



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ – ΟΛΙΚΗ ΠΟΙΟΤΗΤΑ
(MBA -TQM)

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ:

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΒΑΣΙΛΙΚΗ ΕΥΘΥΜΙΟΥ

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: ΑΡΤΙΚΗΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ, 2013

Πίνακας Περιεχομένων:

1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	1
1.1 ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ.....	1
1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ	1
1.3 ΣΠΟΥΔΑΙΟΤΗΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ	2
1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	3
2. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΙΣ ΠΑΓΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	4
2.1 ΠΑΓΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	4
2.1.1 Σπουδαιότητα πάγιων επενδύσεων.....	5
2.1.2 Βασικές Έννοιες για την αξιολόγηση επενδύσεων.....	6
2.1.2.1 Κόστος επένδυσης	6
2.1.2.2 Ταμειακές ροές	8
2.2 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ & ΠΑΓΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ.....	8
3. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΕ ΒΕΒΑΙΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ.....	10
3.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	10
3.1.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου.....	11
3.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	11
3.2.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου.....	12
3.3 ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΑΡΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ.....	12
3.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου.....	13
3.4 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΚΟΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ....	13
3.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	14
3.6 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	15
3.6.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου.....	16
4. ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΣΕ ΠΑΓΙΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΕ ΑΒΕΒΑΙΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ	17
ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ	17
4.1 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	18
4.1.1 Κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης.....	18
4.1.1.1 Ανάλυση Εναλλακτικών περιπτώσεων.....	19
4.1.1.2 Συντελεστής Μεταβλητότητας.....	21
4.1.1.3 Μέθοδος Hillier	21
4.1.1.4 Προσαρμογή Συντελεστή Προεξόφλησης	23
4.1.1.4.1 Κατανομή Κινδύνου.....	24
4.1.1.4.2 Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων	24
4.1.1.5 Ισοδύναμες Καθαρές Ταμιακές Ροές	26
4.1.1.6 Δένδρα Αποφάσεων.....	27
4.1.1.7 Μέθοδος Προσομοίωσης	28

4.1.2	<i>Κίνδυνος εντός της επιχείρησης</i>	31
4.1.3	<i>Κίνδυνος Αγοράς</i>	33
5	ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ	34
5.1	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	35
5.2	ΙΣΤΟΡΙΚΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	35
5.2	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΟΥ ΚΛΑΔΟΥ	36
5.3	ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	38
5.3.1	<i>Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας</i>	43
5.3.2	<i>Μέθοδος Εσωτερικής Απόδοσης</i>	45
5.3.3	<i>Σύγκριση μεθόδων Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικής Απόδοσης</i>	46
6	ΕΠΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	48
6.1	ΔΙΕΘΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ.....	48
6.2	ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΡΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ	50
6.3	ΠΩΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΝΤΑΙ ΟΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	54
6.4	ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΕΥΚΑΙΡΙΕΣ	55
6.4.1	<i>ΕΣΠΑ 2012</i>	56
6.4.2	<i>ΕΣΠΑ 2013</i>	60
6.4.2	<i>Πτώση των τιμών στα οικόπεδα & τα κτίρια</i>	61
6.5	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	62
6.5.1	<i>ΑΒ Βασιλόπουλος</i>	62
6.5.2	<i>JUMBO</i>	63
7.	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	65
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	67
	ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	68
0.1	ΧΡΟΝΟΛΟΓΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΡΙΣΗΣ.....	68

1 Εισαγωγή

Στο κεφάλαιο αυτό θα ορίσουμε τον αντικειμενικό σκοπό της έρευνας, την μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί για την επίτευξη αυτού του σκοπού. Θα αναφερθεί η σπουδαιότητα της έρευνας αυτής και η σημασία των συμπερασμάτων που θα προκύψουν. Τέλος, θα παρουσιάσουμε την δομή που ακολουθείτε στο σύγγραμμα αυτό.

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Ο αντικειμενικός σκοπός της έρευνας που θα πραγματοποιηθεί είναι να αποδείξουμε ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται ευρέως για την αξιολόγηση των επενδύσεων που αφορούν μηχανολογικό εξοπλισμό μπορούν να εφαρμοστούν και για την αξιολόγηση επενδύσεων που έχουν σχέση με την αγορά κτιρίων και οικοπέδων. Ενώ οι μέθοδοι αξιολόγησης παγίων βιβλιογραφικά περιλαμβάνουν και τις επενδύσεις κτιρίων και οικοπέδων δεν εφαρμόζονται από τις επιχειρήσεις για τέτοιου είδους επενδύσεις. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα στην πράξη οι επενδύσεις αυτές, που είναι πολύ σημαντικές για την εκάστοτε επιχείρηση κυρίως λόγω του μεγάλου τους κόστους, να μην αξιολογούνται με ακρίβεια και βάση επιστημονικού υπόβαθρου. Στην έρευνα αυτή θα προσπαθήσουμε να αποδείξουμε ότι οι μέθοδοι αυτοί που υπάρχουν ευρέως στην βιβλιογραφία έχουν εφαρμογή και στην αξιολόγηση οικοπέδων και κτιρίων, αυτό θα το επιτύχουμε εφαρμόζοντας τους σε με επένδυση που έκανε μια ελληνική εταιρεία αγοράζοντας καινούριες εγκαταστάσεις.

1.2 Μεθοδολογία

Στην πρακτική μας εφαρμογή θα χρησιμοποιήσουμε την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας και του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης. Τα στοιχεία που έχουμε συλλέξει, προέρχονται από τους ισολογισμούς της εταιρείας από το 2003 έως το 2011. Λόγω του ιδιαίτερου τρόπου με τον οποίο έγινε η επένδυση (εξαγορά εταιρίας που κατείχε το ακίνητο και το οικόπεδο και στην συνέχεια, μετά από κάποια χρόνια παράλληλης λειτουργίας, συγχώνευση των δύο εταιριών), τα στοιχεία θα πρέπει πρώτα να προσαρμοστούν κατάλληλα. Κατόπιν για την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας αξίας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω τύπο:

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{\tau=1}^{\nu} \left[\frac{\text{ΚΤΡ}_{\tau}}{(1+K)^{\tau}} \right] - \text{ΚΕ}$$

Για συγκεκριμένο συντελεστή ελάχιστης αποδεκτής απόδοσης K , αν το αποτέλεσμα της εφαρμογής του παραπάνω τύπου είναι θετικό τότε η επένδυση κρίνεται θετική.

Για την μέθοδο του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης, θα χρησιμοποιήσουμε το τύπο:

$$\text{ΚΕ} = \frac{\text{ΚΤΡ}_1}{(1+r)} + \frac{\text{ΚΤΡ}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{ΚΤΡ}_{\nu}}{(1+r)^{\nu}}$$

Θα προσπαθήσουμε να βρούμε τον συντελεστή εσωτερικής απόδοσης, για τον οποίο ο παραπάνω τύπος εξισώνεται. Αν ο συντελεστής εσωτερικής απόδοσης είναι μεγαλύτερος από τον συντελεστή ελάχιστης αποδεκτής απόδοσης, τότε η επένδυση θα κριθεί επιτυχημένη.

Τέλος θα συγκρίνουμε τα ευρήματα από την εφαρμογή των δύο μεθόδων και θα επισημάνουμε ομοιότητες ή διαφορές σε σχέση με το αποτέλεσμα που αυτές θα παράγουν.

1.3 Σπουδαιότητα έρευνας

Η συγκεκριμένη έρευνα είναι πολύ σημαντική γιατί από τα συμπεράσματα που θα προκύψουν θα κριθεί το κατά πόσο θα μπορούν σε μια επιχείρηση να χρησιμοποιήσουν τις βασικές μεθόδους αξιολόγησης πάγιων στοιχείων για την αγορά οικοπέδων, κτιρίων και γενικά εγκαταστάσεων. Οι επενδύσεις αυτές είναι πάρα πολύ σημαντικές για μια επιχείρηση γιατί εκτός του μεγάλου κόστους η πραγματική απόσβεση τους (όχι η λογιστική) γίνεται μετά το πέρασμα πολλών χρόνων, αυξάνοντας έτσι το ρίσκο της επένδυσης. Οι επιχειρήσεις όπως ήδη αναφέρθηκε δεν χρησιμοποιούν τις μεθόδους που υπάρχουν στη βιβλιογραφία για την αξιολόγηση τέτοιου είδους επενδύσεων παρόλο που είναι πάρα πολύ σημαντικές. Μια άστοχη επιλογή δεν δημιουργεί μόνο προβλήματα αλλά μπορεί και να στοιχίσει σε μια επιχείρηση τη βιωσιμότητα της, δηλαδή να γίνει αιτία για την καταστροφή της. Επομένως εάν αποδειχθεί ότι οι μέθοδοι μπορούν με επιτυχία να αξιολογήσουν την αγορά εγκαταστάσεων, οι επιχειρήσεις θα αποκτήσουν ακόμα ένα μέσο για να μειώσουν τον κίνδυνο που ενέχουν αυτές οι επενδύσεις.

1.4 Διάρθρωση εργασίας

Η εργασία αποτελείται από επτά κεφάλαια, τη βιβλιογραφία και το παράρτημα. Το πρώτο κεφάλαιο αναφέρεται ο αντικειμενικός σκοπό της έρευνας, η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε, η σπουδαιότητα της έρευνας και η διάρθρωση της εργασίας. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται μια εισαγωγή για τον ορισμό των πάγιων επενδύσεων και των βασικών εννοιών που σχετίζονται με την αξιολόγηση τους. Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύονται οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων σε βέβαιο περιβάλλον ενώ στο τέταρτο οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται σε αβέβαιο περιβάλλον. Το πέμπτο κεφάλαιο περιλαμβάνει τη μελέτη περίπτωσης, το πρακτικό μέρος της εργασίας, στο οποίο με τη βοήθεια των στοιχείων μιας ελληνικής εταιρεία εφαρμόζουμε τις μεθόδους που υπάρχουν στη βιβλιογραφία για να αξιολογήσουμε την αγορά των καινούργιων εγκαταστάσεων που έκανε η εν λόγω εταιρία. Στο έκτο κεφάλαιο αναφέρεται η οικονομική κρίση και η επίδραση που έχει στην επενδύσεις, μελετούνται οι επενδυτικές ευκαιρίες που υπάρχουν μέσα στην κρίση και αναφέρονται παραδείγματα επιχειρήσεων που επενδύουν στην αγορά εγκαταστάσεων παρόλο την κρίση που επικρατεί στην αγορά. Στο έβδομο κεφάλαιο περιλαμβάνονται τα συμπεράσματα της έρευνας καθώς και προτάσεις για περαιτέρω έρευνα. Τέλος ακολουθεί η βιβλιογραφία και το παράρτημα, στο παράρτημα αναφέρεται το χρονικό της ελληνικής οικονομικής κρίσης.

2. Εισαγωγή στις πάγιες επενδύσεις

Με την στενή έννοια του όρου επένδυση θεωρείται κάθε τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε άλλα ενεργητικά στοιχεία, που προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα. Στην ευρύτερη όμως έννοια του όρου επένδυση περιλαμβάνεται το σύνολο των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης, πάγιων και κυκλοφορούντων, μεταξύ των οποίων συγκαταλέγονται και όλων των μορφών τα διαθέσιμα, είτε πρόκειται για βραχυπρόθεσμα εμπορεύσιμα αξιόγραφα, είτε για καταθέσεις σε τράπεζες ή μετρητά στο ταμείο.

Οι επενδύσεις επομένως, μπορούν να διαχωριστούν, στις πάγιες επενδύσεις, σε επενδύσεις εκτός της επιχείρησης και σε επενδύσεις σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Στην συγκεκριμένη μελέτη θα ασχοληθούμε με τις πάγιες επενδύσεις, δηλαδή τις επενδύσεις που κάνει μια επιχείρηση σε πάγιο ενεργητικό (οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα κ.τ.λ), που δεν έχουν σαν σκοπό να μεταπωληθούν, άλλα αντίθετα παραμένουν για πολύ καιρό στην επιχείρηση, έχουν δηλαδή χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα. Γι αυτόν το λόγο, αλλά και επειδή συνήθως το κόστος τους είναι μεγάλο πρέπει μια επιχείρηση πριν προβεί στην επένδυση σε πάγιο ενεργητικό να ερευνήσει σε βάθος όλους τους παραμέτρους που συσχετίζονται με την επένδυση και μετά να προβεί στην αγορά των παγίων.

2.1 Πάγιες Επενδύσεις

Οι πάγιες επενδύσεις είναι πολύ σημαντικές για μια επιχείρηση γιατί επηρεάζουν άμεσα τη δυναμικότητα, την παραγωγικότητα και την ποιότητα της επιχείρησης. Μπορούν να διακριθούν σε σχέση με το που αποσκοπούν:

- Σε **υποχρεωτικές προτάσεις επενδύσεων** (*mandatory proposals*), δηλαδή σε επενδύσεις που είναι απαραίτητες για να συνεχιστεί η ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.
- Σε **προτάσεις επενδύσεων για την αντικατάσταση υπάρχόντων παγίων** (*replacement proposals*), οι επενδύσεις αυτές έχουν σαν στόχο είτε την μείωση του κόστους τη επιχείρησης, είτε τη βελτίωση της προσφερόμενης ποιότητας.

- Και τέλος *σε προτάσεις επενδύσεων για την επέκταση υπάρχοντων πάγιων επενδύσεων (expansion proposals)*, που έχουν σαν στόχο την αύξηση των εσόδων της επιχείρησης.

Μια άλλη διάκριση των επενδύσεων, που αναφέρεται στη μεταξύ τους συσχέτιση, είναι σε:

- *Αμοιβαίως αποκλειόμενες* προτάσεις επενδύσεων (mutually exclusive proposals), δηλαδή προτάσεις επενδύσεων που η πραγματοποίηση της μιας αποκλείει την πραγματοποίηση της άλλης.
- *Ανεξάρτητες* προτάσεις επένδυσης (independent proposals), δηλαδή προτάσεις επενδύσεως που δεν σχετίζονται μεταξύ τους, η πραγματοποίηση της μιας δεν επηρεάζει την πραγματοποίηση της άλλης.

2.1.1 Σπουδαιότητα πάγιων επενδύσεων

Οι πάγιες επενδύσεις είναι πολύ σημαντικές για την επιχείρηση καθώς συμβάλλουν ουσιαστικά στην μείωση του κόστους παραγωγής και στη βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων αλλά και των υπηρεσιών. Για παράδειγμα με την αγορά ενός νέου μηχανήματος μπορεί η παραγωγή να διαφοροποιηθεί κατά πολύ, και σε σχέση με την παραγόμενη ποσότητα αλλά και σε σχέση με την ποιότητα.

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι οι πάγιες επενδύσεις δεν είναι σημαντικές μόνο για τον κλάδο της παραγωγής, αλλά αντίθετα είναι εξίσου μεγάλης σημασίας και για τις εμπορικές ή για τις επιχειρήσεις που προσφέρουν υπηρεσίες. Μια εμπορική επιχείρηση μπορεί να εκσυγχρονισθεί με την αγορά ενός καινούργιου καταστήματος, που είναι πιο όμορφο ή και σε πιο βολική τοποθεσία από το προηγούμενο και να αυξηθούν με αυτόν τον τρόπο οι πωλήσεις της εν λόγω επιχείρησης. Τέλος μια επιχείρηση που παρέχει υπηρεσία όπως παραδείγματος χάρη ένα πολυιατρείο μπορεί να αυξήσει τα έσοδα αλλά και την παρεχόμενη υπηρεσία του αγοράζοντας ένα καινούργιο μηχάνημα που είναι πιο μεγάλης ακρίβειας.

Όπως φαίνεται από τα παραπάνω είναι πάρα πολύ σημαντικό για τις επιχειρήσεις να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις, λαμβάνοντας υπόψιν μας πως στο συνεχώς

αυξανόμενο ανταγωνιστικό περιβάλλον οι επιχειρήσεις που δεν αναλαμβάνουν τον κίνδυνο για επενδύσεις ουσιαστικά παραμένουν στάσιμες, με αποτέλεσμα να μπουκ κάποια στιγμή στο περιθώριο της αγοράς. Από την άλλη πλευρά μια λάθος επενδυτική απόφαση μπορεί να έχει πολύ βλαβερές συνέπειες για την επιχείρηση. Αυτό γίνεται πιο κατανοητό εάν λάβουμε υπόψιν μας ότι οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία δεσμεύουν μεγάλα χρηματικά ποσά, για μεγάλο χρονικό διάστημα. Επιπλέον οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία προκαλούν αύξηση του σταθερού κόστους που η οποία συνεπάγεται με μετάθεση του νεκρού σημείου του κύκλου εργασιών σε υψηλότερο επίπεδο δραστηριότητας δημιουργώντας την ανάγκη για διατήρηση της παραγωγικής απασχόλησης σε υψηλά επίπεδα. Τέλος, επειδή οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία χρηματοδοτούνται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας συνήθως δημιουργούν την ανάγκη για μακροπρόθεσμα δάνεια, που επιβαρύνουν τις υποχρεώσεις της επιχείρησης για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η απόφαση για επένδυση κεφαλαίων σε πάγια στοιχεία αποτελεί πράξη μείζονος σημασίας, καθώς ασκεί σημαντικές επιρροές στην επιχείρηση. Μια λάθος απόφαση μπορεί να προκαλέσει άσχημες συνέπειες, που θα πρέπει να τις υποστεί η επιχείρηση για πολλά χρόνια. Έτσι συμπερασματικά καταλαβαίνουμε ότι μια επενδυτική πρόταση θα πρέπει να εξετάζεται ενδελεχώς και από πολλές οπτικές πλευρές. Γι αυτό τον λόγο έχουν αναπτυχθεί ποικίλοι μέθοδοι που αποσκοπούν στην αξιολόγηση των επενδύσεων και θα αναλυθούν στις επόμενες ενότητες.

2.1.2 Βασικές Έννοιες για την αξιολόγηση επενδύσεων

Για να εφαρμοστούν οι μέθοδοι αξιολόγησης επένδυσεως πρέπει αρχικά να υπολογιστεί το κόστος τη επένδυσης και οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από την επένδυση. Μετά εφαρμόζονται μεμονωμένα ή για καλύτερα αποτελέσματα σε συνδυασμό διάφοροι μέθοδοι αξιολόγησης.

2.1.2.1 Κόστος επένδυσης

Κόστος επένδυσης είναι το χρηματικό ποσό, τα μετρητά, που είναι απαραίτητα για να πραγματοποιηθεί η επένδυση. Το κόστος της επένδυσης αποτελείται από το αρχικό

κεφάλαιο που απαιτείται για την επένδυση, από το κεφάλαιο κίνησης και τα λοιπά έξοδα που είναι απαραίτητα για να λειτουργήσει. Οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης αφορούν κάθε μεταβολή των αποθεμάτων, απαιτήσεων και μετρητών που προκύπτουν από την επένδυση. Τα λοιπά έξοδα περιλαμβάνουν όλα τα έξοδα που είναι αναγκαία ώστε να τεθεί σε λειτουργία η επένδυση.

$$KE = ATE + KK + ΛΕ$$

Όπου:

ΚΕ = Κόστος Επένδυσης

ΑΤΕ = Αρχική Ταμειακή Εκροή για την απόκτηση της επένδυσης

ΚΚ = Αύξηση ή μείωση του κεφαλαίου κίνησης

ΛΕ = Αύξηση ή μείωση λοιπών εξόδων

Για παράδειγμα, μια εταιρία επιθυμεί να αγοράσει δέκα μικρά μηχανοκίνητα ανυψωτικά μηχανήματα για την μεταφορά και την τοποθέτηση παλετών, το κόστος επένδυσης θα πρέπει να υπολογιστεί από την τιμή των μηχανημάτων (κόστος κτήσης), από το ενοίκιο που πιθανόν θα πληρώνει η επιχείρηση για την αποθήκευσή τους, από το ποσό που θα ξοδεύεται για καύσιμο κ.τ.λ (μεταβολή μετρητών που προκύπτει από την επένδυση) και τέλος από τα αποθέματα ανταλλακτικών που θα χρειαστούν για τα μηχανήματα (λοιπά έξοδα για την λειτουργία της επένδυσης).

Σε περίπτωση που η καινούργια επένδυση έχει σαν στόχο να αντικαταστήσει μια παλιά προϋπάρχουσα επένδυση το κόστος επένδυσης υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο:

$$KE = ATE + KK + ΛΕ - [TEΠΕ - ΣΦ (TEΠΕ - ΛΑΠΕ)]$$

Όπου:

TEΠΕ = ταμιακή εισροή από την πώληση της παλαιάς επένδυσης

ΣΦ = συντελεστής φορολογίας

ΛΑΠΕ = λογιστική αξία παλαιάς επένδυσης

Τέλος είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι για να είναι ολοκληρωμένος ο υπολογισμός του κόστους της επένδυσης θα πρέπει να λαμβάνουμε υπόψιν μας και το κόστος ευκαιρίας. Ως κόστος ευκαιρίας ορίζεται το κόστος της εναλλακτικής χρήσης της

μονάδας που επενδύεται. Για παράδειγμα εάν η επιχείρηση διαθέτει ένα κτίριο που πρέπει να χρησιμοποιηθεί στην επένδυση, ως κόστος ευκαιρίας ορίζεται το ενοίκιο που πιθανόν θα εισέπραττε η εταιρία από την ενοικίαση του χώρου και που θα το χάσει με την πραγματοποίησή της επένδυσης.

2.1.2.2 Ταμειακές ροές

Για να αξιολογηθεί σωστά μια επένδυση είναι πολύ σημαντικό να υπολογιστούν με ακρίβεια οι ταμειακές ροές που θα προκύψουν. Οι καθαρές ταμειακές ροές που προκύπτουν από μια επένδυση είναι το αποτέλεσμα των ταμειακών εισροών μείον τις ταμειακές εκροές. Ως ταμειακές εισροές ορίζονται τα έσοδα, τα οφέλη που προσδοκούνται από την επένδυση ενώ ως ταμειακές ροές ορίζονται τα κόστη, τα έξοδα που πιθανόν θα γίνουν κατά τη διάρκεια της ζωής της.

2.2 Οικονομική κρίση & πάγιες επενδύσεις

Δυστυχώς τη δύσκολη αυτή περίοδο που όλη η οικονομική ζωή περνάει κρίση οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ακολουθούν μια πτωτική πορεία. Πιο συγκεκριμένα στην Ελλάδα παρατηρείται μείωση στις πάγιες επενδύσεις ήδη από το 2008. Σε άρθρο της εφημερίδα «ΤΟ ΒΗΜΑ» αναφέρεται ότι οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου μειώθηκαν κατά 5,3% το δ' τρίμηνο του 2008 σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2007. Η υψηλότερη μείωση σημειώθηκε στον εξοπλισμό μεταφορών κατά 30,3%, ενώ στις κατοικίες η μείωση έφθασε στο 19,9%. Με μεγαλύτερη δυσπιστία αντιμετωπίζει ο επιχειρηματικός κόσμος σε μια δύσκολη σαν την σημερινή εποχή. Είναι όμως σωστή μια τέτοια αντιμετώπιση;

Μπορεί να θεωρηθεί σωστή μόνο εάν αντιμετωπίζουμε τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ένα περιττό κόστος που μπορεί να έχει κάποια θετικά αποτελέσματα αλλά μειώνει κατά πολύ την ρευστότητα της επιχείρησης, στοιχείο που είναι πολύ απαραίτητο σε περιόδους οικονομικής αστάθειας. Μια τέτοια αντιμετώπιση έρχεται σε αντίθεση με όσα ειπώθηκαν παραπάνω για τις πάγιες επενδύσεις. Αντίθετα μια πάγια επένδυση μπορεί να αποτελέσει σανίδα σωτηρίας για μια επιχείρηση, σε μια τόσο δύσκολη οικονομική περίοδο, εάν είναι επιτυχημένη, εύστοχη.

Πολλές φορές συγχέεται η έννοια των πάγιων επενδύσεων με τις επενδύσεις γενικά με αποτέλεσμα να επικρατεί η άποψη ότι πρέπει να γίνονται μόνο όταν περισσεύει κεφάλαιο στην επιχείρηση και δεν ξέρει τι άλλο να το κάνει, φυσικά κάτι τέτοιο δεν ισχύει. Οι πάγιες επενδύσεις είναι πολλές φορές αναγκαίες για να εκσυγχρονιστεί η επιχείρηση ή ακόμα για να επιβιώσει. Επομένως οι επιχειρήσεις δεν θα πρέπει να αποκλείουν τις επενδύσεις σε πάγια επειδή είναι περίοδο κρίσης αντίθετα θα πρέπει να βλέπουν τις επενδύσεις αυτές σαν τρόπο να μειώσουν το κόστος τους, να βελτιώσουν την εικόνα και το προϊόν τους και να αυξήσουν το μερίδιό τους στην αγορά. Απλά για να μην αντιμετωπίσει οικονομικά προβλήματα η επιχείρηση θα πρέπει να μελετήσει σε βάθος κάθε σχέδιο επένδυσης και να προβεί στην πραγματοποίησή του μόνο εάν είναι απόλυτα σίγουρη ότι θα έχει θετικά αποτελέσματα για την επιχείρηση.

3. Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων σε Βέβαιο Περιβάλλον

Περίληψη Κεφαλαίου

Στην αξιολόγηση επενδύσεων (capital budgeting techniques) μπορούν να χρησιμοποιηθούν διάφορες μέθοδοι ανάλογα με το βαθμό αντιμετώπισης του κινδύνου. Το σύνολο των μεθόδων αυτών μπορεί να χωριστεί σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεθόδους που δε λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο (deterministic methods) και η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις μεθόδους που λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο. Σε αντιστοιχία λοιπόν με τα παραπάνω υπάρχουν μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας και μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας.

Στο κεφάλαιο αυτό εξετάζονται οι μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας. Συγκεκριμένα αναπτύσσονται οι μέθοδοι της λογιστικής απόδοσης, της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης, της καθαρής παρούσας αξίας, της επανείσπραξης του κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία, του δείκτη απόδοσης και της εσωτερικής απόδοσης. Οι μέθοδοι αυτοί που λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο ονομάζονται προσδιοριστικές μέθοδοι.

3.1 Μέθοδος λογιστικής απόδοσης

Η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης (accounting rate of return method) υπολογίζει την απόδοση της επένδυσης ως δείκτη του μέσου ετήσιου κέρδους προς το μέσο κόστος της επένδυσης.

$$\text{Λογιστική απόδοση} = \text{Μέσο ετήσιο κέρδος} / \text{Μέσο κόστος επένδυσης}$$

Το ετήσιο κέρδος υπολογίζεται από τα έσοδα και τα έξοδα που προκύπτουν από την επένδυση, μετά από την αφαίρεση των φόρων. Το μέσο ετήσιο κέρδος είναι το πηλίκο του αθροίσματος των ετήσιων κερδών γι' όλο το χρονικό διάστημα που διαρκεί η επένδυση δια των αριθμό των ετών της ζωής της επένδυση.

Η επιχείρηση θέτει κάποιο κατώτερο όριο λογιστικής απόδοσης και μόνο εάν η λογιστική απόδοση της εκάστοτε επένδυσης ξεπερνάει αυτό το όριο θεωρείται συμφέρουσα και γίνεται αποδεκτή από την επιχείρηση. Το μέσο κόστος της επένδυσης επηρεάζεται από τη μέθοδο αποσβέσεων που χρησιμοποιείται, οπότε πρέπει να ληφθεί και αυτή υπ' όψιν κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης.

3.1.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου

Το **πλεονέκτημα** της μεθόδου αυτής είναι η μεγάλη ευκολία υπολογισμού που παρουσιάζει, καθώς όλα τα απαιτούμενα δεδομένα για τον υπολογισμό υπάρχουν στην επιχείρηση. Στη συνέχεια η λογιστική απόδοση που προκύπτει συγκρίνεται με την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση και ανάλογα η πρόταση επένδυσης εγκρίνεται ή απορρίπτεται. Από την άλλη πλευρά **μειονεκτεί** στο ότι βασίζεται στο λογιστικό κέρδος και όχι στις ταμειακές ροές με αποτέλεσμα να μην λαμβάνει υπ' όψιν της το χρόνο πραγματοποίησής τους. Είναι μια πολύ απλή μέθοδος και δεν διασφαλίζει την ορθότητα της επένδυσης με αποτέλεσμα να χρησιμοποιείται μόνο σε συνδυασμό με άλλες μεθόδους.

3.2 Μέθοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης

Με τη μέθοδο της επανείσπραξης του κόστους επένδυσης (payback period method) υπολογίζεται ο αριθμός των ετών που χρειάζονται για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης.

Περίοδο επανείσπραξης Κόστους επένδυσης = κόστος επένδυσης / ετήσια καθαρή ταμειακή ροή

Η εκάστοτε επιχείρηση καθορίζει τη μέγιστη αποδεκτή περίοδο επανείσπραξης και σύμφωνα με αυτήν αξιολογεί τις επικείμενες επενδύσεις. Όταν μια επένδυση δεν ξεπερνάει το όριο αυτό γίνεται αποδεκτή ενώ όταν το ξεπερνάει απορρίπτεται.

3.2.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή έχει σαν πλεονέκτημα τον πολύ εύκολο υπολογισμό της. Επιπλέον δίνει έμφαση στην ρευστότητα της επένδυσης, που αποτελεί πολύ βασικό στοιχείο αξιολόγησης μιας επένδυσης ιδιαίτερα όταν υπάρχει γρήγορη τεχνολογική απαξίωση. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση κινδυνεύει να μην προλάβει να αποσβέσει την επένδυση, οπότε πρέπει να έχει μικρή περίοδο επανείσπραξης για να θεωρηθεί συμφέρουσα. Το μοναδικό αλλά βασικό μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δε λαμβάνει υπ' όψιν της τις ταμειακές ροές που πραγματοποιούνται μετά από την περίοδο επανείσπραξης. Έτσι μπορεί μια επένδυση να χρειάζεται λιγότερο χρόνο επανείσπραξης από μια άλλη, αλλά οι συνολικές ταμειακές ροές από την δεύτερη επένδυση να είναι πιο πολλές από την πρώτη. Από τα παραπάνω απορρέει ότι και αυτή η μέθοδος εκτίμησης θα πρέπει να εφαρμόζεται συμπληρωματικά και να μην αποτελεί μόνη της πηγή απόφασης.

3.3 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας

Η μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας καλύπτει τα κενά που έχουν οι δύο προαναφερθείσες μέθοδοι, λαμβάνοντας υπ' όψιν της τόσο το μέγεθος όσο και το χρόνο πραγματοποίησης των καθαρών ταμειακών ροών. με την μέθοδο αυτή όλες οι καθαρές ταμειακές ροές προεξοφλούνται στο παρόν με συντελεστή προεξόφλησης την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση.

$$ΚΠΑ = \sum_{\tau=1}^{\nu} \left[\frac{ΚΤΡ_{\tau}}{(1 + K)^{\tau}} \right] - ΚΕ$$

Όπου:

ΚΠΑ= Καθαρή παρούσα αξία

ΚΤΡ_τ= Καθαρή ταμιακή ροή στην περίοδο τ

ΚΕ= Κόστος επένδυσης

K= Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

ν = Αριθμός περιόδων

Για να γίνει αποδεκτή η επένδυση με αυτήν τη μέθοδο αξιολόγησης θα πρέπει η καθαρή παρούσα αξία να είναι είτε ίση είτε μεγαλύτερη από το μηδέν. Επίσης γίνεται

αποδεκτή η επένδυση όταν η παρούσα αξία της είναι ίση ή μεγαλύτερη από το κόστος της επένδυσης. Επομένως ισχύει:

Όταν $KΠΑ \geq 0$ η επένδυση γίνεται αποδεκτή

Όταν $KΠΑ < 0$ η επένδυση δεν γίνεται αποδεκτή

Όταν $ΠΑ \geq ΚΕ$ η επένδυση γίνεται αποδεκτή

Όταν $ΠΑ < ΚΕ$ η επένδυση δεν γίνεται αποδεκτή

3.3.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου

Η μέθοδος αυτή έχει το πλεονέκτημα ότι λαμβάνει υπόψη της την διαχρονική αξία του χρήματος και εκφράζεται σε απόλυτα χρηματικά ποσά και όχι σε ποσοστά. Επιπλέον με την μέθοδο αυτή γίνεται προεξόφληση των ταμειακών ροών με τον μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, δίνοντας έτσι σαφή εικόνα του κόστους χρηματοδότησης και της απόδοσης που είναι επιθυμητή από τους μετόχους.

Το βασικό μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι υποθέτουμε ότι το μέσο σταθμικό κόστος του κεφαλαίου παραμένει σταθερό κατά όλη την διάρκεια της επένδυσης. Τέλος η μέθοδος δεν ερμηνεύεται εύκολα όταν συγκρίνουμε δύο επενδύσεις που έχουν αρκετά διαφορετικό κόστος και αυτό γιατί εάν διαλέξουμε την επένδυση που μας δίνει την μεγαλύτερη καθαρή παρούσα αξία, είναι πιθανόν η καθαρή παρούσα αξία να έχει επηρεαστεί από το κόστος της επένδυσης και να μην σημαίνει απαραίτητα ότι η επένδυση αυτή είναι πιο αποδοτική σε σχέση με την άλλη που έχει μεγαλύτερο κόστος και επομένως μικρότερη καθαρή παρούσα αξία.

3.4 Μέθοδος Επανείσπραξης Κόστους Επένδυσης με Βάση την Παρούσα Αξία

Η μέθοδος της επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (present value payback period method) δίνει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται, για να επανεισπραχθεί το κόστος της επένδυσης, αφού προηγουμένως έχουν προεξοφληθεί οι μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές.

Η μέθοδος αυτή διατηρεί όλα τα μειονεκτήματα της παραδοσιακής μεθόδου, εκτός από την ανάλυση του κινδύνου της επένδυσης που είναι ανώτερη, καθώς λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.

3.5 Δείκτης Απόδοσης

Ο δείκτης απόδοσης (ΔΑ) μιας επένδυσης είναι η παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών προς το κόστος της επένδυσης. Συγκεκριμένα:

$$\Delta A = \frac{\sum_{\tau=1}^v \left[\frac{KTP_{\tau}}{(1+K)^{\tau}} \right]}{KE}$$

Όπου:

ΔΑ= Δείκτης απόδοσης

KTP_τ= Καθαρή ταμιακή ροή στην περίοδο τα

ΚΕ= Κόστος επένδυσης

K= Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

v = Αριθμός περιόδων

Αν ο δείκτης απόδοσης είναι τουλάχιστον ίσος ή μεγαλύτερος από 1, τότε η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή.

Επίσης, μπορούμε να υπολογίσουμε και τον καθαρό δείκτη απόδοσης της επένδυσης. Ο δείκτης αυτός είναι η καθαρή παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών προς το κόστος της επένδυσης, όπως φαίνεται και παρακάτω:

$$K\Delta A = \frac{\sum_{\tau=1}^v \left[\frac{KTP_{\tau}}{(1+K)^{\tau}} \right] - KE}{KE}$$

Όπου:

KΔΑ= Καθαρός δείκτης απόδοσης

KTP_τ= Καθαρή ταμιακή ροή στην περίοδο τα

ΚΕ= Κόστος επένδυσης

K= Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

$v =$ Αριθμός περιόδων

Αν ο καθαρός δείκτης απόδοσης είναι τουλάχιστον ίσος ή μεγαλύτερος από 0 η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, διαφορετικά απορρίπτεται.

Είναι σημαντικό να τονίσουμε ότι είναι καλύτερο να υπολογίσουμε τον καθαρό δείκτη απόδοσης αντί του μικτού, διότι έτσι μπορούμε να διαφοροποιήσουμε το κόστος της επένδυσης από τυχόν επόμενες ταμιακές εκροές. Η πραγματοποίηση του κόστους επένδυση είναι συνήθως θέμα που υπόκειται στη διακριτική ευχέρεια της επιχείρησης. Οι τυχόν επόμενες ταμιακές εκροές είναι συμπληρωματικές του κόστους της επένδυσης και άρα αναγκαστικές, εφόσον το κόστος της επένδυσης παραμένει.

Ο δείκτης απόδοσης και η μέθοδος καθαρής παρούσα αξίας δίνουν ίδια συμπεράσματα αναφορικά με την επένδυση. Ωστόσο όταν έχουμε να επιλέξουμε μεταξύ προτάσεων επενδύσεων όπου η πραγματοποίηση της μιας αποκλείει την άλλη (αμοιβαίως αποκλειόμενες), είναι προτιμότερο να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας γιατί εκφράζει σε απόλυτους όρους την οικονομική συνεισφορά που προσδοκείται από την επένδυση. Αντίθετα, ο δείκτης απόδοσης εκφράζει μόνο τη σχετική συνεισφορά.

3.6 Μέθοδος Εσωτερικής Απόδοσης

Η μέθοδος της εσωτερικής απόδοσης (internal rate of return method) αποδίδει την εσωτερική απόδοση της επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών. Συγκεκριμένα:

$$KE = \frac{KTP_1}{(1+r)} + \frac{KTP_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{KTP_v}{(1+r)^v}$$

Όπου:

KE= Κόστος επένδυσης

$KTP_{1,2,\dots,v}$ = Καθαρή ταμιακή ροή πρώτης, δεύτερης,..., v περιόδου αντίστοιχα

r = Συντελεστής εσωτερικής απόδοσης

n = Αριθμός περιόδων

Αν το r είναι τουλάχιστον ίσο ή μεγαλύτερο από το K , μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή. Η διενέργεια τέτοιων επενδύσεων θα οδηγήσει σε αύξηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών, γιατί η επιχείρηση αποδέχεται επενδύσεις με απόδοση μεγαλύτερη από εκείνη που απαιτείται για τη διατήρηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών. Το r είναι ο συντελεστής που προεξοφλεί τη σειρά των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών από την περίοδο 1 έως την περίοδο n , ώστε το άθροισμα των παρούσων αξιών τους στο χρόνο 0 να είναι ίσο με το κόστος της επένδυσης.

3.6.1 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα Μεθόδου

Ένα μειονέκτημα της μεθόδου του συντελεστή της εσωτερικής απόδοσης είναι ότι η διαδικασία δοκιμής και λάθους που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης γίνεται ανεξέλεγκτη σε περιπτώσεις πολλών προτάσεων επενδύσεων με μεγάλη διάρκεια ζωής. Επίσης, η εξίσωση του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης υπό ορισμένες συνθήκες δίνει πολλαπλούς συντελεστές εσωτερικής απόδοσης. Τέλος το σημαντικότερο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι δεν δίνει την απόλυτη οικονομική συνεισφορά των προτάσεων επενδύσεων, αλλά μόνο τη σχετική συνεισφορά δηλαδή το ποσοστό.

Από την άλλη μεριά το βασικό πλεονέκτημα της μεθόδου είναι ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. Παράλληλα, η μέθοδος παρέχει το συντελεστή εσωτερικής απόδοσης, οποίος μπορεί να συγκριθεί με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

4. Επενδύσεις σε Πάγια Στοιχεία σε Αβέβαιο Περιβάλλον

Περίληψη Κεφαλαίου

Στο προηγούμενο κεφάλαιο εξετάσαμε τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων σε βέβαιο περιβάλλον, σε ένα περιβάλλον δηλαδή που δεν επηρεάζεται από εξωτερικές συνθήκες και εξωτερικούς παράγοντες που δεν μπορούν να προβληθούν. Όπως είναι φυσικό κάτι τέτοιο στην πράξη δεν υφίσταται καθώς οι επενδύσεις επηρεάζονται από το άμεσο και το έμμεσο περιβάλλον της επιχείρησης. Για να γίνει επομένως μια σωστή αξιολόγηση και να παρθούν οι σωστές αποφάσεις, μια επιχείρηση θα πρέπει να αξιολογεί τις πιθανές επενδύσεις σε συνάρτηση με την αβεβαιότητα του περιβάλλοντος.

Παράγοντες όπως η ταχεία εξέλιξη της τεχνολογίας, οι πολιτικές και οικονομικές συνθήκες, οι καιρικές συνθήκες και οι κλιματολογικές αλλαγές είναι μόνο λίγοι από τους παράγοντες που επηρεάζουν είτε άμεσα είτε έμμεσα μια επιχείρηση. Η έλλειψη πληροφοριών σχετικών με τις μεταβλητές που υπεισέρχονται στη διαδικασία λήψεως αποφάσεων είναι γνωστή ως αβεβαιότητα. Η δυναμική από την οποία χαρακτηρίζεται το περιβάλλον των σύγχρονων επιχειρήσεων έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της αβεβαιότητας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η οικονομική αστάθεια που χαρακτηρίζει την χώρα μας λόγω της οικονομικής κρίσης και επηρεάζει άμεσα τις ελληνικές επιχειρήσεις. Ο καθηγητής Knight με βάση την ποσότητα και την ποιότητα των διαθέσιμων διακρίνει τρία είδη αβεβαιότητας (uncertainty): άγνοια, οικονομική απροσδιοριστία και κίνδυνος.

Η άγνοια (ignorance) είναι το είδος της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζεται από παντελή έλλειψη πληροφοριών. Σε αυτήν την περίπτωση δεν μπορεί να εφαρμοστεί καμία επιστημονική μέθοδος λήψεως απόφασης, επομένως τα διοικητικά στελέχη χρησιμοποιούν την διαίσθηση τους για να λάβουν οποιαδήποτε απόφαση. Η κατάσταση της οικονομικής απροσδιοριστίας (economic indeterminacy) επικρατεί στις περιπτώσεις που η απόφαση μιας επιχείρησης επηρεάζεται με άμεσο τρόπο από την αντίδραση μιας ή περισσοτέρων επιχειρήσεων. Η οικονομική απροσδιοριστία μπορεί να αντιμετωπιστεί μέχρι κάποιο σημείο επιστημονικά με τη θεωρία των παιγνίων.

Τέλος κίνδυνος (risk) ονομάζεται η κατάσταση της αβεβαιότητας, που με την βοήθεια των διαθέσιμων πληροφοριών μπορούμε να απεικονίσουμε την κατανομή της πιθανότητας μιας τυχαίας μεταβλητής.

Ο κάθε επενδυτής προσπαθεί να αποφύγει τον κίνδυνο της επένδυσης και τον αναλαμβάνει μόνο όταν τα οφέλη της επένδυσης αξίζουν το ρίσκο αυτό. Η κάθε επένδυση περιλαμβάνει αβεβαιότητα αφού το περιβάλλον των επιχειρήσεων επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες και είναι μεταβλητό. Λαμβάνοντας λοιπόν υπόψη μας ότι οι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο και ότι οι κάθε επενδυτική απόφαση εμπεριέχει κίνδυνο είναι απαραίτητο στην αξιολόγηση της εκάστοτε επένδυσης να εξετάζεται και ο κίνδυνος που συνεπάγεται.

4.1 Μέθοδοι αξιολόγησης επένδυσης

Οι μέθοδοι αξιολόγησης επένδυσης ανάλογα με τον κίνδυνο που λαμβάνουν υπόψη τους χωρίζονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

- *Μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο μιας μόνο επένδυσης.* Η επένδυση εξετάζεται μεμονωμένα και ελέγχεται μόνο ο κίνδυνος που εμπεριέχει.
- *Μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο εντός της επιχείρησης.* Εξετάζεται η επίδραση που θα έχει μια επένδυση στον συνολικό κίνδυνο, που αντιμετωπίζει η επιχείρηση.
- *Μέθοδοι που πραγματεύονται τον κίνδυνο της αγοράς.* Εξετάζεται η επίδραση που θα έχει μια επένδυση στον συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης, η οποία διαθέτει ένα σωστά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Στη συνέχεια του κεφαλαίου θα εξετάσουμε τα είδη των μεθόδων που περιλαμβάνει η κάθε μια από τις παραπάνω κατηγορίες.

4.1.1 Κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης

Όπως έχουμε ήδη αναφέρει οι μέθοδοι που εξετάζουν τον κίνδυνο μιας συγκεκριμένης επένδυσης στηρίζονται στην υπόθεση ότι η επένδυση αυτή είναι

μοναδική για την επιχείρηση και υπολογίζουν τον κίνδυνο σε συνάρτηση με τις αποδόσεις που προβλέπεται να έχει η συγκεκριμένη επένδυση. Οι μέθοδοι που προσπαθούν να προσεγγίσουν αυτό το είδος κινδύνου είναι οι πιο διαδεδομένοι. Αυτό οφείλεται κυρίως στην δυσκολία του υπολογισμού του κινδύνου εντός της επιχείρησης και της αγοράς. Επιπλέον τα τρία είδη κινδύνων συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι εάν προσεγγιστικά υπολογίσουμε τον κίνδυνο μιας συγκεκριμένης επένδυσης, που είναι πιο εύκολο, θα έχουμε προσεγγίσει σε μεγάλο βαθμό και τα άλλα είδη κινδύνων.

Οι κυριότεροι μέθοδοι που εξετάζουν τον κίνδυνο που προκύπτει από μια συγκεκριμένη επένδυση είναι:

- Ανάλυση εναλλακτικών περιπτώσεων.
- Ο συντελεστής μεταβλητότητας
- Η μέθοδος Hiller
- Η προσαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης
- Οι ισοδύναμες καθαρές ταμιακές ροές
- Τα δέντρα αποφάσεων
- Η προσομοίωση

Οι μέθοδοι αυτή παρουσιάζονται αναλυτικά στη συνέχεια.

4.1.1.1 Ανάλυση Εναλλακτικών περιπτώσεων

Η κάθε πρόταση επένδυσης αξιολογείται βάση των ταμειακών ροών που υπολογίζεται ότι θα έχει η επιχείρηση, λόγω αυτής της επένδυσης. Οι ταμειακές όμως ροές είναι φυσικό επειδή αναφέρονται σε μελλοντικές περιόδους είναι δύσκολο να υπολογιστούν με ακρίβεια και θέτουν σε κίνδυνο την αξιοπιστία της επιλογής μιας επένδυσης. Η αξιοπιστία των μελλοντικών ταμειακών ροών είναι αντιστρόφως ανάλογη με την το χρόνο που μεσολαβεί από την αξιολόγηση μιας επένδυσης μέχρι και την πραγματοποίηση των ταμειακών ροών. Ένας τρόπος για να μειώσουμε την αβεβαιότητα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι κατά την αξιολόγηση της επενδύσεις να ελεγχτούν οι ταμειακές ροές που προκύπτουν κάτω από διαφορετικά σενάρια, εναλλακτικές περιπτώσεις και στ συνέχεια να βγαίνει ένας μέσος όρος αυτών, η προσδοκώμενη ταμειακή ροή.

Η προσδοκώμενη ταμειακή ροή είναι δηλαδή η μέση καθαρή ταμειακή ροή της κατανομής των προβλεπόμενων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τα διάφορα εναλλακτικά σενάρια και δίνεται από τον τύπο:

$$\Pi(\text{ΚΤΡ}) = \sum_{i=1}^v \text{ΚΤΡ}_i \Pi_i$$

Όπου:

$\Pi(\text{ΚΤΡ})$ = Προσδοκώμενη καθαρή ταμειακή ροή

ΚΤΡ_i = Προβλεπόμενη καθαρή ταμειακή ροή έκβασης i

Π_i = Πιθανότητα προβλεπόμενης ΚΤΡ έκβασης i

v = αριθμός εκβάσεων

Η διαφορά μεταξύ των προβλεπόμενων καθαρών ταμειακών ροών με την προσδοκώμενη ταμειακή ροή μας δίνει το βαθμό του κινδύνου που εμπεριέχεται στο εκάστοτε σχέδιο επένδυσης. Η μονάδα μέτρησης του κινδύνου με άλλα λόγια είναι η τυπική απόκλιση και υπολογίζεται με τον παρακάτω τύπο:

$$\sigma_{\text{ΚΤΡ}} = \sqrt{\sum_{i=1}^v [\text{ΚΤΡ}_i - \Pi(\text{ΚΤΡ})]^2 \Pi_i}$$

Η τυπική απόκλιση (standard deviation) είναι μια στατιστική παράμετρος που χρησιμοποιείται για να προσεγγίσουμε τον κίνδυνο. Όσο μεγαλύτερη είναι η τυπική απόκλιση, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος. Η τυπική απόκλιση μας επιτρέπει να εκφράσουμε ποσοτικά τον κίνδυνο και να συγκρίνουμε την επικινδυνότητα διάφορων προτάσεων επενδύσεων. Έτσι για να επιλέξουμε μια επένδυση σε σχέση με μια άλλη θα πρέπει όχι μόνο η προσδοκώμενη ταμειακή ροή να είναι μεγαλύτερη αλλά και ο κίνδυνος να είναι μικρότερος. Αυτό συμβαίνει γιατί παρόλο που μια επένδυση προβλέπεται να φέρει μεγάλο κέρδος για την επιχείρηση εάν ο κίνδυνος που την περιβάλλει είναι μεγάλος σημαίνει ότι οι πιθανότητες να μην πραγματοποιηθούν οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές είναι σημαντικές.

4.1.1.2 Συντελεστής Μεταβλητότητας

Εάν οι επενδύσεις που αξιολογούμε διαφέρουν κατά πολύ στο κόστος επένδυσης και στις προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές ο κίνδυνος δεν μπορεί να υπολογίσει με την τυπική απόκλιση. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι μια επένδυση που απαιτεί μεγάλο χρηματικό ποσό για να πραγματοποιηθεί εμπεριέχει εξ αυτού και μόνο μεγάλο κίνδυνο. Για παράδειγμα ένα μια επιχείρηση έχει να διαλέξει σε δύο επενδύσεις που η μια θα χρειαστεί ένα εκατομμύριο ευρώ και η άλλη τριάντα χιλιάδες ευρώ είναι προφανές ότι η πολύ ακριβή επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο για την επιχείρηση γιατί χρειάζεται ένα πολύ μεγάλο χρηματικό ποσό και εάν τελικά δεν είναι επιτυχημένη επένδυση θα έχει πολύ σημαντικό κόστος για την επιχείρηση. ένας τρόπος για να εξαλείψουμε την επίδραση του κόστους επένδυσης και να υπολογίσουμε τον κίνδυνο των επενδύσεων είναι ο υπολογισμός του συντελεστή μεταβλητότητας (coefficient of variation) ως εξής:

$$\text{Συντελεστής μεταβλητότητας } \chi \text{ επένδυσης} = \frac{\sigma}{\Pi(\text{ΚΤΡ})}$$

4.1.1.3 Μέθοδος Hillier

Στην περίπτωση που οι προτάσεις επενδύσεων έχουν διάρκεια ζωής μεγαλύτερη του ενός έτους και οι προβλεπόμενες ταμιακές ροές διαφέρουν από χρόνο σε χρόνο τότε θα έχουμε τόσες προσδοκώμενες ταμιακές ροές και τυπικές αποκλίσεις, όσα θα είναι και τα χρόνια της επένδυσης. Στη συγκεκριμένη περίπτωση είναι πολύ δύσκολο να φτάσουμε σε κάποιο γενικό συμπέρασμα.

Για να λυθεί αυτό το πρόβλημα ο Hillier πρότεινε να υπολογισθεί η προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία και η τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας. Αυτό μπορεί να γίνει με βάση τις προσδοκώμενες καθαρές ταμιακές ροές και τις τυπικές αποκλίσεις που προκύπτουν από τις κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών στη διάρκεια της ζωής της πρότασης επένδυσης.

Η προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$\Pi(\text{ΚΠΑ}) = \sum_{\tau=0}^{\nu} \left[\frac{\Pi(\text{ΚΤΡ}_{\tau})}{(1+K)^{\tau}} \right]$$

Όπου:

$\Pi(\text{ΚΠΑ})$ = Προσδοκώμενη καθαρή παρούσα αξία

$\Pi(\text{ΚΤΡ}_{\tau})$ = Προσδοκώμενη καθαρή ταμιακή ροή περιόδου τ

K = Κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης

Αν οι κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών κατανέμονται κανονικά καθ' όλη τη διάρκεια της επένδυσης και είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους τότε η τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας είναι :

$$\sigma_{\text{κπα}} = \sum_{\tau=0}^{\nu} \left[\frac{\sigma_{\tau}^2}{(1+K)^{2\tau}} \right]^{1/2}$$

Όπου:

$\sigma_{\text{κπα}}$ = Τυπική απόκλιση καθαρής παρούσας αξίας

σ_{τ}^2 = Διακύμανση καθαρής ταμιακής ροής περιόδου τ

Αν οι κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών κατανέμονται κανονικά καθ' όλη τη διάρκεια της επένδυσης και είναι πλήρως εξαρτημένες μεταξύ τους, δηλαδή ο συντελεστής συσχέτισης μεταξύ τους είναι ίσος με 1, τότε η τυπική απόκλιση της καθαρής παρούσας αξίας είναι :

$$\sigma_{\text{κπα}} = \sum_{\tau=0}^{\nu} \left[\frac{\sigma_{\tau}}{(1+K)^{\tau}} \right]$$

Όπου:

$\sigma_{\text{κπα}}$ = Τυπική απόκλιση καθαρής παρούσας αξίας

σ_{τ} = Τυπική απόκλιση καθαρής ταμιακής ροής περιόδου τ

Επίσης, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ο υπολογισμός των τυπικών αποκλίσεων της καθαρής παρούσας αξίας των προτάσεων επενδύσεων με τη μέθοδο του Hillier είναι σχετικά εύκολος. Παρ' όλα αυτά η μέθοδος αυτή στην πραγματικότητα χρησιμοποιείται σπάνια. Το γεγονός αυτό συμβαίνει για δύο βασικούς λόγους.

Πρώτον, διότι στην πράξη πολλές κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών δεν είναι κατανεμημένες κανονικά και δεύτερον οι περισσότερες από τις κατανομές πιθανότητας των καθαρών ταμιακών ροών δεν είναι διαχρονικά ούτε πλήρως ανεξάρτητες αλλά και ούτε τέλεια θετικά συσχετισμένες.

Εντούτοις είναι σαφές ότι η μέθοδος αυτή μπορεί να αποδείξει ότι μια πρόταση επένδυσης είναι λιγότερο επικίνδυνη, όταν οι καθαρές ταμιακές ροές της είναι διαχρονικά ανεξάρτητες. Ενώ κατά αντιστοιχία μια πρόταση επένδυσης είναι περισσότερο επικίνδυνη, όταν οι καθαρές ταμιακές ροές της είναι διαχρονικά εξαρτημένες. Κατά συνέπεια, για ένα δεδομένο σύνολο τυπικών αποκλίσεων μιας καθαρής ταμιακής ροής περιόδου σ_t , η τυπική απόκλιση καθαρής παρούσας αξίας $\sigma_{κπα}$, είναι μικρότερη όταν οι καθαρές ταμιακές ροές κυμαίνονται τυχαία από χρόνο σε χρόνο, δηλαδή είναι ανεξάρτητες.

4.1.1.4 Προσαρμογή Συντελεστή Προεξόφλησης

Ο συντελεστής προεξόφλησης που χρησιμοποιείται κατά τον υπολογισμό της παρούσας αξίας μιας πρότασης επένδυσης είναι το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Με άλλα λόγια ως συντελεστής προεξόφλησης χρησιμοποιείται η ελάχιστη απόδοση η οποία πρέπει να επιτευχθεί από την επιχείρηση προκειμένου να ικανοποίηση τους επενδυτές της. Ωστόσο, είναι κατανοητό ότι ο συντελεστής προεξόφλησης πρέπει να προσαρμόζεται έτσι ώστε να αντισταθμίσει τον κίνδυνο των διαφόρων προτάσεων επενδύσεων.

Έτσι, η μέθοδος της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης, (adjusting the discount rate), προτείνει ότι οι προτάσεις επενδύσεων υψηλού κινδύνου πρέπει να προεξοφλούνται με υψηλότερο συντελεστή από τις προτάσεις επενδύσεων χαμηλού κινδύνου. Ο υψηλότερος αυτός συντελεστής προεξόφλησης ονομάζεται προσαρμοσμένος για τις ανάγκες του κινδύνου συντελεστής προεξόφλησης, (risk adjusted discount rate).

Για τον καθορισμό του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης χρησιμοποιούνται κυρίως δύο μέθοδοι οι οποίες παρουσιάζονται παρακάτω. Η πρώτη

μέθοδος ονομάζεται κατανομή κινδύνου, ενώ η δεύτερη είναι το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων.

4.1.1.4.1 Κατανομή Κινδύνου

Η κατανομή κινδύνου (risk profile) είναι μια από τις πολλές μεθόδους που χρησιμοποιούνται ευρέως για την εκτίμηση ενός κινδύνου, προκειμένου στη συνέχεια να καθοριστεί ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης.

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η κατανομή κινδύνου της πρότασης επένδυσης αποτελείται από τα συστατικά κινδύνου, (risk elements) και τις τάξεις κινδύνου, (risk classes). Οι τάξεις κινδύνου κυμαίνονται από το 1 μέχρι το 5. Η μέση τάξη κινδύνου υπολογίζεται από το πηλίκο της συνολικής βαθμολογίας των συστατικών κινδύνου δια του αριθμού των συστατικών κινδύνου που φέρουν κίνδυνο.

Επίσης, η επιχείρηση έχει καθορίσει αμοιβές επένδυσης για κάθε τάξη κινδύνου. Η αμοιβή επένδυσης, (project premium) αντανακλά την κρίση της επιχείρησης αναφορικά με την επιπρόσθετη απόδοση, η οποία απαιτείται για προτάσεις επενδύσεων που έχουν κίνδυνο. Το γινόμενο της αμοιβής επένδυσης επί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι ο προσαρμοσμένος συντελεστής προεξόφλησης.

Στο σημείο αυτό είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι για επενδύσεις τάξης κινδύνου 1, όπου είναι και ο χαμηλότερος κίνδυνος, συνήθως δεν υπάρχει αμοιβή επένδυσης. Σε αυτή την περίπτωση το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης είναι ο χαμηλότερος συντελεστής προεξόφλησης. Έτσι, το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης εφαρμόζεται μόνο στις επενδύσεις με το χαμηλότερο κίνδυνο.

4.1.1.4.2 Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων

Αντικειμενικός σκοπός του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ή υποδείγματος κεφαλαιουχικών στοιχείων (capital asset pricing model) είναι να προσδιορίσει τη σχέση μεταξύ κινδύνου και απαιτούμενων αποδόσεων από επενδύσεις, όταν οι επενδύσεις αυτές συμμετέχουν σε ικανοποιητικά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιεί τις υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου ως σημείο εκκίνησης. Οι επιπρόσθετες υποθέσεις του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων εμφανίζονται λιγότερο πραγματικές από τις υποθέσεις της θεωρίας του χαρτοφυλακίου. Συγκεκριμένα, το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων βασίζεται στις εξής οκτώ υποθέσεις:

1. Όλοι οι επενδυτές διατηρούν ικανοποιητικά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια επενδύσεων. Έτσι, οι επενδυτές απαιτούν αποδόσεις οι οποίες επηρεάζονται κυρίως από το συστηματικό παρά από τον συνολικό κίνδυνο.
2. Οι επενδυτές δεν έχουν περιορισμό αναφορικά με το ύψος των κεφαλαίων που μπορούν να δανειστούν ή να δανείσουν. Η λήψη και η χορήγηση δανείων γίνονται με το ίδιο απαλλαγμένο κινδύνου επιτόκιο.
3. Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες. Συγκεκριμένα, οι επενδυτές έχουν ταυτόσημες προσδοκίες σχετικά με τις αποδόσεις και τους κινδύνους των επενδύσεων και των χαρτοφυλακίων.
4. Όλοι οι επενδυτές έχουν κοινό επενδυτικό χρονικό ορίζοντα. Παράλληλα, δεν υπάρχουν περιορισμοί όσον αφορά τον επενδυτικό αυτό χρονικό ορίζοντα.
5. Όλα τα χαρτοφυλάκια και όλες οι επενδύσεις είναι άνευ περιορισμών διαιρετά και εμπορεύσιμα. Έτσι, οι επενδυτές μπορούν είτε να αγοράσουν, είτε να πουλήσουν οποιοδήποτε «μέρος» - αναλογία μιας επένδυσης ή ενός χαρτοφυλακίου.
6. Δεν υπάρχουν φόροι, κόστος συλλογής πληροφοριών και κόστος συναλλαγών. Στην αγορά ή στην πώληση επενδύσεων δεν υπάρχουν επιβαρύνσεις φορολογίας, κόστους συλλογής πληροφοριών ή κόστους συναλλαγών, με αποτέλεσμα όλοι οι επενδυτές να έχουν τις ίδιες ευκαιρίες επενδύσεων.

7. Δεν προβλέπονται οι μεταβολές στο δείκτη πληθωρισμού και στο επίπεδο των επιτοκίων. Ο πληθωρισμός και τα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα καθ' όλη τη διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα.
8. Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων υποθέτει ότι οι αγορές κεφαλαίου βρίσκονται σε κατάσταση ισορροπίας ή τουλάχιστον κινούνται προς την κατεύθυνση επίτευξης ισορροπίας.

Η αξιοπιστία του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων εξαρτάται άμεσα από το βαθμό οι παραπάνω υποθέσεις ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.

Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων χρησιμοποιείται στον υπολογισμό της απαιτούμενης απόδοσης μετοχικού κεφαλαίου και κατά συνέπεια και του κόστους των αποθεματικών. Παράλληλα μπορεί να χρησιμοποιεί και για τον καθορισμό του προσαρμοσμένου συντελεστή προεξόφλησης, ως εξής:

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})\beta_{\varepsilon}$$

Όπου:

K_{α} = Κόστος αποθεματικών

$A_{\chi\kappa}$ = Απόδοση χωρίς κίνδυνο

$A_{\chi\alpha}$ = Απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

β_{ε} = Συντελεστής βήτα επένδυσης ε

Έτσι, γνωρίζοντας την απόδοση χωρίς κίνδυνο, την αμοιβή κινδύνου αγοράς και το συντελεστή βήτα της πρότασης επένδυσης μπορούμε να υπολογίσουμε τον προσαρμοσμένο συντελεστή προεξόφλησης. Ο συντελεστής βήτα είναι ένα μέτρο του βαθμού μεταβλητότητας των αποδόσεων μιας επένδυσης σε σχέση με τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου της αγοράς, το οποίο προσεγγίζεται με κάποιο χρηματιστηριακό δείκτη.

4.1.1.5 Ισοδύναμες Καθαρές Ταμιακές Ροές

Η μέθοδος των ισοδύναμων καθαρών ταμιακών ροών προτείνει την προσαρμογή των προβλεπόμενων καθαρών ταμιακών ροών σε επίπεδο ισοδύναμο των καθαρών

ταμιακών ροών σε συνθήκες βεβαιότητας, προκειμένου να αντανακλούν τον κίνδυνο της επένδυσης (certain equivalent method). Πιο συγκεκριμένα οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές της επένδυσης μειώνονται ανάλογα με το βαθμό του κινδύνου τους. Εν συνεχεία οι μειωθείσες καθαρές ταμιακές ροές της επένδυσης προεξοφλούνται με τον απαλλαγμένο κινδύνου συντελεστή προεξόφλησης. Στην περίπτωση αυτή το κόστος κεφαλαίου δεν είναι κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης διότι έχει το μέσο κίνδυνο της επιχείρησης και η χρησιμοποίηση αυτού θα αποτελούσε διπλό υπολογισμό του κινδύνου.

Η διακύμανση των συντελεστών ισοδυναμίας των καθαρών ταμιακών ροών με τις βέβαιες καθαρές ταμιακές ροές είναι από 0 έως 1. Όσο υψηλότερος είναι ο συντελεστής ισοδυναμίας, τόσο περισσότερο βέβαιες είναι οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές.

Η μέθοδος της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης ενσωματώνει τη διαχρονική αξία του χρήματος που αντιπροσωπεύεται από τον απαλλαγμένο κινδύνου συντελεστή προεξόφλησης στον κίνδυνο της υπό εξέταση επένδυσης που αντιπροσωπεύεται από την αμοιβή επένδυσης. Αντίθετα η μέθοδος των ισοδύναμων καθαρών ταμιακών ροών διαχωρίζει τον κίνδυνο και την διαχρονική αξία του χρήματος. Αυτό συμβαίνει διότι ο κίνδυνος ο κίνδυνος ενσωματώνεται στον αριθμητή και όχι στον παρονομαστή της εξίσωσης της καθαρής παρούσας αξίας. Η διαφοροποίηση αυτή της μεθόδου των ισοδύναμων καθαρών ταμιακών ροών αποτελεί θεωρητικό μόνο πλεονέκτημα της, καθώς η μέθοδος που χρησιμοποιείται ευρύτερα στην πράξη είναι εκείνη της προσαρμογής του συντελεστή προεξόφλησης.

4.1.1.6 Δένδρα Αποφάσεων

Μέχρι στιγμής όλες οι μέθοδοι που παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο σκοπό έχουν τον υπολογισμό του κινδύνου μιας δεδομένης πρότασης επένδυσης. Είναι βέβαιο ότι ο υπολογισμός του κινδύνου είναι το σημαντικότερο μέρος στη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων. Ωστόσο, αυτό που είναι σημαντικότερο πρακτικά για τις επιχειρήσεις είναι η μείωση του κινδύνου μιας πρότασης επένδυσης. Έτσι, η ανάλυση δένδρων αποφάσεων (decision trees analysis) χρησιμοποιείται, όταν το κόστος της επένδυσης δεν αναλαμβάνεται εφάπαξ, αλλά τμηματικά κατά τη διάρκεια μιας

ορισμένης χρονικής περιόδου και μπορεί να συμβάλει στη μείωση του κινδύνου της πρότασης επένδυσης.

Η τμηματική πραγματοποίηση του κόστους της επένδυσης δίνει την ευκαιρία στα στελέχη της επιχείρησης να επανεκτιμήσουν τις αποφάσεις τους και είτε να επενδύσουν επιπρόσθετα κεφάλαια, είτε να εγκαταλείψουν την πρόταση επένδυσης.

4.1.1.7 Μέθοδος Προσομοίωσης

Η μέθοδος της προσομοίωσης (Monte – Carlo Simulation) στηρίζεται στην ανάπτυξη ενός υποδείγματος το οποίο αναπαριστά τις πραγματικές συνθήκες της υπό εξέταση πρότασης επένδυσης. Συγκεκριμένα, με τη μέθοδο αυτή δίνεται η δυνατότητα να εισάγουμε διάφορες τιμές στο υπόδειγμα και να καταγράψουμε τα αποτελέσματα που προκύπτουν με βάση μια δεδομένη κατάσταση. Με αυτό τον τρόπο έχουμε μια ένδειξη για το πιθανό αποτέλεσμα μιας πραγματικής κατάστασης υπό συγκεκριμένες συνθήκες.

Στο πεδίο της αξιολόγησης επενδύσεων η μέθοδος αυτή παρέχει τη δυνατότητα υπολογισμού της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας ή του συντελεστή εσωτερικής αποδοτικότητας, αν εφαρμόζεται η αντίστοιχη μέθοδος, μιας πρότασης επένδυσης χωρίς τη χρησιμοποίηση πολύπλοκων μαθηματικών υποδειγμάτων όπως ισχύει στην περίπτωση των αναλυτικών μεθόδων (Hillier κ.τ.λ.).

Ο πρώτος ερευνητής που χρησιμοποίησε τη μέθοδο αυτή στο χώρο της χρηματοοικονομικής διοίκησης ήταν ο Hertz. Το 1964 εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η μέθοδος της προσομοίωσης στη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων. Συγκεκριμένα, ο Hertz έδειξε ότι η καθαρή παρούσα αξία μιας πρότασης επένδυσης εξαρτάται από ένα συγκεκριμένο συνδυασμό τιμών των σημαντικών μεταβλητών της πρότασης επένδυσης.

Η μέθοδος της προσομοίωσης είναι γνωστή και ως το εργαστήριο των κοινωνικών επιστημών, καθώς δίνει τη δυνατότητα σε ένα στέλεχος να πειραματιστεί πριν τη λήψη της τελικής απόφασης.

Μεθοδολογία

Η μεθοδολογία της προσομοίωσης περιλαμβάνει πέντε βήματα τα οποία είναι τα εξής:

1. Καθορισμός των σημαντικών μεταβλητών της πρότασης επένδυσης. Ως σημαντικές μεταβλητές θεωρούνται όλοι εκείνοι οι παράγοντες που επηρεάζουν άμεσα ή έμμεσα την καθαρή παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης. Ο αριθμός των παραγόντων αυτών που θα χρησιμοποιηθούν εξαρτάται από το βαθμό της ακρίβειας που επιδιώκεται από τη συγκεκριμένη ανάλυση. Ωστόσο, ένα υπόδειγμα αποτελεί μια προσπάθεια απεικόνισης της πραγματικής κατάστασης και κατά συνέπεια είναι αδύνατο συμπεριλαμβάνει όλες τις σημαντικές μεταβλητές.
2. Ανάπτυξη του μαθηματικού υποδείγματος που θα χρησιμοποιηθεί για την αξιολόγηση της πρότασης επένδυσης. Οι σημαντικές μεταβλητές που προσδιορίστηκαν στο προηγούμενο στάδιο πρέπει να αναλυθούν με σκοπό να καθοριστεί ο τρόπος με τον οποίο επηρεάζουν την καθαρή παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης. Εν συνεχεία οι μεταβλητές αυτές εκφράζονται με μαθηματικές εξισώσεις, στις οποίες λαμβάνονται υπόψη οι τυχόν συσχετίσεις που υπάρχουν μεταξύ των μεταβλητών.
3. Διαχωρισμός των σημαντικών μεταβλητών σε τυχαίες και σταθερές. Με το διαχωρισμό των σημαντικών μεταβλητών δίνεται η δυνατότητα καθορισμού τιμών στις βέβαιες μεταβλητές και προσδιορισμού της κατανομής πιθανότητας των τυχαίων μεταβλητών. Η μελέτη των κατανομών πιθανότητας περιλαμβάνει τον υπολογισμό του εύρους τιμών των τυχαίων μεταβλητών και της πιθανότητας πραγματοποίησης τους. Ο αναλυτής έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει είτε κάποια θεωρητική κατανομή, είτε να κατασκευάσει κάποια υποκειμενική κατανομή με βάση τα στοιχεία που έχει συλλέξει από κάθε τυχαία σημαντική μεταβλητή. Ωστόσο είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι όταν υπάρχουν ιστορικά στοιχεία ή όταν υπάρχει η δυνατότητα να συλλέξει ο αναλυτής στοιχεία σχετικά με τη συμπεριφορά των σημαντικών μεταβλητών, τότε πρέπει να χρησιμοποιούνται θεωρητικές κατανομές οι οποίες να ταιριάζουν όσο το δυνατόν περισσότερο στα δεδομένα.

4. Ανάπτυξη του μηχανογραφικού προγράμματος που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό ενός τυχαίου αριθμού με βάση κάποιο μαθηματικό αλγόριθμο και της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης. Αναλυτικότερα, με βάση τον τυχαίο αριθμό που υπολόγισε το πρόγραμμα επιλέγεται από κάθε κατανομή πιθανότητας των σημαντικών τυχαίων μεταβλητών μια τιμή της οποίας η αθροιστική πιθανότητα περιλαμβάνει τον τυχαίο αριθμό. Οι τιμές αυτές αντικαθίστανται στο μαθηματικό υπόδειγμα και υπολογίζεται η καθαρή παρούσα αξία για το συγκεκριμένο συνδυασμό τιμών των σημαντικών τυχαίων μεταβλητών. Η διαδικασία αυτή επαναλαμβάνεται τόσες φορές ώστε να έχουμε τις πιθανότητες πραγματοποίησης κάθε πιθανής τιμής της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης. Έτσι, όσες περισσότερες φορές επαναληφθεί η διαδικασία αυτή τόσο περισσότερο σίγουρος είναι ο αναλυτής ότι έχουν ληφθεί υπόψη στον υπολογισμό κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης, όλοι οι δυνατοί συνδυασμοί των σημαντικών τυχαίων μεταβλητών.
5. Ανάλυση και αιτιολόγηση του αποτελέσματος της μεθόδου, δηλαδή της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης. Ωστόσο είναι σημαντικό να τονιστεί ότι η μέθοδος αυτή δεν αποσκοπεί στην εξάλειψη της αβεβαιότητας που πιθανώς να υπάρχει στην πρόταση επένδυσης, αλλά σκοπό έχει να παρουσιάσει στο χρηματοοικονομικό στέλεχος την κατανομή πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης, ώστε να έχει περισσότερες πληροφορίες στις οποίες θα μπορεί να στηρίξει την απόφασή του. Η ανάλυση του αποτελέσματος της προσομοίωσης περιλαμβάνει τον υπολογισμό συγκεκριμένων στατιστικών παραμέτρων με βάση τις οποίες μπορούμε να μελετήσουμε τα χαρακτηριστικά της κατανομής πιθανότητας της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης.

4.1.2 Κίνδυνος εντός της επιχείρησης

Στην περίπτωση που εξετάζεται ο κίνδυνος εντός της επιχείρησης, μελετάται ο κίνδυνος που συνδέεται με ένα συνδυασμό επενδύσεων ή χαρτοφυλακίων και όχι σε σχέση με μια μόνο επένδυση.

Ο κίνδυνος χαρτοφυλακίου μπορεί να αναλυθεί σε κίνδυνο εντός της επιχείρησης (within – firm risk) ή μη συστηματικός κίνδυνο (non systematic risk) ή διαφοροποιημένο κίνδυνο (diversifiable risk) και συστηματικό κίνδυνο (systematic risk). Τα δύο είδη κινδύνων παίρνουν και άλλες ονομασίες για λόγους που αναλύονται παρακάτω. Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης ή ενός χαρτοφυλακίου είναι ίσος με το άθροισμα του συστηματικού και του μη συστηματικού κινδύνου.

Συνολικός Κίνδυνος= Κίνδυνος Αγοράς + Διαφοροποιημένος Κίνδυνος

$$\sigma_{\mu} = \beta_{\mu} \sigma_{\alpha} + \sigma_{\varepsilon}$$

Ο συστηματικός κίνδυνος είναι η διασπορά η οποία οφείλεται σε μακροοικονομικούς παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν τις αποδόσεις όλων των επικίνδυνων επενδύσεων. Αυτό είναι και ο λόγος που ο συστηματικός κίνδυνος ονομάζεται και κίνδυνος αγοράς (market risk), αναπόφευκτος κίνδυνος (unavoidable risk) ή μη διαφοροποιημένος κίνδυνος (non diversifiable risk). Ο υπολογισμός του κινδύνου αγοράς γίνεται με τη βοήθεια του συντελεστή βήτα, όπως προκύπτει και από την παραπάνω μαθηματική εξίσωση. Ο συντελεστής βήτα είναι μια μονάδα μέτρησης του σχετικού κινδύνου αγοράς της μετοχής μ . Όμως ο πραγματικός κίνδυνος αγοράς της μετοχής μ είναι $\beta_{\mu} \sigma_{\alpha}$. Για ένα δεδομένο επίπεδο μεταβλητότητας της αγοράς όπως αυτή μετριέται με την τυπική απόκλιση της αγοράς σ_{α} , όσο μεγαλύτερος είναι ο συντελεστής βήτα μιας επένδυσης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος αγοράς. Αν $\beta=0$, η επένδυση δεν θα έχει κίνδυνο αγοράς, ενώ αν $\beta=1$, η επένδυση θα είναι εξίσου επικίνδυνη με την αγορά, υποθέτοντας ότι η επένδυση μετέχει σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο, δηλαδή ο κίνδυνος αγοράς της επένδυσης θα είναι αγοράς σ_{α} .

Αντίθετα, η διασπορά των αποδόσεων ενός χαρτοφυλακίου η οποία οφείλεται σε ειδικούς παράγοντες, όπως μεταβολή προσδοκιών αναφορικά με τις πωλήσεις ορισμένου προϊόντος κ.τ.λ., οι οποίοι επηρεάζουν συγκεκριμένο κλάδο ή επιχείρηση

ονομάζεται μη συστηματικός κίνδυνος ή διαφοροποιήσιμος κίνδυνος. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να εξαλειφθεί με τέλεια διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου, δηλαδή με τη διατήρηση επενδύσεων των οποίων οι αποδόσεις είναι τέλεια αρνητικώς συσχετισμένες. Σε σχέση με τον προηγούμενο κίνδυνο, ο παρών κίνδυνος ονομάζεται επίσης μη αγοραίος κίνδυνος (non-market risk), δυνάμενος να αποφευχθεί κίνδυνος (avoidable risk), υπολειμματικός κίνδυνος (residual risk), ειδικός κίνδυνος (specific risk) και μοναδικός κίνδυνος (unique risk). Ο μη συστηματικός κίνδυνος μετριέται με την υπολειμματική διακύμανση (residual variance). Οι αποδόσεις ορισμένων επενδύσεων παρουσιάζουν τάση να αποκλίνουν από τη χαρακτηριστική γραμμή. Η παράμετρος η οποία περιγράφει αυτή την τάση είναι η υπολειμματική διακύμανση. Ουσιαστικά λοιπόν η υπολειμματική διακύμανση είναι η διακύμανση των καταλοίπων και υπολογίζεται τετραγωνίζοντας τα κατάλοιπα, δηλαδή τις αποκλίσεις των αποδόσεων της μετοχής από την χαρακτηριστική γραμμή της μετοχής.

Σε αντιστοιχία λοιπόν με τα παραπάνω ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης μειώνεται σημαντικά, όταν ο αριθμός των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου αυξάνει. Το μεγαλύτερο μέρος του μη συστηματικού κινδύνου εξαλείφεται, αν ο αριθμός των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου αυξηθεί πέρα από έναν ορισμένο αριθμό. Καθώς ο αριθμός των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου αυξάνει, ο συνολικός κίνδυνος βαθμιαία τείνει προς το επίπεδο του συστηματικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου, ο οποίος δεν μπορεί να μειωθεί με διαφοροποίηση.

Για τη διαμόρφωση ενός χαρτοφυλακίου είναι χρήσιμες οι παρακάτω οδηγίες:

- Αν η επιχείρηση αναλαμβάνει επενδύσεις των οποίων οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές έχουν τέλεια αρνητική συσχέτιση $r = -1$, τότε ο κίνδυνος μπορεί να εξαλειφθεί πλήρως.
- Αν η επιχείρηση αναλαμβάνει επενδύσεις των οποίων οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές έχουν τέλεια θετική συσχέτιση $r = +1$, τότε ο κίνδυνος θα μεγιστοποιηθεί.
- Αν η επιχείρηση αναλαμβάνει επενδύσεις των οποίων οι προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές δεν έχουν τέλεια συσχέτιση, τότε η περίπτωση αυτή

κατατάσσεται ανάμεσα στις δύο προηγούμενες (εξάλειψη και μεγιστοποίηση κινδύνου)

Η διαφοροποίηση συνεπάγεται επιλογή ενεργητικών στοιχείων των οποίων οι καθαρές ταμιακές ροές δεν έχουν τέλεια θετική συσχέτιση. Αυτό καταλήγει σε εξάλειψη ή μείωση του μη συστηματικού κινδύνου και λέγεται επίδραση χαρτοφυλακίου (portfolio effect).

4.1.3 Κίνδυνος Αγοράς

Ο κίνδυνος αγοράς παρουσιάζεται αναλυτικά παραπάνω στην ενότητα 3.1.2. Ωστόσο είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι ο κίνδυνος αγοράς μπορεί να μειωθεί αν επιτευχθεί η κατάλληλη αναλογία μεταξύ των διαφόρων επενδύσεων που μετέχουν στο χαρτοφυλάκιο. Αν μια επιχείρηση επιθυμεί να μειώσει το συστηματικό κίνδυνο, τότε πρέπει να μειώσει την αναλογία των ενεργητικών στοιχείων υψηλού κινδύνου και να αυξήσει την αναλογία των ενεργητικών στοιχείων χαμηλού κινδύνου. Επίσης είναι γνωστό ότι οι αποδοτικότητες των χαρτοφυλακίων μειώνονται όταν μειώνεται ο συστηματικός κίνδυνος, άρα το νέο χαρτοφυλάκιο θα έχει μικρότερη απόδοση από εκείνη του αρχικού χαρτοφυλακίου.

5 Πρακτική εφαρμογή

Περίληψη Κεφαλαίου

Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει μια πρακτική εφαρμογή αξιολόγηση πάγιας επένδυσης, πιο συγκεκριμένα την αξιολόγηση της αγοράς οικοπέδου και κτιριακών εγκαταστάσεων, μέσω της εξαγοράς μιας άλλης επιχείρησης. Ο σκοπός αυτής της πρακτικής εφαρμογής είναι να εξετάσουμε κατά πόσο οι μέθοδοι που εξετάσαμε στα προηγούμενα κεφάλαια μπορούν να χρησιμοποιηθούν στην πράξη για να αξιολογηθεί η επένδυση μιας επιχείρησης για νέες κτιριακές εγκαταστάσεις. Αυτό το εγχείρημα πραγματοποιείται γιατί παρόλο που οι μέθοδοι αυτοί χρησιμοποιούνται ευρέως στην πράξη για την αξιολόγηση επενδύσεων μηχανολογικού εξοπλισμού, χρησιμοποιούνται σπάνια για κτιριακές επενδύσεις.

Αρχικά στο κεφάλαιο αυτό γίνεται μία συνοπτική παρουσίαση της εξεταζόμενης επιχείρησης, του ιστορικού της, καθώς και της θέσης της στον κλάδο που δραστηριοποιείται. Στην συνέχεια εφαρμόζονται οι δύο βασικές μέθοδοι αξιολόγησης πάγιων επενδύσεων, η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας (ΚΠΑ) και η μέθοδος της εσωτερικής απόδοσης για την αξιολόγηση της αγοράς οικοπέδου και των κτιριακών εγκαταστάσεων. Τέλος, με κάποιους αριθμοδείκτες που αφορούν την πορεία της επιχειρήσης θα διερευνηθούν οι επιπτώσεις που είχε η επένδυση και κατά πόσο τα αποτελέσματα αυτά έρχονται σε συμφωνία με τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των μεθόδων.

5.1 Περιγραφή της επιχείρησης

Η εταιρία «ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ & ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Τ.Ε.» είναι Ελληνική εταιρία κατασκευής ειδικών οχημάτων και μηχανημάτων. Ιδρύθηκε το 1990 ως «ΠΑΠΑΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ – DEMAN Ε.Π.Ε.» με έδρα τον Πειραιά. Το 2003 μεταφέρθηκε την έδρα της σε νέες παραγωγικές εγκαταστάσεις στην Μάνδρα Αττικής. Υπό την σημερινή της μορφή και επωνυμία λειτουργεί από το 2008.

Η δραστηριότητα της εταιρίας καλύπτει ένα ευρύ φάσμα εφαρμογών. Κύρια δραστηριότητα της εταιρίας είναι η κατασκευή ειδικών οχημάτων και μηχανημάτων, και ειδικότερα η κατασκευή και πώληση πυροσβεστικών οχημάτων, εκχιονιστικών οχημάτων και οχημάτων διαγράμμισης οδών. Ακόμα, κατά δεύτερο λόγο, η εταιρία κατασκευάζει και εμπορεύεται ειδικά οχήματα καθαρισμού και συντήρησης οδών, οχήματα μεταφοράς Α.Μ.Ε.Α., θωρακισμένα οχήματα και οχήματα μεταγωγής κρατουμένων, οχήματα οδικής βοήθειας. Για τις παραπάνω εφαρμογές η εταιρία εμπορεύεται ειδικό εξοπλισμό, ενώ διατηρεί και συνεργείο για την επισκευή των παραπάνω οχημάτων και την πώληση ανταλλακτικών. Τέλος η εταιρία, λόγω του εξειδικευμένου προσωπικού που διαθέτει, καλύπτει ένα μεγάλος εύρος μεταλλικών κατασκευών και μηχανολογικών εφαρμογών.

5.2 Ιστορικό της επιχείρησης

Όπως προείπαμε, η εταιρία ιδρύθηκε ως «ΠΑΠΑΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ-DEMAN Ε.Π.Ε.» το 1990 με αντικείμενο την κατασκευής ειδικών οχημάτων & μηχανημάτων, έχοντας έδρα ιδιόκτητο κτίριο στον Πειραιά.

Το 2003 αποφασίστηκε η εταιρία να μεταφέρει την δραστηριότητα της σε μεγαλύτερο χώρο λόγω αύξησης της παραγωγικής της δραστηριότητας. Γι' αυτό το λόγο προχώρησε στην εξαγορά της εταιρίας «ΕΜΚΑ Μεταλλικά Κατασκευαί Α.Ε.». Η εταιρία «ΕΜΚΑ Μεταλλικά Κατασκευαί Α.Ε.» είχε στην κατοχή της ιδιόκτητο οικοπέδου εμβαδού 10.000 m² στην Μάνδρα Αττικής, εντός του οποίου υπήρχε

κτίριο εμβαδού 2.222 m². Οι λόγοι που επιλέχθηκε η αγορά εταιρίας και όχι η αγορά ακινήτου ήταν φορολογικοί. Το τίμημα της εξαγοράς διαμορφώθηκε στο ποσό του 1.423.330,00 €. Η επένδυση, εκτός της εξαγοράς, περιλάμβανε και την κατασκευή ενός νέου μεταλλικού κτιρίου, εφαιπτόμενου στο αρχικό κτίριο εμβαδού 2.650 m², καθώς και τον εκσυγχρονισμό του μηχανολογικού εξοπλισμού μέσω της αγοράς νέων μηχανημάτων, το κόστος των οποίων ανήλθε περίπου στο ποσό των € 1.530.000,00. Η εταιρία «ΕΜΚΑ Μεταλλικά Κατασκευαί Α.Ε.» μετά την ολοκλήρωση της εξαγοράς μετονομάστηκε σε «ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Ε.». Το 2007 η δύο εταιρίες υπόβαλαν ισολογισμούς μετασχηματισμού με ημερομηνία 30/06/2007 και στις 04/01/2008 συγχωνεύτηκαν δια μετασχηματισμού και από την συγχώνευση ιδρύθηκε νέα εταιρία με την επωνυμία «ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ & ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Τ.Ε.», η οποία απέκτησε τα περιουσιακά στοιχεία των δύο προηγούμενων εταιριών. Η εταιρία «ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ & ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Τ.Ε.» συνεχίζει την δραστηριότητα της έως και σήμερα.

5.2 Περιγραφή του κλάδου

Η εταιρία ανήκει στον κλάδο της κατασκευής αμαξωμάτων, ενώ έχει και περιορισμένη δραστηριότητα στον κλάδο της εμπορίας φορτηγών αυτοκινήτων. Κύριο χαρακτηριστικό του κλάδου της κατασκευής αμαξωμάτων είναι η ανομοιογένεια των εταιριών που τον αποτελούν. Στο γεγονός αυτό συντελεί κυρίως το μεγάλο εύρος των εφαρμογών που καλύπτει ο κλάδος. Οι εταιρίες που αποτελούν τον κλάδο ειδικεύονται σε περιορισμένο αριθμό εφαρμογών, με αποτέλεσμα πολλές από τις εταιρίες αυτές να μην είναι άμεσα ανταγωνιστικές μεταξύ τους. Επίσης καθοριστικό γεγονός για τον προσδιορισμό του κλάδου είναι η ύπαρξη εμπορικής δραστηριότητας στον κλάδο γενικότερα των αυτοκινήτων.

Για τους παραπάνω λόγους, ο προσδιορισμός της θέσης της εταιρίας στον κλάδο καθίσταται δύσκολος, επομένως μια παρουσίαση της εταιρίας σε σχέση με τις υποκατηγορίες του κλάδου στους οποίους δραστηριοποιείται και σε σχέση με την μορφή των εταιριών που δραστηριοποιούνται θα ήταν καταλληλότερη για την παρουσίαση μας.

Κατ' αρχήν να τονίσουμε ότι οι μεγαλύτερες εταιρίες του κλάδου είναι αυτές που έχουν μεγάλη εμπορική δραστηριότητα και λιγότερο ή καθόλου κατασκευαστική. Οι κυριότερες από αυτές είναι ο όμιλος Λαϊνόπουλου, ο όμιλος Συγγελίδη, ο όμιλος Σφακιανάκη και ο όμιλος Κοντέλλη. Οι εταιρίες αυτές διαθέτουν μεγάλα εμπορικά τμήματα με έμφαση στις πωλήσεις επιβατικών και φορτηγών αυτοκινήτων, και καθόλου κατασκευαστική δραστηριότητα. Την έλλειψη αυτή την αντικαθιστούν με την αντιπροσώπευση αλλοδαπών κυρίως εταιριών, που ανήκουν στον αντίστοιχο κλάδο της κατασκευής αμαξωμάτων στις χώρες τους. Οι εταιρίες αυτές συμμετέχουν ως ανταγωνιστές της εταιρίας σε μειοδοτικούς δημόσιους ή ιδιωτικούς διαγωνισμούς.

Η επόμενη υποκατηγορία του κλάδου, στην οποία θεωρητικά ανήκει και η εταιρία, είναι η πιο αντιπροσωπευτική στον κλάδο της κατασκευής αμαξωμάτων και αποτελείται από εταιρίες καταρχήν κατασκευαστικές με αξιοσημείωτο ή μικρό εμπορικό κλάδο και δικό τους συνεργείο για επισκευές τόσο στα πλαίσια-φορείς των ειδικών οχημάτων, όσο και στις υπερκατασκευές που αυτές κατασκευάζουν. Οι κυριότεροι ανταγωνιστές στην συγκεκριμένη κατηγορία είναι η Ελληνική Βιομηχανία Οχημάτων (ΕΛΒΟ), η οποία καλύπτει ένα ευρύ φάσμα κατασκευής ειδικών οχημάτων και ειδικότερα πυροσβεστικά οχήματα και οχήματα στρατιωτικής χρήσης, και η ΤΕΜΑΞ ΑΒΕΕ, η οποία κατασκευάζει πυροσβεστικά οχήματα. Οι δύο αυτές εταιρίες είναι και οι κυριότεροι ανταγωνιστές ως κατασκευαστές πυροσβεστικών οχημάτων. Επίσης στον υπό-κλάδο της χειμερινής συντήρησης οδών, ο κυριότερος ανταγωνιστής είναι η εταιρία RAM EUROPE ΕΠΕ. Στην συγκεκριμένη κατηγορία ανήκουν και δύο χαρακτηριστικές για τον υπό-κλάδο εταιρίες, οι οποίες είναι ελάχιστα ή και καθόλου ανταγωνιστικές προς την εταιρία, η ΝΙΚ. ΚΙΟΛΕΪΔΗΣ ΑΕΒΕ και η ΚΑΟΥΣΗΣ Α. ΑΕΒΕ. Η πρώτη κατασκευάζει αμαξώματα φορτηγών & ρυμουλκούμενα και η δεύτερη απορριματοφόρα οχήματα.

Τέλος η τελευταία κατηγορία περιλαμβάνει μικρές βιοτεχνικές παραγωγικές μονάδες οι οποίες έχουν σχετικά περιορισμένη τεχνογνωσία και παραγωγική δυναμικότητα και καλύπτουν μικρότερο φάσμα εφαρμογών, ενώ μεγάλο μέρος της παραγωγικής τους δυναμικότητας καλύπτουν περισσότερο οι επισκευές αμαξωμάτων και λιγότερο η κατασκευή νέων οχημάτων ειδικής χρήσης.

5.3 Αξιολόγηση Επένδυσης

Παρακάτω θα προσπαθήσουμε να αξιολογήσουμε την αποδοτικότητα της επένδυσης που πραγματοποίησε η επιχείρηση. Γι' αυτό το λόγο, θα εφαρμόσουμε τις μεθόδους της καθαρής παρούσας αξίας (ΚΠΑ) και της μεθόδου της εσωτερικής απόδοσης για την αξιολόγηση της αγοράς οικοπέδου και των κτιριακών εγκαταστάσεων, και θα χρησιμοποιήσουμε και κάποιους αριθμοδείκτες για την καλύτερη παρουσίαση και επεξήγηση των ευρημάτων των δύο μεθόδων.

Ως στοιχεία θα χρησιμοποιηθούν οι δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των δύο εταιριών από την συγχώνευση των οποίων προήρθε η υπό εξέταση εταιρία, καθώς και οι οικονομικές καταστάσεις της ίδιας της εταιρίας, έπειτα από την συγχώνευση. Οι καταστάσεις αυτές εμφανίζονται στην συνοπτική τους μορφή. Στο εξής για την απλούστερη παρουσίαση της ανάλυσης μας, η εταιρία «ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ & ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Τ.Ε.» θα εμφανίζεται ως εταιρία Α, η εταιρία «Παπακωνσταντίνου – DEMAN Ε.Π.Ε.» θα εμφανίζεται ως εταιρία Χ και η εταιρία «ΑΒΟ ΑΤΤΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΟΧΗΜΑΤΩΝ Α.Β.Ε.Ε.» θα εμφανίζεται ως εταιρία Υ.

Για την ορθότερη παρουσίαση των δεδομένων από την χρήση 01/01/2003 – 31/12/2003 έως και την χρήση 01/07/2006 – 30/06/2007, δηλαδή από το έτος εξαγοράς της εταιρίας Υ από την εταιρία Χ έως και την τελευταία χρήση των δύο εταιριών, χρειάστηκε να ενοποιηθούν οι ισολογισμοί τους. Μάλιστα, λόγω της ύπαρξης της υπερδωδεκάμηνης χρήσης 01/01/2005 – 30/06/2006 της εταιρίας Χ, έγινε προσαρμογή των τριών τελευταίων ισολογισμών (χρήσεις 01/01/2005 – 31/12/2005, 01/01/2006 – 31/12/2006, 01/01/2007 – 30/06/2007) της εταιρίας Υ στις αντίστοιχες χρήσεις (01/01/2005 – 30/06/2006, 01/07/2006 – 30/06/2007) της εταιρίας Χ, και κατόπιν πραγματοποιήθηκε η ενοποίηση των ισολογισμών τους.

Για την ενοποίηση των ισολογισμών των δύο εταιριών χρησιμοποιήθηκε η μέθοδος της ολικής ενοποίησης, δηλαδή τα ομοειδή κονδύλια των δύο ισολογισμών συναθροίστηκαν κατ' έτος, και έπειτα έγιναν οι εξής ενέργειες:

- Έγινε ενοποίηση των ιδίων κεφαλαίων των δύο εταιριών, με συμψηφισμό της συμμετοχής της εταιρίας X στην εταιρία Y ποσού € 1.280.997,00 με το 90% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας Y ποσού € 368.910,00 και η διαφορά ποσού € 911.187,00 εμφανίζεται στο κονδύλι AVII «Προσαρμογές Ενοποίησης» του Παθητικού των ενοποιημένων ισολογισμών των δύο εταιριών.
- Έγινε απαλοιφή των κονδυλίων των ισολογισμών που αφορούν αμοιβαίες απαιτήσεις και υποχρεώσεις μεταξύ των δύο εταιριών.
- Έγινε απαλοιφή των κονδυλίων των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως που αφορούν αμοιβαίες συναλλαγές (κονδύλια δηλαδή τα οποία είναι ταυτόχρονα έσοδο για την μία εταιρία και έξοδο για την δεύτερη εταιρία) μεταξύ των δύο εταιριών.

Δικαιώματα μειοψηφίας δεν εμφανίζουμε καθώς το υπόλοιπο 10% της εξαγοράς της εταιρίας Y κατέβαλαν τα φυσικά πρόσωπα που αποτελούν το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας X και μάλιστα κατά ποσοστό ίδιο με αυτό που συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο της εταιρίας X.

Οι συνοπτικοί ισολογισμοί των εταιριών για το χρονικό διάστημα 01/01/2003 – 31/12/2011 (8 χρήσεις) εμφανίζονται στους παρακάτω πίνακες:

ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Χρήση 01/01/2011 - 31/12/2011	Χρήση 01/01/2010 - 31/12/2010	Χρήση 01/01/2009 - 31/12/2009	Χρήση 01/07/2007 - 31/12/2008	Χρήση 01/07/2006 - 30/06/2007	Χρήση 01/01/2005 - 30/06/2006	Χρήση 01/01/2004 - 31/12/2004	Χρήση 01/01/2003 - 31/12/2003
Β. ΕΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΣ	19.820,79	19.636,79	19.499,07	14.652,57	8.862,47	8.862,47	5.158,47	5.158,47
Μείον: Αποσβέσεις	18.003,08	15.770,62	12.638,00	10.502,98	8.862,37	8.862,38	4.906,01	4.490,49
Αναπόσβεστη αξία	1.817,71	3.866,17	6.861,07	4.149,59	0,10	0,09	252,46	667,98
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ								
I. Ασώματες ακινητοποιήσεις	911.187,00	911.187,00	911.187,00	911.187,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Μείον: Αποσβέσεις	728.949,60	546.712,20	364.474,80	182.237,40	0,00	0,00	0,00	0,00
Αναπόσβεστη αξία	182.237,40	364.474,80	546.712,20	728.949,60	0,00	0,00	0,00	0,00
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις	2.871.149,24	2.860.687,99	2.786.663,11	2.742.335,71	2.322.653,45	2.306.322,21	2.045.589,00	1.110.181,87
Μείον: Αποσβέσεις	1.902.877,23	1.804.075,53	1.646.264,77	1.436.174,54	1.094.024,43	922.109,47	641.072,90	628.561,41
Αναπόσβεστη αξία	968.272,01	1.056.612,46	1.140.398,34	1.306.161,17	1.228.629,02	1.384.212,74	1.404.516,10	481.620,46
III. Συμμετοχές και άλλες μακρ/σμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις	950,00	950,00	5.964,83	5.964,83	9.024,02	9.024,02	8.002,10	4.542,91
Σύνολο πάγιου ενεργητικού	1.151.459,41	1.422.037,26	1.693.075,37	2.041.075,60	1.237.653,04	1.393.236,76	1.412.518,20	486.163,37
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ								
I. Αποθέματα	1.393.991,03	5.157.906,59	3.725.291,35	2.542.308,10	882.982,45	2.921.685,09	4.131.005,19	1.297.883,72
II. Απαιτήσεις	1.977.113,41	1.900.227,95	2.421.810,62	3.467.879,08	1.296.252,31	1.891.296,34	656.806,76	1.695.705,55
III. Χρεόγραφα	776.288,25	895.273,10	6.969.827,70	10.012,10	14.296,04	281.351,04	542.541,04	568.866,10
IV. Διαθέσιμα	1.035.090,50	205.416,29	668.042,91	453.745,14	208.742,40	1.140.869,98	758.573,61	5.264.765,86
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού	5.182.483,19	8.158.823,93	13.784.972,58	6.473.944,42	2.402.273,20	6.235.202,45	6.088.926,60	8.827.221,23
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	17.512,67	10.668,22	12.420,58	43.321,15	5.189,01	0,00	4.593,90	221.663,10
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	6.353.272,98	9.595.395,58	15.497.329,60	8.562.490,76	3.645.115,35	7.628.439,30	7.506.291,16	9.535.715,68

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Χρήση 01/01/2011 - 31/12/2011	Χρήση 01/01/2010 - 31/12/2010	Χρήση 01/01/2009 - 31/12/2009	Χρήση 01/07/2007 - 31/12/2008	Χρήση 01/07/2006 - 30/06/2007	Χρήση 01/01/2005 - 30/06/2006	Χρήση 01/01/2004 - 31/12/2004	Χρήση 01/01/2003 - 31/12/2003
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ								
I. Μετοχικό κεφάλαιο	410.000,00	410.000,00	300.000,00	300.000,00	194.090,00	194.090,00	194.090,00	194.090,00
III. Διαφορές αναπροσαρμογής	0,00	0,00	107.228,05	107.228,05	0,00	0,00	0,00	0,00
IV. Αποθεματικά Κεφάλαια	1.468.388,23	1.467.628,23	1.456.046,89	1.150.037,44	873.006,13	830.124,59	641.368,00	466.455,56
V. Αποτελέσματα εις νέον	662.613,36	569.132,83	1.096.841,97	996.731,08	989.004,31	968.801,83	168.801,83	-10.304,84
VII. Προσαρμογές Ενοποίησης	0,00	0,00	0,00	0,00	-911.187,00	-911.187,00	-911.187,00	-911.187,00
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων	2.541.001,59	2.446.761,06	2.960.116,91	2.553.996,57	1.144.913,44	1.081.829,42	93.072,83	-260.946,28
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ	26.511,26	25.331,28	28.675,35	27.803,44	34.244,41	128.681,04	22.912,91	27.211,74
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ								
I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	536.083,73	598.165,00	703.451,00	704.570,00	500.000,00	0,00	0,00	0,00
II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	3.244.869,64	6.522.231,03	11.803.029,15	5.274.385,71	1.878.802,79	6.314.798,84	7.185.988,36	9.767.157,42
Σύνολο υποχρεώσεων	3.780.953,37	7.120.396,03	12.506.480,15	5.978.955,71	2.378.802,79	6.314.798,84	7.185.988,36	9.767.157,42
E. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	4.806,76	2.907,21	2.057,19	1.735,04	87.154,71	103.130,00	204.317,06	2.292,80
ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	6.353.272,98	9.595.395,58	15.497.329,60	8.562.490,76	3.645.115,35	7.628.439,30	7.506.291,16	9.535.715,68

Και οι καταστάσεις αποτελεσμάτων χρήσεως των εταιριών για το χρονικό διάστημα 01/01/2003 – 31/12/2011 (8 χρήσεις) εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ	Χρήση 01/01/2011 - 31/12/2011	Χρήση 01/01/2010 - 31/12/2010	Χρήση 01/01/2009 - 31/12/2009	Χρήση 01/07/2007 - 31/12/2008	Χρήση 01/07/2006 - 30/06/2007	Χρήση 01/01/2005 - 30/06/2006	Χρήση 01/01/2004 - 31/12/2004	Χρήση 01/01/2003 - 31/12/2003
I. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ								
Κύκλος Εργασιών (Πωλήσεις)	11.404.187,81	3.694.177,92	15.456.559,23	6.672.457,31	6.047.530,98	10.782.732,00	5.189.410,62	7.996.881,58
Μείον: Κόστος πωλήσεων	9.989.456,46	3.210.295,71	12.923.167,96	4.811.390,63	4.426.096,71	6.410.290,71	3.757.434,62	6.778.277,83
Μικτά αποτελέσματα εκμ/σεως (κέρδη)	1.414.731,35	483.882,21	2.533.391,27	1.861.066,68	1.621.434,27	4.372.441,29	1.431.976,00	1.218.603,75
I. Πλέον : Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	24.243,94	19.640,72	4.691,26	54.012,46	8.755,36	33.597,77	2.943,45	199.159,67
Σύνολο	1.438.975,29	503.522,93	2.538.082,53	1.915.079,14	1.630.189,63	4.406.039,06	1.434.919,45	1.417.763,42
Μείον: 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	547.550,89	464.110,33	475.594,64	655.924,93	261.064,59	441.011,06	176.881,18	254.067,34
3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως	268.822,34	185.572,63	450.595,91	437.177,46	474.623,61	698.952,57	282.604,80	191.932,95
Μερικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης (κέρδη)	622.602,06	-146.160,03	1.611.891,98	821.976,75	894.501,43	3.266.075,43	975.433,47	971.763,13
Πλέον: 2. Έσοδα χρεογράφων	39,26	201,00	345,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
4. Πιστωτικοί τόκοι & συναφή έσοδα	28.368,54	100.620,99	806,65	2.126,42	17.741,68	23.331,13	44.386,19	19.077,06
Μείον: 3. Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	366.008,84	246.464,16	399.512,19	265.367,07	92.156,54	188.685,03	201.631,47	152.572,87
Ολικά αποτελέσματα εκμ/σεως (κέρδη)	285.001,02	-291.802,20	1.213.531,44	558.736,10	820.086,57	3.100.721,53	818.188,19	838.267,32
II. ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ								
Πλέον: 1. Έκτακτα & ανόργανα έσοδα	560,22	5.697,33	5.819,89	5.019,15	3.598,10	4.319,52	29.739,09	33.141,28
2. Έκτακτα κέρδη	15.959,97	1.049,97	1.783,09	4.338,97	0,00	1.275,26	0,00	799,96
4. Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων	9.238,89	9.062,71	0,00	1.385,61	31.763,68	0,00	0,00	0,00
Μείον: 1. Έκτακτα & ανόργανα έξοδα	123.588,01	39.649,88	94.249,79	15.564,83	30.151,02	103.570,08	25.884,35	236.267,82
2. Έκτακτες ζημίες	0,00	661,14	6.695,58	13.288,75	0,00	98,00	0,00	860,69
4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	5.541,18	10.267,37	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Οργανικά & έκτακτα αποτελέσματα (κέρδη)	181.630,91	-326.570,58	1.120.189,05	540.626,25	825.297,33	3.002.648,23	822.042,93	635.080,05
Μείον: Σύνολο αποσβέσεων παγίων στοιχείων	323.331,53	352.568,89	395.196,32	439.164,18	172.514,95	307.408,19	60.689,02	25.217,36
Μείον: Οι από αυτές ενσωμ/νες στο λειτουργικό κόστος	323.331,53	352.568,89	395.196,32	439.164,18	172.514,95	307.408,19	60.689,02	25.217,36
Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως (κέρδη)	181.630,91	-326.570,58	1.120.189,05	540.626,25	825.297,33	3.002.648,23	822.042,93	635.080,05

5.3.1 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας

Η πρώτη μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για την αξιολόγηση της επένδυσης είναι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας, η οποία υπολογίζεται με το παρακάτω τύπο:

$$\text{ΚΠΑ} = \sum_{\tau=1}^{\nu} \left[\frac{\text{ΚΤΡ}_{\tau}}{(1 + \text{Κ})^{\tau}} \right] - \text{ΚΕ}$$

Καταρχήν θα πρέπει να υπολογίσουμε το κόστος επένδυσης (ΚΕ), το οποίο όπως έχουμε αναφέρει αποτελείται από το τίμημα της εξαγοράς ποσού € 1.423.330,00 της επιχείρησης Υ από την Χ, πλέον του κόστους ανέγερσης του νέου εφαπτόμενου μεταλλικού κτιρίου, του κόστους ανακαίνισης του υφιστάμενου κτιρίου και του κόστους εκσυγχρονισμού του μηχανολογικού εξοπλισμού, συνολικού ποσού € 1.530.000,00. Λόγω του γεγονότος, ότι το παλιότερο κτίριο εντός του οποίου δραστηριοποιούταν η εταιρία δεν ήταν ιδιόκτητο, δεν προκύπτει ωφέλεια που να μειώνει το κόστος επένδυσης. Ανακεφαλαιώνοντας τα παραπάνω, το κόστος επένδυσης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\text{ΚΕ} = 2.953.330,00$$

Επίσης θα πρέπει να υπολογιστούν οι Καθαρές Ταμειακές Ροές (ΚΤΡ) για κάθε μία χρήση, έπειτα από την πραγματοποίηση της επένδυσης. Οι Καθαρές Ταμειακές Ροές υπολογίζονται από το άθροισμα των Καθαρών Κερδών, πλέον των Αποσβέσεων που πραγματοποίησε η εταιρία κατά την διάρκεια των χρήσεων.

Για να είναι πιο σωστός ο υπολογισμός μας θα πρέπει να λάβουμε υπόψη την μεταβολή του συντελεστή φορολογίας εισοδήματος και να αφαιρέσουμε από τα καθαρά κέρδη το ποσό του Φόρου Εισοδήματος που κλήθηκε να καταβάλλει η εταιρία.

Επίσης λόγω του σημαντικού τους μεγέθους, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη οι εξής δύο παράγοντες, οι οποίοι περιορίζουν απευθείας την δυνατότητα διανομής κερδών: οι Έκτακτες Εισφορές που επιβλήθηκαν στις επιχειρήσεις, που αποτελούν εκτάκτου χαρακτήρα φορολογικές επιβαρύνσεις, και οι Διαφορές Φορολογικού Ελέγχου, οι οποίες προκύπτουν από την προσαύξηση της φορολογητέας ύλης και την αναδρομική φορολόγηση της, λόγω της φορολογικής περαίωση των χρήσεων, είτε μέσω

φορολογικού ελέγχου, είτε μέσω περιοδικών ρυθμίσεων που υποκαθιστούν τον φορολογικό έλεγχο.

Τέλος, ένας παράγοντας που θα μπορούσε να έχει επιπτώσεις στον υπολογισμό, είναι η επίδραση του πληθωρισμού. Για τον λόγο όμως ότι το μεγαλύτερο ποσοστό των πωλήσεων της εταιρίας αφορούσε δημόσιες συμβάσεις, για τις οποίες το χρονικό διάστημα από την προκήρυξη τους και την υποβολή των οικονομικών προσφορών έως την κατοχύρωση και εκτέλεση τους ήταν συνήθως αρκετά μεγάλο, η επίπτωση του πληθωρισμού δεν επηρεάζει σημαντικά τις ταμειακές ροές και γι' αυτό το λόγο δεν θα υπολογιστεί.

Κατόπιν των ανωτέρω, οι Καθαρές Ταμειακές Ροές διαμορφώνονται ως εξής:

Χρόνια	Κέρδη προ Φόρων	Φόρος Εισοδήματος	Λοιπές Φορολογικές Επιβαρύνσεις	Καθαρά Κέρδη	Αποσβέσεις	Καθαρές Ταμειακές Ροές
1	635.080,05	244.775,60	27.090,96	363.213,49	25.217,36	388.430,85
2	822.042,93	237.643,78	30.380,05	554.019,10	60.689,02	614.708,12
3,5	3.002.648,23	951.580,69	132.246,19	1.918.821,35	307.408,19	2.226.229,54
4,5	825.297,33	248.638,53	1.296,00	575.362,80	172.514,95	747.877,75
6	540.626,25	135.156,56	711,61	404.758,08	439.164,18	843.922,26
7	1.120.189,05	280.047,26	44.021,45	796.120,34	395.196,32	1.191.316,66
8	-326.570,58	0,00	189.557,22	-516.127,80	352.568,89	-163.558,91
9	181.630,91	0,00	7.390,38	174.240,53	323.331,53	497.572,06
	6.800.944,17	2.097.842,42	432.693,86	4.270.407,89	2.076.090,44	6.346.498,33

Οι παραπάνω Καθαρές Ταμειακές Ροές θα πρέπει να προεξοφληθούν στο παρόν με ένα συντελεστή προεξόφλησης την Ελάχιστη Αποδεκτή Απόδοση (K), η οποία για την συγκεκριμένη επένδυση ορίζεται στο $K = 10\%$.

Με βάση τα παραπάνω η Καθαρά Παρούσα Αξία Διαμορφώνεται ως εξής:

Χρόνια	Καθαρές Ταμειακές Ροές	Καθαρές Παρούσες Αξίες
0	-2.953.330,00	-2.953.330,00
1	388.430,85	353.118,95
2	614.708,12	508.023,24
3,5	2.226.229,54	1.594.760,77
4,5	747.877,75	487.038,77
6	843.922,26	476.372,11
7	1.191.316,66	611.333,82
8	-163.558,91	-76.301,44
9	497.572,06	211.019,13
	3.393.168,33	1.212.035,34

Άρα, σύμφωνα με τα παραπάνω η Καθαρή Παρούσα Αξία της επένδυσης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\mathbf{ΚΠΑ = 1.212.035,34}$$

Συμπερασματικά, αξιολογώντας την επένδυση βάσει της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας, για το λόγο ότι αυτή είναι μεγαλύτερη του μηδενός και μάλιστα σε μεγάλο βαθμό, η επένδυση γίνεται αποδεκτή.

5.3.2 Μέθοδος Εσωτερικής Απόδοσης

Η δεύτερη μέθοδος που θα χρησιμοποιήσουμε για την αξιολόγηση της επένδυσης είναι η μέθοδος της Εσωτερικής Απόδοσης. Η μέθοδος της Εσωτερικής Απόδοσης αποδίδει την εσωτερική απόδοση της επένδυσης, η οποία είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που εξισώνει το κόστος της επένδυσης με την παρούσα αξία των μελλοντικών καθαρών ταμιακών ροών. Το προηγούμενο αποτυπώνεται ως εξής:

$$ΚΕ = \frac{ΚΤΡ_1}{(1+r)} + \frac{ΚΤΡ_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{ΚΤΡ_v}{(1+r)^v}$$

Το κόστος της επένδυσης είναι $\mathbf{ΚΕ = 2.953.330,00}$, όπως αναφέραμε παραπάνω. Επίσης οι Καθαρές Ταμειακές Ροές, όπως υπολογίστηκαν παραπάνω παρατίθενται στον παρακάτω πίνακα:

Χρόνια	Καθαρές Ταμειακές Ροές
0	-2.953.330,00
1	388.430,85
2	614.708,12
3,5	2.226.229,54
4,5	747.877,75
6	843.922,26
7	1.191.316,66
8	-163.558,91
9	497.572,06
	3.393.168,33

Στην συνέχεια, με την χρήση ηλεκτρονικού υπολογιστή, υπολογίζουμε τον συντελεστή προεξόφλησης r με τον οποίο εξισώνουμε το αρχικό κόστος επένδυσης με μελλοντικές Καθαρές Ταμειακές Ροές:

$$r = 19,75\%$$

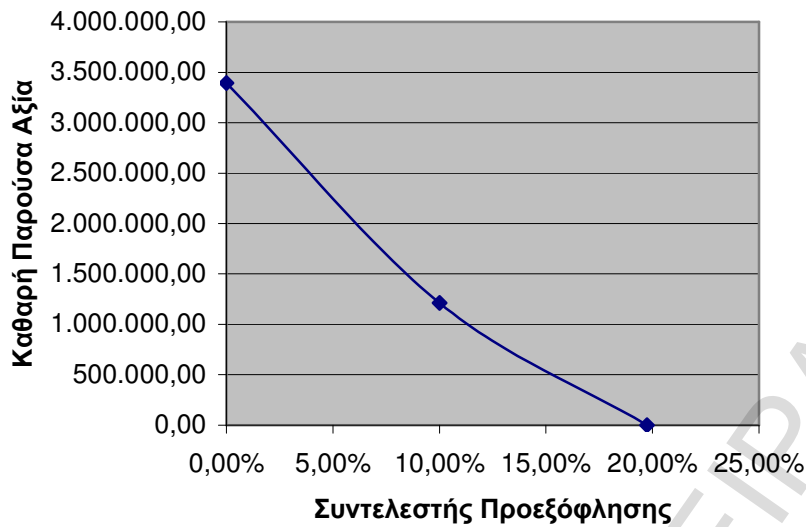
Η Ελάχιστη Αποδεκτή Απόδοση K , η οποία για την συγκεκριμένη επένδυση ορίστηκε παραπάνω στο $K = 10\%$. Εφόσον, σύμφωνα με τα παραπάνω, η Εσωτερική Απόδοση r είναι μεγαλύτερη από την Ελάχιστη Αποδεκτή Απόδοση K , η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή.

5.3.3 Σύγκριση μεθόδων Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικής Απόδοσης

Με την μέθοδο της εσωτερικής απόδοσης, έχουμε τις καθαρές ταμειακές ροές και αναζητούμε την εσωτερική απόδοση που εξισώνει την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών με το κόστος της επένδυσης. Στη συνέχεια, η εσωτερική απόδοση συγκρίνεται με την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση για να προσδιοριστεί, αν η πρόταση επένδυσης θα γίνει αποδεκτή. Με τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας έχουμε τις καθαρές ταμειακές ροές και την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση και αναζητούμε την καθαρή παρούσα αξία. Η πρόταση επένδυσης γίνεται αποδεκτή, αν η παρούσα αξία είναι ίση με ή μεγαλύτερη από 0.

Παραπάνω, εφαρμόζοντας τις δύο μεθόδους, συμπεράναμε ότι η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή. Κοινώς, οι δύο μέθοδοι καταλήγουν σε ίδια συμπεράσματα με διαφορετικό τρόπο. Με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, έχοντας ως δεδομένη την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση καταλήξαμε σε θετική παρούσα αξία, άρα και θετική πρόταση επένδυσης. Με την μέθοδο της εσωτερικής απόδοσης, προσδιορίσαμε την εσωτερική απόδοση με την οποία το κόστος επένδυσης εξισώνεται με την παρούσα αξία των καθαρών ταμειακών ροών, και συγκρίνοντας την με την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση, καταλήξαμε ότι, εφόσον η πρώτη είναι μεγαλύτερη από την δεύτερη, η πρόταση επένδυσης κρίθηκε θετική.

Στο παρακάτω διάγραμμα απεικονίζεται η σχέση μεταξύ της καθαρής παρούσας αξίας της πρότασης επένδυσης και του συντελεστή προεξόφλησης.



Όταν ο συντελεστής προεξόφλησης είναι 0, η καθαρή παρούσα αξία είναι το άθροισμα των καθαρών ταμειακών εισροών μείον το κόστος επένδυσης. Καθώς ο συντελεστής προεξόφλησης αυξάνει, η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών εισροών μειώνεται σε σχέση με το κόστος της επένδυσης. Κατά συνέπεια η παρούσα αξία της πρότασης επένδυσης μειώνεται. Η τομή της γραμμής της καθαρής παρούσας αξίας με τον οριζόντιο άξονα δίνει το συντελεστή εσωτερικής απόδοσης της πρότασης επένδυσης.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, όταν η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση είναι μικρότερη από την εσωτερική απόδοση, η πρόταση επένδυσης είναι αποδεκτή και με τις δύο μεθόδους, ενώ όταν η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση είναι μεγαλύτερη, η πρόταση επένδυσης απορρίπτεται και με τις δύο μεθόδους, καθώς η καθαρή παρούσα αξία θα είναι αρνητική.

6 Επιπτώσεις Παγκόσμιας Οικονομικής Κρίσης στην Ελληνική Οικονομία

Περίληψη Κεφαλαίου

Στο κεφάλαιο αυτό θα περιγράψουμε την οικονομική κατάσταση της Ελλάδας, τις επιπτώσεις που έχει η παγκόσμια οικονομική κρίση στην ελληνική οικονομία. Με την ανάλυση αυτή του περιβάλλοντος που δραστηριοποιείται μια ελληνική επιχείρηση θα προσπαθήσουμε να ερευνήσουμε το κατά πόσο είναι εφικτό για την εκάστοτε επιχείρηση να επενδύσει κεφάλαια σε πάγια στοιχεία και πιο συγκεκριμένα σε κτίρια και οικόπεδα. Θα εξετάσουμε αναλυτικά τα εμπόδια που παρουσιάζονται λόγω της οικονομικής συγκυρίας στο τομέα των επενδύσεων αλλά και τις ευκαιρίες που δημιουργούνται.

6.1 Διεθνής οικονομική κρίση

Η αρχή της οικονομικής κρίσης σημειώνεται με την κατάρρευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής τράπεζας των ΗΠΑ Lehman Brothers στις 15 Σεπτεμβρίου του 2008. Η κρίση αυτή που έρχεται 78 χρόνια μετά από την μεγάλη κρίση του 1929 προέκυψε από την κατάρρευση της αγοράς στεγαστικών δανείων υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου (χαμηλής εξασφάλισης) και την αλόγιστη χρήση δομημένων επενδυτικών προϊόντων που είχαν άμεση συσχέτιση με τη δυνατότητα αποπληρωμής των δανείων από τα οποία παράγονταν. Τα επενδυτικά αυτά προϊόντα που ονομάστηκαν τοξικά αρχικά μόλυναν την οικονομία των ΗΠΑ και στην συνέχεια επηρέασαν και της Ευρώπης.

Η κατάρρευση της αγοράς των χαμηλής εξασφάλισης στεγαστικών δανείων όπως και των ομολόγων που ήταν καλυμμένα με αυτά ξεκίνησε με την αύξηση των επιτοκίων της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ (από 1% τον Ιούνιο του 2004 σε 5,25% τον Αύγουστο του 2006). Η αύξηση αυτή έκανε πολύ δύσκολη και πολλές φορές αδύνατη την αποπληρωμή των δανείων που είχε σαν αποτέλεσμα την κατάσχεση οικιών. Οι κατασχέσεις αυτές καθώς και η αύξηση των επιτοκίων μείωσαν θεαματικά την ζήτηση στην αγορά των κατοικιών που με τη σειρά της είχε σαν αποτέλεσμα στην

πτώση των τιμών τους. Έτσι ακόμα και με τις κατασχέσεις δεν καλύπτονταν τα ποσά των δανείων γεγονός που οδήγησε στην πτώχευση των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η χρεοκοπία αυτή είχε σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία κλίματος δυσπιστίας στο χρηματοοικονομικό σύστημα της Αμερικής και επέκτασή της οικονομικής κρίσης στην Ευρώπη.

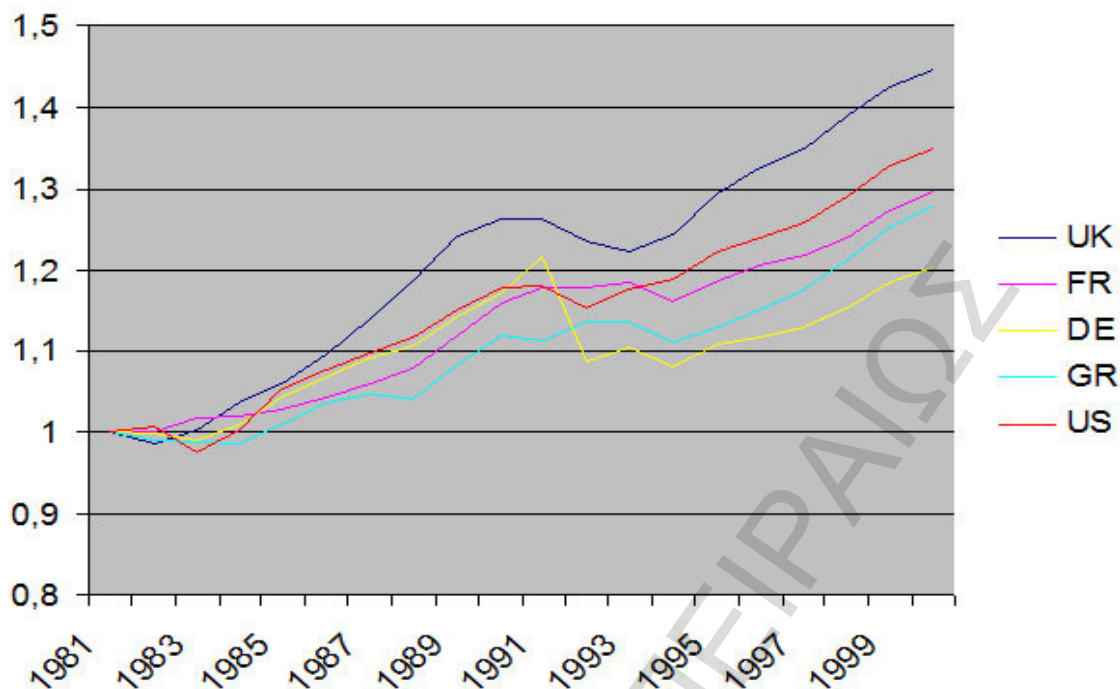
Το μεγαλύτερο χτύπημα στην Ευρώπη το δέχτηκε η Ισλανδία με τις τράπεζες της να κατέχουν μεγάλο αριθμό τοξικών ομολόγων. Ακολούθησε η μεγάλη Βρετανία, που παρόλο τα μεγάλα χρηματικά αποθέματα που είχε στην κατοχή της, είχε υιοθετήσει το αμερικανικό μοντέλο γεγονός που προκάλεσε την έκθεση της στην κρίση. Η μια μετά την άλλη τράπεζα άρχισαν να κρατικοποιούνται ή να συγχωνεύονται για να αποφύγουν την πτώχευση. Η Γαλλία είχε επίσης υιοθετήσει τοξικά προϊόντα, ενώ πολλές ανακατατάξεις παρουσιάστηκαν σε Βέλγιο, Ιταλία, Λουξεμβούργο και Ολλανδία. Οι ελληνικές τράπεζες δήλωσαν ότι δεν είχαν στην κατοχή τους τέτοια προϊόντα, παρόλα αυτά μετακύλυσαν τα υψηλά διατραπεζικά επιτόκια στα παραδοσιακά του προϊόντα. Τα οικονομικά ιδρύματα που επηρεάστηκαν περισσότερο από την κρίση αφορούσαν εκμετάλλευση ακινήτων (real estate), χωρίς να απουσιάζουν σημαντικές επιπτώσεις σε τραπεζικά ή ασφαλιστικά ιδρύματα.

Η κατάρρευση της αγοράς των ακινήτων συνεπάγεται με τον περιορισμό ή και την διακοπή πολλών κλάδων της οικονομίας που σχετίζονται με την οικοδομή ή και τον εξοπλισμό των κατοικιών. Ο περιορισμός αυτών των κλάδων οδήγησε με την σειρά του στην αύξηση της ανεργίας και την μείωση του εισοδήματος. Η μείωση του εισοδήματος οδήγησε με την σειρά της στην μείωση της ζήτησης πολλών αγαθών και υπηρεσιών και επομένως σε ένα νέο κύμα ανεργίας και μείωσης του εισοδήματος. Η ανεργία και η μείωση του εισοδήματος μεταφέρθηκε αρχικά σε χώρες που εισάγουν πολλά προϊόντα και υπηρεσίες και στη συνέχεια σε όλες τις υπόλοιπες. Είναι ευνόητο από την ανάλυση που προηγήθηκε ότι η κρίση δεν επηρέασε με την ίδια ένταση όλες τις χώρες, η οικονομική δομή της κάθε χώρας είναι ο σημαντικότερος παράγοντας που συνετέλεσε σε αυτό.

6.2 Οικονομική κρίση στην Ελλάδα

Η διεθνής οικονομική κρίση ήρθε στην Ελλάδα το δεύτερο εξάμηνο του 2008 ενώ στις ΗΠΑ και την Μ. Βρετανία άρχισε από το β εξάμηνο του 2006. Η κρίση ήρθε στην Ελλάδα μέσω της Γερμανίας, που είναι η μεγαλύτερη αγορά των ελληνικών προϊόντων. Παρόλο που οι ελληνικές τράπεζες δεν είχαν επηρεαστεί άμεσα από τα τοξικά ομόλογα η κρίση έγινε ιδιαίτερα αισθητή λόγω και άλλων προβλημάτων που αντιμετώπιζε η ελληνική οικονομία. Πιο συγκεκριμένα παρόλο που το ακαθάριστο προϊόν της Ελλάδας είχε αυξανόμενη πορεία κυρίως λόγω των υποδομών που σχετίζονταν με τους Ολυμπιακούς Αγώνες του 2004, αλλά και λόγω της ευκολίας δανεισμού, η Ελλάδα βρέθηκε να παραβιάζει από το 2001 έως και το 2005 το κριτήριο για έλλειμμα κάτω από το 3% του συμφώνου σταθερότητας. Το σύμφωνο σταθερότητας είχε σαν σκοπό του να διασφαλίσει ότι τα κράτη μέλη της ευρωπαϊκής ένωσης θα συνεχίσουν να τηρούν τα κριτήρια της συνθήκης του Μάαστριχ σύμφωνα με τα οποία έγινε η ένταξη τους στην Ευρωπαϊκή Ένωση.

Εικόνα 0-1



Αύξηση ΑΕΠ 1980-2000

Από τα τέλη του 2009 εξαιτίας συνδυασμού διεθνών και εγχώριων παραγόντων η ελληνική οικονομία έρχεται αντιμέτωπη με σοβαρά προβλήματα καθώς εμφανίζει το δεύτερο μεγαλύτερο ετήσιο έλλειμμα κρατικού προϋπολογισμού και το δεύτερο μεγαλύτερο δημόσιο χρέος στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Όπως παρατηρούμε και στον πίνακα που ακολουθεί το δημοσιονομικό έλλειμμα έχει αυξανόμενη πορεία από το 2000 και μετά, το 2009 κορυφώνεται και αγγίζει το 15,4% του ΑΕΠ και εν συνεχεία αρχίζει να μειώνεται φτάνοντας το 2012 στο 6,3%, ποσοστό διπλάσιο από αυτό που ισχύει το 2000 (3,7%). Είναι φανερό από τα παραπάνω ότι ο δημοσιονομικό έλλειμμα ξεπερνάει κατά πολύ το κριτήριο του 3% που έχει οριστεί από το σύμφωνο σταθερότητας.

Πίνακας 6-1

	ΑΕΠ (σε τιμές αγοράς)	ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΟ ΕΛΛΕΙΜΜΑ (%ΑΕΠ)	ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ (%ΑΕΠ)	ΔΗΜΟΣΙΟ ΧΡΕΟΣ (σε δις €)	ΑΝΕΡΓΙΑ
ΚΡΙΤΗΡΙΑ		Max 3%	Max 60%		
2000		3,7 %	103,4 %		
2001		4,5 %	103,7 %		
2002		4,8 %	101,7 %	166,1 δις €	11,2 %
2003		5,6 %	97,4 %	177,8 δις €	10,7 %
2004		7,5 %	98,6 %	201,2 δις €	10,3 %
2005		5,2 %	100,0 %	215,4 δις €	9,7 %
2006		5,7 %	106,1 %	226,2 δις €	10,5 %
2007	227,0 δις €	6,4 %	105,4 %	239,4 δις €	9,9 %
2008	236,9 δις €	9,8 %	110,7 %	262,3 δις €	8,9 %
2009	235,0 δις €	15,4 %	127,1 %	298,7 δις €	8,3 %
2010	230,2 δις €	10,5 %	142,8 %	328,6 δις €	7,7 %
2011		9,5 %	157,7 %		9,5 %
2012		6,3 %	166,1 %		12,6 %

Πηγή: EUROSTAT

Λόγω της παγκόσμιας κρίσης, ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας γύρισε το 2009 σε αρνητικό πρόσημο, για πρώτη φορά μετά από το 1993. Μια ένδειξη της τάσης υπερχρέωσης των περασμένων χρόνων είναι το γεγονός ότι η αναλογία ιδιωτικών δανείων προ καταθέσεις ξεπέρασε τις 100 μονάδες κατά τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του 2007. Το 2009 όπως προαναφέραμε παρατηρείται το υψηλότερο δημοσιονομικό έλλειμμα καθώς και το δεύτερο υψηλότερο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ στην Ευρωπαϊκή ένωση αυτό ήταν σαν αποτέλεσμα της διεθνούς

οικονομικής κρίσης και κάποιον άλλων εγχώριων παραγόντων. Το οικονομικό αυτό έλλειμμα προσπάθησαν να το καλύψουν με δάνεια υψηλού κόστους δυσχεραίνοντας έτσι ακόμα περισσότερο την κατάσταση.

Κατά τις πρώτες εβδομάδες του 2010 εκδηλώνεται μια αυξανόμενη ανησυχία για το μέγεθος, αλλά και την ανοδική πορεία του χρέους. Χώρες με μεγάλη δύναμη στην ευρωπαϊκή ένωση εκφράζουν την δυσαρέσκεια τους για την αύξηση αυτή του χρέους, είναι χαρακτηριστικό το παράδειγμα κάποιων υψηλόβαθμων Γερμανών αξιωματούχων που φτάνουν στο σημείο να πουν ότι θα έπρεπε να επιβληθούν σημαντικές ποινές στις χώρες που λαμβάνουν κοινοτική βοήθεια, όπως η Ελλάδα και η Ιρλανδία. Στην Ευρώπη επικρατεί γενικά δυσπιστία και δυσαρέσκεια για την Ελλάδα και όντας το δημόσιο χρέος σε πολύ υψηλά επίπεδα για να καθίσταται βιώσιμο, η ελληνική κυβέρνηση δεν μπορεί να δανειστεί με λογικά επιτόκια για να χρηματοδοτήσει το έλλειμμα. Έρχεται λοιπόν αντιμέτωπη με τον κίνδυνο της χρεοκοπίας και τη στάση πληρωμών στο δημόσιο τομέα. Από την πλευρά της τότε κυβέρνηση γίνονται προσπάθειες να ανατρέψει το αρνητικό κλίμα στις δημόσιες αγορές ώστε να μειωθούν τα επιτόκια, λαμβάνοντας μέτρα για την μείωση των δαπανών. Οι προσπάθειες αυτές καταλήγουν άκαρπες αφού δεν αλλάζει το κλίμα αναξιοπιστίας που κυριαρχεί για την Ελλάδα. Συνέπεια των παραπάνω ήταν η Ελλάδα να καταφύγει στην βοήθεια του Διεθνές Νομισματικού Ταμείου, της Ευρωπαϊκής Ένωσης και της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας υπογράφοντας το πρώτο μνημόνιο.

Η χρηματοδότηση από τον μηχανισμό στήριξης έγινε υπό τους όρους ότι η Ελλάδα θα λάβει μέτρα δημοσιονομικής προσαρμογής και εξυγίανσης. Με το πακέτο στήριξης αυτό στήριξης αποφεύχθηκε προσωρινά ο κίνδυνος της χρεοκοπίας της Ελλάδας, που θα είχε άμεσες συνέπειες για την ευρωζώνη και το ευρώ. Τα πρώτα μέτρα ανακοινώθηκαν τον Μάιο του 2010. Ένα χρόνο μετά, τον Ιούνιο του 2011, μην έχοντας τα επιθυμητά αποτελέσματα η κυβέρνηση ψηφίζει το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα, που περιλαμβάνει νέα μέτρα λιτότητας και περικοπών. Επίσης τέθηκε θέμα αξιοποίησης της δημόσιας περιουσίας και αναδιάρθρωσης ή «κουρέματος» του χρέους με σκοπό τη μακροπρόθεσμη μείωση του χρέους σε βιώσιμα επίπεδα το οποίο έγινε πράξη τον Οκτώβριο του 2011.

Στην έκτακτη σύνοδο κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης που πραγματοποιήθηκε τότε, συμφωνήθηκε το κούρεμα του χρέους κατά 50% και ένα νέο πακέτο βοήθειας για την Ελλάδα ύψους 130 δις. Με βάση την συμφωνία οι ιδιώτες θα έπρεπε αποδεχτούν σε εθελοντική βάση, μείωση της αξίας των ελληνικών ομολόγων που διαθέτουν κατά 50%. Η συμφωνία θα συνοδευόταν από πρόγραμμα δημοσιονομικής προσαρμογής με διάρκεια μέχρι το 2021 και δημιουργία μηχανισμού μόνιμης εποπτείας της Ελλάδας για την συνεχή παρακολούθηση της εφαρμογής των μεταρρυθμίσεων. Έντονη ανησυχία εκφράστηκε για το μέλλον των ελληνικών τραπεζών και των ασφαλιστικών ταμείων που έχουν στην κατοχή τους μεγάλο αριθμό ελληνικών ομολόγων. Παρόλα τα μέτρα που είχαν ληφθεί ως τότε η οικονομία συνεχίζει να βυθίζεται όλο και περισσότερο στην ύφεση, με την ανεργία να εκτινάσσεται σύμφωνα με τα στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, στο 20,9%. Έτσι το Φεβρουάριο του 2012 ψηφίζεται από την Ελληνική Βουλή το δεύτερο μνημόνιο μαζί με τα μέτρα που από περιλαμβάνει.

6.3 Πως επηρεάζονται οι επιχειρήσεις

Είναι λογικό η οικονομική αυτή κατάσταση που περιγράφηκε στην προηγούμενη παράγραφο να έχει άμεσο αντίκτυπο στις επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον ελληνικό χώρο. Οι πιο βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις ελληνικές επιχειρήσεις και προκλήθηκαν από την κρίση είναι οι έξης:

1. **Αύξηση των επιτοκίων.** Με το ξέσπασμα της κρίσης τα επιτόκια εκτινάχθηκαν στα ύψη, αυξάνοντας έτσι το κόστος των επιχειρήσεων που είχαν πάρει δάνεια για να στηρίξουν τη δραστηριότητα τους. Το κόστος του χρήματος έγινε πάρα πολύ υψηλό δημιουργώντας πολύ σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας
2. **Μείωση των εκδιδόμενων δανείων.** Οι τράπεζες δεν δίνουν με την ίδια ευκολία δάνεια στις επιχειρήσεις είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα. Έτσι οι επιχειρήσεις που θα χρειαζόντουσαν βραχυπρόθεσμα δάνεια για να χρηματοδοτήσουν την παραγωγή τους ή για να καλύψουν τις συνεχώς αυξανόμενες υποχρεώσεις τους βρίσκονται σε αδιέξοδο. Επιπλέον οι επιχειρήσεις που θα ήθελαν κάποια μακροπρόθεσμο δάνειο για να χρηματοδοτήσουν μια επένδυση (αγορά νέου εξοπλισμού, επέκταση

δραστηριότητας, αγορά οικοπέδου ή κτιρίου) μένουν στάσιμες, χάνοντας τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται για να αναπτυχθεί η εκάστοτε επιχείρηση.

3. **Αύξηση της φορολογίας.** Το κράτος για την αντιμετώπιση της κρίσης επέβαλλε διαφόρους φόρους, όπως ο φόρος επιτηδευματία, η έκτακτη εισφορά, η περαιώση, αυξάνοντας έτσι το κόστος λειτουργίας μιας επιχείρησης και κάνοντας το ελληνικό περιβάλλον αφιλόξενο για την εγκατάσταση και την λειτουργία νέων. Δεν είναι λίγες οι επιχειρήσεις που επέλεξαν είτε να κλείσουν είτε να μεταφερθούν σε γειτονικές χώρες, ερημώνοντας έτσι την ελληνική αγορά.
4. **Αναξιοπιστία στις διεθνείς αγορές.** Η κρίση στην Ελλάδα δημιούργησε αφερεγγυότητα στις διεθνείς αγορές με αποτέλεσμα οι περισσότεροι προμηθευτές του εξωτερικού να μην εμπιστεύονται τις ελληνικές επιχειρήσεις και να επιβάλλουν όλες οι συναλλαγές να πραγματοποιούνται με άμεση αποπληρωμή, υποχρεώνοντας έτσι του επιχειρηματίες να αποπληρώνουν για παράδειγμα προϊόντα που αγόρασαν πριν ακόμα τα πουλήσουν, δεσμεύοντας έτσι σημαντικούς πόρους των επιχειρήσεων τους.
5. **Μείωση της κατανάλωσης.** Η συνεχώς αυξανόμενη ανεργία και η μειώσεις των μισθών, καθώς και η συνεχώς αυξανόμενη φορολογία περιόρισαν σημαντικά την οικονομική δύναμη των ελληνικών νοικοκυριών, που για να μπορέσουν να ανταπεξέλθουν στις δύσκολες συνθήκες περιόρισαν την κατανάλωση τους στα απολύτως απαραίτητα.

Από όλα τα παραπάνω γίνεται σαφές ότι η ελληνική αγορά αντιμετωπίζει πολύ σοβαρά προβλήματα και βυθίζεται όλο και περισσότερο στην ύφεση. Έτσι είναι λογικό οι επιχειρήσεις είτε να μην έχουν την ικανότητα ή ακόμα και να την έχουν να φοβούνται και να αντιμετωπίζουν με διστακτικότητα τις νέες επενδύσεις. Παρόλα αυτά μέσα σε αυτό το εχθρικό και δυσοίωνα περιβάλλον υπάρχουν κάποιες ευκαιρίες επενδυτικού χαρακτήρα που θα εξετάσουμε στη συνέχεια.

6.4 Επενδυτικές ευκαιρίες

Σε αυτήν την ενότητα θα εξετάσουμε τις επενδυτικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην ελληνική αγορά παρ' όλες τις δύσκολες συνθήκες που επικρατούν.

6.4.1 ΕΣΠΑ 2012

Στα πλαίσια μιας προσπάθειας ανάκαμψης της Ελληνικής οικονομίας θεσπίστηκαν νέα προγράμματα επιδοτήσεων που χρηματοδοτούνται μέσω του ΕΣΠΑ και του Αναπτυξιακού Νόμου. Με βάση αυτούς τους δύο πόλους χρηματοδότησης υπάρχει μια σειρά επενδυτικών προγραμμάτων που είναι προσανατολισμένα στην ίδρυση νέων επιχειρήσεων και α οποία θα είναι εν ενεργεία όλο το 2012. Τα προγράμματα αυτά προσφέρουν ποσοστά επιδότησης από 15% μέχρι και 100% επί του προϋπολογισμού του επενδυτικού σχεδίου. Τα προγράμματα αυτά καλύπτουν πολλούς κλάδους όπως η μεταποίηση, ο τουρισμός, η γεωργία κλπ, καθώς και ένα ευρύ φάσμα επενδυτικών προϋπολογισμών, από πολύ μικρές επενδύσεις (της τάξης των 15.000 ευρώ) έως πολύ μεγάλες επενδύσεις (της τάξης των 50 εκατ. ευρώ). Από τα παραπάνω είναι φανερό ότι οποιοδήποτε νέος επενδυτής μπορεί να ενταχθεί σε κάποιο επιδοτούμενο πρόγραμμα. Παρόλο που η ίδια επενδυτική συμμετοχή δεν είναι προαπαιτούμενο στοιχείο για την επιδότηση για να έχει κεφάλαιο κίνησης η νέα επιχείρηση και να είναι βιώσιμη θα πρέπει ο εκάστοτε επενδυτής να διαθέτει το 20-25% της συνολικής επένδυσης. Στην παρακάτω ενότητα γίνεται μια σύντομη παρουσίαση των προγραμμάτων επιδότησης.

ΕΝΕΡΓΑ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΑ ΕΠΙΔΟΤΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΙΔΡΥΣΗ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟ 2012

Τα προγράμματα επιδότησης του 2012 για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων που παρουσιάζονται, χωρίζονται σε τρεις (3) κατηγορίες ανάλογα με το ύψος της επένδυσης.

A) ΜΙΚΡΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ 2012 (από 10.000 έως 35.000 ευρώ)

1. ΙΔΡΥΣΗ ΝΕΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΑΠΟ ΑΝΕΡΓΟΥΣ 2012 -ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ «ΕΘΝΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΑΠΡΟΒΛΕΠΤΩΝ 2007-2013.

Σε αυτό το πρόγραμμα επιχορηγείται η ίδρυση νέων επιχειρήσεων σε όλη την Ελλάδα από ανέργους και νέους επιχειρηματίες σε ποσοστό επιδότησης 100%. Δικαιούχοι στο χρηματοδοτικό πρόγραμμα είναι α) όσοι διαθέτουν την ιδιότητα του ανέργου β) αλλά και όσοι έχουν ξεκινήσει νέα επιχείρηση μεταξύ της 1^{ης} Ιανουαρίου 2011 έως και της 12^{ης} Οκτωβρίου 2011 (ημερομηνία προκηρύξεις του προγράμματος), και είναι μεταξύ 18 και 64 ετών. Ο επιλέξιμος προϋπολογισμός των επενδυτικών σχεδίων ανέρχεται από 10.000 έως και 20.000 ευρώ, ενώ προστίθενται άλλες 15.000 ευρώ

χρηματοδότησης στην περίπτωση δημιουργίας μιας νέας θέσης εργασίας. Οι επιλέξιμες δαπάνες σύμφωνα με το πρόγραμμα επιδότησης αφορούν κυρίως λειτουργικά έξοδα (ενοίκιο, πρώτες ύλες, πρόσληψη προσωπικού) αλλά και την αγορά εξοπλισμού, τα έξοδα ίδρυσης της επιχείρησης όπως και τα έξοδα κατάθεσης της επενδυτικής πρότασης. Το πρόγραμμα για την ίδρυση επιχειρήσεων από ανέργους έχει ως πρώτη ημερομηνία λήξης την 15η Ιανουαρίου 2012 και έλαβε παράταση έως τις 17 Φεβρουαρίου 2012.

2. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ «ΝΕΟΙ ΕΛΕΥΘΕΡΟΙ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΕΣ 2012» -ΟΑΕΔ

Το πρόγραμμα επιδότησης του ΟΑΕΔ «Νέοι Ελεύθεροι Επαγγελματίες» αφορά την ίδρυση νέων επιχειρήσεων από ανέργους σε όλους τους κλάδους της οικονομίας. Το ποσό της επιδότησης είναι 24.000 ευρώ και κατανέμεται στους δικαιούχους σε διάστημα 36 μηνών. Επιλέξιμοι στο πρόγραμμα επιδότησης του ΟΑΕΔ, για το 2012, θα είναι όσοι έχουν την ιδιότητα του ανέργου και έχουν παρακολουθήσει σεμινάριο Επιχειρηματικότητας σε Κέντρο Προώθησης Απασχόλησης (ΚΠΑ) του ΟΑΕΔ. Οι επιλέξιμες δαπάνες σύμφωνα με το πρόγραμμα επιδότησης αφορούν μεταξύ άλλων: αγορά εξοπλισμού, λειτουργικά έξοδα (ενοίκιο, πρώτες ύλες) τα έξοδα ίδρυσης νέας επιχείρησης, βελτιώσεις κτιριακών εγκαταστάσεων κτλ. Το πρόγραμμα ίδρυσης νέων επιχειρήσεων από ανέργους του ΟΑΕΔ αναμένεται να ενεργοποιηθεί την άνοιξη του 2012 και να παραμείνει ανοικτό σε επενδυτικές προτάσεις μέχρι εξάντλησης του διαθέσιμου προϋπολογισμού του.

B) ΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ 2012 (από 35.000 έως 300.000 ευρώ)

1. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ «ΝΕΑ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ 2012»

Το πρόγραμμα του ΕΣΠΑ «Νέα Καινοτομική Επιχειρηματικότητα» για την ίδρυση νέων επιχειρήσεων, που ήταν διαθέσιμο και το 2011, αφορά τόσο νέες όσο και υφιστάμενες επιχειρήσεις όλων των κλάδων και των νομικών μορφών. Το ποσοστό επιχορήγησης για την ίδρυση νέας επιχείρησης ανέρχεται σε 50% για όλη την Ελληνική Επικράτεια. Ο προϋπολογισμός του επενδυτικού έργου μπορεί να ανέλθει από 30.000 ευρώ έως και 300.000 ευρώ για την μεταποίηση και από 20.000 ευρώ έως και 200.000 ευρώ για τους λοιπούς κλάδους. Δικαιούχοι, για ίδρυση νέας επιχείρησης, είναι φυσικά πρόσωπα που δεν ήταν εγγεγραμμένοι στον ΟΑΕΕ κατά το τελευταίο έτος. Το πρόγραμμα επιδότησης «Νέα Καινοτομική Επιχειρηματικότητα» δεν απαιτεί την τεκμηρίωση της ύπαρξης ίδιας συμμετοχής. Όπως αναφέρθηκε ήδη,

το πρόγραμμα βγήκε για πρώτη φορά το 2011, ενώ το 2012 ξεκίνησε ο δεύτερος κύκλος επενδυτικών προτάσεων για την ίδρυση νέων καινοτόμων επιχειρήσεων. Οι επιλέξιμες δαπάνες, σύμφωνα με το πρόγραμμα επιδότησης, αφορούν κτιριακά / διαμόρφωση χώρων, μηχανολογικό και εργαστηριακό εξοπλισμό, πληροφορική / τηλεπικοινωνίες, συμβουλευτικές υπηρεσίες, διαφήμιση / προβολή, σχεδιασμό πρωτοτύπων, πιστοποίηση πατέντας, λειτουργικές δαπάνες. Ένα ενδιαφέρον πρόγραμμα για την ίδρυση νέας επιχείρησης εξαιρετικά απαιτητικό όμως στην τεκμηρίωση της καινοτομίας της επένδυσης.

Γ) ΜΕΓΑΛΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ 2012 (από 100.000 έως 50.000.000 ευρώ)

1. ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΟΣ ΝΟΜΟΣ 3908/2011

Αναμφισβήτητα, ο Αναπτυξιακός Νόμος 3908/2011 αποτελεί το κορυφαίο χρηματοδοτικό εργαλείο μεγάλων επενδύσεων της χώρας. Περιλαμβάνεται τόσο η ίδρυση νέων επιχειρήσεων όσο και η ενίσχυση υφιστάμενων. Δίνεται έμφαση στο κίνητρο των φοροαπαλλαγών αλλά περιλαμβάνεται και η επιχορήγηση κεφαλαίου. Επιλέξιμα θεωρούνται επιχειρηματικά σχέδια όλων των κλάδων της οικονομίας με προϋπολογισμό κατ' ελάχιστον τις 100.000 ευρώ. Το ποσοστό επιδότησης ανέρχεται από 15% έως και 50% του επενδυτικού προϋπολογισμού, ανάλογα και με το είδος και τον τόπο εγκατάστασης της προτεινόμενης επένδυσης. Δικαιούχοι, για ίδρυση νέας επιχείρησης, είναι όλα τα φυσικά πρόσωπα καθώς και εταιρείες όλων των νομικών μορφών. Οι κυριότερες επιλέξιμες κατηγορίες δαπανών περιλαμβάνουν την αγορά εξοπλισμού, τις κτιριακές εργασίες, τη διαμόρφωση περιβάλλοντος χώρου και τις συμβουλευτικές υπηρεσίες. Οι καταθέσεις για το 2012 θα πραγματοποιηθούν σε δύο φάσεις:

- 1η Φάση : Καταθέσεις 01-30 Απριλίου 2012
- 2η Φάση : Καταθέσεις 01-30 Οκτωβρίου 2012

Σημειώνεται ότι στον Αναπτυξιακό νόμο για την υποβολή επενδυτικής πρότασης απαιτείται η τεκμηρίωση της ύπαρξης της ίδιας επενδυτικής συμμετοχής αλλά και του χώρου εγκατάστασης της επένδυσης.

2. ΜΕΤΡΟ 123Α «ΑΥΞΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΩΝ ΓΕΩΡΓΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ»

Εκτός του Αναπτυξιακού Νόμου 3908/2011, ένα ακόμη πρόγραμμα επιδότησης που μπορεί να καλύψει μεγάλες επενδύσεις θα είναι διαθέσιμο το 2012, είναι και το Μέτρο 123Α του Υπουργείου Αγροτικής Ανάπτυξης. Το πρόγραμμα Μέτρο 123Α

επιδoteί την ίδρυση νέων επιχειρήσεων στον τομέα της μεταποίησης και εμπορίας αγροτικών προϊόντων. Τα ποσοστά της επιδότησης κυμαίνονται από το 40% έως και το 65% κάθε επενδυτικού έργου, ενώ ο προϋπολογισμός των επενδυτικών σχεδίων δύναται να ανέλθει από 100.000 ευρώ έως και 10.000.000 ευρώ. Δικαιούχοι, για την ίδρυση νέας επιχείρησης, είναι όλα τα φυσικά πρόσωπα καθώς και εταιρείες όλων των νομικών μορφών. Το συγκεκριμένο πρόγραμμα λήγει κανονικά στο τέλος του 2011, όμως αναμένεται να υπάρξει παράταση τουλάχιστον μέχρι τα τέλη Ιανουαρίου 2012. Οι επιλέξιμοι τομείς για επιδότηση είναι οι εξής: γάλα, κρέας, αυγά και πουλερικά, οίνος, δημητριακά και ελαιούχα προϊόντα, μέλι και σηροτροφία, οπωροκηπευτικά και άνθη, σπόροι και πολλαπλασιαστικό υλικό, ζωοτροφές, αρωματικά και φαρμακευτικά φυτά. Οι κυριότερες επιλέξιμες κατηγορίες δαπανών περιλαμβάνουν τη δημιουργία κτιριακών εγκαταστάσεων, την αγορά εξοπλισμού, τη διαμόρφωση περιβάλλοντος χώρου, την αγορά οχημάτων-βυτείων-ψυγείων, τις δαπάνες για μελέτες μηχανικών και συμβούλων, την απόκτηση πιστοποιητικών ποιότητας και τις εγκαταστάσεις βιολογικού καθαρισμού.

Σημειώνεται ότι επίσης στο Μέτρο 123Α για την υποβολή επενδυτικής πρότασης απαιτείται η τεκμηρίωση της ύπαρξης της ίδιας επενδυτικής συμμετοχής αλλά και του χώρου εγκατάστασης της επένδυσης.

Δ) ΔΟΠΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ ΓΙΑ ΝΕΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΤΟ 2012

1. ΕΘΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ (ΕΤΕΑΝ)

Εκτός των παραπάνω προγραμμάτων τα οποία επιδοτούν την ίδρυση νέων επιχειρήσεων μέσα στο 2012 -σημαντική βοήθεια για τις νεοσύστατες μικρομεσαίες επιχειρήσεις θα αποτελέσουν και τα τραπεζικά δάνεια με κρατικές εγγυήσεις που προσφέρει το Εθνικό Ταμείο Επιχειρηματικότητας και Ανάπτυξης (ΕΤΕΑΝ). Συγκεκριμένα, πρόκειται για χαμηλότοκα δάνεια, με την εγγύηση του ΕΤΕΑΝ, για την κάλυψη δαπάνης αγοράς πρώτων υλών, εμπορευμάτων και υπηρεσιών. Ο προϋπολογισμός των δανείων ξεκινά από 5.000 ευρώ και φτάνει έως 300.000 ευρώ. Το επιτόκιο που καλείται να πληρώσει ο επενδυτής είναι αρκετά χαμηλότερο από αυτό που ισχύει, σε μέσους όρους, στην αγορά, η εξασφάλιση από πλευράς ΕΤΕΑΝ φθάνει στο 80%, οι εξασφαλίσεις (για δάνεια πάνω από 40.000 ευρώ) είναι σε ποσοστό μόλις 10% και υπάρχει μεγάλη περίοδος χάριτος (2 έτη). Το πρόγραμμα αναμένεται να παραμείνει ενεργό έως και τις 31/12/2012.

2. ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ JEREMIE

Τέλος, από το 2012 είναι διαθέσιμα και τα συγχρηματοδοτούμενα δάνεια του προγράμματος JEREMIE -για τις μικρές και πολύ μικρές νεοσύστατες επιχειρήσεις. Πρόκειται για δάνεια τα οποία τοκίζονται μόνο για το 50% του κεφαλαίου (το υπόλοιπο 50% παρέχεται άτοκο από το ΕΣΠΑ 2007-2013), έχουν διάρκεια αποπληρωμής 72 μήνες με περίοδο χάριτος, και ανώτερο προϋπολογισμό τα 100.000 ευρώ. Οι βασικότεροι σκοποί ενός δανείου που εντάσσεται στο πρόγραμμα JEREMIE είναι η απόκτηση εμπορευμάτων και πρώτων υλών, η κάλυψη αναπτυξιακών αναγκών της εταιρείας και η δημιουργία παγίων. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι το συγκεκριμένο πρόγραμμα το υποστηρίζουν μόνο δύο τραπεζικά ιδρύματα στην Ελλάδα, η ALPHA BANK και η Εθνική Τράπεζα.

Η ίδρυση νέων επιχειρήσεων αποτελεί μονόδρομο για την αναπτυξιακή πολιτική της χώρας και σε αυτό το πλαίσιο κατά τη διάρκεια του 2012 αναμένονται και άλλα προγράμματα επιδότησης που θα καλύψουν όλους τους κλάδους της Ελληνικής Οικονομίας. Σημειώνεται ξανά ότι η ίδια συμμετοχή από τα περισσότερα επενδυτικά προγράμματα δεν θα είναι προαπαιτούμενη, αλλά μια ίδια επενδυτική συμμετοχή της τάξης του 20-25% είναι πρακτικά απαραίτητη για την διευκόλυνση της υλοποίησης μιας επένδυσης. Τέλος, σημειώνεται ότι οι στόχοι της εξωστρέφειας, της καινοτομίας, της εξοικονόμησης ενέργειας καθώς και της αύξησης της απασχόλησης θα παραμείνουν στο επίκεντρο της βαθμολόγησης των επενδυτικών προτάσεων και το 2012.

6.4.2 ΕΣΠΑ 2013

Στις αρχές του 2013 προκηρύχτηκε επίσημα το πολύ-αναμενόμενο Πρόγραμμα “Ενίσχυση Μ.Μ.Ε. που δραστηριοποιούνται στους τομείς Μεταποίησης – Τουρισμού – Εμπορίου & Υπηρεσιών” με στόχο την ενίσχυση υφιστάμενων, νέων και υπό σύσταση πολύ μικρών, μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων που θα υλοποιήσουν επενδύσεις προσανατολισμένες στην καινοτομία, το περιβάλλον και τις τεχνολογίες πληροφορικής. Ο προϋπολογισμός της παρούσας προκήρυξης ανέρχεται σε 456 εκ. ευρώ και αφορά σε επενδυτικά σχέδια που θα υλοποιηθούν στις 13 Περιφέρειες της χώρας.

Το νέο επενδυτικό πρόγραμμα απευθύνεται στις επιχειρήσεις που ανήκουν στις δύο επόμενες κατηγορίες:

- **υφιστάμενες επιχειρήσεις:** οι επιχειρήσεις που μέχρι τις 31.12.2011, έχουν δύο ή περισσότερες κλεισμένες διαχειριστικές χρήσεις τουλάχιστον δωδεκάμηνης διάρκειας.
- **νέες - υπό σύσταση επιχειρήσεις:** οι επιχειρήσεις που δεν εμπίπτουν στην ως άνω κατηγορία των υφιστάμενων ή θα ιδρυθούν μετά την αίτηση στο πρόγραμμα.

Ενισχύονται έργα επιλέξιμου προϋπολογισμού:

- Από **30.000,00** ευρώ έως **300.000,00** ευρώ για τη θεματική ενότητα **Μεταποίηση**,
- Από **20.000,00** ευρώ έως **300.000,00** ευρώ για τη θεματική ενότητα **«Τουρισμός»**
- Από **20.000,00** ευρώ έως **100.000,00** ευρώ για τη θεματική ενότητα **«Εμπόριο – Υπηρεσίες»**.

Είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι για τις δαπάνες που αφορούν την αγορά των κτιρίων, των εγκαταστάσεων και του περιβάλλοντος χώρου τα ποσοστά επιδότησης κυμαίνονται από 60%-80% ανάλογα τον κλάδο.

6.4.2 Πτώση των τιμών στα οικοπέδα & τα κτίρια

Η κρίση που επικρατεί στην οικονομία και είχε σαν άμεσο αποτέλεσμα την μείωση της ρευστότητας οδήγησε στην μείωση των τιμών στην αγορά των οικοπέδων και των κτιρίων. Έτσι για μια επιχείρηση που έχει την δυνατότητα είναι η κατάλληλη χρονική περίοδο για να προβεί σε πάγιες επενδύσεις, όπως είναι η αγορά ενός οικοπέδου ή κτιρίου. Στην περίπτωση της αγοράς του οικοπέδου θα μπορεί με πολύ λιγότερα χρήματα από αυτό που θα απαιτούνταν τα παλιότερα χρόνια να χτίσει κάποιο καινούργιο κτίριο, καθώς η αγορά τις οικοδομής έχει χτυπηθεί πάρα πολύ από την κρίση υποχρεώνοντας αυτούς που ασχολούνται με τον τομέα αυτό να μειώσουν κατά πολύ τις τιμές τους έτσι ώστε να αυξηθεί η ζήτηση και να κινηθεί η εν λόγω αγορά.

6.5 Παραδείγματα επιχειρήσεων

Πολλές επιχειρήσεις κατά τη διάρκεια του 2011 και του 2012 προέβηκαν σε επενδύσεις, ανάπτυξη του δικτύου τους με τη δημιουργία νέων καταστημάτων, εκμεταλλευόμενες την οικονομική κρίση και τις ευκαιρίες που αυτή δημιούργησε στην αγορά, εδραιώνοντας την παρουσία τους στους κλάδους που δραστηριοποιούνται αποδεικνύοντας ότι η απάντηση στην κρίση είναι οι επενδύσεις. Στην συνέχεια αναφέρονται δύο χαρακτηριστικά παραδείγματα που με τις επενδύσεις κατάφεραν κατά τη διάρκεια μιας τόσο δύσκολης οικονομικά περιόδου να αυξήσουν τα κέρδη τους πηγαίνοντας κόντρα στην τάση της εποχής.

6.5.1 AB Βασιλόπουλος

Σε πρωταγωνιστή της επενδυτικής δραστηριότητας του κλάδου του σούπερ μάρκετ αναδεικνύεται η AB Βασιλόπουλος, ο δεύτερος μεγαλύτερος λιανέμπορος της ελληνικής αγοράς, αυξάνοντας το δίκτυο καταστημάτων του από τα 251 που διέθετε στο τέλος του 2011 συνεχώς μέσα στο 2012. Υιοθετώντας μία εξαιρετικά επιθετική εμπορική πολιτική εισήγαγε έναν νέο τύπο καταστήματος «της γειτονιάς», το «AB Shop & Go» και εγκαινίασε δύο νέα καταστήματα AB στη Θεσσαλονίκη καθώς και ένα ακόμη με τη μέθοδο του franchise στην Πρέβεζα. Όπως επισημαίνει η διοίκηση της εταιρείας, προβλέποντας την τάση της αγοράς, που ευνοεί τη δημιουργία μικρών, ευέλικτων καταστημάτων που μπορούν να καλύπτουν καθημερινές και έκτακτες ανάγκες της σύγχρονης αστικής γειτονιάς, προχώρησε στη δημιουργία ενός νέου τύπου τέτοιου καταστήματος. Το πρώτο πιλοτικό κατάστημα άνοιξε στο Γαλάτσι και διαθέτει 140 τ.μ. χώρο πώλησης, ένα ταμείο και απασχολεί πέντε άτομα προσωπικό. Πέρυσι πάντως, η AB Βασιλόπουλος δημιούργησε 36 νέα καταστήματα, από τα οποία τα 27 ανήκουν στην ίδια και τα εννέα λειτουργούν με τη μέθοδο του franchise. Αξίζει να σημειωθεί ότι από τα 27 νέα σούπερ μάρκετ τα εννέα ήταν πρώην Ατλάντκ.

Επίσης ανακαινίστηκαν άλλα επτά καταστήματα. Την περασμένη χρονιά στον όμιλο προστέθηκαν 571 νέοι εργαζόμενοι. Και στο τέλος του 2011 η εταιρεία διέθετε 251 σούπερ μάρκετ, τα οποία εκτείνονται από την Αλεξανδρούπολη ως την Κρήτη και από την Κέρκυρα ως τη Ρόδο και απασχολούσε 10.438 εργαζομένους. Στο τέλος του 2010 απασχολούσε 9.857 υπαλλήλους. Όπως επίσης επισημαίνεται σχετικά, πέρυσι η

ΑΒ παρά το δυσμενέστατο οικονομικό περιβάλλον είχε συνολικά θετικά αποτελέσματα βελτιώνοντας και το μερίδιο αγοράς της.

Το 2012 συνέχισε την επενδυτική αυτή πολιτική ανοίγοντας στις 20/3/2012 νέο κατάστημα στο Γαλάτσι, στις 3/4/2012 στην Πρέβεζα, στις 6/4/2012 δυο νέα καταστήματα στη Θεσσαλονίκη, στις 21/6/2012 ένα στις Αχαρνές και ένα στην Ζαχάρω Ηλείας και τέλος στις 18/7/2012 άνοιξε νέο κατάστημα στο Ωροπό ανεβάζοντας τον αριθμό των καταστημάτων που ανήκουν στο δίκτυο της επιχείρησης στα 259 καταστήματα. Η επενδυτική αυτή δραστηριότητα συνεχίζεται με ταχύτατους ρυθμούς αυξάνοντας συνεχώς το δίκτυο της επιχείρησης και το μερίδιο αγοράς που της ανήκει.

6.5.2 JUMBO

Στην επιτάχυνση της υλοποίησης του επενδυτικού του σχεδίου προχωρά ο Όμιλος Jumbo με την προσθήκη νέων καταστημάτων στην Ελλάδα και στο εξωτερικό δίνοντας έμφαση σε περιοχές που δεν είχε παρουσία ή σε περιοχές όπου αναμένεται ο μικρότερος ανταγωνισμός μεταξύ νέων και ήδη εδραιωμένων καταστημάτων.

Τα παραπάνω ανέφερε η διοίκηση του ομίλου στο πλαίσιο παρουσίασης στην Ένωση Θεσμικών Επενδυτών (ΕΘΕ).

Πιο συγκεκριμένα, τον Ιούλιο και τον Αύγουστο 2012 λειτούργησαν τα δύο πρώτα καταστήματα για τη νέα οικονομική χρήση, το ένα στην περιοχή της Νέας Φιλαδέλφειας συνολικής επιφάνειας 10.000 τ.μ. και το δεύτερο στην περιοχή του Παλαιού Φαλήρου συνολικής επιφάνειας 7.500 τ.μ.

Επιπλέον τέσσερα καταστήματα εκτιμάται ότι θα λειτουργήσουν μέχρι το τέλος της χρήσης και συγκεκριμένα τρία στην Ελλάδα και ένα στη Βουλγαρία. Στις 30 Ιουνίου 2012, λειτουργούσαν 58 καταστήματα Jumbo από τα οποία τα 48 βρίσκονται στην Ελλάδα, τα τρία στην Κύπρο και τα επτά στη Βουλγαρία. Κατά την διάρκεια της χρήσης η εταιρεία άνοιξε έξι νέα καταστήματα εκ των οποίων τέσσερα στην Ελλάδα και δύο στην Βουλγαρία.

Κατά τη χρήση 2011/2012 ο κύκλος εργασιών του ομίλου αυξήθηκε κατά 0,88% στα 494,29 εκατ. ευρώ. Παρά τις δύσκολες μακροοικονομικές συνθήκες το μικτό περιθώριο κέρδους διατηρήθηκε στο 53,21% ενώ τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν κατά 2,85% στα 97,30 εκατ. ευρώ.

Επίσης η διοίκηση της εισηγμένης εταιρείας ανέφερε ότι παρά την ιδιαίτερα δύσκολη για όλους, οικονομική συγκυρία, οι πωλήσεις για το πρώτο δίμηνο της τρέχουσας χρήσης Ιούλιος 2012-Ιούνιος 2013 αυξήθηκαν κατά 1,15%. Σύμφωνα με τον προϋπολογισμό για τη νέα οικονομική χρήση 2012-2013, στόχος είναι η αύξηση των πωλήσεων μεταξύ 0%-2% ενώ τα καθαρά κέρδη εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν στα 70 εκατ. ευρώ.

7. Συμπεράσματα

Από την έρευνα που διεξαγάγαμε μπορούμε να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται ευρέως για την αξιολόγηση μηχανολογικού εξοπλισμού μπορούν με επιτυχία να χρησιμοποιηθούν για την αξιολόγηση επενδύσεων που σχετίζονται με την αγορά οικοπέδων και κτιριακών εγκαταστάσεων. Για να μειώσουμε το ρίσκο των μεθόδων και να έχουμε ένα αποτέλεσμα που πλησιάζει πιο πολύ στην πραγματικότητα είναι καλύτερο να λαμβάνουμε υπόψη μας όσο μεγαλύτερο εύρος μεταβλητών είναι εφικτό.

Από την άλλη πλευρά είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι τέτοιου είδους επενδύσεις, επειδή έχουν πολύ μεγάλο κόστος χρειάζονται και πάρα πολλά χρόνια για να αποσβεστούν. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να επηρεάζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από τις μεταβολές του εξωτερικού περιβάλλοντος, επομένως είναι εύλογο ότι θα πρέπει να εξετάζονται σε άμεση συνάρτηση με αυτό. Για να καταφέρουμε λοιπόν να περιορίσουμε όσο το δυνατόν περισσότερο το ρίσκο που ενέχουν είναι καλύτερο να εξετάζονται σε συνάρτηση πολλών παραμέτρων και κυρίως παραμέτρων που σχετίζονται με το εξωτερικό περιβάλλον όπως είναι ο πληθωρισμός, η οικονομική κατάσταση, η φορολογία κ.τ.λ. της περιοχής που δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

Στην συγκεκριμένη μελέτη παρουσιάσαμε την επένδυση μιας επιχείρησης που έγινε στο παρελθόν επομένως γνωρίζαμε και πήραμε ως δεδομένους βασικούς μεταβλητές όπως είναι η οικονομία της χώρας και η φορολογία. Για να μπορέσουμε όμως να εξετάσουμε μια μελλοντική επένδυση είναι προτιμότερο να πάρουμε πιθανές περιπτώσεις για τις αλλαγές του οικονομικού περιβάλλοντος (αισιόδοξο, μετριοπαθές και απαισιόδοξο σενάριο) και να εξετάσουμε στο κάθε πιθανές σενάριο την επένδυση. Όπως αναφέρθηκε και στο έκτο κεφάλαιο της μελέτης μπορεί ακόμα και σε ένα δυσμενές περιβάλλον να υπάρξουν πολύ σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες που καθιστούν τις επενδύσεις σε κτιριακές εγκαταστάσεις ιδιαίτερα θελκτικές.

Τέλος είναι σημαντικό να αναφέρουμε ότι η επένδυση στην αγορά ενός οικοπέδου ή γενικά στην αγορά ενός κτιρίου ακόμα και μετά το πέρας της λογιστικής απόσβεσης, όσο αναφορά το κτίριο μόνο γιατί τα οικόπεδα δεν αποσβένονται, δεν χάνει την αξία της. Αντίθετα μια τέτοιου είδους επένδυση αποτελεί σημαντικό περιουσιακό στοιχείο

της επιχείρησης και ανεξάρτητα τα χρόνια που θα περάσουν πάντα έχει υπολειμματική αξία, αφού η επιχείρηση πάντα θα μπορεί να τα πουλήσει και να έχει κέρδος. Η αξία ενός οικοπέδου δεν μειώνεται με το πέρασμα το χρόνων, γι' αυτό και δεν αποσβένεται λογιστικά, και η αξία των κτιρίων μειώνετε αλλά όχι με την ταχύτητα που αποσβένεται. Πιο συγκεκριμένα τα ακίνητα αποσβένονται με συντελεστή 4% αλλά δεν είναι απαραίτητο να μειωθεί και τόσο η αγοραστική τους αξία και ακόμα και εάν έχουν αποσβεσθεί πλήρως έχουν κάποια αγοραστική αξία.

Συμπερασματικά καταλαβαίνουμε από την παρούσα μελέτη ότι οι επενδύσεις στα πάγια στοιχεία και πιο συγκεκριμένα σε κτίρια και οικόπεδα μπορούν να αξιολογηθούν με τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται ευρέως για τις επενδύσεις στον μηχανολογικό εξοπλισμό, απλά μόνο η διερεύνηση μέσω αυτών το μεθόδων δεν θα είναι αρκετή. Για να είναι ολοκληρωμένη θα πρέπει να συνδυάζεται με άλλες μετρήσεις και παραμέτρους, ώστε να ελαχιστοποιείται όσο το δυνατόν το μεγάλο ρίσκο που προκύπτει συνήθως από το μεγάλο κόστος της επένδυσης και από την πολυετή της απόσβεση.

Βιβλιογραφία

Ελληνική (Βιβλίο)

- Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks, 2001
- Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, Interbooks, 2001
- Αρτίκης Π. Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks, 2001

Ελληνική (Ηλεκτρονικές Πηγές)

- Εφημερίδα το βήμα <[http:// www.tovima.gr](http://www.tovima.gr)>
- Εφημερίδα ναυτεμπορική <[http:// www.nauftemporiki.gr](http://www.nauftemporiki.gr)>
- Ελληνική διαδικτυακή εγκυκλοπαίδεια <[http:// el.wikipedia.org](http://el.wikipedia.org)>
- ΑΒ Βασιλόπουλος <[http:// www.ab.gr/](http://www.ab.gr/)>
- Εταιρεία jumbo <[http:// www.jumbo.gr](http://www.jumbo.gr)>

Ξενόγλωσση (Βιβλίο)

- James Van Horne Financial Management and Policy, 12th Edition, Prentice-Hall International, U.S.A. , 2002.
- R. A. Brealey, S. C. Myers and A. J. Marcus Fundamentals of Corporate Finance, Fourth Edition, McGraw-Hill, 2004.

Παράρτημα

0.1 Χρονολόγιο της ελληνικής οικονομικής κρίσης

Πίνακας 0-1

Ημερομηνία	Γεγονός
20 Οκτωβρίου 2009	Ο υπουργός οικονομικών Γιώργος Παπακωνσταντίνου ανακοινώνει στο ECOFIN ότι το έλλειμμα για το 2009 θα κυμανθεί, ως ποσοστό του ΑΕΠ, στο 12.5% αντί του 6% που υπολόγιζε η προηγούμενη κυβέρνηση
22 Οκτωβρίου 2009	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A στο A-
8 Δεκεμβρίου 2009	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A- στο BBB+
16 Δεκεμβρίου 2009	Ο οίκος αξιολόγησης Standard and Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A- στο BBB+
23 Δεκεμβρίου 2009	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A1 στο A2
8 Ιανουαρίου 2010	Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή εκδίδει έκθεση σχετικά με τα Στατιστικά Στοιχεία του Χρέους και του Ελλείμματος της Ελληνικής Κυβέρνησης, στην οποία επισημαίνονται προβλήματα «σκόπιμης εσφαλμένης αναφοράς δεδομένων» και διατυπώνει επιπλέον αμφιβολίες για την ακρίβεια των στοιχείων πέραν της τελευταίας αναθεώρησης της 20 Οκτωβρίου 2009
21 Ιανουαρίου 2010	Το spread των 10ετών ομολόγων ξεπέρασε τις 300 μονάδες
26 Ιανουαρίου 2010	Διεξάγεται το Παγκόσμιο Οικονομικό Φόρουμ στο Νταβός. Ο Έλληνας πρωθυπουργός δέχεται πιέσεις για λήψη μέτρων
9 Φεβρουαρίου 2010	Ανακοινώνεται το πρώτο πακέτο μέτρων που αφορά τον δημόσιο τομέα
3 Μαρτίου 2010	Ανακοινώνεται δεύτερο μεγαλύτερο πακέτο οικονομικών μέτρων
9 Απριλίου 2010	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BBB+ στο BBB
22 Απριλίου 2010	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο A2 στο A3

23 Απριλίου 2010	Η Ελλάδα προσφεύγει στον μηχανισμό στήριξης που συγκροτούν από κοινού το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ευρωπαϊκή Ένωση και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα
27 Απριλίου 2010	Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BBB+ στο BB+
28 Απριλίου 2010	Το spread των 10ετών ομολόγων ξεπέρασε τις 1000 μονάδες
2 Μαΐου 2010	Ανακοινώθηκαν τα μέτρα σκληρής λιτότητας που επέβαλε στην Ελλάδα η τρόικα ΔΝΤ, ΕΕ και ΕΚΤ
6 Μαΐου 2010	Ψηφίστηκε από τη βουλή το μνημόνιο που υπέγραψε η κυβέρνηση με την Ε.Ε. και το ΔΝΤ για τα μέτρα που θα ληφθούν, προκειμένου να ενεργοποιηθεί ο μηχανισμός στήριξης.
8 Μαΐου 2010	Υπογράφηκε η Δανειακή σύμβαση μεταξύ Ελλάδας και κρατών μελών της ΕΕ
10 Μαΐου 2010	Υπογράφηκε η αντίστοιχη σύμβαση μεταξύ Ελλάδας και ΔΝΤ
14 Ιουνίου 2010	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τέσσερις βαθμίδες από το επίπεδο A3 σε Ba1
23 Δεκεμβρίου 2010	Ψηφίστηκε ο προϋπολογισμός για το 2011
14 Ιανουαρίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BBB- στο BB+
7 Μαρτίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο Ba1 στο B1
12 Μαρτίου 2011	Απόφαση συνόδου κορυφής της ΕΕ για επιμήκυνση του χρόνου αποπληρωμής του δανείου του Μαΐου 2010, κατά 7,5 χρόνια και μείωση επιτοκίου κατά 1%
29 Μαρτίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BB+ στο BB-
9 Μαΐου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BB- στο B
20 Μαΐου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BB+ στο B+
1 Ιουνίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο B1 στο Caa1

3 Ιουνίου 2011	Ο κινεζικός οίκος αξιολόγησης Dagong υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο BB στο CCC
9 Ιουνίου 2011	Κατατέθηκε στη βουλή το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα δημοσιονομικής στρατηγικής 2011-2014
14 Ιουνίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο B στο CCC
17 Ιουνίου 2011	Ανακοινώνεται ο ανασχηματισμός. Νέος υπουργός οικονομικών αναλαμβάνει ο Ευάγγελος Βενιζέλος
29 Ιουνίου 2011	Ψηφίστηκε το μεσοπρόθεσμο πρόγραμμα με 155 ψήφους υπέρ (154 ψήφοι από το ΠΑΣΟΚ και 1 από την ΝΔ) ¹ Απ' την πλευρά του ΠΑΣΟΚ το καταψήφισε ο βουλευτής Παναγιώτης Κουρουμπλής ο οποίος διεγράφη, με αποτέλεσμα η κοινοβουλευτική ομάδα του ΠΑΣΟΚ να απομείνει με 154 βουλευτές. Ογκώδεις διαδηλώσεις πραγματοποιούνται για δεύτερη μέρα έξω από τη βουλή που διαλύονται βίαια από ισχυρές αστυνομικές δυνάμεις.
13 Ιουλίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Fitch υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο B+ στο CCC
21 Ιουλίου 2011	Η σύνοδος κορυφής της Ευρωπαϊκής Ένωσης κατέληξε σε συμφωνία νέας δανειοδότησης της Ελλάδας, ύψους 158 δις Ευρώ
25 Ιουλίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Moody's υποβάθμισε την Ελλάδα κατά τρεις βαθμίδες από το επίπεδο Caa1 στο Ca θέτοντας την Ελλάδα στο τελευταίο σκαλί της διεθνούς λίστας αξιολογήσεων
27 Ιουλίου 2011	Ο οίκος αξιολόγησης Standard & Poor's υποβάθμισε την Ελλάδα από το επίπεδο CCC στο CC θέτοντας την Ελλάδα στο τελευταίο σκαλί της διεθνούς λίστας αξιολογήσεων
8 Αυγούστου 2011	Ο Γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών πέφτει κάτω από τις 1.000 μονάδες, για πρώτη φορά από τις 7 Ιανουαρίου του 1997
17 Αυγούστου 2011	Η Ελλάδα προχωρά σε διμερή συμφωνία με την Φινλανδία, παρέχοντάς της εγγυήσεις για να συμμετάσχει στο δεύτερο δάνειο της Ελλάδας
14 Σεπτεμβρίου 2011	Κατατίθεται το τελικό σχέδιο για το ειδικό τέλος ακινήτων. Η επιβάρυνση ανά τετραγωνικό μέτρο είναι έως και διπλάσια απ' αυτή που είχε ανακοινωθεί αρχικά οργανωμένη άρνηση πληρωμής των έκτακτων φόρων καλούν τους πολίτες τα κόμματα της αριστεράς
6 Οκτωβρίου 2011	Κατατίθεται στη βουλή το πολυνομοσχέδιο για το νέο βαθμολόγιο-μισθολόγιο του δημοσίου, τις μειώσεις σε κύριες και επικουρικές συντάξεις, τις μειώσεις στο εφάπαξ, την νέα φορολογική κλίμακα και τις αλλαγές στα εργασιακά.
27 Οκτωβρίου 2011	Απόφαση συνόδου κορυφής της ΕΕ για κούρεμα του ελληνικού χρέους κατά 50%
11 Νοεμβρίου 2011	Ορκίστηκε η νέα κυβέρνηση του Λουκά Παπαδήμου
09 Φεβρουαρίου 2012	Κατέληξαν σε συμφωνία οι πολήμερες συζητήσεις των αρχηγών των κομμάτων της συγκυβέρνησης, για το πακέτο μέτρων που απαιτεί η τρόικα, προκειμένου να προχωρήσει το νέο δανειακό πακέτο και το PSI. Παραιτήθηκε ο υφυπουργός εργασίας Γ. Κουτσούκος
12 Φεβρουαρίου 2012	Η Βουλή συζήτησε την πρόταση νόμου για τη συμφωνία του 2ου Μνημονίου («Έγκριση των Σχεδίων Συμβάσεων Χρηματοδοτικής Διευκόλυνσης μεταξύ του Ευρωπαϊκού Ταμείου Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (Ε.Τ.Χ.Σ.), της Ελληνικής Δημοκρατίας και της Τράπεζας της Ελλάδος, του Σχεδίου του Μνημονίου Συνεννόησης μεταξύ της Ελληνικής Δημοκρατίας, της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Τράπεζας της Ελλάδος και άλλες επείγουσες διατάξεις για τη μείωση του δημοσίου χρέους και τη διάσωση της εθνικής οικονομίας») που υπέβαλε η κυβέρνηση Παπαδήμου. Η πρόταση υπερψηφίστηκε τις πρώτες πρωινές ώρες της 13ης Φεβρουαρίου από 199 βουλευτές.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ