσέγγιση των υποκειμενικών προσαρμογών την οποία προαναφέραμε. Πρώτον, το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης μας δείχνει πόσο ισχυρή είναι η συσχέτιση μεταξύ του δείκτη και της ανεξάρτητης μεταβλητής. Λόγου χάριν, υποθέτοντας ότι επιχειρήσεις υψηλού ρυθμού ανάπτυξης διακρίνονται από υψηλότερους δείκτες P/E, από τις προαναφερθείσες παλινδρομήσεις φαίνεται ότι το 1987 η συσχέτιση αυτή ήταν θετική με συντελεστή του g στο 6,5659. Αυτό σημαίνει ότι το 1987 εάν $g = 1$ τότε αυτό συνεισφέρει στο δείκτη P/E 6,5659 μονάδες.

Δεύτερο πλεονέκτημα της παλινδρόμησης έναντι της τεχνικής των προσαρμοσμένων δεικτών είναι ότι επιτρέπει να ελέγξουμε ταυτοχρόνως περισσότερες από μία μεταβλητές, όπως επίσης να ελέγξουμε τις τυχόν αλληλεπιδράσεις μεταξύ αυτών των ανεξάρτητων μεταβλητών.

Αναφορικά με το δείγμα των επιχειρήσεων οι οποίες μπορούν να ληφθούν υπ' όψιν σε μία παλινδρόμηση, ο Damodaran (1996) υποστηρίζει ότι εάν ερευνούμε ένα συγκεκριμένο κλάδο της οικονομίας για συγκρίσιμες επιχειρήσεις και εάν ο κλάδος αυτός έχει λίγες επιχειρήσεις, τότε το δείγμα μας αναγκαστικά καθίσταται μικρό. Εάν το δείγμα είναι μικρό, τότε η παλινδρόμηση μπορεί να μην είναι ακριβής. Για να αποφύγουμε κάτι τέτοιο, ωφέλιμο είναι να μην περιορίζουμε την έρευνά μας για συγκρίσιμες εταιρείες μόνο εντός ενός συγκεκριμένου κλάδου της οικονομίας. Ως συγκρίσιμες εταιρείες μπορούμε να θεωρήσουμε εταιρείες οι οποίες διακρίνονται από παρόμοιο κίνδυνο, παρόμοιο ρυθμό ανάπτυξης και παρόμοιες ταμειακές ροές.

Αξίζει εδώ να σημειώσουμε ότι όντως η τεχνική της παλινδρόμησης δίνει εκτιμήσεις οι οποίες είναι δυνατόν να περιέχουν σφάλματα. Εντούτοις, αυτά τα σφάλματα αντικατοπτρίζουν την πραγματικότητα.

(Πίνακας 2) Θεμελιώδη μεγέθη που επηρεάζουν τους δείκτες

Δείκτης	Παράμετροι Επηρεασμού του Δείκτη
Τιμή/Κέρδη	Αναμενόμενη Ανάπτυξη, Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών, Κίνδυνος
Τιμή/Λογιστ.Αξία	Αναμενόμενη Ανάπτυξη, Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών, Κίνδυνος, Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων
Τιμή/Πωλήσεις	Αναμενόμενη Ανάπτυξη, Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών, Κίνδυνος, Περιθώριο Κέρδους

Πηγή: Damodaran, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of Theory and Evidence, 2006, σελ70

Ειδικότερα δεν πρέπει να μας διαφεύγει ότι στην περίπτωση της παλινδρόμησης η κατανομή των δεικτών δεν είναι κανονική, καθώς οι δείκτες παίρνουν οπωσδήποτε τιμές άνω του μηδενός και από την άλλη μπορούν να παίρνουν πολύ μεγάλες θετικές τιμές. Όταν το δείγμα των συγκρίσιμων εταιρειών είναι μικρό, η ασυμμετρία της κατανομής των δεικτών μπορεί να μεγεθυνθεί από την παρουσία έστω και λίγων εταιρειών με δείκτες στα άκρα της κατανομής.

Επιπλέον, η παλινδρόμηση των δεικτών διακρίνεται από υψηλό βαθμό αυτοσυσχέτισης των θεωρούμενων ανεξάρτητων μεταβλητών. Για να αποκομίσουμε τη μέγιστη πληροφόρηση από την παλινδρόμηση χρειάζεται μεταβλητές όπως ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών και ο κίνδυνος να είναι πράγματι ανεξάρτητες μεταξύ τους. Εμείς όμως γνωρίζουμε εκ των προτέρων εμπειρικά ότι επιχειρήσεις με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης των κερδών χαρακτηρίζονται συνήθως από υψηλό κίνδυνο. Αυτή η αντίφαση σημαίνει ότι σχέση μεταξύ δείκτη και ανεξάρτητων μεταβλητών δεν μπορεί να εξηγηθεί πλήρως αφού η αυτοσυσχέτιση των ανεξάρτητων μεταβλητών επηρεάζει και διαστρεβλώνει το αποτέλεσμα της παλινδρόμησης.

Ας αναφέρουμε επίσης ότι μία παλινδρόμηση των δεικτών η οποία προσπαθεί να εξηγήσει τις διαφορές μεταξύ των εταιρειών, χάνει τη χρησιμότητά της όσο περνάει ο χρόνος. Καθώς μία τέτοια παλινδρόμηση βασίζεται σε παρατηρήσεις της αγοράς σε ένα συγκεκριμένο χρονικό σημείο, από τη στιγμή που η αγορά μεταβάλλεται συνεχώς και άρδην, συνεπώς μία παλινδρόμηση των δεικτών κερδών

έναντι του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών στις αρχές του 2008 μπορεί να μην είναι πολύ χρήσιμη για να αποτιμήσουμε μία εταιρεία στις αρχές του 2009.

2.5 Αποτίμηση με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία

Η διαφορά ανάμεσα στην αξία του προϊόντος της επιχείρησης και στην αξία των χρησιμοποιούμενων πόρων, είναι η δημιουργούμενη από την επιχείρηση προστιθέμενη αξία. Δηλαδή η οικονομική προστιθέμενη αξία (Economic Value Added, EVA) ισούται με τα έσοδα από πωλήσεις μείον το κόστος χρήσης των πόρων. Σημειώνεται ότι στο κόστος χρήσης των πόρων συμπεριλαμβάνεται και το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης.

Λέγοντας κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι της επιχείρησης, εννοούμε το κόστος που αναλαμβάνουν οι μέτοχοι επενδύοντας τα κεφάλαιά τους στη συγκεκριμένη επιχείρηση και όχι σε μία εναλλακτική επένδυση η οποία επιφέρει απόδοση. Το κόστος αυτό ευκαιρίας σχετίζεται άμεσα με την απαιτούμενη από τους μετόχους απόδοση των κεφαλαίων. Η απαιτούμενη απόδοση ορίζεται από την απόδοση που θα ελάμβαναν τα κεφάλαια αυτά σε εναλλακτικές τοποθετήσεις στην αγορά, συν την υπερβάλλουσα αμοιβή του κεφαλαίου για τη συγκεκριμένη επιχείρηση, αμοιβή που προκύπτει λόγω του κινδύνου της συγκεκριμένης επιχείρησης και λόγω του κόστους χρήσης των πόρων της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Η οικονομική αυτή αντιμετώπιση του κόστους έρχεται σε ευθεία αντίθεση με το λογιστικό κόστος, στο οποίο αγνοείται τελείως το κόστος ευκαιρίας των μετόχων. Συνέπεια της διαφορετικής αντιμετώπισης του κόστους είναι να διαφοροποιείται και η απόδοση της επιχείρησης στην παραγωγή αξίας. Εάν μία εταιρεία παράγει λογιστικά κέρδη αλλά αποδίδει στους μετόχους λιγότερο πλούτο από ότι θα ελάμβαναν από ότι θα ελάμβαναν σε μία άλλη επένδυση ισοδύναμου κινδύνου, οι μέτοχοι δεν λαμβάνουν προστιθέμενη αξία αλλά αντιθέτως, η επιχείρηση όπου έχουν επενδύσει καταστρέφει τον πλούτο τους, τους αφαιρεί αξία από την περιουσία τους.

2.5.1 Προστιθέμενη τρέχουσα αξία

Ο πλούτος των μετόχων μεγιστοποιείται με το να μεγιστοποιείται η διαφορά μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης και της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου. Ο δείκτης της τρέχουσας προστιθέμενης αξίας (market value added, MVA) ισούται ακριβώς με αυτήν τη διαφορά:

$$\text{Προστιθέμενη τρέχουσα αξία} = \text{Χρηματιστηριακή αξία μετοχικού κεφαλαίου} - \text{Λογιστική αξία μετοχικού κεφαλαίου}$$

Λόγου χάριν, η Coca-cola στις αρχές του 2000 είχε χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση \$139 δις, ενώ τα κεφάλαια που είχαν επενδύσει οι μέτοχοι ήταν \$9,5 δις, όπως απεικονίζονται στο ενεργητικό (συμπεριλαμβανομένων των παρακρατηθέντων κερδών). Συνεπώς, η αγοραία προστιθέμενη αξία της Coca-cola ήταν $139 - 9,5 = \$129,5$ δις. Αυτά τα \$129,5 δις είναι η διαφορά μεταξύ των χρημάτων τα οποία επένδυσαν οι μέτοχοι της Coca-cola από την ίδρυσή της έως το 2000 και των μετρητών που θα μπορούσαν να αποκτήσουν εάν πωλούσαν τις μετοχές τους, εάν πωλούσαν δηλαδή την εταιρεία. Όσο υψηλότερη η προστιθέμενη αξία, τόσο μεγαλύτερη αξία έχει η επιχείρηση.

Βεβαίως, ο δείκτης αυτός παρουσιάζει συγκεκριμένα μειονεκτήματα. Πρώτον, επειδή εξαρτάται από την τιμή της μετοχής, δεν υπολογίζεται εύκολα για μη εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες ή για επί μέρους επενδύσεις-στοιχεία του ενεργητικού. Επίσης, σε περιόδους γενικότερης χρηματιστηριακής ανόδου, είναι δυνατόν να εμφανίζεται αυξημένη χρηματιστηριακή αξία για συγκεκριμένη επιχείρηση, η οποία να μην οφείλεται όμως στην ικανότητα της διοίκησης της επιχείρησης αλλά στο κλίμα ανόδου του χρηματιστηρίου. Δεύτερο μειονέκτημα του δείκτη αγοραίας προστιθέμενης αξίας είναι ότι αναφέρεται σε παρελθούσες περιόδους και ενσωματώνει τις αποδόσεις διαφορετικών διοικήσεων.

2.5.2 Υποδείγματα Υπερβάλλουσας Απόδοσης

Έστω δύο επιχειρήσεις A και B, με το ίδιο ύψος ιδίων κεφαλαίων και την ίδια χρηματιστηριακή αξία. Η επιχείρηση A έχει δώσει για κάθε χρόνο της παρελθούσας δεκαετίας μέρισμα €0,5 ανά μετοχή, ενώ η B έχει δώσει μέρισμα €0,2 ανά μετοχή για το ίδιο χρονικό διάστημα. Προφανώς, οι δύο αυτές επιχειρήσεις δεν έχουν παράξει

την ίδια αξία για τους μετόχους τους, όμως ο δείκτης της προστιθέμενης αγοραίας αξίας δεν μπορεί να συλλάβει και να αποδώσει τη σημαντική αυτή διαφορά.

Οι Young και O'Byrne (2000) εισήγαγαν την προσέγγιση της υπερβάλλουσας απόδοσης (excess return) σύμφωνα με την οποία:

Αξία Επιχείρησης = Υφιστάμενος Πλούτος + Αναμενόμενος Πλούτος = Υφιστάμενο Επενδεδυμένο Κεφάλαιο + Παρούσα Αξία Υπερβάλλουσας Απόδοσης Αναμενόμενων Ταμειακών Ροών

και ομοίως,

Υπερβάλλουσα Απόδοση = Υφιστάμενος Πλούτος - Αναμενόμενος Πλούτος

Η απαιτούμενη απόδοση του κεφαλαίου η οποία ενσωματώνει τον κίνδυνο και ορίζεται από το κόστος κεφαλαίου θεωρείται κανονική ταμειακή ροή, ενώ οποιεσδήποτε ταμειακές ροές άνω ή κάτω του ποσού αυτής της κανονικής ταμειακής ροής θεωρούνται υπερβάλλουσες ταμειακές ροές. Επομένως, οι υπερβάλλουσες αποδόσεις μπορεί να είναι είτε αρνητικές είτε θετικές. Ο δείκτης αυτός ενσωματώνει το κόστος κεφαλαίου στην επένδυση που έχουν πραγματοποιήσει οι μέτοχοι και λαμβάνει υπ' όψιν της τις ταμειακές εισροές (με τη μορφή της πληρωμής μερισμάτων ή και της επαναγοράς μετοχών) και τις ταμειακές εκροές (με τη μορφή καταβολής μετρητών σε περιπτώσεις αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου), εισροές και εκροές προς και από τους μετόχους. Με άλλα λόγια, ο δείκτης αυτός εκφράζει την απαίτηση η επιχείρηση να αποφέρει απόδοση στους μετόχους τουλάχιστον ίση με το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου τους, λαμβάνοντας όμως υπ' όψιν και τις χρηματικές εισροές ή εκροές τις οποίες είχαν στην παρελθούσα περίοδο οι μέτοχοι.

Με την υπόθεση ότι η λογιστική αξία του μετοχικού κεφαλαίου είναι μία ικανοποιητικά ακριβής απεικόνιση του επενδεδυμένου κεφαλαίου σε τρέχουσα φάση, η προσέγγιση αυτή υπονοεί ότι επιχειρήσεις οι οποίες διακρίνονται από θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις θα διακρίνονται και από αγοραία αξία μεγαλύτερη της λογιστικής τους αξίας και ότι το αντίθετο θα συμβαίνει για επιχειρήσεις με αρνητικές υπερβάλλουσες αποδόσεις. Στο υπόδειγμα της υπερβάλλουσας απόδοσης υπονοείται ότι τα κέρδη και οι ταμειακές ροές έχουν αξία μόνο όταν συνοδεύονται από θετικές υπερβάλλουσες αποδόσεις, δηλαδή αποδόσεις επί του κεφαλαίου οι οποίες είναι μεγαλύτερες του κόστους κεφαλαίου. Από τη θεώρηση αυτή προκύπτει η αξία της επιχείρησης ως συνάρτηση της αναμενόμενης υπερβάλλουσας απόδοσης.

2.5.3 Οικονομική Προστιθέμενη Αξία

Αν και υπάρχουν πολλές εκδοχές του προαναφερθέντος υποδείγματος υπερβάλλουσας απόδοσης, θα ασχοληθούμε με την ευρέως χρησιμοποιούμενη εκδοχή της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added, EVA). Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι ένα μέτρο του πλεονάσματος αξίας που δημιουργείται από μία επένδυση ή από ένα χαρτοφυλάκιο επενδύσεων. Ισχύει ότι:

*Οικονομική προστιθέμενη αξία = Επενδεδυμένο Κεφάλαιο * (Απόδοση Επενδεδυμένου Κεφαλαίου – Κόστος Κεφαλαίου) = Επενδεδυμένο Κεφάλαιο * (Εισόδημα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης μετά φόρων – Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου) (Εξίσωση 1)*

όπου, ως επενδεδυμένο κεφάλαιο εννοούμε το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων με τα οποία η επιχείρηση χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της. Με άλλα λόγια, ως επενδεδυμένο κεφάλαιο θεωρούμε το μετοχικό κεφάλαιο και το μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Τα μεγέθη αυτά τα θεωρούμε στη λογιστική τους αξία. Ας σημειωθεί επίσης ότι τα μεγέθη αυτά φέρουν τόκο.

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα που ορίζει την οικονομική προστιθέμενη αξία. Για να βρούμε το συνολικό κόστος κεφαλαίου μίας εταιρείας, πρώτα αναγνωρίζουμε και κατόπιν καθορίζουμε το κόστος καθενός συστατικού του συνολικού κόστους και έπειτα συνθέτουμε τα επί μέρους συστατικά σχηματίζοντας το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Με τον όρο κεφάλαιο εννοούμε τις πηγές χρηματοδότησης των στοιχείων ενεργητικού και των λειτουργιών της εταιρείας. Οι πωλήσεις, από τις οποίες προέρχονται τα κέρδη, δεν είναι δυνατές χωρίς τα στοιχεία ενεργητικού που παρατίθενται στο αριστερό μέρος του ισολογισμού και αυτά τα στοιχεία χρηματοδοτούνται από πηγές που παρατίθενται στο δεξιό μέρος του ισολογισμού. Συνεπώς, το κεφάλαιο συνιστά ολόκληρο το δεξιό μέρος του ισολογισμού, συμπεριλαμβάνοντας το μετοχικό κεφάλαιο, αλλά και τον μακροπρόθεσμο και τον βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου αποδίδει το κόστος κεφαλαίου ως το κόστος κάθε συστατικού του κεφαλαίου, σταθμισμένου με τη σχετική αγοραία αξία του.

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου = $K_{IK} * (IK / (IK + \Xi K)) + K_{\Xi K} * (\Xi K / (IK + \Xi K))$
όπου, K_{IK} = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων,

$K_{\Xi K}$ = Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

IK = Ίδια Κεφάλαια

ΞK = Ξένα Κεφάλαια

Αναλυτικότερα θα μιλήσουμε για το κόστος κεφαλαίου στο αντίστοιχο ειδικό κεφάλαιο που έπεται. Αξίζει μόνο να σημειωθεί εδώ για το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου ότι πρέπει να είναι μέτρο του πόσο θα κόστιζε να έβγαινε κάποιος στην αγορά για να αποκτήσει τα κεφάλαια που είναι απαραίτητα *σήμερα, σε τρέχοντα χρόνο* για να χρηματοδοτήσει την προς αποτίμηση επιχείρηση. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι ο αριθμητικός μέσος σταθμικός του κόστους του κάθε καινούριου ευρώ που χρηματοδοτεί την επιχείρηση *σήμερα, σε τρέχοντα χρόνο*.

Άρα, το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου δεν είναι το μέσο κόστος όλων των ευρώ που έχουν χρηματοδοτήσει την επιχείρηση κατά το παρελθόν, ούτε είναι το μέσο κόστος όλων των ευρώ που θα χρηματοδοτήσουν την επιχείρηση κατά το επόμενο έτος, φερ'επειν. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου οι επιθυμητές αξίες (target values) για τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια οι οποίες θα αντικατοπτρίζουν την επιθυμητή συμμετοχή του κάθε συστατικού στο κεφάλαιο της εταιρείας. Τουλάχιστον, αν όχι επιθυμητές αξίες, έστω αγοραίες αξίες (market values) απαιτούνται για τα προαναφερθέντα μεγέθη, αξίες που φανερώνουν δηλαδή τι επικρατεί στην αγορά τη δεδομένη χρονική στιγμή.

Επιστρέφοντας στην έννοια της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, ας αναφέρουμε ότι το μέγεθος αυτό σχετίζεται με τον κανόνα της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value, NPV). Η Καθαρή Παρούσα Αξία μίας επιχείρησης ή ενός στοιχείου του ενεργητικού είναι η παρούσα αξία της οικονομικής προστιθέμενης αξίας που πηγάζει από την επιχείρηση ή από το στοιχείο του ενεργητικού στο πέρασμα του χρόνου (Σχήμα 10).

Σχήμα 10

$$NPV = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{EVA_t}{(1+k_c)^t} \quad \begin{array}{l} n \text{ \u0395\u03c4\u03b7} \\ k_c = \text{\u039a\u0391\u03a3\u03a9\u03a3 \u039a\u0395\u03a6\u0391\u039b\u0391\u0399\u03a9} \end{array}$$

Ακόμη, μπορούμε να θεωρήσουμε την επιχείρηση ως το σύνολο της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που έχει σε τρέχουσα φάση συν την αναμενόμενη αξία που θα προέλθει από μελλοντική ανάπτυξη. Με άλλον τρόπο, μπορούμε να προσεγγίσουμε την αξία της επιχείρησης ως το άθροισμα τριών συστατικών: του επενδεδυμένου κεφαλαίου, της παρούσας αξίας της οικονομικής προστιθέμενης αξίας που προέρχεται από τα υφιστάμενα περιουσιακά στοιχεία και της αναμενόμενης παρούσας αξίας της οικονομικής προστιθέμενης αξίας που προέρχεται από περιουσιακά στοιχεία που θα προστεθούν στο μέλλον.

Πρέπει να τονίσουμε εδώ ότι από την (*Εξίσωση 1*) φαίνεται πως μία επιχείρηση παράγει αξία (έχει δηλαδή θετική οικονομική προστιθέμενη αξία) όταν το εισόδημα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης μετά φόρων είναι μεγαλύτερο από το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Εάν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από το εισόδημα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης μετά φόρων, οποιεσδήποτε νέες επενδύσεις (με ίδια οριακή απόδοση επενδεδυμένου κεφαλαίου) θα επιφέρουν επιπλέον μείωση αξίας για την επιχείρηση.

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

είναι το κόστος ευκαιρίας των μετόχων. Αντιθέτως, το λογιστικό κέρδος προσδιορίζεται χωρίς να υπολογίζεται χρέωση για τα απασχολούμενα ίδια κεφάλαια. Με αυτόν τον τρόπο είναι πιθανό η επιχείρηση να παράγει θετικά κέρδη και ταυτοχρόνως να καταστρέφει την αξία για τους μετόχους, εάν όπως αναφέρθηκε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από το εισόδημα από την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης μετά φόρων. Έτσι λοιπόν, ο πλέον σημαντικός παράγοντας διαφοροποίησης μεταξύ οικονομικής προστιθέμενης αξίας και λογιστικών κερδών είναι ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων αφαιρείται κατά τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

3.1 Εισαγωγή

Από χρηματοοικονομικής άποψης το κεφάλαιο είναι εκείνη η δεξαμενή από την οποία πρέπει να χρηματοδοτούνται – τουλάχιστον αυτό συμβαίνει σε υγιείς επιχειρήσεις- τα χαμηλής κυκλοφοριακής ταχύτητας στοιχεία ενεργητικού μίας εταιρείας. Τα συστατικά του κεφαλαίου είναι οι υποχρεώσεις της εταιρείας προς τους ιδιοκτήτες της, δηλαδή το μετοχικό κεφάλαιο, οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς τρίτους οι οποίοι δεν μετέχουν της εταιρείας, καθώς και τα αποθεματικά της εταιρείας.

Το κόστος αναφέρεται στο κόστος όλων των νέων κεφαλαίων που αντλούνται από μία επιχείρηση. Κάθε συστατικό της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης έχει ένα ορισμένο κόστος. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών μαζί αποτελεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης ή απλώς το κόστος κεφαλαίου.

Οι αποσβέσεις παρ'όλο που αποτελούν σημαντική πηγή μόνιμης χρηματοδότησης, δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου. Αυτό συμβαίνει διότι, καθώς τα κεφάλαια έχουν ήδη εισρεύσει στην εταιρεία είτε ως ξένα κεφάλαια, είτε ως ίδια κεφάλαια, το σχετικό κόστος έχει ήδη πραγματοποιηθεί πριν να συσσωρευθούν οι αποσβέσεις. Αναφερόμαστε στην ταμειακή βάση της λογιστικής (εισροή κεφαλαίων) έναντι της δεδουλευμένης βάσης της λογιστικής (διενέργεια αποσβέσεων).

Από τη στιγμή που η έννοια του κόστους κεφαλαίου χρησιμοποιείται στη λήψη μακροπρόθεσμων επενδυτικών αποφάσεων, η ανάλυσή μας θα επικεντρωθεί σε εκείνα τα συστατικά του κόστους κεφαλαίου τα οποία αποσκοπούν στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Ως παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε τους «Λογαριασμούς πληρωτέους». Οι πληρωτέοι λογαριασμοί δημιουργούνται λόγω της κύριας, οργανικής δραστηριότητας της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι εάν οι πωλήσεις αυξηθούν τότε θα αυξηθεί και το ύψος των πληρωτέων λογαριασμών, ως συνέπεια της προσπάθειας της εταιρείας να πουλήσει. Το χρηματικό ποσό της αύξησης των πληρωτέων λογαριασμών το οποίο προκύπτει από αύξηση του κύκλου εργασιών πρέπει να αφαιρείται από το χρηματικό ποσό το οποίο σε άλλη περίπτωση θα ήταν απαραίτητο για να χρηματοδοτήσει την επιχείρηση.

Υπάρχει και η περίπτωση των πληρωτέων γραμματίων, λόγου χάριν, λογαριασμών δηλαδή οι οποίοι δεν αυξάνονται οπωσδήποτε με την αύξηση του κύκλου εργασιών. Το ζήτημα είναι εάν ο βραχυπρόθεσμος αυτός τρόπος δανεισμού χρησιμοποιείται για να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες επενδύσεις. Σε εύρυθμα οργανωμένες επιχειρήσεις, αυτή η χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων με βραχυπρόθεσμο δανεισμό, αποφεύγεται. Με αυτήν την έννοια, τοκοφόρες υποχρεώσεις οι οποίες πρέπει να χρηματοδοτούν βραχυπρόθεσμες ανάγκες της επιχείρησης δεν συνυπολογίζονται στο κόστος του κεφαλαίου, εκτός εάν ορίζεται διαφορετικά κατά περίπτωση.

Εδώ πρέπει να σημειώσουμε ότι η μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση της επιχείρησης, η οποία είναι η γενεσιουργός αιτία του κόστους κεφαλαίου, σχετίζεται με νέα κεφάλαια σε τρέχοντα χρόνο. Άρα, κόστη σχετικά με τη μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μίας εταιρείας δεν είναι τα ιστορικά κόστη που έχουν βαρύνει την εταιρεία σε παρελθόντα χρόνο, αλλά τα κόστη των νέων κεφαλαίων που πρέπει να αντληθούν κατά την περίοδο του προγραμματισμού/προϋπολογισμού.

Κάθε επιχείρηση οφείλει να πραγματοποιεί κέρδη ικανά να καλύψουν το κόστος των ξένων και των ιδίων κεφαλαίων. Όλοι όσοι έχουν συμμετάσχει και συνδράμει στα μέσα χρηματοδότησης μίας επιχείρησης προσδοκούν να εισπράξουν μία ορισμένη αμοιβή για τη συμμετοχή τους στην επιχείρηση. Επί παραδείγματι, εάν οι δανειστές δεν εισπράξουν τους τόκους τους, η επιχείρηση μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση.

Με αυτήν την έννοια, το κόστος κεφαλαίου μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι η ελάχιστη απόδοση η οποία προκύπτει από τη συνήθη δραστηριότητα της επιχείρησης και είναι απαιτούμενη από όσους συμμετέχουν στις πηγές χρηματοδότησης της εταιρείας (ίδια και ξένα κεφάλαια) έτσι ώστε να συνεχίσουν να συμμετέχουν.

Η απαιτούμενη απόδοση βασίζεται στη έννοια του κόστους ευκαιρίας. Συγκεκριμένα, η συμμετοχή στην επιχείρηση σημαίνει ότι οι επενδυτές θυσιάζουν την απόδοση η οποία προκύπτει από την αμέσως μετά την επιχείρηση καλύτερη εναλλακτική επένδυση. Η απωλεσθείσα απόδοση είναι το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής στην επιχείρηση και, κατά συνέπεια, η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές.

Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε ότι οι ορθολογικοί επενδυτές, εκτός του ότι επιδιώκουν τη μεγιστοποίηση της απόδοσης την οποία λαμβάνουν από τις επενδύσεις

τους, επιπροσθέτως έχουν επίγνωση της συνθήκης η οποία συσχετίζει αρνητικά τον κίνδυνο και την απόδοση: Σε καταστάσεις μεγάλης μεταβλητότητας η αγορά αποδίδει μεγαλύτερες αμοιβές από ότι σε καταστάσεις μικρότερης μεταβλητότητας. Αυτό σημαίνει ότι η απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση, το κόστος κεφαλαίου δηλαδή, πρέπει να καθορίζεται για ένα συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου.

Ως κίνδυνο μπορούμε να ορίσουμε το βαθμό μεταβλητότητας των αποδόσεων μίας συγκεκριμένης επένδυσης, εάν ορίσουμε τις αποδόσεις ως στοιχεία μίας χρονοσειράς. Από εκεί και πέρα είναι απαραίτητο να χρησιμοποιούμε ένα μέτρο του κινδύνου το οποίο να είναι διαχρονικό και καθολικά αποδεκτό. Θα πρέπει να έχουμε υπ' όψιν μας επίσης ότι άλλα είδη κινδύνου αμείβονται και άλλα όχι. Επί παραδείγματι, ο κίνδυνος ο οποίος οφείλεται στη μεταβλητότητα της συνολικής αγοράς και όποιος θεωρητικά ελαχιστοποιείται μέσα από τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (συστηματικός κίνδυνος), δεν αμείβεται. Επιπροσθέτως, είναι αναγκαίο να προτυποποιούμε τα μέτρα του κινδύνου και να μετατρέπουμε αυτά τα μέτρα του κινδύνου σε μέτρα αναμενόμενης απόδοσης.

Όσον αφορά δε στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου, πρέπει να έχουμε πάντοτε υπ' όψιν μας την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας. Όταν λέμε κεφαλαιακή διάρθρωση εννοούμε το ποσοστό συμμετοχής του καθενός συστατικού του κεφαλαίου στο συνολικό υπόλοιπο του κεφαλαίου.

3.2 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων (ή αλλιώς το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου ή το κόστος της καθαρής περιουσίας) είναι το επιτόκιο, ο συντελεστής απόδοσης τον οποίο απαιτούν οι επενδυτές για να πραγματοποιήσουν επένδυση στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Υπάρχουν δύο προσεγγίσεις για την εκτίμηση του κόστους του κεφαλαίου: Η πρώτη συνίσταται στη χρήση ενός υποδείγματος κινδύνου-απόδοσης και η δεύτερη συνίσταται στην εφαρμογή ενός υποδείγματος αύξησης των μερισμάτων.

Υποδείγματα Κινδύνου-Απόδοσης

3.2.1 Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων βασίζεται στην παραδοχή ότι οι αποκλίσεις στις ιστορικές αποδόσεις είναι το κατάλληλο μέτρο για τον κίνδυνο. Εντούτοις, δεν πρέπει να λησμονούμε ότι αμείβεται μόνο ο αναλαμβανόμενος

κίνδυνος ο οποίος δεν είναι δυνατόν να μετριασθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου ανάμεσα σε διαφορετικές επενδύσεις. Το υπόδειγμα αυτό μετράει το μέγεθος των αποκλίσεων που αφορούν σε χαρτοφυλάκια επενδύσεων που δεν δύνανται να διαφοροποιηθούν. Για τη μέτρηση του μεγέθους των αποκλίσεων χρησιμοποιείται ο συντελεστής β . Επίσης, γίνεται συσχέτιση του συντελεστή β με τις αναμενόμενες αποδόσεις.

Σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων το κόστος ιδίων κεφαλαίων ισούται με το επιτόκιο άνευ κινδύνου συν την αμοιβή του κινδύνου. Η αμοιβή του κινδύνου συσχετίζεται θετικά και με το συντελεστή β της επένδυσης και με τη διαφορά του συντελεστή προεξόφλησης της αγοράς από το επιτόκιο άνευ κινδύνου. Ο συντελεστής προεξόφλησης της αγοράς στηρίζεται στην παραδοχή ότι μπορούμε να έχουμε ένα χαρτοφυλάκιο με μετοχές του αυτού, συγκεκριμένου κλάδου της οικονομίας. Η απόδοση που θα είχε αυτό το χαρτοφυλάκιο ορίζει το συντελεστή προεξόφλησης της αγοράς (**Εξίσωση 2**).

Αναφέροντας τον όρο «διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου», οφείλουμε να καταστήσουμε σαφές τι σημαίνει. Έτσι λοιπόν, έχοντας ένα δεδομένο ποσό χρημάτων για επενδύσεις, διαφοροποίηση είναι η επένδυση σε ένα σύνολο περισσοτέρων του ενός περιουσιακών στοιχείων. Τα περιουσιακά αυτά στοιχεία μπορεί να είναι μετοχές, ομολογίες, δικαιώματα, μελλοντικά συμβόλαια, ακίνητα, διαμάντια, μετρητά, χρυσός και λοιπά. Η επένδυση όλων των χρημάτων μας σε ένα μεμονωμένο περιουσιακό στοιχείο ενδείκνυται μόνον εάν είμαστε απολύτως βέβαιοι για τη μελλοντική απόδοσή του ή εάν θέλουμε να διακινδυνεύσουμε όλα τα χρήματά μας σε μία μεμονωμένη επένδυση.

Επομένως, η απόδοση μίας επένδυσης μπορεί να εκφρασθεί ως εξής:

$$E(R) = R_f + \beta [E(R_m) - R_f], \text{ Εξίσωση 2}$$

Όπου, R_f = Επιτόκιο άνευ κινδύνου

$E(R_m)$ = Αναμενόμενη απόδοση της αγοράς, ικανοποιητική εκτίμηση της οποίας είναι η απόδοση του γενικού δείκτη του χρηματιστηρίου

Η απόδοση την οποία οι επενδυτές ελπίζουν να επωφεληθούν από μία επένδυση στο μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης, με δεδομένο τον κίνδυνο, αποτελεί κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Τα απαιτούμενα δεδομένα για να υπολογίσουμε την απόδοση μίας επένδυσης είναι λοιπόν το τρέχον επιτόκιο άνευ κινδύνου, η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς

και ο συντελεστής β. Ανακύπτουν δύο θέματα πρακτικής φύσεως για τον υπολογισμό της αναμενόμενης απόδοσης με τη χρήση του Υποδείγματος Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων: α) Πώς μετράται η αμοιβή του κινδύνου που πρέπει να λάβουμε υπ' όψιν μας κατά τον υπολογισμό και β) Ποιο είναι το κατάλληλο επιτόκιο άνευ κινδύνου για χρήση στο συγκεκριμένο υπόδειγμα;

α) *Υπολογισμός της αμοιβής του κινδύνου.* Η αμοιβή κινδύνου που χρησιμοποιούμε στο Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων προκύπτει ως επί το πλείστον από ιστορικά στοιχεία, όπου η αμοιβή κινδύνου καθορίζεται να είναι η διαφορά μεταξύ μέσης απόδοσης των μετοχών και μέσης απόδοσης των τίτλων άνευ κινδύνου κατά τη χρονική περίοδο της μέτρησης των ιστορικών στοιχείων.

Η αμοιβή κινδύνου μετρά την υπολειμματική απόδοση η οποία είναι απαιτητέα από τους επενδυτές για να μην βάλουν τα χρήματά τους σε μία επένδυση ακίνδυνη, αλλά να τα βάλουν σε μία επένδυση μετρίου κινδύνου. Η αμοιβή κινδύνου εξαρτάται από το πόσο ριψοκίνδυνοι είναι οι επενδυτές και από το πόσο περισσότερο επικίνδυνες θεωρούν επενδύσεις όπως τις μετοχές σε σχέση με θεωρούμενες ακίνδυνες επενδύσεις, όπως τα δεκαετή ομόλογα του δημοσίου. Από τη στιγμή που κάθε επενδυτής μπορεί να έχει διαφορετική αντίληψη για την αποδεκτή αμοιβή κινδύνου, συνεπάγεται ότι η επικρατούσα σε μία αγορά αμοιβή κινδύνου θα είναι ο σταθμισμένος μέσος αυτών των διαφορετικών αντιλήψεων, με τους συντελεστές στάθμισης να είναι μεγαλύτεροι για επενδυτές με μεγαλύτερο προς επένδυση κεφάλαιο.

Ποια πρέπει να είναι όμως η διάρκεια της χρονικής περιόδου μέτρησης των ιστορικών στοιχείων; Ακόμη, πρέπει να χρησιμοποιηθούν αριθμητικοί ή γεωμετρικοί μέσοι στον υπολογισμό;

Συνήθως στις Ηνωμένες Πολιτείες χρησιμοποιούνται για τη λήψη ιστορικών στοιχείων χρονικά διαστήματα από 10 έτη και άνω (αρχής γενομένης από το 1926) (Damodaran, 1996). Όσον αφορά στη χρήση αριθμητικού ή γεωμετρικού μέσου, δεν υπάρχει απόλυτη συμφωνία εντός της επενδυτικής και επιστημονικής κοινότητας. Θεωρείται ότι ο αριθμητικός μέσος υπολογίζει ακριβέστερα την αμοιβή του κινδύνου για την επόμενη περίοδο από την τρέχουσα. Από την άλλη, ο γεωμετρικός μέσος έχει παρατηρηθεί ότι προβλέπει ακριβέστερα την αμοιβή του κινδύνου μακροπρόθεσμα. Η επιλογή είτε του αριθμητικού, είτε του γεωμετρικού μέσου έχει μεγάλη σημασία διότι η ιστορική απόδοση του κινδύνου που προκύπτει εμφανίζει μεγάλες διαφορές από τη μία περίπτωση στην άλλη.

Στην Ελλάδα η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου του ελληνικού δημοσίου θεωρείται ότι είναι ασφαλές μέτρο του επιτοκίου άνευ κινδύνου. Ένας βασικός λόγος για αυτό είναι ότι η τιμή του δεκαετούς ομολόγου εμφανίζει λιγότερες διακυμάνσεις διαχρονικά εν σχέσει με τις τιμές άλλων σχετικά ακίνδυνων τίτλων, όπως είναι το τρίμηνο έντοκο γραμμάτιο του ελληνικού δημοσίου.

Οι αμοιβές κινδύνου οι οποίες αποδίδονται σε επενδύσεις σε μετοχές σε σχέση με επιτόκια άνευ κινδύνου που χαρακτηρίζουν κρατικούς τίτλους είναι αρκετά χαμηλότερες στην Ευρώπη (εξαιρουμένης της Μεγάλης Βρετανίας) σε σχέση με τις Ηνωμένες Πολιτείες ή την Ιαπωνία (Damodaran, 1996). Υπάρχουν τρεις θεμελιώδεις παράμετροι που καθορίζουν το ύψος της αμοιβής του κινδύνου: α) *Μεταβλητότητα της υποκείμενης οικονομίας*- Οι αμοιβές κινδύνου θα είναι υψηλότερες σε οικονομίες που τις διακρίνει μεγαλύτερη μεταβλητότητα. Με την έννοια αυτή, οι αμοιβές κινδύνου σε αναπτυσσόμενες οικονομίες θα είναι υψηλότερες από ότι σε αναπτυγμένες οικονομίες καθώς αυτές τις οικονομίες τις διακρίνει μεγαλύτερος ρυθμός ανάπτυξης και μεγαλύτερος κίνδυνος. β) *Πολιτικός κίνδυνος* – Οι αμοιβές κινδύνου θα είναι μεγαλύτερες σε εκείνες τις αγορές όπου υπάρχει πολιτική αστάθεια, καθώς αυτό επιφέρει και οικονομική αστάθεια. γ) *Δομή της αγοράς*, Σε συγκεκριμένες αγορές, η αμοιβή του κινδύνου για επένδυση σε μετοχές θα είναι χαμηλότερη επειδή οι εταιρείες που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο είναι μεγάλου μεγέθους, τις διακρίνει σταθερότητα και υψηλή διαφοροποίηση στις δραστηριότητές τους (πράγμα που μειώνει τον κίνδυνο). Τέτοιες αγορές είναι, λόγω χάριν, η Γερμανία και η Ελβετία. Γενικότερα, όσο μικρότερες και πιο επικίνδυνες είναι οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε ένα χρηματιστήριο, τόσο θα αυξάνεται η αμοιβή κινδύνου για επενδύσεις σε τέτοιο χρηματιστήριο.

Το τρέχον μακροπρόθεσμο επιτόκιο για κρατικές ομολογίες χρησιμοποιείται ως επιτόκιο άνευ κινδύνου. Διαλέγουμε την κατάλληλη κρατική ομολογία για αυτόν τον σκοπό αντιστοιχίζοντας, όσο είναι δυνατόν, τη διάρκεια της ομολογίας με τη διάρκεια ωφέλιμης ζωής της επιχείρησης ή του προσωπικού στοιχείου προς αποτίμηση. Η ιστορική αμοιβή κινδύνου που αποδίδεται στο γενικό δείκτη της αγοράς έναντι ενός τέτοιου μακροπρόθεσμου επιτοκίου κρατικής ομολογίας, χρησιμοποιείται για να υπολογισθεί η αναμενόμενη μέση απόδοση στη συγκεκριμένη αγορά. Το κόστος κεφαλαίου που προκύπτει από έναν τέτοιο υπολογισμό, χρησιμοποιείται ως επιτόκιο προεξόφλησης στο υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο.

Η συνηθισμένη διαδικασία για τον υπολογισμό των συντελεστών β είναι η παλινδρόμηση των αποδόσεων μίας μετοχής (R_j) έναντι της γενικής απόδοσης της αγοράς (R_m).

$R_j = \alpha + \beta R_m$, **Εξίσωση 3**

όπου α = η τομή της ευθείας της παλινδρόμησης με τον κάθετο άξονα, δηλαδή η τιμή που παίρνει η συνάρτηση στην περίπτωση όπου $\beta = 0$ ή και $R_m = 0$,

β = η κλίση της ευθείας παλινδρόμησης = συνδιακύμανση (R_j, R_m)/ σ_m^2

Η κλίση της ευθείας της παλινδρόμησης αντιστοιχεί στο συντελεστή β της μετοχής και μετράει την επικινδυνότητα της μετοχής έναντι του γενικού δείκτη της αγοράς.

3.2.2 Πρακτικά Ζητήματα κατά την Εκτίμηση του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων

Ζητήματα πρακτικής φύσεως ανακύπτουν κατά την παλινδρόμηση που μόλις περιγράψαμε. Πρώτο ανακύπτει το ζήτημα της χρονικής διάρκειας της περιόδου εκτίμησης. Οι περισσότερες εκτιμήσεις των συντελεστών β , συμπεριλαμβανομένων των εκτιμήσεων από τη Standard & Poors, καλύπτουν στοιχεία διάρκειας πέντε ετών, ενώ αν πάρουμε το Bloomberg καλύπτει στοιχεία διάρκειας δύο ετών (Damodaran, 1996). Μία μακρύτερη περίοδος εκτιμήσεων προσφέρει περισσότερα στοιχεία, αλλά η υπό εξέταση επιχείρηση ίσως να έχει υποστεί εν τω μεταξύ μεταβολές ως προς τα χαρακτηριστικά του κινδύνου που τη διακρίνουν. Επί παραδείγματι, εάν ήθελε κάποιος να υπολογίσει τους συντελεστές β για την Apple Computers, θα μπορούσε να λάβει στοιχεία ιστορικά από το 1980 έως και το 1992, αν πάρουμε, και με αυτόν τον τρόπο να λάβει πληθώρα στοιχείων, μόνο που τοιουτοτρόπως θα υπολογίζονταν συντελεστές β σημαντικά υψηλότεροι από τον πραγματικό β , καθώς η Apple Computers ήταν μικρότερη και επικινδυνότερη ως επιχείρηση στις αρχές της δεκαετίας του 1980 από ότι είναι το έτος 2008.

Δεύτερο ζήτημα που ανακύπτει είναι τα διαστήματα πρόσληψης τιμών που εφαρμόζονται. Οι τιμές των μετοχών γνωστοποιούνται σε ετήσια, μηνιαία, εβδομαδιαία, ημερήσια βάση. Εάν προσπαθήσουμε να λάβουμε υπ' όψιν όλες τις ημερήσιες τιμές των μετοχών μεγάλων εταιρειών, λαμβάνουμε υπ' όψιν και τα

χρονικά διαστήματα εκείνα κατά τα οποία δεν ήταν υπό αγοραπωλησία οι εξεταζόμενες μετοχές, δηλαδή οι τιμές των μετοχών ισούνταν με μηδέν. Θέτοντας όμως τιμές μετοχών ίσων με μηδέν προκύπτει συντελεστής β μικρότερος από την πραγματικότητα. Η χρήση εβδομαδιαίων ή μηνιαίων στοιχείων μπορεί να μειώσει τέτοια φαινόμενα στρέβλωσης.

Τρίτο σημαντικό πρακτικό ζήτημα είναι η επιλογή του κατάλληλου δείκτη της αγοράς για χρήση στην παλινδρόμηση. Η καθιερωμένη πρακτική αφορά στην εκτίμηση του συντελεστή β μίας μετοχής σε σχέση με το γενικό δείκτη του χρηματιστηρίου όπου τίθεται υπό διαπραγμάτευση η μετοχή. Έτσι λοιπόν, συντελεστές β για ιαπωνικές μετοχές εκτιμώνται σε σχέση με το δείκτη Nikkei, όπως και για αμερικανικές μετοχές οι συντελεστές β εκτιμώνται σε σχέση με το δείκτη Standard & Poors 500 του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης. Παρ'όλ'αυτά, μία τέτοιας μεθόδευσης εκτίμηση του συντελεστή β ίσως να μην δίνει ένα ικανοποιητικό μέτρο του κινδύνου για έναν επενδυτή που δραστηριοποιείται διεθνώς.

3.2.3 Παράμετροι καθορισμού των συντελεστών β

Αφού οι συντελεστές β μετρούν την επικινδυνότητα μίας επιχείρησης σε σχέση με ένα δείκτη που αντικατοπτρίζει το μέσο όρο της αγοράς, επομένως όσο περισσότερο ευαίσθητη είναι μία επιχείρηση ως προς τις επιδράσεις της αγοράς, τόσο υψηλότερος συντελεστής β θα τη χαρακτηρίζει. Έτσι λοιπόν, επιχειρήσεις οι οποίες επηρεάζονται από τις κυκλικές διακυμάνσεις του χρηματιστηρίου σε μεγάλο βαθμό, αυτές οι επιχειρήσεις θα διακρίνονται και από υψηλό συντελεστή β . Εάν μία επιχείρηση δραστηριοποιείται σε περισσότερους από έναν κλάδους της οικονομίας, ο συνολικός βήτα της επιχείρησης θα δίνεται από το σταθμισμένο μέσο των επί μέρους βήτα στους διάφορους κλάδους όπου δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Σε μία τέτοια περίπτωση τα βάρη της στάθμισης θα υπαγορεύονται από την τρέχουσα αξία του καθενός από τα τμήματα της επιχείρησης.

Με τον όρο χρηματοοικονομική μόχλευση εννοούμε τη χρήση κεφαλαίων που προέρχονται από δανεισμό με σκοπό την αποκομιδή κερδών τα οποία θα υπερκαλύψουν το κόστος του δανεισμού. Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης δίδεται από το λόγο του συνολικού ποσού δανεισμού (μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου) προς το άθροισμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Ceteris paribus, μία αύξηση στο δείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης θα αυξήσει και το συντελεστή β της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει επειδή οι πληρωμές των τόκων των δανείων αυξάνουν τη μεταβλητότητα του καθαρού εισοδήματος, καθώς η υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση αυξάνει το καθαρό αποτέλεσμα σε περιόδους μακροοικονομικής ευημερίας, ενώ σε περιόδους χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, η υψηλότερη χρηματοοικονομική μόχλευση μειώνει το καθαρό αποτέλεσμα.

3.2.4 Το Υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων εκφράζει την απόδοση μίας επένδυσης ως συνάρτηση ενός μόνο παράγοντα, δηλαδή των αποδόσεων της αγοράς, ή ταυτόσημα του συντελεστή β της επένδυσης. Ο Stephen Ross θεώρησε ότι η σχέση κινδύνου και απόδοσης είναι περισσότερο πολύπλοκη και πρότεινε το Υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (arbitrage pricing model) το οποίο καθορίζει την απόδοση μίας μετοχής ως συνάρτηση διαφόρων σημαντικών παραγόντων.

Βάσει της άποψης αυτής, το πραγματοποιηθέν (ιστορικό) κόστος ιδίων κεφαλαίων μίας επένδυσης, με άλλα λόγια η αναμενόμενη από τους επενδυτές απόδοση των ιδίων κεφαλαίων μίας επιχείρησης μπορεί να υπολογισθεί από την ακόλουθη **Εξίσωση 4** :

$$E(R) = R_f + (E(R_j) - R_f)\beta_j + \dots + (E(R_h) - R_f)\beta_h$$

όπου,

$$E(R) = \text{Πραγματοποιηθέν κόστος ιδίων κεφαλαίων}$$

$$R_f = \text{Επιτόκιο άνευ κινδύνου}$$

$$E(R_j) - R_f = \text{Αμοιβή κινδύνου για τον οικονομικό παράγοντα } j$$

$$E(R_h) - R_f = \text{Αμοιβή κινδύνου για τον οικονομικό παράγοντα } h$$

$$\beta_j = \text{Ευαισθησία στον οικονομικό παράγοντα } j$$

$$\beta_h = \text{Ευαισθησία στον οικονομικό παράγοντα } h$$

Το κυρίαρχο θεωρητικό πλεονέκτημα του υποδείγματος αντισταθμιστικής αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων είναι ότι επιτρέπει σε διάφορους οικονομικούς

παράγοντες να επηρεάσουν τις αποδόσεις μεμονωμένων επενδύσεων, ενώ το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων υποθέτει ότι η επίδραση όλων των άλλων παραγόντων, εκτός εκείνων που επηρεάζουν μόνο τη συγκεκριμένη επιχείρηση, μπορούν να συνοψιστούν σε μία μονάδα μέτρησης, τη μεταβλητότητα της επένδυσης σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς.

Επίσης, το υπόδειγμα αντισταθμιστικής αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων απαιτεί λιγότερες υποθέσεις σε σχέση με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και κατά συνέπεια είναι περισσότερο γενική θεωρία. Επιπλέον, το υπόδειγμα αντισταθμιστικής αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων δεν υποθέτει ότι οι επενδυτές επενδύουν οπωσδήποτε στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς, μία υπόθεση η οποία προβλέπεται από το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και σαφώς δεν ικανοποιείται στην πράξη.

Όμως το υπόδειγμα αντισταθμιστικής αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων αντιμετωπίζει αρκετά προβλήματα στην εφαρμογή του, μεταξύ των οποίων το κυριότερο είναι ότι δεν προσδιορίζει τους σχετικούς οικονομικούς παράγοντες εκ των προτέρων. Το εν λόγω υπόδειγμα δεν προσδιορίζει τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις, ούτε υποδεικνύει πόσοι παράγοντες πρέπει να συμπεριληφθούν στην ανάλυση.

3.3 Κόστος Ξένων Κεφαλαίων

Για να υπολογίσουμε το κόστος κεφαλαίου μίας προς αποτίμηση επιχείρησης, μας ενδιαφέρει να βρούμε το κόστος δανεισμού για δάνεια τα όποια πρόκειται να συνάψει στο αμέσως επόμενο χρονικό διάστημα η επιχείρηση. Αν και θεωρητικώς ο υπολογισμός αυτού του κόστους φαντάζει εύκολος, ενίοτε ανακύπτουν ζητήματα πρακτικής φύσεως. Πρώτον, πρέπει να αποφασίσουμε εάν ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός θα συμπεριληφθεί στο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Δεύτερον, δεν έχουν όλα τα μακροπρόθεσμα δάνεια ένα σταθερό και γνωστό χρονοδιάγραμμα πληρωμών: οι εταιρείες συνάπτουν δάνεια σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου, δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές, και ούτω καθεξής.

Συνήθως οι οικονομικοί διευθυντές δεν δύνανται να προϋπολογίσουν επακριβώς τα δάνεια που θα συνάψουν ως προς τον τύπο των και ως προς τα δανειζόμενα ποσά. Αυτό συμβαίνει αφού ο τύπος του δανείου θα εξαρτηθεί από τη φύση των στοιχείων του ενεργητικού τα οποία χρειάζεται να χρηματοδοτηθούν και από τη συγκυρία που επικρατεί στις αγορές κεφαλαίων στη δεδομένη στιγμή. Ακόμη και έτσι όμως, ένας οικονομικός διευθυντής γνωρίζει εκ των προτέρων ποιος τύπος δανείου εξυπηρετεί καλύτερα ποιες συγκεκριμένες ανάγκες. Με την έννοια αυτή, εάν μία εταιρεία εκδίδει commercial papers για να χρηματοδοτήσει τις εποχικές ανάγκες της σε κεφάλαιο κίνησης, τότε δεν πρέπει να συνυπολογίσει το κόστος των commercial papers στο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Στο Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της η εταιρεία αυτή πρέπει αντιθέτως να συνυπολογίσει το κόστος των δανείων εκείνων τα οποία συνάπτει με σκοπό να χρηματοδοτήσει μακροπρόθεσμες ανάγκες. Τέτοια δάνεια μπορούν να είναι τα ομόλογα δεκαετούς διάρκειας.

Το κόστος δανεισμού καθορίζεται από διάφορες μεταβλητές. Σημαντικό, λόγου χάριν, ρόλο στο κόστος ξένων κεφαλαίων διαδραματίζει το γενικότερο αγοραίο επίπεδο των επιτοκίων, καθώς όταν αυξάνεται το γενικό ύψος των επιτοκίων είναι αναμενόμενο να αυξάνεται και το κόστος δανεισμού της εταιρείας. Ακόμη, σημαντική παράμετρος που επηρεάζει το ύψος του κόστους δανεισμού είναι ο κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής των οφειλών που προκύπτουν από το δανεισμό. Εάν αυξηθεί ο κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων, τότε το κόστος δανεισμού θα αυξηθεί. Ένας τρόπος υπολογισμού του κινδύνου αδυναμίας αποπληρωμής των οφειλών είναι να βασιστούμε στην αξιολόγηση των ομολόγων που εκδίδει η επιχείρηση από ανεξάρτητους ελεγκτές-αναλυτές της επιχείρησης.

Αυτό σημαίνει ότι υψηλή βαθμολόγηση των εκδιδόμενων από την επιχείρηση ομολόγων επιφέρει τη μείωση του επιτοκίου δανεισμού της επιχείρησης και το αντίστροφο. Εάν δεν είναι άμεσα διαθέσιμη κατά την αποτίμηση της όποιας επιχείρησης η βαθμολόγηση των ομολόγων που διαθέτει στο επενδυτικό κοινό η επιχείρηση, τότε τα πλέον πρόσφατα επιτόκια δανεισμού που αντιμετώπισε η επιχείρηση μπορούν να αποτελέσουν μέτρο του κινδύνου αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων. Επιπλέον, αφότου οι τόκοι από σύναψη δανείων αφαιρούνται από το φορολογητέο εισόδημα, τότε το Κόστος Ξένων Κεφαλαίων Μετά Φόρων μειώνεται αυξανόμενου του φορολογικού συντελεστή.

Πάντως, σε οποιαδήποτε περίπτωση το κόστος ξένων κεφαλαίων δεν είναι ούτε το επιτόκιο των κουπονιών από ομολογίες εκδοθείσες από την επιχείρηση που δεν

έχουν ωριμάσει ακόμη, ούτε είναι το επιτόκιο με το οποίο η επιχείρηση δανείστηκε κατά το παρελθόν. Αν και οι παράμετροι αυτοί ίσως να μας βοηθήσουν να καθορίσουμε το επιτόκιο με το οποίο η επιχείρηση θα πρέπει να καταβάλλει τις πληρωμές της για το τρέχον έτος, εντούτοις δεν καθορίζουν το κόστος ξένων κεφαλαίων μετά φόρων. Άρα λοιπόν, μία επιχείρηση που έχει καταγράψει στα βιβλία της δάνεια που έχει συνάψει με χαμηλό επιτόκιο, δεν μπορεί να ισχυριστεί ότι έχει χαμηλό κόστος δανεισμού εάν εν τω μεταξύ το γενικό επίπεδο των επιτοκίων ή και ο κίνδυνος αδυναμίας αποπληρωμής των δανείων που τη χαρακτηρίζουν, έχουν αυξηθεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

Ρυθμός Αύξησης της Κερδοφορίας

4.1 Εισαγωγή

Η αξία μίας επιχείρησης καθορίζεται κυρίως και στο μέγιστο βαθμό από τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές και όχι τόσο από τις τρέχουσες ταμειακές ροές. Συνεπάγεται λοιπόν ότι η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών της όποιας επιχείρησης είναι μεγάλης σημασίας για να είναι αξιόπιστη οποιαδήποτε προσπάθεια αποτίμησης. Μπορούμε να βρούμε το ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας μίας εταιρείας με πολλούς τρόπους: βασιζόμενοι σε ιστορικούς ρυθμούς ανάπτυξης, αξιοποιώντας τις αναλύσεις ειδικών οι οποίοι παρακολουθούν την εν λόγω εταιρεία ή τον κλάδο στον οποίο βρίσκεται η εταιρεία, ή στηριζόμενοι στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη της εταιρείας. Από τη στιγμή που όλες αυτές οι προσεγγίσεις παρέχουν, κάποιο κομμάτι έστω, χρήσιμης και αξιόπιστης πληροφόρησης, άρα είναι σκόπιμο να δούμε συνθετικά τα όποια αποτελέσματα της κάθε προσέγγισης για να καταλήξουμε σε ένα ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας τον οποίο θα χρησιμοποιήσουμε κατά την αποτίμηση.

4.2 Ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης της κερδοφορίας

Υπάρχει συσχέτιση ανάμεσα στους ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας που σημειώθηκαν κατά το παρελθόν (*ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης*) και τους αναμενόμενους μελλοντικούς ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας, αν και ο βαθμός αξιοπιστίας αυτής της συσχέτισης υπόκειται σε αμφισβήτηση.

Μία μέθοδος λαμβάνει τον ιστορικό μέσο ρυθμό ανάπτυξης και τον θέτει ως τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης για το μέλλον. Εδώ ας σημειώσουμε ότι ο μέσος ρυθμός αύξησης των κερδών μπορεί να διαφέρει κατά πολύ ανάλογα εάν χρησιμοποιούμε αριθμητικούς μέσους ή γεωμετρικούς μέσους. Ειδικότερα εάν τα κέρδη που έχουν σημειωθεί από περίοδο σε περίοδο έχουν μεγάλες αποκλίσεις, σε αυτήν την περίπτωση ο γεωμετρικός μέσος δίνει καλύτερα αποτελέσματα. Ο γεωμετρικός μέσος θα είναι μεγαλύτερος ή ίσος από τον αντίστοιχο αριθμητικό και η

όποια διαφορά θα αυξάνεται όσο αυξάνεται η ανισοκατανομή των κερδών μέσα στο χρόνο.

Μία εναλλακτική μέθοδος για τον υπολογισμό του αριθμητικού μέσου είναι να πάρουμε σταθμισμένο αριθμητικό μέσο, δίνοντας τους βαρύτερους συντελεστές στάθμισης στις πλέον πρόσφατες παρατηρήσεις, στους πλέον πρόσφατους ρυθμούς αύξησης των κερδών.

Η περίοδος λήψης στοιχείων για να εξάγουμε το μέσο ρυθμό ανάπτυξης είναι βασικής σημασίας. Είναι δυνατόν ο μέσος ρυθμός αύξησης κερδών των τελευταίων πέντε ετών να διαφέρει σημαντικά από το μέσο ρυθμό ανάπτυξης των τελευταίων έξι ετών. Αν και η περίοδος λήψης στοιχείων εναπόκειται στην κρίση του αναλυτή, παρ'όλαυτά η ευαισθησία των στοιχείων στη διάρκεια της περιόδου λήψης στοιχείων είναι λόγος για να σκεφθεί πολύ προσεκτικά ο αναλυτής τον τρόπο με τον οποίο θα σταθμίσει τις όποιες παρατηρήσεις.

4.2.1 Υποδείγματα με χρήση χρονοσειρών για τον υπολογισμό των κερδών ανά μετοχή

Τα υποδείγματα που χρησιμοποιούν χρονοσειρές για να προβλέψουν τα κέρδη ανά μετοχή λαμβάνουν υπ' όψιν τους τα ίδια ιστορικά στοιχεία, όπως και τα απλούστερα υποδείγματα με τα οποία δουλέψαμε προηγουμένως. Τα περισσότερα εξελιγμένα αυτά υποδείγματα αποπειρώνται να εξάγουν ακριβέστερες προβλέψεις μέσα από τα ίδια ιστορικά στοιχεία με τη χρήση προηγμένων στατιστικών τεχνικών.

Οι Box και Jenkins (1970) ανέπτυξαν μία μέθοδο για να αναλύουν και να προβλέπουν μονομεταβλητά στοιχεία σε διακριτές χρονοσειρές ως συνάρτηση αυτοπαλινδρομούμενων όρων, κινούμενου μέσου και μίας σταθεράς (Auto-Regressive Integrated Moving Average, ARIMA). Περιλαμβάνει συγχρόνως στο εκτιμώμενο υπόδειγμα έναν τύπο εποχικού και έναν τύπο μη εποχικού παράγοντα. Η γενική του μορφή συμβολίζεται ως εξής:

$$ARIMA(p, d, q)(P, D, Q)s$$

όπου, p = η τάξη αυτοπαλινδρόμησης του μη εποχικού παράγοντα

d = η τάξη των προς τα πίσω διαφορών του μη εποχικού παράγοντα

q = η τάξη του κινούμενου μέσου του μη εποχικού παράγοντα

P = η τάξη αυτοπαλινδρόμησης του εποχικού παράγοντα

D = η τάξη των προς τα πίσω διαφορών του εποχικού παράγοντα

Q = η τάξη του κινούμενου μέσου του εποχικού παράγοντα

s = η εποχικότητα της χρονοσειράς

Το αντίστοιχο μαθηματικό υπόδειγμα έχει ως εξής:

$$W_t = \varphi_1 W_{t-1} + \varphi_2 W_{t-2} + \dots + \varphi_p W_{t-p} + \theta_0 - \theta_1 a_{t-1} - \theta_2 a_{t-2} - \dots - \theta_q a_{t-q} + E_t$$

όπου, W_t = τα αρχικά ιστορικά στοιχεία ή οι διαφορές τάξεως d από τα αρχικά ιστορικά στοιχεία

$\varphi_1, \varphi_2, \varphi_p$ = αυτοπαλινδρομούμενοι όροι

θ_0 = σταθερά

$\theta_1, \theta_2, \theta_q$ = όροι κινούμενων μέσων

E_t = θόρυβος, τυχαίο σφάλμα

Τα περισσότερα υποδείγματα χρονοσειρών που έχουν δημιουργηθεί για να προβλέψουν τα κέρδη ανά μετοχή βασίζονται σε τριμηνιαία κέρδη ανά μετοχή. Οι Bathke και Lorek (1984) εντόπισαν τρεις συγκεκριμένες εφαρμογές υποδειγμάτων χρονοσειρών οι οποίες προέβλεψαν σε ικανοποιητικό βαθμό τριμηνιαία κέρδη ανά μετοχή. Βεβαίως, όλα ήσαν υποδείγματα με εποχικότητα καθώς τα τριμηνιαία κέρδη ανά μετοχή έχουν σημαντικό παράγοντα εποχικότητας.

Το πρώτο υπόδειγμα αναπτύχθηκε από τον Foster (1977):

$$SARIMA (1,0,0) X (0,1,0)_{S=4}$$

$$EPS_t = \varphi_1 EPS_{t-1} + EPS_{t-4} - \varphi_1 EPS_{t-5} + \theta_0 + E_t$$

Αυτό το υπόδειγμα τροποποιήθηκε από τους Griffin και Watts (1975, 1977) για να επιτρέψει την προσθήκη ενός όρου κινούμενου μέσου:

$$SARIMA (0,1,1) X (0,1,1)_{S=4}$$

$$EPS_t = EPS_{t-1} + EPS_{t-4} - EPS_{t-5} + \theta_1 E_{t-1} - \Theta E_{t-4} - \Theta \theta_1 E_{t-5} + E_t$$

όπου, θ_1 = όρος κινούμενου μέσου πρώτης τάξεως

Θ = όρος κινούμενου μέσου πρώτης τάξεως εποχικού παράγοντα

E_t = θόρυβος στο τέλος της περιόδου t

Το τρίτο υπόδειγμα, το οποίο κατασκευάστηκε από τους Brown και Rozeff (1979), χρησιμοποιεί παρομοίως όρους κινούμενων μέσων με εποχικότητα:

$$SARIMA (1,0,0) X (0,1,1)_{S=4}$$

$$EPS_t = \varphi_1 EPS_{t-1} + EPS_{t-4} - \varphi_1 EPS_{t-5} + \theta_0 + \Theta E_{t-4}$$

Τα υποδείγματα χρονοσειρών προβλέπουν ακριβέστερα τα κέρδη ανά μετοχή για το επόμενο τρίμηνο από ότι τα απλούστερα υποδείγματα. Το σφάλμα πρόβλεψης, δηλαδή η διαφορά μεταξύ πραγματικών κερδών ανά μετοχή και προϋπολογισμένων κερδών ανά μετοχή, είναι μικρότερο στα μοντέλα χρονοσειρών από ότι σε μοντέλα με απλούς μέσους. Η ανωτερότητα των υποδειγμάτων χρονοσειρών μετριάζεται όσο πηγαίνουμε σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα προβλέψεων, υποδεικνύοντας ότι οι παράμετροι που χρησιμοποιούνται στα μοντέλα χρονοσειρών δεν είναι αμετάβλητοι.

Ανάμεσα στα υποδείγματα χρονοσειρών δεν διαφαίνεται ότι υπάρχει κάποιο ειδικό υπόδειγμα το οποίο είναι καλύτερο από τα άλλα, όσον αφορά τουλάχιστον στην ελαχιστοποίηση του σφάλματος πρόβλεψης. Το όφελος από τη χρήση υποδειγμάτων προσαρμοσμένων σε μία ειδικώς επιχείρηση εν σχέσει με τη χρήση γενικότερων υποδειγμάτων είναι σχετικά μικρό.

4.2.2 Η χρησιμότητα του ιστορικού ρυθμού αύξησης των κερδών στην πρόβλεψη του μελλοντικού ρυθμού αύξησης των κερδών

Οι ιστορικοί ρυθμοί ανάπτυξης είναι χρήσιμοι στην πρόβλεψη των μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης, αλλά δεν αποτελούν πληροφόρηση ικανή από μόνη της να προβλέψει τους μελλοντικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σε μία μελέτη αναφορικά με τη συσχέτιση ιστορικών και μελλοντικών ρυθμών ανάπτυξης κερδών, ο Little (1960) διαπίστωσε ότι δεν υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ αύξησης κερδών σε μία περίοδο και στην επόμενη της περίοδο. Διερευνώντας τις συσχετίσεις μεταξύ συναπτών περιόδων μεταβαλλόμενης διάρκειας συχνά διεπίστωσε αρνητικές συσχετίσεις ανάμεσα στις περιόδους και όταν μετέβαλε τη διάρκεια των εξεταζόμενων περιόδων προέκυπτε μέση συσχέτιση κοντά στο μηδέν (0,02). Ο Damodaran επέκτεινε αυτήν τη μελέτη μεταξύ των περιόδων 1981-1985 και 1986-1990 και κατέληξε ότι ο συντελεστής συσχέτισης του ρυθμού αύξησης των κερδών, αν και θετικός, εντούτοις δεν διαφέρει σημαντικά του μηδενός.

Η χρησιμότητα του ιστορικού ρυθμού αύξησης των κερδών στην πρόβλεψη του μελλοντικού ρυθμού αύξησης των κερδών καθορίζεται από μία σειρά παραμέτρων, ανάμεσα στους οποίους ξεχωρίζουν οι εξής:

Μεταβλητότητα των ιστορικών ρυθμών αύξησης

Η χρησιμότητα των ιστορικών ρυθμών αύξησης των κερδών στην πρόβλεψη των μελλοντικών ρυθμών αύξησης των κερδών είναι αντιστρόφως ανάλογη της

μεταβλητότητας αυτών των ιστορικών ρυθμών αύξησης των κερδών. Αυτή η μεταβλητότητα μετράται με διάφορους τρόπους. Ένα απλό μέτρο της μεταβλητότητας είναι η τυπική απόκλιση των ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης. Δηλαδή,

Σχήμα 11

$$\sigma_g = \frac{\sum_{t=1}^n (g_t - g_{av})^2}{n - 1}$$

σ_g = τυπική απόκλιση του ρυθμού αύξησης των κερδών ανά μετοχή

g_t = ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή το έτος t

g_{av} = μέσος ρυθμός αύξησης των κερδών ανά μετοχή κατά τη διάρκεια n περιόδων

n = αριθμός περιόδων με ιστορικά στοιχεία

Στις γραμμικές και λογαριθμικές παλινδρομήσεις των κερδών ανά μετοχή, τις οποίες είδαμε παραπάνω, η μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή υποδηλώνεται από το τυπικό σφάλμα των εκτιμητριών συναρτήσεων, καθώς και από τη στατιστική R^2 της παλινδρόμησης. Εν γένει, οι αναλυτές πρέπει να είναι προσεκτικοί όταν χρησιμοποιούν ιστορικούς ρυθμούς αύξησης των κερδών ανά μετοχή για να υπολογίσουν τους μελλοντικούς ρυθμούς αύξησης των κερδών ανά μετοχή, εφόσον υπάρχει σημαντική μεταβλητότητα στους ιστορικούς ρυθμούς αυτούς.

4.2.3 Μεταβολές στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη

Ο σημειούμενος ρυθμός αύξησης των κερδών είναι αποτέλεσμα των θεμελιωδών αποφάσεων της εταιρείας που αφορούν στο μείγμα περιουσιακών στοιχείων που υποστηρίζουν τις λειτουργίες της εταιρείας, αφορούν στην επιλογή των επί μέρους επιχειρηματικών πλάνων, αφορούν στην κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας, αφορούν στη μερισματική πολιτική. Εάν η εταιρεία αλλάξει σε έναν ή περισσότερους από αυτούς τους παράγοντες, ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης ίσως να μην είναι αξιόπιστος δείκτης του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης. Επί παραδείγματι,

η αναδόμηση (restructuring) μίας εταιρείας συχνότατα μεταβάλλει τη σύνθεση και του ενεργητικού και του παθητικού και τοιουτοτρόπως καθιστά τον ιστορικό ρυθμό αύξησης των κερδών ασήμαντο.

Ο ιστορικός ρυθμός αύξησης των κερδών μίας επιχείρησης είναι επίσης ασήμαντος όταν η επιχείρηση μεταβάλλεται λόγω των δυνάμεων της αγοράς ή λόγω αλλαγών στην κυβερνητική πολιτική. Αυτές οι μεταβολές δύνανται να επιφέρουν αύξηση ή μείωση των κερδών για το σύνολο των επιχειρήσεων ενός συγκεκριμένου κλάδου της οικονομίας και χρειάζεται να λαμβάνονται σοβαρά υπ'οψιν κατά τη διαδικασία των προβλέψεων. Κατά το τέλος του 1992, οι φαρμακευτικές εταιρείες απολάμβαναν ήδη μία δεκαετία υψηλού ρυθμού ανάπτυξης καθώς η ιατρική τεχνολογία βελτιωνόταν και καθώς το κατά κεφαλή κόστος για προϊόντα προσωπικής υγιεινής αυξανόταν. Εντούτοις, από εκείνο το χρονικό σημείο και μετά, διαφαινόταν ότι η φαρμακοβιομηχανία ήταν μάλλον απίθανο να εξακολουθήσει να απολαμβάνει τόσο υψηλή κερδοφορία.

4.3 Η χρήση των προβλέψεων των αναλυτών επί των κερδών

Πολύ λίγες επιχειρήσεις αποτιμώνται εν κενώ. Στις περισσότερες περιπτώσεις, ένας αναλυτής έχει πρόσβαση στις αναλύσεις και άλλων αναλυτών για την αύξηση των κερδών και για τις αναμενόμενες ταμειακές ροές της αυτής εταιρείας. Είναι σκόπιμο να εξετάσουμε εάν οι εκτιμήσεις άλλων αναλυτών προσθέτουν αξία στην ανάλυσή μας εάν τις ενσωματώσουμε σε αυτήν και βεβαίως σε μία τέτοια περίπτωση με ποιο τρόπο μπορεί να γίνει αυτό.

Ένας πολύ σημαντικός λόγος για τον οποίο είναι χρήσιμες οι εκτιμήσεις και άλλων αναλυτών είναι ότι οι αναλυτές δύνανται να συνεκτιμήσουν και να συμπεριλάβουν στις αναλύσεις τους και άλλες πηγές πληροφόρησης πέρα από τα ιστορικά στοιχεία για την αύξηση των κερδών και πέρα από τα υποδείγματα αποτίμησης.

1. Πληροφόρηση για την αποτιμώμενη εταιρεία η οποία δημοσιεύθηκε μετά τη δημοσίευση των εταιρικών αποτελεσμάτων. Οι αναλυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τέτοια συμπληρωματική πληροφόρηση για να προχωρήσουν σε προβλέψεις για τη μελλοντική ανάπτυξη. Αυτή η πληροφόρηση ενίοτε

οδηγεί σε σημαντική επανεκτίμηση των αναμενόμενων ταμειακών ροών της αποτιμώμενης επιχείρησης. Λόγου χάριν, η εταιρεία Leslie Fay ανέφερε το 1992 καθαρά κέρδη 23,9 εκατομμυρίων USD. Στις 29 Ιανουαρίου 1993 απεκάλυψε ότι είχαν γίνει λανθασμένες καταχωρήσεις στα βιβλία της και ως εκ τούτου, αντί κερδών, προέκυπτε καθαρή ζημία 13,7 εκατομμυρίων USD. Οι αναλυτές που παρακολουθούσαν τη Leslie Fay προχώρησαν σε αναθεώρηση των εκτιμήσεών τους για τα μελλοντικά κέρδη της εταιρείας σημαντικά προς τα κάτω και αυτή η αναθεώρηση οδήγησε σε πτώση της τιμής της μετοχής της εν λόγω εταιρείας από 12 δολάρια στις 29 Ιανουαρίου σε 3,5 δολάρια στις 8 Απριλίου του 1993.

II. Πληροφόρηση επί των μακροοικονομικών η οποία δυνητικά επηρεάζει τη μελλοντική ανάπτυξη. Οι αναμενόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης για μία εταιρεία ενδεχομένως επηρεάζονται από ειδήσεις για μεταβολές στο Ακαθάριστο Εθνικό Προϊόν, στα επιτόκια, στον πληθωρισμό. Επίσης, οι αναλυτές δύνανται να αναθεωρήσουν την αποτίμησή τους για μία συγκεκριμένη εταιρεία ορμώμενοι από μεταβολές στη νομισματική και φορολογική πολιτική της κυβέρνησης. Επί παραδείγματι, πληροφόρηση που δείχνει την οικονομία να μεγενθύνεται με ρυθμούς μεγαλύτερους από τους αναμενόμενους θα οδηγήσει τους αναλυτές να αναθεωρήσουν προς τα επάνω τις προβλέψεις τους για εταιρείες που επηρεάζονται έντονα από τις διακυμάνσεις των μακροοικονομικών κύκλων.

III. Πληροφόρηση η οποία αφορά στους ανταγωνιστές. Οι εκτιμήσεις των αναλυτών εξαρτώνται επίσης από πληροφόρηση η οποία αφορά στην τιμολογιακή πολιτική και τη μελλοντική ανάπτυξη, για να αναφέρουμε δύο παραδείγματα, των ανταγωνιστών. Οι αναλυτές που παρακολουθούσαν την καπνοβιομηχανία αναγκάστηκαν να αναθεωρήσουν τις εκτιμήσεις τους όταν το Μάρτιο του 1993 η Philip Morris ανακοίνωσε ότι θα μειώσει τις τιμές στα Marlboro, μειώνοντας με αυτόν τον τρόπο τα περιθώρια κέρδους. Παρόμοια περίπτωση σημειώθηκε και το 1992 όταν η American Airlines ανακοίνωσε ότι θα μειώσει τις τιμές των ναύλων, πράγμα το οποίο οδήγησε σε επανεκτίμηση των ρυθμών ανάπτυξης και των αξιών των αεροπορικών εταιρειών.

IV. Ιδιωτική πληροφόρηση για την εταιρεία. Πολλές φορές οι αναλυτές έχουν πρόσβαση σε ιδιωτική πληροφόρηση για τις εταιρείες τις οποίες αποτιμούν, πληροφόρηση η οποία δυνητικά επηρεάζει τις εκτιμήσεις για μελλοντική

ανάπτυξη. Εδώ προκύπτει το ερώτημα κατά πόσο αυτού του είδους η πληροφόρηση είναι νόμιμη ή όχι. Ωστόσο, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η επίκαιρη και ουσιαστική ιδιωτική πληροφόρηση επιτρέπει σημαντικά μεγαλύτερη ακρίβεια στις εκτιμήσεις για μελλοντική ανάπτυξη των προς αποτίμηση εταιρειών.

V. Δημόσια πληροφόρηση πέραν της πληροφόρησης για τα κέρδη. Υποδείγματα για την πρόβλεψη των κερδών τα οποία εδράζονται αποκλειστικά σε ιστορικά στοιχεία για τα κέρδη ίσως να αγνοούν παραμέτρους οι οποίες επηρεάζουν τα μελλοντικά κέρδη και για τις οποίες υπάρχει δημόσια πληροφόρηση. Το ποσοστό παρακράτησης κερδών, τα περιθώρια κέρδους, η κυκλοφοριακή ταχύτητα των στοιχείων του ενεργητικού είναι τέτοιες παράμετροι.

4.4 Παράμετροι επηρεασμού του ρυθμού μεγέθυνσης των κερδών

Ο ρυθμός μεγέθυνσης των κερδών επηρεάζεται από θεμελιώδεις αποφάσεις οι οποίες λαμβάνονται εντός της εταιρείας και αφορούν στις γραμμές προϊόντων, στα περιθώρια κέρδους, στη χρηματοοικονομική μόχλευση, στη μερισματική πολιτική.

Μία σχέση η οποία καθορίζει το ρυθμό μεγέθυνσης των κερδών μίας επιχείρησης έχει ως μεταβλητές το ρυθμό παρακράτησης κερδών και την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρό Εισόδημα / Ίδια Κεφάλαια).

Ισχύει επίσης ότι $g_t = (NI_t - NI_{t-1}) / NI_{t-1}$ (**Εξίσωση 5**),

όπου g_t = ρυθμός αύξησης του καθαρού εισοδήματος

NI_t = Καθαρό Εισόδημα το έτος t

NI_{t-1} = Καθαρό Εισόδημα το έτος $t-1$

Δεδομένου του ορισμού της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων, το Καθαρό Εισόδημα το έτος $t-1$ ορίζεται και ως

$NI_{t-1} = \text{Ίδια Κεφάλαια}_{t-1} * ROE_{t-1}$,

όπου ROE_{t-1} = η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων το έτος $t-1$

Το Καθαρό Εισόδημα το έτος t ορίζεται και ως

$NI_t = (\text{Ίδια Κεφάλαια}_{t-1} + \text{Παρακρατηθέντα Κέρδη}_{t-1}) * ROE_t$

Εάν υποθέσουμε ότι η απόδοση ιδίων κεφαλαίων παραμένει αμετάβλητη από έτος σε έτος, δηλαδή $ROE_t = ROE_{t-1} = ROE$, τότε

$$g_t = \text{Ίδια Κεφάλαια}_{t-1} / NI_{t-1} * ROE$$
$$= \text{Ρυθμός Παρακράτησης Κερδών} * ROE$$

Στην **Εξίσωση 5** φαίνεται ότι ο ρυθμός αύξησης των κερδών είναι ευθέως ανάλογος του ρυθμού παρακράτησης κερδών και της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Εάν η απόδοση ιδίων κεφαλαίων μεταβάλλεται με το πέρασμα του χρόνου, τότε ο ρυθμός αύξησης των κερδών το έτος t δίδεται από την **Εξίσωση 6**.

$$g_t = [\text{Ίδια Κεφάλαια}_{t-1} (ROE_t - ROE_{t-1}) / NI_{t-1}] + \text{Ρυθμός Παρακράτησης Κερδών} * ROE_t, \text{ (Εξίσωση 6)}$$

Μέσα από αυτήν την εξίσωση καθίσταται εμφανές ότι η αύξηση (μείωση) του ROE επιφέρει αύξηση (μείωση) της κερδοφορίας και αύξηση (μείωση) του ρυθμού ανάπτυξης των κερδών.

Άλλη ενδιαφέρουσα σχέση η οποία μεταβαλλόμενη επιφέρει μεταβολές στο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών είναι εκείνη η σχέση η οποία συνδέει απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, περιθώριο κέρδους και κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού.

$$ROA = EBIT(1 - \Phi) / \text{Σύνολο Ενεργητικού} \text{ (Εξίσωση 7)}$$

$$= EBIT(1 - \Phi) / \text{Πωλήσεις} * \text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}$$

$$= \text{Περιθώριο Κέρδους Προ Τόκων} * \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ενεργητικού}$$

όπου, $ROA = \text{Απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού}$

$$EBIT = \text{Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων}$$

$$\Phi = \text{Συντελεστής φορολογίας επί του οργανικού εισοδήματος}$$

Σύμφωνα με την **Εξίσωση 7** η απόδοση του συνολικού ενεργητικού είναι ευθέως ανάλογη του περιθωρίου κέρδους προ τόκων καθώς και της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού. Η συσχέτιση αυτή όμως γίνεται περισσότερο ενδιαφέρουσα εάν λάβουμε υπ' όψιν την επί μέρους αρνητική συσχέτιση μεταξύ περιθωρίου κέρδους προ τόκων και κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού. Γενικότερα, η αύξηση των περιθωρίων κέρδους μειώνει την κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού και αντιστρόφως η μείωση των περιθωρίων κέρδους αυξάνει την κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού.

Το καθαρό αποτέλεσμα αυτής της αρνητικής συσχέτισης περιθωρίων κέρδους και κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού συναρτάται από την ελαστικότητα της ζήτησης για το προϊόν της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, εξαρτάται από το βαθμό

στον οποίο οι αγοραστές τροποποιούν την καταναλωτική συμπεριφορά τους ανταποκρινόμενοι σε μεταβολές της τιμής του προϊόντος της επιχείρησης. Έχοντας αυτό κατά νουν, για να προβλέψουμε τις επιδράσεις επί της απόδοσης του συνολικού ενεργητικού που προκύπτουν από μειώσεις τιμών, συνεπώς και μειώσεις των περιθωρίων κέρδους, πρέπει προηγουμένως να έχουμε προβεί σε υποθέσεις ως προς τις επιδράσεις των μειωμένων τιμών επί των πωλήσεων.

Ένα άλλο σημείο το οποίο χρήζει προσοχής είναι ότι μία εταιρεία με γραμμή προϊόντων τα οποία βρίσκονται προς το τέλος του κύκλου ζωής τους μπορεί να δείχνει υγιής σε όρους ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης και τρέχουσας κερδοφορίας, αλλά ίσως να μην μπορέσει να διατηρήσει αυτούς τους ρυθμούς ανάπτυξης και στο μέλλον. Υπό το πρίσμα αυτό αποκτά χρησιμότητα στην περίπτωση επιχειρήσεων με γηρασμένα προϊόντα η εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης κερδών για κάθε γραμμή προϊόντος χωριστά. Η κλασική ανάλυση του κύκλου ζωής των προϊόντων υπαγορεύει ότι καθώς τα προϊόντα διαβαίνουν διαφορετικές φάσεις του κύκλου ζωής τους, από την υψηλή ανάπτυξη έως την παρακμή, τα περιθώρια κέρδους διαφέρουν σημαντικά από φάση σε φάση.

4.5 Σταθμίζοντας διαφορετικές εκτιμήσεις του ρυθμού ανάπτυξης

Δύναται να υπάρχουν όπως είδαμε διαφορετικές προσεγγίσεις ως προς τις μεθόδους εκτίμησης του ρυθμού μεγέθυνσης των κερδών και ο αναλυτής πρέπει να εκμεταλλευθεί την πληροφόρηση που του παρέχει κάθε προσέγγιση.

Ανακύπτει λοιπόν το ζήτημα της στάθμισης των επί μέρους ρυθμών ανάπτυξης οι οποίοι προκύπτουν από ιστορικά στοιχεία, από προβλέψεις αναλυτών και από αναλύσεις των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών της εταιρείας. Αναλυτικότερα, για να εκτιμήσει κάποιος το ρυθμό ανάπτυξης των κερδών μίας επιχείρησης μπορεί να χρησιμοποιήσει ιστορικά στοιχεία για σημειωμένους ήδη ρυθμούς ανάπτυξης της προς αποτίμηση επιχείρησης, είτε στατιστικά υποδείγματα χρονοσειρών, είτε απλούστερα στατιστικά υποδείγματα..

Από πρακτική σκοπιά, συχνά αυτές οι προαναφερθείσες προσεγγίσεις υπερκαλύπτουν η μία την άλλη. Οι αναλυτές συχνά χρησιμοποιούν ιστορικά στοιχεία για να εκτιμήσουν τα μελλοντικά κέρδη. Επίσης, πολλά υποδείγματα για την εκτίμηση των αναμενόμενων κερδών εδράζονται και σε εκτιμήσεις των αναλυτών για τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη και σε ιστορικά στοιχεία για τους ρυθμούς

ανάπτυξης. Παρ'όλ' αυτά, πολύ συχνά αυτές οι επί μέρους προσεγγίσεις αποδίδουν διαφορετικά αποτελέσματα, διαφορετικές προβλέψεις για τους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών. Για το λόγο αυτό, ο αναλυτής που προσπαθεί να εκτιμήσει ένα ρυθμό ανάπτυξης βρίσκεται στην ανάγκη να διαλέξει μεταξύ προσεγγίσεων που αποδίδουν διαφορετικά αποτελέσματα, ή βρίσκεται στην ανάγκη να συγκεράσει τις διαφορετικές εκτιμήσεις.

Εάν υποθέσουμε ότι μόνο μία από τις προαναφερθείσες προσεγγίσεις θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί, το ποια εκτίμηση είναι η κατάλληλη θα εξαρτηθεί από τη φύση της εξεταζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξεταζόμενη επιχείρηση διέρχεται μία φάση βαθιάς αναδιάρθρωσης, τότε η προσέγγιση που στηρίζεται στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη είναι η κατάλληλη για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης. Αυτό επειδή μπορεί να μεταβληθεί ανάλογα με τις προγραμματιζόμενες αλλαγές στη σύνθεση των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού. Εάν η εξεταζόμενη επιχείρηση είναι σχετικά σταθερή ως προς τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη και παρακολουθείται στενά από διαφορετικούς αναλυτές, τότε οι προβλέψεις αυτών των αναλυτών μάλλον είναι ο πλέον έγκυρος τρόπος για να προβλεφθούν οι μελλοντικοί ρυθμοί ανάπτυξης της εξεταζόμενης επιχείρησης. Εάν η εξεταζόμενη επιχείρηση έχει καθιερώσει ένα σταθερό σχήμα ιστορικών ρυθμών ανάπτυξης και τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη παραμένουν αμετάβλητα, τότε τα υποδείγματα που βασίζονται σε χρονοσειρές είναι σε θέση να δώσουν ικανοποιητικά ακριβείς προβλέψεις για τους αναμενόμενους ρυθμούς ανάπτυξης των κερδών.

Εντούτοις, δεν υπάρχει λόγος να χρησιμοποιήσουμε για την εκτίμηση που θέλουμε να κάνουμε μόνο μία από τις προαναφερθείσες προσεγγίσεις. Κάθε προσέγγιση παρέχει μία πρόβλεψη και ενέχει αξιόλογη πληροφόρηση. Ένας σταθμισμένος μέσος των ρυθμών ανάπτυξης που προκύπτουν από τις διαφορετικές προσεγγίσεις, με τους συντελεστές στάθμισης να εξαρτώνται από την αξία της πληροφόρησης που ενέχει η κάθε μέθοδος, ίσως να έδινε τη βέλτιστη εκτίμηση για τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης των κερδών.

Το προβληματικό σημείο είναι το πώς θα μετρήσει κάποιος την αξία της πληροφόρησης που μπορεί να παρέχεται από την κάθε προσέγγιση. Ένας τρόπος είναι να υπολογίσουμε τα τυπικά σφάλματα στην κάθε μέθοδο και να σταθμίσουμε τα αποτελέσματα των μεθόδων αυτών βάσει του τυπικού σφάλματος της κάθε μεθόδου: όσο μεγαλύτερο το τυπικό σφάλμα, τόσο μικρότερος ο συντελεστής στάθμισης. Για

τα υποδείγματα που βασίζονται σε χρονοσειρές αυτό θα μετρηθεί από τα τυπικά σφάλματα που παρουσιάζονται σε τέτοιες χρονοσειρές. Όσον αφορά στις προβλέψεις των αναλυτών, ο συντελεστής στάθμισης θα καθορισθεί από την έκταση των τυχόν δαιφονιών μεταξύ των αναλυτών για τις ίδιες εταιρείες και θα μετρηθεί βάσει της τυπικής απόκλισης ανάμεσα στα αποτελέσματα των εκτιμήσεων διαφορετικών αναλυτών. Όσον αφορά στα υποδείγματα που στηρίζονται στα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη, ο συντελεστής στάθμισης θα εξαρτηθεί από τα τυπικά σφάλματα ανάμεσα στις δεδομένες τιμές των χρηματοοικονομικών μεγεθών που παίρνουμε ως υπόθεση.

Μία στάθμιση η οποία θα βασιζόταν αποκλειστικά πάνω στο τυπικό σφάλμα θα προσέδιδε μεγαλύτερη βαρύτητα στους ιστορικούς ρυθμούς ανάπτυξης της εν λόγω εταιρείας, παρά στις εκτιμήσεις των αναλυτών. Η κοινή λογική όμως υποδεικνύει ότι μάλλον οι εκτιμήσεις των αναλυτών θα έπρεπε να βαρύνουν περισσότερο καθώς σε αυτές τις εκτιμήσεις έχει ενσωματωθεί πρόσθετη ουσιαστικότερη πληροφόρηση, πληροφόρηση η οποία επηρεάζει άμεσα το ρυθμό ανάπτυξης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

5.1. Εισαγωγή

Με απλά λόγια, η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών προσπαθεί να υπολογίσει την αξία μίας εταιρείας, βασιζόμενη σε προβλέψεις για το πόσα χρήματα θα παράξει η επιχείρηση στο μέλλον. Αυτό που υπονοείται με τη μέθοδο αυτή είναι ότι η επιχείρηση αξίζει όλα τα μετρητά τα οποία θα παρείχε στους επενδυτές στο μέλλον. Μιλάμε για προεξόφληση των ταμειακών ροών και αυτό σημαίνει ότι ροές μετρητών που θα απολαύσουν οι επενδυτές στο μέλλον αξίζουν λιγότερο από ότι εάν είχαν αυτά τα χρήματα τώρα.

Γενικότερα, ισχύει ότι η αξία ενός οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που θα παράξει αυτό το περιουσιακό στοιχείο.

Σχήμα 12

$$ΠΑ_0 = ΜΑν \left[\frac{1}{(1+i)^v} \right]$$

ΠΑ₀ = Παρούσα Αξία

ΜΑν = Μελλοντική Αξία στο τέλος ν περιόδων

í = Επιτόκιο (συντελεστής προεξόφλησης)

ν = Αριθμός περιόδων

Το είδος των ταμειακών ροών διαφέρει ανάλογα με το περιουσιακό στοιχείο το οποίο τις παράγει. Έτσι έχουμε ως ταμειακές ροές μερίσματα στην περίπτωση των μετοχών, κουπόνια και ονομαστική αξία για τα ομόλογα, ταμειακές ροές μετά φόρων για μία επιχείρηση. Ο συντελεστής προεξόφλησης είναι συνάρτηση του κινδύνου που χαρακτηρίζει τις αναμενόμενες ταμειακές ροές: υψηλότεροι συντελεστές

προσιδιάζουν στα πλέον επικίνδυνα περιουσιακά στοιχεία, ενώ χαμηλότεροι συντελεστές προσιδιάζουν στα πλέον ασφαλή περιουσιακά στοιχεία.

Υπάρχουν αρκετές δοκιμασμένες ειδικότερες προσεγγίσεις στα πλαίσια της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών με σκοπό την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Τέτοιες προσεγγίσεις είναι το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων των Gordon-Lintner, το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο και το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στην επιχείρηση.

Ένας επενδυτής, ή και ένας αναλυτής, έχει πολλά να ωφεληθεί από τη χρήση του υποδείγματος προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Μπορεί, λόγω χάριν, το υπόδειγμα αυτό να χρησιμοποιηθεί ως εργαλείο ελέγχου των «αγοραίων δικαίων αξιών» που απαντώνται στις αναφορές των χρηματιστών. Επιπλέον, η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών απαιτεί και τρόπο σκέψης ο οποίος να ασχολείται με τις παραμέτρους που επηρεάζουν την αξία μίας εταιρείας, παράμετροι όπως η αναμενόμενη μελλοντική ανάπτυξη των πωλήσεων και τα περιθώρια κέρδους. Η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμειακών ροών απαιτεί και τη θεώρηση του επιτοκίου προεξόφλησης, ως συνάρτηση του επιτοκίου άνευ κινδύνου (risk-free rate), του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης και του κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση.

Αφού όλες αυτές οι επί μέρους προσεγγίσεις συνδυάζονται στα πλαίσια της μεθόδου των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, από τη συνισταμένη αυτή ερχόμαστε σε θέση να κατανοήσουμε καλύτερα τους παράγοντες που αυξάνουν την αξία μίας επιχείρησης. Αυτό το γεγονός με τη σειρά του μας επιτρέπει να είμαστε ακριβέστεροι στην αποτίμηση μίας επιχείρησης.

Δύο είναι τα κύρια μονοπάτια για την αποτίμηση βάσει των προεξοφλημένων ταμειακών ροών: Το ένα είναι να αποτιμήσει κάποιος μόνον το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και το δεύτερο είναι να αποτιμήσει ολόκληρη την επιχείρηση. Στην πρώτη περίπτωση μιλάμε για ταμειακές ροές οι οποίες αφορούν στους μετόχους, ενώ στη δεύτερη περίπτωση μιλάμε για ταμειακές ροές οι οποίες αφορούν εκτός από τους μετόχους και στους ομολογιούχους και εν γένει στους δανειστές της εταιρείας.

Το υπόδειγμα των ταμειακών ροών στο μέτοχο συνίσταται στον υπολογισμό των υπολειμματικών ταμειακών ροών (residual cashflows) μετά από όλα τα έξοδα, τους φόρους, τους τόκους και τις πληρωμές προς το αρχικό κεφάλαιο. Αυτές οι πληρωμές αποτιμώνται με συντελεστή προεξόφλησης το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι μία εξειδικευμένη περίπτωση προεξόφλησης στο μέτοχο. Σύμφωνα με αυτό το υπόδειγμα, η αξία μίας μετοχής είναι η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων.

Από την άλλη, η αξία της επιχείρησης συνίσταται στις υπολειμματικές ροές μετά από λειτουργικά έξοδα και φόρους, *προ πληρωμών δανείων όμως*, υπολειμματικές ροές οι οποίες προεξοφλούνται βάσει του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Υπενθυμίζουμε ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι το κόστος όλων των συστατικών χρηματοδότησης της επιχείρησης, σταθμισμένων κατά τις επιθυμητές αξίες που αντικατοπτρίζουν την επιθυμητή συμμετοχή του κάθε συστατικού στο κεφάλαιο της εταιρείας.

Σχήμα 13

$$\text{Αξία Μετοχικού Κεφαλαίου} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{Ταμειακές Ροές στο Μέτοχο}}{(1 + K_e)^t}$$

K_e = Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου

Σχήμα 14

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{Ταμειακές Ροές στην Επιχείρηση}}{(1 + \text{ΜΣΚΚ})^t}$$

ΜΣΚΚ = Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Αν και οι δύο αυτές προσεγγίσεις χρησιμοποιούν διαφορετικές ταμειακές ροές και διαφορετικούς συντελεστές προεξόφλησης, εντούτοις αποδίδουν παρόμοιες αποτιμήσεις εφόσον χρησιμοποιούνται οι ίδιες υποθέσεις σε κάθε προσέγγιση.

5.2 ΜΟΝΤΕΛΟ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Οι Myron Gordon και John Lintner υποστήριξαν ότι το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται καθώς ο δείκτης μερισμάτων προς καθαρά κέρδη αυξάνεται ,

επειδή οι επενδυτές θεωρούν την είσπραξη των μερισμάτων περισσότερο βέβαιη από την είσπραξη των κεφαλαιακών κερδών τα οποία θα προκύψουν από την παρακράτηση των κερδών.

Οι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη αξία στα αναμενόμενα μερίσματα παρά στα αναμενόμενα κεφαλαιακά κέρδη επειδή η συνιστώσα της απόδοσης μερισμάτων (D_1 / P_0) είναι λιγότερο επικίνδυνη από τη συνιστώσα g στην εξίσωση της αναμενόμενης συνολικής απόδοσης. Δηλαδή:

$$r = D_1 / P_0 + g, \text{ (Εξίσωση 8)}$$

όπου, D_1 = Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

r = Απόδοση απαιτούμενη από τους μετόχους

P_0 = Τρέχουσα τιμή της μετοχής στην περίοδο 0

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Λύνοντας την **Εξίσωση 8** ως προς P_0 βλέπουμε ότι, σύμφωνα με τους Gordon-Lintner, η τρέχουσα τιμή μίας μετοχής καθορίζεται από την παρούσα αξία των αναμενόμενων μερισμάτων με συντελεστή προεξόφλησης την απαιτούμενη απόδοση από τους μετόχους. Δηλαδή:

$$P_0 = D_1 / r - g$$

Ανακεφαλαιωτικά, το υπόδειγμα Gordon-Lintner υποθέτει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα παρά υποσχέσεις για είσπραξη μετρητών (κεφαλαιακά κέρδη) σε κάποια στιγμή στο μέλλον. Τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, μία εταιρεία πρέπει να υιοθετεί έναν υψηλό δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη (payout ratio), δηλαδή να παρέχει υψηλή απόδοση μερισμάτων, με σκοπό να ελαχιστοποιήσει το κόστος του μετοχικού της κεφαλαίου και να μεγιστοποιήσει την τιμή των μετοχών της.

Οι Modigliani-Miller διεφώνησαν υποστηρίζοντας ότι το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου είναι ανεξάρτητο από την πολιτική μερισμάτων, γεγονός που συνεπάγεται ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ D_1 / P_0 και g και κατά συνέπεια μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.

Οι Modigliani-Miller απεκάλεσαν το υπόδειγμα Gordon-Lintner πλάνη του «κάλλιο πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρει» (bird in the hand fallacy), επειδή, κατά την άποψή τους, η πλειονότητα των επενδυτών επανεπενδύει τα μερίσματά της στις μετοχές της ίδιας εταιρείας ή στις μετοχές παρόμοιων εταιρειών και, σε κάθε περίπτωση, η επικινδυνότητα των ταμειακών ροών της εταιρείας προς τους επενδυτές καθορίζεται μακροχρόνια μόνο από την επικινδυνότητα των

ταμειακών ροών που προκύπτουν από τις επενδύσεις της εταιρείας και όχι από την εφαρμοζόμενη πολιτική μερισμάτων.

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων είναι ελκυστικό διότι διακρίνεται από απλότητα. Αρκετοί αναλυτές ωστόσο αντιμετωπίζουν με σκεπτικισμό τα όποια αποτελέσματα προκύπτουν από τη χρήση αυτού του υποδείγματος. Οι αντιρρησίες εναντίον αυτού του μοντέλου υποστηρίζουν ότι είναι χρήσιμο μόνο σε περιπτώσεις σταθερών μετοχών που πληρώνουν μεγάλα μερίσματα.

Εκ πρώτης όψεως φαίνεται ότι το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για μετοχές οι οποίες είτε δεν πληρώνουν μερίσματα, είτε πληρώνουν πολύ χαμηλά μερίσματα. Αποδεικνύεται όμως ότι ισχύει το αντίθετο. Εάν το ποσοστό διανεμόμενων κερδών προσαρμόζεται για να αντικατοπτρίσει μεταβολές στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, τότε μπορούμε να αποκομίσουμε αξιόπιστα αποτελέσματα ακόμη και σε περιπτώσεις εταιρειών που δεν δίνουν μερίσματα. Με αυτήν την έννοια, ακόμη και μία εταιρεία υψηλής ανάπτυξης, η οποία σε τρέχουσα φάση δεν δίνει μερίσματα για να μην στερήσει πόρους χρηματοδότησης από αυτήν την ανάπτυξη, ακόμη και μία τέτοια εταιρεία μπορεί να αποτιμηθεί βάσει μερισμάτων τα οποία αναμένεται να δώσει όταν μειωθεί ο ρυθμός ανάπτυξης και εκλείψει έστω και μερικώς η ανάγκη για παρακράτηση κερδών με σκοπό τη χρηματοδότηση της μελλοντικής ανάπτυξης. Εάν ωστόσο το ποσοστό διανεμόμενων κερδών δεν προσαρμόζεται για να αντικατοπτρίσει μεταβολές στον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, τότε το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων θα υποεκτιμήσει την αξία μετοχών οι οποίες είτε δεν πληρώνουν μερίσματα, είτε πληρώνουν πολύ χαμηλά μερίσματα.

Ένα ακόμη στοιχείο κριτικής εναντίον του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων είναι ότι αποδίδει πολύ συντηρητικές αποτιμήσεις. Με αυτό υπονοείται ότι η αξία μίας μετοχής είναι κάτι περισσότερο από την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων. Υπό αυτό το πρίσμα υποστηρίζεται ότι το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δεν αντικατοπτρίζει την αξία των στοιχείων του ενεργητικού τα οποία δεν έχουν χρησιμοποιηθεί στην κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης. Εντούτοις, η αξία τέτοιων αχρησιμοποίητων στοιχείων ενεργητικού μπορεί να υπολογισθεί ξεχωριστά και να αθροισθεί στην αξία της επιχείρησης που προκύπτει από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Επιπλέον, ενίοτε είναι δυνατό στοιχεία του ενεργητικού τα οποία πολλοί θεωρούν ότι αγνοούνται κατά τη χρήση του εξεταζόμενου υποδείγματος, όπως λόγου χάριν η αξία των επωνυμιών των

προϊόντων (brand names), να υπολογισθούν εν τέλει με τη χρήση αυτού του μοντέλου.

Υποστηρίζεται ακόμη ότι εάν αυξάνεται η συνολική αξία της αγοράς, ολοένα και λιγότερες επιχειρήσεις θα βρίσκονται υποτιμημένες με τη χρήση του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων. Αυτό βεβαίως δεν ισχύει σε κάθε περίπτωση. Εάν η αύξηση της συνολικής αξίας της αγοράς οφείλεται σε βελτίωση των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών που χαρακτηρίζουν την αγορά, όπως είναι ο υψηλότερος αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας στο σύνολό της ή και τα χαμηλότερα επιτόκια της αγοράς, δεν υπάρχει λόγος να πιστεύουμε εκ των προτέρων ότι η αξία που προκύπτει από το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων δεν θα αυξηθεί κατά ένα ισοδύναμο ποσό. Εάν η αύξηση της συνολικής αξίας της αγοράς δεν οφείλεται σε βελτίωση των θεμελιωδών χρηματοοικονομικών μεγεθών της αγοράς, τότε οι αποτιμώμενες αξίες που προκύπτουν από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δεν θα ακολουθήσουν με ανάλογη αύξηση. Το φαινόμενο αυτό όμως ίσως αποτελεί περισσότερο δύναμη του υποδείγματος παρά αδυναμία. Σε αυτήν την περίπτωση το υπόδειγμα δείχνει ότι η αγορά στο σύνολό της είναι υπερτιμημένη εν σχέσει με τα μερίσματα και τις ταμειακές ροές, πράγμα το οποίο ένας ορθολογικός επενδυτής θα λάβει σοβαρά υπ' όψιν του.

Η ύστατη δοκιμασία για ένα υπόδειγμα είναι το εάν λειτουργεί αποτελεσματικά με το να βρίσκει υποτιμημένες και υπερτιμημένες μετοχές και βεβαίως πόσο αποτελεσματικό είναι στο να κάνει κάτι τέτοιο. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων έχει δοκιμασθεί και έχει αποδειχθεί ότι, μακροπρόθεσμα, φανερώνει τις μετοχές εκείνες οι οποίες προσφέρουν υπερβάλλουσες αποδόσεις. Δεν είναι απολύτως αποδεδειγμένο ωστόσο εάν αυτό συμβαίνει επειδή το μοντέλο αυτό είναι όντως χρήσιμο στο να βρίσκει υποτιμημένες μετοχές, ή επειδή αναπαριστά επιτυχώς εμπειρικές ανωμαλίες στο διαχρονικό ύψος των αποδόσεων των μετοχών, ανωμαλίες σχετιζόμενες με το λόγο τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή και με τις μερισματικές αποδόσεις.

5.3 ΜΟΝΤΕΛΟ ΚΑΘΑΡΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΟ ΜΕΤΟΧΟ

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων βασίζεται στην υπόθεση ότι οι μοναδικές ταμειακές ροές τις οποίες απολαμβάνουν οι μέτοχοι είναι τα μερίσματα.

Στο υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο θα ορίσουμε τις ταμειακές ροές στο μέτοχο ως τις ταμειακές ροές που απομένουν μετά από την εξυπηρέτηση όλων των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (περιλαμβανομένων των πληρωμών δανείων), μετά από την κάλυψη όλων των επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης και μετά την κάλυψη των αναγκών σε απασχολούμενο κεφάλαιο.

Οι καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο είναι οι υπολειμματικές ταμειακές ροές που απομένουν μετά την πληρωμή τόκων και τις πληρωμές προς τα αρχικά κεφάλαια της επιχείρησης (ίδια και ξένα) και μετά την εξυπηρέτηση των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης με τέτοιο τρόπο ώστε να συντηρούνται επαρκώς τα υφιστάμενα στοιχεία ενεργητικού της επιχείρησης και να επιτρέπεται η αγορά νέων στοιχείων ενεργητικού, στοιχείων απαραίτητων για μελλοντική ανάπτυξη. Οι καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο (Free Cash Flow to Equity, FCFE) παριστάνονται ως εξής:

FCFE = Καθαρό Εισόδημα + Αποσβέσεις – Καθαρές Επενδύσεις – Μεταβολή στο Απασχολούμενο Κεφάλαιο – Εξυπηρέτηση Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων + Έκδοση Νέων Τίτλων Δανείων, (Εξίσωση 9)

Στην ειδική περίπτωση όπου οι επενδύσεις και το απασχολούμενο κεφάλαιο θα χρηματοδοτηθούν βάσει του στόχου-δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης d και η εξυπηρέτηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων γίνεται μέσω της έκδοσης νέων δανείων, τότε έχουμε:

$$FCFE = \text{Καθαρό Εισόδημα} + (1 - d) * (\text{Καθαρές Επενδύσεις} - \text{Αποσβέσεις}) + (1 - d) * (\text{Μεταβολή στο Απασχολούμενο Κεφάλαιο}), \text{ (Εξίσωση 10)}$$

5.3.1 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο – Σταθερή Ανάπτυξη

Το Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης σχεδιάστηκε για να αποτιμήσει επιχειρήσεις οι οποίες αναπτύσσονται με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου στο υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, είναι συνάρτηση των αναμενόμενων καθαρών

ταμειακών ροών στο μέτοχο κατά την επόμενη περίοδο, του σταθερού ρυθμού ανάπτυξης και της απαιτούμενης από τους μετόχους απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων.

$$P_0 = \text{FCFE} / r - g_n, \text{ (Εξίσωση 11)}$$

όπου, P_0 = τρέχουσα τιμή μετοχής

FCFE = αναμενόμενες καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο την επόμενη περίοδο

r = κόστος ιδίων κεφαλαίων για τη συγκεκριμένη επιχείρηση

g_n = ρυθμός μεγέθυνσης/ανάπτυξης των FCFE για τη συγκεκριμένη επιχείρηση στο διηνεκές

Το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, είναι παρόμοιο με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων των Gordon-Lintner, όσον αφορά στις υποθέσεις. Ο ρυθμός μεγέθυνσης/ ανάπτυξης πρέπει να μην διαφέρει σημαντικά από τον ονομαστικό ρυθμό μεγέθυνσης/ανάπτυξης της οικονομίας εντός της οποίας δραστηριοποιείται η αποτιμώμενη επιχείρηση. Ο Damodaran υποστηρίζει ότι, σε γενικές γραμμές, ο -εξ υποθέσεως σταθερός- ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης δεν πρέπει να υπερβαίνει το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας περισσότερο από 1% ή 2%.

Η υπόθεση ότι η επιχείρηση διανύει φάση σταθερότητας σημαίνει ότι πρέπει να διακρίνεται από ορισμένα χαρακτηριστικά. Οι καθαρές επενδύσεις δεν πρέπει να είναι, εν σχέσει με τις αποσβέσεις, δυσανάλογα μεγάλες. Για να προβούμε σε ασφαλείς αποτιμήσεις με το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, είναι προτιμότερο δε οι καθαρές επενδύσεις να είναι μικρότερες από τις αποσβέσεις. Πρέπει επίσης η επιχείρηση να διακρίνεται από μέτριο κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι, εάν χρησιμοποιείται το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, ο συντελεστής β της επιχείρησης δεν πρέπει να είναι σημαντικά διαφορετικός από τη μονάδα.

Το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, είναι το καταλληλότερο μοντέλο επίσης για εταιρείες οι οποίες πληρώνουν υψηλά ή χαμηλά μερίσματα, όχι διαχρονικά αλλά σε ορισμένες χρονιές. Λέγοντας υψηλά (χαμηλά) μερίσματα εννοούμε μερίσματα τα οποία είναι σημαντικά μεγαλύτερα (μικρότερα) από τις καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο. Ας σημειωθεί εδώ ότι εάν η επιχείρηση είναι σε φάση σταθερότητας και δίνει τις καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο με τη μορφή μερισμάτων, τότε αναμένουμε ότι η αξία της επιχείρησης που θα βρούμε μέσω του υποδείγματος καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο θα είναι ίση με

την αξία της επιχείρησης που θα βρούμε μέσω του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων.

5.3.2 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Δύο Σταδίων

Το μοντέλο καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, δύο σταδίων, έχει κατασκευασθεί ούτως ώστε να αποτιμά την αξία μίας εταιρείας η οποία αναμένεται να μεγεθυνθεί πολύ ταχύτερα από μία αντίστοιχη εταιρεία σταθερής φάσης σε μία αρχική περίοδο και κατόπιν να αποκτήσει σταθερό ρυθμό ανάπτυξης/μεγέθυνσης σε ένα δεύτερο στάδιο.

Η αξία οποιασδήποτε μετοχής συνίσταται στην παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο κατ' έτος για το στάδιο της εξαιρετικής ανάπτυξης, συν την παρούσα αξία της τελικής τιμής της μετοχής στο τέλος της περιόδου εξαιρετικής ανάπτυξης.

Σχήμα 15

Αξία Μετοχής = Παρούσα Αξία FCFE + Παρούσα Αξία Τελικής Τιμής Μετοχής

$$= \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCFE}_t / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n$$

όπου, FCFE_t = FCFE το έτος t

P_n = Τελική Τιμή Μετοχής στο τέλος του σταδίου εξαιρετικής ανάπτυξης

r = απαιτούμενη απόδοση στους μετόχους κατά το στάδιο εξαιρετικής ανάπτυξης

$$P_n = \text{FCFE}_{n+1} / (r_n - g_n)$$

όπου, r_n = απαιτούμενη απόδοση στους μετόχους κατά το στάδιο εξαιρετικής ανάπτυξης

g_n = ρυθμός ανάπτυξης μετά το τελικό έτος εις το διηνεκές

Οι ίδιοι περιορισμοί οι οποίοι ισχύουν για το μοντέλο καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, σταθερής ανάπτυξης, ισχύουν και για το μοντέλο καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, δύο σταδίων. Επιπλέον, οι καθαρές ταμειακές ροές στο μέτοχο μετά το τελικό έτος n (FCFE_{n+1}) πρέπει να ανταποκρίνονται στην υπόθεση της

σταθερότητας. Επί παραδείγματι, ενώ οι καθαρές επενδύσεις μπορούν να είναι πολύ μεγαλύτερες από τις αποσβέσεις κατά την αρχική περίοδο εξαιρετικής ανάπτυξης, μία τέτοια διαφορά πρέπει να μικρύνει σημαντικά καθώς η εταιρεία εισέρχεται στη φάση σταθερότητας.

5.3.3 Υπόδειγμα Καθαρών Ταμειακών Ροών στο Μέτοχο- Τριών Σταδίων

Το υπόδειγμα καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, τριών σταδίων, έχει κατασκευασθεί για να αποτιμώνται εταιρείες οι οποίες πιστεύεται ότι διέρχονται τρία στάδια ανάπτυξης: μία αρχική φάση υψηλής ανάπτυξης, μία μεταβατική περίοδο οπότε ο ρυθμός ανάπτυξης/μεγέθυνσης μειώνεται και τελικά από ένα στάδιο οπότε η ανάπτυξη βαίνει σταθερή:

Σχήμα 16

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \text{FCFE}_t / (1+r)^t + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \text{FCFE}_t / (1+r)^t + P_{n2} / (1+r)^n$$

όπου, P_0 = τρέχουσα τιμή μετοχής

FCFE_t = FCFE το έτος t

r = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

P_{n2} = Τελική τιμή μετοχής στο τέλος της μεταβατικής περιόδου = $\text{FCFE}_{n2+1} / (r - g_n)$

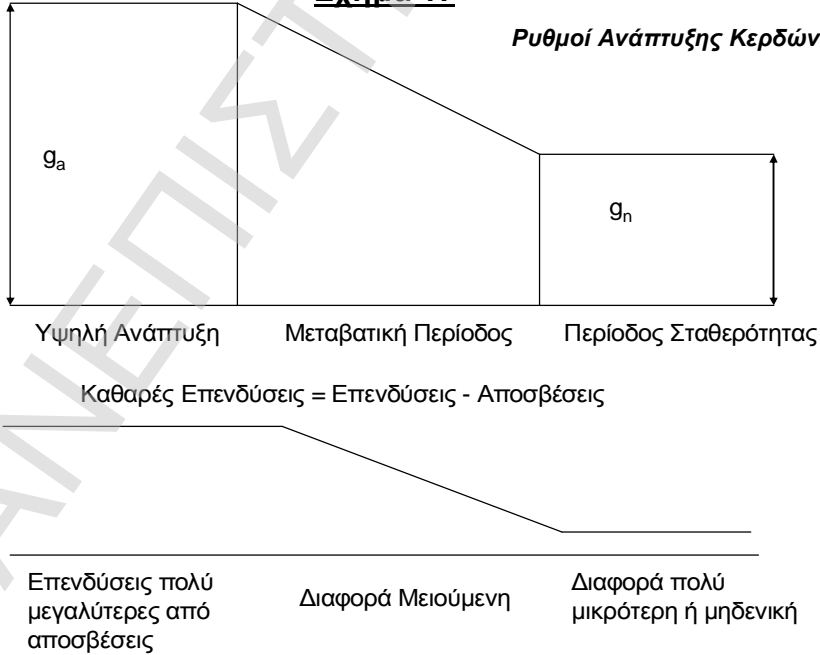
n1= τέλος αρχικής περιόδου υψηλής ανάπτυξης

n2= τέλος μεταβατικής περιόδου

Εφόσον το μοντέλο των τριών σταδίων έχει ως κύρια υπόθεση ότι ο ρυθμός μεγέθυνσης/ανάπτυξης διέρχεται τρία στάδια- υψηλή ανάπτυξη, μεταβατική περίοδο και σταθερή ανάπτυξη- είναι σημαντικό όλες οι άλλες υποθέσεις για τις υπόλοιπες μεταβλητές να είναι συνεπείς με αυτήν τη βασική υπόθεση.

- I. Επενδύσεις σε σχέση με αποσβέσεις. Λογικό είναι να υποθέτουμε ότι καθώς η εταιρεία μεταβαίνει βαθμιαία από φάση υψηλής σε τελική φάση σταθεροποιημένης ανάπτυξης, η σχέση μεταξύ καθαρών επενδύσεων και αποσβέσεων θα μεταβάλλεται. Στη φάση ταχείας ανάπτυξης το πιθανότερο είναι ότι οι καθαρές επενδύσεις θα είναι σημαντικά μεγαλύτερες από τις αποσβέσεις. Εν συνεχεία, στη μεταβατική φάση η διαφορά θα βαίνει μειούμενη και στην τελική φάση σταθεροποίησης οι επενδύσεις θα ισούνται, ή θα τείνουν να εξισωθούν, με τις αποσβέσεις. Αυτό φαίνεται στο *Σχήμα 17*.
- II. Κίνδυνος. Καθώς τα χαρακτηριστικά μεγέθυνσης μίας εταιρείας μεταβάλλονται, μεταβάλλονται και τα χαρακτηριστικά κινδύνου. Έχοντας κατά νουν το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, μεταβαλλομένου του μεγέθους της επιχείρησης, μεταβάλλεται και ο συντελεστής β της επιχείρησης. Έχει παρατηρηθεί εμπειρικά η τάση σε μετοχές με υψηλούς συντελεστές β , οι συντελεστές β μακροπρόθεσμα να τείνουν προς τη μονάδα. Σε βάθος και χρόνου και εφόσον οι εταιρείες με υψηλούς συντελεστές β μεγενθύνονται και διαφοροποιούνται ως προς τις επί μέρους δραστηριότητες που αναλαμβάνουν, οι μέσοι όροι των συντελεστών β συγκλίνουν προς τη μονάδα.

Σχήμα 17



Πηγή: Damodaran, *Investment Valuation*, σελ.229

Αφού το μοντέλο καθαρών ταμειακών ροών στο μέτοχο, τριών σταδίων, επιτρέπει την εμφάνιση τριών σταδίων ανάπτυξης και επιτρέπει επίσης τη βαθμιαία πτώση από υψηλή/ταχεία ανάπτυξη σε σταθεροποιημένη ανάπτυξη, συνεπώς είναι το καταλληλότερο υπόδειγμα για να αποτιμήσουμε επιχειρήσεις με πολύ ταχείς ρυθμούς ανάπτυξης σε τρέχουσα φάση. Είναι κατάλληλο υπόδειγμα επίσης και ειδικότερα για επιχειρήσεις οι οποίες πληρώνουν μερίσματα σημαντικά μεγαλύτερα ή σημαντικά μικρότερα από τις καθарές ταμειακές ροές της επιχείρησης στους μετόχους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Συμπεράσματα και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

6.1 Μύθοι και πραγματικότητα για την αποτίμηση

Η αποτίμηση δεν είναι ούτε επιστήμη όπως θα την ήθελαν να είναι μερικοί υποστηρικτές της, ούτε αποτελεί αντικειμενική διερεύνηση της αληθινής αξίας όπως θα την ήθελαν να γίνει μερικοί ιδεολόγοι. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται στην αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά τα προς χρήση δεδομένα και παραδοχές των μοντέλων αφήνουν πολύ χώρο για υποκειμενικές κρίσεις. Αυτές οι υποκειμενικές κρίσεις επηρεάζουν σημαντικά την τελική αξία που αποκομίζουμε από αυτά τα μοντέλα.

Προφανής λύση σε αυτό το πρόβλημα θα ήταν να απαλείψουμε το όποιο υποκειμενικό στοιχείο πριν αρχίσουμε τη διαδικασία της αποτίμησης. Αυτό όμως είναι εξόχως δύσκολο. Από τη στιγμή που εκτιθέμεθα σε πληθώρα διαφορετικών αναλύσεων, πληροφοριών και απόψεων από διαφορετικές πηγές, καθίσταται δυσχερές η όποια προσπάθεια εξάλειψης της υποκειμενισμού από την αποτιμητική διαδικασία.

Δύο τρόποι τουλάχιστον υπάρχουν οι οποίοι μειώνουν αυτόν τον υποκειμενισμό. Ο πρώτος είναι να αποφεύγουμε να πάρουμε δημοσίως θέση για την αξία μίας εταιρείας προτού να ολοκληρωθεί η διαδικασία αποτιμώσεως. Πιθανό σε πολλές περιπτώσεις η κρίση για το αν η εταιρεία είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη να έχει προηγηθεί της αποτελέσματος της ίδιας της αποτίμησης, οδηγώντας σε προκατειλημμένες αναλύσεις. Ο δεύτερος τρόπος εξαλείψεως του υποκειμενικού στοιχείου από την αποτίμηση, πριν αρχίσουμε την αποτίμηση, είναι να εξαλείψουμε το ίδιο όφελος που τυχόν έχουμε από μία υπερτίμηση ή από μία υποτίμηση της αποτιμώμενης επιχείρησης.

Το ίδιο όφελος μπορεί να ενυπάρχει και σε πολλούς θεσμικούς επενδυτές στις αγορές κεφαλαίων. Με αυτήν την έννοια, είναι δυνατόν πολλοί αναλυτές να προβαίνουν σε συστάσεις αγοράς (buy) μετοχών εφόσον δέχονται πιέσεις προς τούτο από διαχειριστές χαρτοφυλακίων οι οποίοι έχουν μεγάλες ανοικτές θέσεις σε αυτές τις μετοχές.

Εάν χρησιμοποιούμε αποτιμήσεις που έχουν διενεργηθεί από τρίτα μέρη, φρόνιμο είναι να λαμβάνουμε υπ' όψιν το ίδιο όφελος που τυχόν έχει ο όποιος αναλυτής, πριν πάρουμε αποφάσεις λαμβάνοντας υπ' όψιν την καθεαυτή αποτίμηση. Επί παραδείγματι, μία αποτίμηση που διενεργείται από μία εταιρεία στόχο εξαγοράς, προ της εξαγοράς, πιθανότατα διαποτίζεται από τάση υπερίμησης της αποτιμώμενης. Αυτό δεν καθιστά αχρεία αυτή την αποτίμηση, οπωσδήποτε όμως καλεί σε σκεπτικισμό πριν την -έστω μερική- αποδοχή των όποιων συμπερασμάτων.

Υποστηρίζεται ότι, αν και ο υπολογισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι το ζητούμενο, οι μελλοντικές ταμειακές ροές διακρίνονται από τόσο μεγάλη αβεβαιότητα ώστε η πρόβλεψη αυτών των ροών δεν έχει μεγάλη χρησιμότητα. Ενίοτε ανακύπτει η άποψη ότι η οποιαδήποτε επιχείρηση απαντά τόσους πολλούς αστάθμητους παράγοντες ώστε η πρόβλεψη των εσόδων να καθίσταται πολύ δύσκολη. Ακόμη περισσότερο δύσκολη καθίσταται η πρόβλεψη των ταμειακών ροών.

Οπωσδήποτε οι προβλέψεις για τις ταμειακές ροές ενέχουν το στοιχείο της αβεβαιότητας. Το στοιχείο όμως αυτό, αντί να απαξιώνει την αποτίμηση, της προσδίδει μεγίστη σημασία. Ειδικότερα, είναι σημαντικό υπό το πρίσμα αυτό να γνωρίζουμε το μέγεθος και τη φύση της αβεβαιότητας. Είναι επίσης αληθές ότι τεχνικές αποτιμήσεως με ένα μόνο εναλλακτικό σενάριο δεν αξιολογούνται ως χρήσιμες. Γενικότερα όμως, η ανάλυση και η εξομοίωση σεναρίων συνεισφέρουν με πρακτικό τρόπο στην κατανόηση και διαχείριση των κινδύνων που αντιμετωπίζουν οι επιχειρήσεις.

Με μία φράση θα λέγαμε ότι οι επενδυτικές αποφάσεις εξαρτώνται από την ακρίβεια της πρόβλεψης των ταμειακών ροών εν σχέσει με το κόστος της επένδυσης.

Η αξία που προκύπτει από ένα οποιοδήποτε αποτιμητικό μοντέλο επηρεάζεται από πληροφορίες ειδικώς για την εταιρεία και ειδικώς για την αγορά. Συνεπώς, μεταβαλλόμενης της πληροφόρησης πιθανότατα μεταβάλλεται και η αξία της επιχείρησης. Με δεδομένη τη συνεχή ροή πληροφοριών στις αγορές κεφαλαίων, η αποτίμηση μίας εταιρείας καθίσταται παρωχημένη και χρειάζεται να επικαιροποιείται για να αντικατοπτρίζει την τρέχουσα πληροφόρηση. Επισημαίνουμε την περίπτωση των φαρμακευτικών εταιρειών οι οποίες στις αρχές του 1992 είχαν υπερτιμηθεί με την υπόθεση ότι ο υψηλός ρυθμός ανάπτυξης της δεκαετίας του 1980 θα συνεχιζόταν και την επόμενη δεκαετία. Ένα χρόνο μετά, το 1993, αυτές οι εταιρείες θα υποτιμώντο υπό το καθεστώς των ελέγχων των τιμών των φαρμάκων και της μεταρρύθμισης των υπηρεσιών υγείας στις Ηνωμένες Πολιτείες. Εκ των υστέρων, οι

πλείστες των αποτιμήσεων και των αναλύσεων αυτών των εταιρειών το έτος 1992 τίθενται εν αμφιβόλω. Εάν λάβουμε όμως υπ' όψιν το ποιες πληροφορίες ήσαν διαθέσιμες εκείνη την περίοδο, οι εν λόγω αποτιμήσεις θεωρούνται αιτιολογημένες.

Ακόμη και όταν αποτιμούμε προσεκτικώς και λεπτομερώς θα υπάρχει αβεβαιότητα για τα τελικά νούμερα, αφότου αυτά τα νούμερα επηρεάζονται από τις προβλέψεις και τις προσδοκίες για το μέλλον της εταιρείας και της οικονομίας. Δεν είναι ρεαλιστικό να αναμένουμε ή να απαιτούμε βεβαιότητα για μία αποτίμηση από τη στιγμή που οι ταμειακές ροές και τα επιτόκια προεξόφλησης υπολογίζονται με περιθώριο σφάλματος. Αυτό έχει ως επακόλουθο ότι, πριν από την αποτίμηση, οι αναλυτές πρέπει να επιφυλάσσουν για τον εαυτό τους ένα περιθώριο σφάλματος όταν ετοιμάζονται να προβούν σε συστάσεις υπό το φως μίας αποτίμησης.

Η χρησιμότητα των μοντέλων που θα αναφέρουμε στην συνέχεια της εργασίας καθορίζεται από τον χρόνο και τον κόπο τον οποίον καταβάλλουν οι αποτιμητές για να συλλέξουν και για να αξιολογήσουν τα δεδομένα που εισάγονται στα ποσοτικοποιημένα μοντέλα. Εάν τα δεδομένα είναι λάθος, τα αποτελέσματα των μοντέλων αυτών θα είναι εξ ολοκλήρου ή εν μέρει λάθος. Η εγκυρότης της αποτιμήσεως είναι ευθέως ανάλογη του χρόνου που επενδύθηκε στη συλλογή των δεδομένων και του βαθμού κατανόησης της επιχείρησης η οποία αποτιμάται.

Χρησιμοποιώντας αποτιμητικά μοντέλα, υπάρχει ο κίνδυνος να επικεντρωθεί κανείς αποκλειστικά στο αποτέλεσμα, δηλαδή στην αξία της εταιρείας και κατά πόσο αυτή η αξία είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, χάνοντας έτσι την δυνατότητα να αποκτήσει γνώση επί μέρους τομέων, αντικειμένων και θεωρήσεων μέσω της διαδικασίας της αποτιμήσεως. Η αποτιμητική διαδικασία δύναται να αποσαφηνίσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και να απαντήσει σε πολλές βασικές ερωτήσεις: Ποιο είναι το τίμημα της (υψηλής) ανάπτυξης; Πόσο αξίζει η επωνυμία ενός προϊόντος (brand name); Ποια είναι η επίδραση των περιθωρίων κέρδους επί της αξίας της επιχείρησης;

6.2 Ισοδυναμία Υποδειγμάτων Υπερβάλλουσας Απόδοσης και Υποδειγμάτων Προεξόφλησης Ταμειακών Ροών

Εξ ορισμού υποτίθεται ότι η αξία μίας επιχείρησης η οποία προκύπτει από ένα υπόδειγμα προεξόφλησης ταμειακών ροών πρέπει να ισούται με την αξία της αυτής επιχείρησης η οποία προκύπτει από ένα υπόδειγμα υπερβάλλουσας ζήτησης, εφόσον υπάρχει συνέπεια μεταξύ των μοντέλων όσον αφορά στις παραδοχές για το ρυθμό ανάπτυξης και το ρυθμό επανεπένδυσης. Έτσι κι αλλιώς, τα μοντέλα υπερβάλλουσας απόδοσης στηρίζονται επί μίας συσχέτισης επανεπένδυσης και ρυθμού ανάπτυξης. Πιο συγκεκριμένα, θεωρούμε ότι μία εταιρεία μπορεί να παράξει υψηλότερα κέρδη στο μέλλον μόνον εφόσον προβεί σε νέες επενδύσεις ή εφόσον χρησιμοποιήσει πιο αποτελεσματικά τα υφιστάμενα στοιχεία του ενεργητικού. Τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμειακών ροών δεν θέτουν ξεκάθαρα αυτή τη συσχέτιση. Οι αναλυτές που χρησιμοποιούν τα υποδείγματα προεξόφλησης ταμειακών ροών συχνά εκτιμούν τους ρυθμούς ανάπτυξης και τους ρυθμούς επανεπένδυσης ως μεταβλητές ανεξάρτητες τη μία από την άλλη.

Υπάρχουν αρκετοί αναλυτές οι οποίοι έχουν δείξει ότι τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών και τα μοντέλα οικονομικής προστιθέμενης αξίας συγκλίνουν στα αποτελέσματα που δίνουν, εφόσον υπάρχει συνέπεια μεταξύ των μοντέλων όσον αφορά στις παραδοχές για το ρυθμό ανάπτυξης και το ρυθμό επανεπένδυσης όπως οι Fernandez (2002), Hartman (2000) και οι Shrieves και Wachowicz (2000). Ομοίως οι Feltham και Ohlson (1995), Penman (1998) και οι Lundholm και O'Keefe (2001) έχουν αποδείξει στα γραπτά τους ότι τα μοντέλα υπερβάλλουσας απόδοσης στο μέτοχο συγκλίνουν ως προς τα αποτελέσματά τους με τα μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών στο μέτοχο.

6.3 Σύγκριση σχετικής αποτίμησης και αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών

Υπάρχει μία θεμελιώδης διαφορά μεταξύ της σχετικής αποτίμησης και της αποτίμησης με βάση την προεξόφληση ταμειακών ροών. Στην προεξόφληση των ταμειακών ροών προσπαθούμε να βρούμε την εσωτερική αξία μίας επιχείρησης (intrinsic value) ως την καθαρά παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών της. Για το σκοπό αυτό διερευνούμε την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει ταμειακές ροές στο μέλλον. Στη σχετική αποτίμηση κρίνουμε το πόσο αξίζει ένα οποιοδήποτε περιουσιακό στοιχείο διερευνώντας το πόσο πληρώνει η αγορά για παρόμοια περιουσιακά στοιχεία. Εάν η αγορά αποτιμά με σωστό τρόπο, κατά μέσο όρο, τα περιουσιακά στοιχεία, τότε η προσέγγιση της προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορεί να συγκλίνει με τη σχετική αποτίμηση. Εάν όμως η αγορά υπερτιμά ή υποτιμά συστηματικά ένα συγκεκριμένο σύνολο περιουσιακών στοιχείων ή έναν συγκεκριμένο κλάδο της οικονομίας (όπως συνέβη στην περίπτωση των εταιρειών νέων τεχνολογιών στις Ηνωμένες Πολιτείες το έτος 2000), τότε οι αποτιμήσεις βάσει της προεξόφλησης των ταμειακών ροών μπορεί να αποκλίνουν από τις σχετικές αποτιμήσεις.

Υπάρχει ακόμη η πιθανότητα, μεταξύ των δύο προσεγγίσεων, της προεξόφλησης ταμειακών ροών και της σχετικής αποτίμησης, η μία προσέγγιση να βρίσκει ότι μία επιχείρηση είναι υπερτιμημένη και η άλλη προσέγγιση να βρίσκει ότι η ίδια επιχείρηση είναι υποτιμημένη. Επιπλέον, ακόμη και εντός των πλαισίων της σχετικής αποτίμησης, μπορεί να καταλήξουμε σε διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά στην αξία ανάλογα με το ποιον δείκτη χρησιμοποιούμε και ανάλογα με το ποιες επιχειρήσεις έχουμε θέσει ως μέτρο σύγκρισης.

Αυτές οι διαφορές μεταξύ των προαναφερθεισών μεθόδων αποτίμησης πηγάζουν από διαφορετικές προσεγγίσεις αναφορικά με την αποτελεσματικότητα των αγορών. Στην προσέγγιση της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, υποθέτουμε ότι οι αγορές κάνουν λάθη, ότι διορθώνουν αυτά τα λάθη συν τω χρόνω και ότι αυτά τα λάθη επισυμβαίνουν συχνά σε ολόκληρους κλάδους της οικονομίας ή και σε ολόκληρη την οικονομία. Στην προσέγγιση της σχετικής αποτίμησης θεωρούμε ότι, αν και οι αγορές κάνουν λάθη στην αποτίμηση συγκεκριμένων επιχειρήσεων, αποτιμούν ορθώς κατά μέσο όρο.

6.4 Δυνάμεις και αδυναμίες του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων απαιτεί παραδοχές οι οποίες δεν είναι πολλές το πλήθος και είναι εύκολο να υπολογισθούν, ή τουλάχιστον είναι σχετικά εύκολο να παρακολουθηθούν οι αποκλίσεις τους. Επιπροσθέτως, μακροπρόθεσμα το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων προσεγγίζει σημαντικά τις εμπειρικές παρατηρήσεις για την πορεία των περισσότερων επιχειρήσεων.

Ένα μειονέκτημα του υποδείγματος Gordon είναι ότι δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν η απαιτούμενη απόδοση από τους επενδυτές είναι μικρότερη από το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων και επίσης δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί όταν μη ταμειακά μερίσματα προσδοκούνται στο άμεσο μέλλον.

6.5 Δυνάμεις και αδυναμίες της προεξόφλησης ταμειακών ροών ως μεθόδου αποτίμησης επιχειρήσεων

Εάν και εφόσον εφαρμόσουμε πρακτικώς το υπόδειγμα της προεξόφλησης ταμειακών ροών με τέτοιο τρόπο ώστε να απεικονίζουμε μέσω αυτού του υποδείγματος με ακρίβεια και συνέπεια τις επιχειρήσεις τις οποίες θέλουμε να αποτιμήσουμε, τότε θα είμαστε σε θέση να διαπιστώσουμε ποιες επιχειρήσεις είναι υποτιμημένες και ποιες είναι υπερτιμημένες, χωρίς να κινδυνεύουμε να πέσουμε στην παγίδα η οποία ενίοτε ελλοχεύει στη σχετική αποτίμηση: δεν πρόκειται δηλαδή να παρασυρθούμε από μία συνολική υπερτίμηση ή μία συνολική υποτίμηση ενός κλάδου της οικονομίας ή της οικονομίας στο σύνολό της.

Αντίθετα με τη σχετική αποτίμηση όπου χρησιμοποιούνται εργαλεία όπως ο λόγος τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio), η προεξόφληση ταμειακών ροών βασίζεται στις καθαρές ταμειακές ροές. Ως επί το πλείστον, οι καθαρές ταμειακές ροές είναι ένα αξιόπιστο χρηματοοικονομικό μέγεθος, με την έννοια ότι δεν δύναται να χειραγωγηθεί λογιστικά τόσο εύκολα όπως μπορούν ας

πούμε να χειραγωγηθούν τα λογιστικά κέρδη. Επίσης, οι αναμενόμενες μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές μπορούν να υπολογισθούν με περισσότερη ακρίβεια από ότι τα λογιστικά κέρδη. Οι καθαρές ταμειακές ροές μπορούν να απεικονίσουν τα χρηματικά ποσά τα οποία εν τέλει απομένουν ως αμοιβή των επενδυτών, ανεξαρτήτως από το εάν μία ταμειακή εκροή λογιστικοποιείται ως έξοδο ή ως στοιχείο του ενεργητικού.

Επιπροσθέτως, μπορεί κάποιος να χρησιμοποιήσει την προεξόφληση ταμειακών ροών ως έναν έλεγχο του κατά πόσο η όποια επιχείρηση είναι υγιής. Μία προσέγγιση είναι να καταβάλλεται προσπάθεια να βρεθεί μία δίκαιη τιμή μετοχής (fair value stock price). Αντί αυτού, μπορούμε να βάλουμε την τρέχουσα τιμή της μετοχής στο υπόδειγμα της προεξόφλησης ταμειακών ροών και, δουλεύοντας προς τα πίσω, να υπολογίσουμε πόσο γρήγορα θα έπρεπε να αναπτυχθεί η επιχείρηση έτσι ώστε οι καθαρές ταμειακές της ροές να επιτύχουν αυτήν την τρέχουσα τιμή της μετοχής. Εν γένει, η μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών δύναται να βοηθήσει τους αναλυτές και τους επενδυτές να καταλάβουν από ποιους παράγοντες πηγάζει η αξία της επιχείρησης.

Η αποτίμηση επιχειρήσεων βάσει της μεθόδου προεξόφλησης ταμειακών ροών εκτός από δυνατά σημεία έχει όμως και αδυναμίες. Εν πρώτοις, οι αποτιμήσεις που μπορεί να προκύπτουν από τη μέθοδο αυτή είναι δυνατό να εμφανίζουν μεγάλες αποκλίσεις της αξίας της ίδιας επιχείρησης, εάν οι αρχικές παραδοχές του μοντέλου, ο αναμενόμενος τρόπος που θα λειτουργήσει η επιχείρηση και το πώς θα εξελιχθούν οι συνθήκες στην αγορά, εμφανίζουν έστω και μικρό βαθμό αβεβαιότητας. Εάν οι ανεξάρτητες μεταβλητές που επηρεάζουν τον καθορισμό της αξίας της επιχείρησης, όπως είναι οι προβλέψεις για τις μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές, το κόστος κεφαλαίου, οι προβλέψεις για το ρυθμό ανάπτυξης, αποκλίνουν της πραγματικότητας, τότε και η δίκαιη αξία που θα προκύψει από τη διαδικασία αποτίμησης δεν θα είναι ακριβής.

Η προεξόφληση ταμειακών ροών λειτουργεί καλύτερα όταν υπάρχει μεγάλος βαθμός εμπιστοσύνης για τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μίας εταιρείας με σκοπό την αποτίμησή της μπορεί όμως να καταστεί δυσχερής εάν δεν μπορούν να προβλεφθούν οι πωλήσεις και οι μελλοντικές τάσεις στα κόστη με βεβαιότητα. Η πρόβλεψη των καθαρών ταμειακών ροών για τα αμέσως επόμενα έτη είναι ήδη δύσκολη, πόσω μάλλον η πρόβλεψη εις το διηνεκές, η οποία είναι απαραίτητη κατά την προεξόφληση ταμειακών ροών.

Στα πλαίσια αυτά πρέπει να σημειώσουμε ότι οι αποτιμήσεις που προκύπτουν βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών είναι ιδιαίτερα ευαίσθητες ακόμη και στις μικρότερες μεταβολές μεγεθών όπως είναι οι ρυθμοί ανάπτυξης και ο συντελεστής αναμενόμενης απόδοσης. Επιπλέον, ο αναλυτής θα πρέπει να είναι σε θέση να μεταβάλλει το όποιο υπόδειγμα αποτίμησης εάν διαπιστώσει ότι έχουν μεταβληθεί βασικές παράμετροι. Έτσι λοιπόν, εάν η αποτιμώμενη εταιρεία παρουσιάσει αρνητικά αποτελέσματα για συνεχόμενα τρίμηνα, εάν ο κυριότερος πελάτης της εταιρείας χρεωκοπήσει, εάν τα επιτόκια αυξηθούν σημαντικά, σε περιπτώσεις τέτοιες χρειάζεται να τροποποιηθούν ανάλογα οι παραδοχές του υποδείγματος αποτίμησης.

Ένα άλλο ζήτημα σχετικό με την αποτίμηση βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών είναι ότι το μοντέλο αυτό δεν υποστηρίζει βραχυπρόθεσμες επενδυτικές αποφάσεις. Η προεξόφληση ταμειακών ροών εστιάζεται στη μακροπρόθεσμη αξία των επιχειρήσεων. Με την έννοια αυτή, εάν μία επιχείρηση αποτιμάται στα 100 εκατομμύρια ευρώ με τη χρήση του υποδείγματος αποτίμησης βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών, αυτό δεν σημαίνει ότι η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης θα διαμορφωθεί στα 100 εκατομμύρια ευρώ στο άμεσο μέλλον.

Ένα καλά δομημένο μοντέλο αποτίμησης επιχειρήσεων βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορεί να μας προφυλάξει από το να αγοράσουμε «μετοχές-φούσκα», μπορεί όμως και να μας εμποδίσει να διακρίνουμε βραχυπρόθεσμες ευκαιρίες υποτιμημένων μετοχών. Ακόμη, η αποκλειστική εστίαση σε μοντέλα προεξόφλησης ταμειακών ροών μπορεί να μας οδηγήσει στο να παραβλέψουμε ασυνήθιστες ευκαιρίες. Επί παραδείγματι, η Microsoft φαινόταν ιδιαίτερα υπερτιμημένη κατά το 1995 με τη χρήση μοντέλων προεξόφλησης, αλλά η ικανότητά της να κυριαρχήσει στην αγορά λογισμικού τη μετέτρεψε σε επενδυτικό όνειρο έκτοτε.

Αν και η προεξόφληση ταμειακών ροών ως μέθοδος αποτίμησης δύναται να χρησιμοποιηθεί σε πλείστες περιπτώσεις, εντούτοις υπάρχουν συγκεκριμένες περιστάσεις κατά τις οποίες η προσέγγιση της αποτίμησης βάσει προεξόφλησης των ταμειακών ροών δεν λειτουργεί ασφαλώς. Τέτοιες περιπτώσεις είναι, λόγου χάριν, οι περιπτώσεις προβληματικών επιχειρήσεων. Μία προβληματική επιχείρηση συχνά εμφανίζει ζημίες και καθαρές ταμειακές εκροές και αναμένεται να εμφανίζει τέτοια αποτελέσματα τουλάχιστον για κάποιο διάστημα στο μέλλον. Η πρόβλεψη ταμειακών ροών για τέτοιες εταιρείες καθίσταται δυσχερής καθώς το ενδεχόμενο της χρεωκοπίας είναι σημαντικό. Η προεξόφληση ταμειακών ροών προϋποθέτει ότι η

επιχείρηση είναι μία αειφόρος επιχειρηματική οντότητα (going concern) η οποία αποδίδει καθαρές ταμειακές εισροές στους επενδυτές, επομένως στην προαναφερθείσα περίπτωση των προβληματικών εταιρειών είναι αναμενόμενο αυτή η μέθοδος αποτίμησης να μην λειτουργεί σωστά.

Άλλη περίπτωση όπου η προεξόφληση ταμειακών ροών καθίσταται προβληματική ως μέθοδος αποτίμησης, είναι η περίπτωση των επιχειρήσεων των οποίων η πορεία ακολουθεί τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας. Τα κέρδη και οι ταμειακές ροές τέτοιων εταιρειών ακολουθούν τις υφέσεις και τις εξάρσεις του συνόλου της οικονομίας. Εάν χρησιμοποιήσουμε την προεξόφληση ταμειακών ροών σε αυτές τις εταιρείες, αυτές οι υφέσεις και εξάρσεις των κερδών και των ταμειακών ροών εξομαλύνονται, εκτός και αν ο αναλυτής αποδωθεί στην προσπάθεια να προβλέψει με ακρίβεια το χρονισμό και τη διάρκεια των υφέσεων και των εξάρσεων της οικονομίας. Πολλές εταιρείες που εμφανίζουν τέτοια κυκλική συμπεριφορά, σε περιόδους έντονης ύφεσης εμφανίζουν γνωρίσματα προβληματικών εταιρειών, αποδίδοντας ζημίες και καθαρές ταμειακές εκροές. Εάν ο οποιοσδήποτε αναλυτής τελικά προσπαθήσει να αποτιμήσει την αξία μίας τέτοιας εταιρείας με τη χρήση της προεξόφλησης ταμειακών ροών, θα πρέπει να συμπεριλάβει εκ των προτέρων στις παραδοχές του υποδείγματος αποτίμησης της αποτιμώμενης επιχείρησης τις γενικότερες παραδοχές για την πορεία της οικονομίας.

Επιχειρήσεις οι οποίες έχουν σημαντικά αχρησιμοποίητα περιουσιακά στοιχεία αποτελούν ακόμη μία περίπτωση κατά την οποία η προεξόφληση ταμειακών ροών δεν δίνει ασφαλείς αποτιμήσεις. Υπενθυμίζεται ότι η προεξόφληση ταμειακών ροών για μία επιχείρηση απεικονίζει την αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων τα οποία δημιουργούν ταμειακές ροές. Εάν η επιχείρηση έχει περιουσιακά στοιχεία τα οποία δεν χρησιμοποιούνται στην κύρια δραστηριότητά της και επομένως δεν παράγουν ταμειακές ροές, η αξία αυτών των αχρησιμοποίητων περιουσιακών στοιχείων δεν θα ενσωματωθεί στην αξία της επιχείρησης που θα προκύψει από την προεξόφληση των αναμενόμενων ταμειακών ροών. Βέβαια ένα τέτοιο πρόβλημα δεν είναι αξεπέραστο: η αξία αυτών των αχρησιμοποίητων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να υπολογισθεί με άλλους τρόπους και να ενσωματωθεί εκ των υστέρων στην αξία της επιχείρησης που προκύπτει από την προεξόφληση των ταμειακών ροών.

Ας εξετάσουμε επίσης την περίπτωση των επιχειρήσεων οι οποίες βρίσκονται σε φάση αναδιάρθρωσης. Είναι δύσκολο να προβλεφθούν καθαρές ταμειακές ροές καθώς και βαθμός επικινδυνότητας για αυτές τις επιχειρήσεις, καθώς υπόκεινται σε

μεταβολές εκ βάθρων, οι οποίες μεταβολές επηρεάζουν αυτές τις παραμέτρους. Τέτοιες μεταβολές εντοπίζονται σε λειτουργίες και μεγέθη όπως είναι η κεφαλαιακή διάρθρωση, η μερισματική πολιτική, οι αγοραπωλησίες μεγάλης αξίας περιουσιακών στοιχείων, η πολιτική αμοιβών προς το ανώτατο προσωπικό. Η χρήση ιστορικών στοιχείων για εταιρείες που βρίσκονται σε φάση αναδιάρθρωσης οδηγεί βεβαίως σε παραπλανητικά αποτελέσματα.

Μία ειδικότερη περίπτωση είναι οι επιχειρήσεις οι οποίες αποτελούν στόχο εξαγοράς. Σε τέτοια περίπτωση πρέπει οπωσδήποτε να διερευνήσουμε το ενδεχόμενο της ύπαρξης συνεργειών μεταξύ των συγχωνευόμενων εταιρειών. Εάν υπάρχουν συνέργειες πρέπει να εκτιμηθεί η επίδρασή τους στις αναμενόμενες ταμειακές ροές της επιχείρησης. Επίσης, χρειάζεται ενίοτε να εκτιμηθεί η επίδραση επί των ταμειακών ροών της οποίας αλλαγής διοίκησης στην εξαγοραζόμενη εταιρεία.

Ας αναφέρουμε επίσης την περίπτωση των εταιρειών των οποίων οι μετοχές δεν διαπραγματεύονται σε κάποια αγορά κεφαλαίων. Αφού τα περισσότερα υποδείγματα υπολογισμού κινδύνου/απόδοσης απαιτούν ως δεδομένες τις ιστορικές τιμές της μετοχής μίας οποιασδήποτε αποτιμώμενης επιχείρησης, άρα για εταιρείες μη διαπραγματευόμενες στο χρηματιστήριο κάτι τέτοιο είναι αδύνατο. Επομένως, καθίσταται προβληματική η μέτρηση του κινδύνου, η οποία είναι απαραίτητη για τον καθορισμό των συντελεστών προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών. Μία λύση σε ένα τέτοιο πρόβλημα είναι να χρησιμοποιηθεί ως δεδομένη (έστω και αν χρειάζεται προσαρμογή) η επικινδυνότητα παρόμοιων συγκρίσιμων εταιρειών οι οποίες διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο. Μία άλλη λύση είναι να συσχετισθεί η μέτρηση του κινδύνου με λογιστικά/χρηματοοικονομικά μεγέθη για την αποτιμώμενη εταιρεία, τα οποία μεγέθη να είναι διαθέσιμα.

Η προεξόφληση ταμειακών ροών είναι μία πολύ εμπειριστατωμένη μέθοδος αποτίμησης η οποία μας επιτρέπει να εστιάσουμε στους θεμελιώδεις δείκτες υγείας μίας εταιρείας, μας επιτρέπει να διακρίνουμε τους γενεσιουργούς παράγοντες του κινδύνου και επίσης μας επιτρέπει να ξεχωρίσουμε ανάμεσα σε μετοχές που κερδίζουν και σε μετοχές που χάνουν. Δεν πρέπει όμως να λησμονούμε ότι, αν και η μέθοδος αποτίμησης επιχειρήσεων βάσει της προεξόφλησης ταμειακών ροών μειώνει την όποια αβεβαιότητα ποτέ δεν την εξαφανίζει τελείως.

Αυτό που καθίσταται σαφές είναι ότι οι αναλυτές ή οι επενδυτές που θα χρησιμοποιήσουν την προσέγγιση της προεξόφλησης ταμειακών ροών προς εξαγωγή συμπερασμάτων, οφείλουν να είναι συντηρητικοί αναφορικά με τις παραδοχές τους,

λόγου χάριν με το ύψος της αναμενόμενης απόδοσης την οποία θα θέσουν ως ανεξάρτητη μεταβλητή στο υπόδειγμα της προεξόφλησης βάσει ταμειακών ροών. Στο ίδιο πνεύμα, οι αναλυτές και οι επενδυτές δεν θα πρέπει να διστάσουν να αλλάξουν αυτές τις μεταβλητές όταν τα δεδομένα της αγοράς ή της ίδιας της εταιρείας υπαγορεύουν κάτι τέτοιο. Οι αισιόδοξες παραδοχές μπορεί να οδηγήσουν σε υπεραισιόδοξες αποτιμήσεις της αξίας της εταιρείας και με αυτόν τον τρόπο να οδηγήσουν τους επενδυτές να πληρώσουν για μία μετοχή περισσότερο από ότι αξίζει η μετοχή.

Πολλές φορές αυτό που μπορεί να δώσει μία πιο ξεκάθαρη εικόνα στον επενδυτή είναι η χρήση περισσότερων από μία μεθόδων αποτίμησης. Εάν η αποτιμώμενη επιχείρηση φαίνεται υποτιμημένη σε περισσότερες από μία μεθόδους αποτίμησης, τότε έχουμε πολύ μεγαλύτερη πιθανότητα να έχουμε βρει μία πολύ καλή ευκαιρία επένδυσης.

6.6 Επισκόπηση

Η βασική ιδέα την οποία διερευνήσαμε στο παρόν πόνημα είναι ότι η αξία οποιασδήποτε επιχείρησης συνίσταται στο άθροισμα των ταμειακών ροών τις οποίες η επιχείρηση αυτή θα παράξει στο μέλλον, προεξοφλημένων σε τρέχοντα χρόνο με τον καταλληλότερο συντελεστή προεξόφλησης.

Η προεξόφληση ταμειακών ροών αντιμετωπίζει μία εταιρεία ως μία επιχειρηματική οντότητα και όχι μόνον ως μία τιμή μετοχής. Με την έννοια αυτή, η χρήση αυτής της μεθόδου απαιτεί από τους αναλυτές και από τους επενδυτές να διερευνήσουν, να εντοπίσουν και να διακριβώσουν όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα μίας εταιρείας.

Για να μπορέσουμε να υπολογίσουμε με τον πλέον ακριβή και έγκυρο τρόπο την αξία μίας επιχείρησης, συχνά ωφελεί να χρησιμοποιούμε περισσότερες από μία προσεγγίσεις. Εάν τα αποτελέσματα της κάθε μεθόδου εμφανίζουν μεγάλες αποκλίσεις, τότε, για να εξαλείψουμε αυτές τις αποκλίσεις, πολλές φορές βοηθάει η επανεξέταση των παραδοχών που λάβαμε υπ' όψιν σε κάθε μέθοδο, με σκοπό να εντοπίσουμε πιθανές αμφισβητούμενες εκτιμήσεις. Εάν οι αποκλίσεις μεταξύ των αποτελεσμάτων από τις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης δεν είναι μεγάλες, τότε συχνά έχει νόημα να υπολογίζουμε μία αισιόδοξη και μία περισσότερο συντηρητική αξία της επιχείρησης για κάθε μέθοδο και εν τέλει να υπολογίζουμε έναν μέσο των αποτελεσμάτων όλων των μεθόδων.

6.7 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

Εδώ και κάποιες δεκαετίες αναδεικνύονται από τη μελέτη των μεθόδων αποτίμησης σαφείς τάσεις. Πρώτον, η εστίαση έχει μετατοπισθεί από την αποτίμηση των μετοχών μίας επιχείρησης με τη χρήση του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων, στην αποτίμηση ολόκληρης της επιχείρησης. Αυτή η μετατόπιση ενδιαφέροντος αντικατοπτρίζει την αυξανόμενη χρήση των υποδειγμάτων αποτίμησης σε διαδικασίες εξαγορών ή σε διαδικασίες αναδιαρθρώσεων. Έχει παρατηρηθεί εν γένει ότι όλα τα μοντέλα αποτίμησης οδηγούν σε ισοδύναμα αποτελέσματα, εφόσον υπάρχει συνέπεια στις χρησιμοποιούμενες παραδοχές, πράγμα το οποίο πρέπει να μας καθιστά περισσότερο επιφυλακτικούς απέναντι σε νεοεμφανιζόμενα υποδείγματα, τα οποία εμφανίζονται να είναι πιο πολύπλοκα και εμφανίζονται να αποδίδουν ακριβέστερες αξίες στις αποτιμώμενες εταιρείες.

Οι προκλήσεις για τον αναλυτή ή για τον επενδυτή του μέλλοντος ο οποίος θα θελήσει να ασχοληθεί με την αποτίμηση έγκεινται στον τύπο και στη φύση των εταιρειών οι οποίες θα πρέπει να αποτιμηθούν. Πρώτον, ο παγκόσμιος όγκος των επενδύσεων σιγά αλλά σταθερά μετατοπίζεται από τις ανεπτυγμένες οικονομίες στις αναδυόμενες αγορές της Ασίας και της Λατινικής Αμερικής. Το γεγονός αυτό μας αναγκάζει να επανεξετάσουμε τις παραδοχές σχετικά με την αξία στις οποίες προβαίνουμε. Πιο συγκεκριμένα, αναγκαστικά επανεξετάζουμε τη συσχέτιση μεταξύ εταιρικής διακυβέρνησης και αξίας της επιχείρησης. Επίσης, ανακύπτει πλέον το ζήτημα του πώς αντιμετωπίζουμε στην αποτίμηση τον πολιτικό και μακροοικονομικό κίνδυνο που είναι ενδημικοί στις αναδυόμενες αγορές.

Δεύτερον, η συνεχής είσοδος νέων εταιρειών στις κεφαλαιαγορές, συχνά προτού αυτές οι εταιρείες παρουσιάσουν μία ευδιάκριτη σειρά εσόδων και κερδών, μας υποχρεώνει να στρέψουμε την προσοχή μας σε ερωτήματα που έχουν να κάνουν με τη μεθοδολογία χρηματοοικονομικών εκτιμήσεων: Με πόση ασφάλεια και ακρίβεια μπορούμε να εκτιμήσουμε τα έσοδα και τα περιθώρια κέρδους μίας εταιρείας η οποία παρουσιάζει ενδιαφέρουσες ιδέες για νέα προϊόντα αλλά δεν έχει τοποθετήσει ακόμη αυτά τα προϊόντα στην αγορά; Πώς μπορούμε να προβλέψουμε

τις ανάγκες επανεπένδυσης για μία τέτοια εταιρεία; Πώς μπορούμε να εκτιμήσουμε τους συντελεστές προεξόφλησης για μία τέτοια εταιρεία;

Με τέτοια δεδομένα, όπως είναι η αυξανόμενη σημασία των αναδυόμενων αγορών και των νέων εταιρειών, οφείλουμε να είμαστε έτοιμοι, κατά τη διαδικασία μίας αποτίμησης, να αλλάξουμε τις εκτιμήσεις μας για τα θεμελιώδη χρηματοοικονομικά μεγέθη εταιρειών που εμπίπτουν στις προαναφερθείσες κατηγορίες. Τέτοια μεγέθη είναι οι παράμετροι που καθορίζουν τον κίνδυνο για μία επιχείρηση, οι εκτιμήσεις για το ρυθμό ανάπτυξης μίας επιχείρησης, οι δείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης. Εν συντομία, έχουμε πλέον ανάγκη να εφαρμόζουμε δυναμικά μοντέλα αποτίμησης και όχι στατικά μοντέλα αποτίμησης όπως εφαρμόζαμε μέχρι πρότινος.

Είναι ωφέλιμο επίσης να είμαστε επιφυλακτικοί με τη χρήση των νεότερων, πολύ περισσότερο πολύπλοκων παραλλαγών των μοντέλων αποτίμησης, οι οποίες στηρίζονται στην ολοένα αυξανόμενη υπολογιστική ισχύ και στην πρόσβαση σε εξελιγμένα στατιστικά εργαλεία. Στο πνεύμα αυτό καινούρια ερωτήματα ανακύπτουν: Υπάρχει περιθώριο για χρήση εξομοιώσεων (simulations) στην αποτίμηση; Υπάρχει περιθώριο για χρήση ανάλυσης σεναρίων (scenario analysis) και νευρωνικών δικτύων (neural networks);

Υπάρχει πολλή ενδιαφέρουσα δουλειά να γίνει για να έχουμε σύγχρονες διαδικασίες αποτίμησης. Οποσδήποτε για να μπορέσουμε να προχωρήσουμε σε κάτι τέτοιο όμως θα πρέπει να είμαστε σε θέση να εκμεταλλευθούμε τις νέες εξελίξεις σε γνωστικά πεδία όπως είναι η λογιστική, η εταιρική στρατηγική, η στατιστική, η εταιρική χρηματοοικονομική. _

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. <http://www.harvardbusiness.org/hbsp/index.jsp?requestid=85761>
2. <http://www.privateequityvaluation.com/>
3. http://www.12manage.com/i_dv.html
4. <http://som.yale.edu/~ws69/teaching/mgt541/sessionII.pdf>
5. <http://www.investopedia.com/university/DCF/>
6. http://www.nacva.com/landing/valuation_landing.asp
7. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
8. [Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, Second Edition](#), Aswath Damodaran, 1996, John Wiley & Sons
9. Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Ανάλυση και Προγραμματισμός, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Αποφάσεις Επενδύσεων), Γεώργιος Π. Αρτίκης, 2003, Interbooks
10. Επενδύσεις, Νικόλαος Δ. Φίλιππας, 2005, Πανεπιστημιακό
11. Corporate Finance, Theory and Practice, Second Edition, Aswath Damodaran, 2001, John Wiley & Sons
12. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Aswath Damodaran, 2006, στη διεύθυνση <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
13. Damodaran on Valuation, Security Analysis for Investment and Corporate Finance, Aswath Damodaran, 1994, John Wiley & Sons
14. Managerial Accounting, Garrison, Noreen, Brewer, Eleventh Edition, 2006, McGraw-Hill
15. Entrepreneurial Finance, Janet K. Smith, Richard L. Smith, Second Edition, 2004, John Wiley & Sons
16. Financial Management, Theory and Practice, Eugene F. Brigham, Louis C. Gapenski, Seventh Edition, 1994, The Dryden Press
17. Investment, Valuation and the Managerial Theory of the Firm, A. J. Baker, 1979, A Saxon House Reprint
18. Essentials of Managerial Finance, J. Fred Weston, Eugene F. Brigham, Tenth edition, 1993, The Dryden Press