

EXECUTIVE MBA

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ
ΤΩΝ **ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ**
ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ
ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΔΙΟΝΥΣΙΟΣ ΖΑΓΚΛΗΣ

επιβλέπων καθηγητής: **ΒΑΣΙΛΕΙΟΣ ΖΗΣΗΣ**



**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης
Επιχειρήσεων Πανεπιστήμιο Πειραιά**
EXECUTIVE MBA

Η ΣΥΜΒΟΛΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Διπλωματική εργασία στα πλαίσια του προγράμματος
Μεταπτυχιακών Σπουδών στην Διοίκηση Των Επιχειρήσεων για στελέχη.

Φοιτητής: Διονύσιος Ζαγκλης

Επιβλέπων Καθηγητής: Βασίλειος Ζήσης

ΠΕΙΡΑΙΑΣ ΙΟΥΝΙΟΣ 2016

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Σε μια οικονομία συνεχώς αναπτυσσόμενη και εξελίξιμη, με τους επενδυτές να αναζητούν την αξιόπιστη πληροφορία που θα κάνει την διαφορά και θα τους οδηγήσει στην σωστή κίνηση την κατάλληλη στιγμή, η έννοια της αποτίμησης αποκτά ιδιαίτερη σημασία. Σε αυτή την εργασία θα αναφερθούμε στις πιο γνωστές μεθόδους αποτίμησης σύμφωνα με την επιστημονική βιβλιογραφία και θα εστιάσουμε στην κατάσταση ταμειακών ροών και στην συμβολή της στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Αρχικά θα αναφερθούμε στις βασικές αρχές της λογιστικής, στο εννοιολογικό πλαίσιο θα συνεχίσουμε με την ανάλυση των ταμειακών ροών και τις μεθόδους αποτίμησης, θα κάνουμε μια αναφορά στην σημασία της συνάφειας στην αποτίμηση και θα κλείσουμε με μια πρακτική εφαρμογή παλινδρόμησης με βάση το FTSE 20 του ελληνικού χρηματιστηρίου.

Θέρμες ευχαριστίες στον επιβλέπων καθηγητή Βασίλειο Ζηση για την σημαντική βοήθεια του κυρίως όμως για την ανοχή και υπομονή που έδειξε στην διάρκεια της εργασίας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	05
1.1 Ορισμός Λογιστικής	05
1.2 Κλάδοι Λογιστικής	05
1.3 Οικονομικές καταστάσεις	06
1.4 Κανονιστικό πλαίσιο	07

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ	11
2.1 Εννοιολογικό πλαίσιο	11
2.2 Χρήστες και πληροφοριακές ανάγκες	12
2.3 Θεμελιώδης παραδοχές	14
2.4 Ποιοτικά χαρακτηριστικά	14
2.5 Στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων	16
2.6 Βάσεις επιμέτρησης στοιχείων οικονομικών καταστάσεων	18

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ	19
3.1 Σημασία της κατάστασης ταμειακών ροών	20
3.2 Μετρητά και ταμειακά ισοδύναμα	20
3.3 Κατηγορίες ταμειακών διαθέσιμων	21
3.4 Παρουσίαση κατάστασης ταμειακών ροών	23
3.5 Επισημάνσεις για την σημασία της κατάστασης ταμειακών ροών	26
3.6 Ελεύθερες ταμειακές ροές	27

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	30
4.1 Μέθοδος προεξόφλησης μερισμάτων	30
4.2 Μέθοδος προεξόφλησης ταμειακών ροών	35

4.2.1 Ελεύθερη ταμειακή ροή προς τους μέτοχους	36
4.2.2 Υπολειμματικές ταμειακές ροές προς την επιχείρηση	40
4.3 Σχετική αποτίμηση	43
4.4 Οικονομική προστιθέμενη αξία	50

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ.....	54
---	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΣΥΝΑΦΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	65
6.1 Η σημασία της συνάφειας	65
6.2 Ιστορική προσέγγιση	66
6.3 Συντελεστής R	68
6.4 Η σημασία των κερδών στην συνάφεια	69
6.5 Ταμειακές ροές και συνάφεια	70
6.6 Υπολειμματικό εισόδημα και συνάφεια	71
6.7 Η εξέλιξη της συνάφειας	73
6.8 Συνάφεια και λογιστικές μέθοδοι.....	74
6.9 Άυλα πάγια και συνάφεια	76
6.10 Συμπεράσματα για την συνάφεια	77

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΠΑΛΙΔΡΟΜΗΣΗΣ ΣΕ ΔΕΔΟΜΕΝΑ ΤΟΥ FTSE 20	79
---	-----------

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Σκοπός του κεφαλαίου

Ο σκοπός του πρώτου κεφαλαίου είναι να ορίσει την λογιστική επιστήμη και του κλάδους της, καθώς και την οικονομικές καταστάσεις που είναι απαραίτητες για οποιόν θέλει να αντλήσει πληροφόρηση σε μια επιχείρηση.

1.Ορισμός λογιστικής

Λογιστική είναι η τεχνική που ασχολείται με την καταχώρηση, την ταξινόμηση και την περιληπτική απεικόνιση με χρηματικούς ορούς των χρηματοοικονομικών κυρίως συναλλαγών και την επεξήγηση των αποτελεσμάτων τους (AICPA 1953).Συνεπώς Σκοπός της είναι η όσο το δυνατόν ποιοτική και αντικειμενική πληροφόρηση στους λήπτες (εσωτερικούς και εξωτερικούς) ενός οικονομικού οργανισμού.

Οι λήπτες αυτών των αποφάσεων είναι, α) όσοι παρέχουν ιδιά κεφάλαια στην επιχείρηση σαν επενδυτές και αποσκοπούν στο κέρδος, β) οι δανειστές (τράπεζες, προμηθευτές) που επιδιώκουν την επιστροφή του κεφαλαίου τους όσο και του τόκου επι του κεφαλαίου που δάνεισαν), η διοίκηση της επιχείρησης για την διαχείριση των καθημερινών υποθέσεων της, δ) το κράτος που μέσο της φορολόγησης εισπράττει ένα σημαντικό μέρος των εσοδών του.

1.2 Κλάδοι της λογιστικής

Οι κυριότεροι κλάδοι της λογιστικής είναι

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ παρέχει πληροφόρηση στους ενδιαφερομένους που είναι εκτός της επιχείρησης για την οικονομική της κατάσταση και είναι συνήθως πιστωτές, επενδυτές, αναλυτές, τράπεζες, χρηματιστήριο κτλ.

Η ΕΛΕΓΚΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ουσιαστικά επωμίζεται το βάρος να βεβαιώσει ότι οι λογιστικές καταστάσεις απεικονίζουν την αληθή εικόνα μιας επιχείρησης.

Η ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ έχει σαν βασικό σκοπό να βοηθήσει την διοίκηση της μονάδας στην υλοποίηση του έργου της.

1.3 Οικονομικές καταστάσεις

Η απαραίτητη πληροφόρηση για μια επιχείρηση προκύπτει βάση μιας σειράς τυποποιημένων καταστάσεων που ονομάζονται οικονομικές η λογιστικές καταστάσεις. Επιδίωξη των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν όλες τις απαραίτητες γνώσεις σε κάποιον σχετικά με την οικονομική θέση, την απόδοση και τις ταμειακές ροές ενός οργανισμού. Αναλυτικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι παρέχουν πληροφορίες για τα στοιχεία του ενεργητικού, τις υποχρεώσεις, τα ιδιά κεφάλαια, τα έσοδα και τα έξοδα (λειτουργικά και μη) και τις ταμειακές ροές.

Σύμφωνα με το διεθνές λογιστικό πρότυπο ΔΛΠ 1 ένα πλήρες σύνολο λογιστικών καταστάσεων περιλαμβάνει.

--**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ** (κατάσταση χρηματοοικονομικής θέσης). Περιλαμβάνει τα μέσα για την παραγωγική δραστηριότητα, **ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ** και τις πηγες χρηματοδότησης του **ΠΑΘΗΤΙΚΟ**, σε δεδομένη στιγμή.

-- **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ** (κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης) από την οποία προκύπτει το κέρδος η ζημιά από την δραστηριότητα σε δεδομένη στιγμή του χρόνου.

-- **ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ** στην οποία εμφανίζονται οι εισπράξεις και οι πληρωμές της περιόδου που αφορά η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

-- **Η ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ** εμφανίζει τις μεταβολές στα ιδιά κεφάλαια μιας επιχείρησης μεταξύ δυο ισολογισμών και τέλος το

-- **ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ** στο οποίο παρουσιάζονται συγκεκριμένες πληροφορίες και παραδοχές που έγιναν αποδέκτες κατά την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων και είναι απαραίτητες από τους χρήστες για να εξάγουν τα συμπεράσματά τους.

Την ευθύνη για την κατάρτιση και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης έχει το διοικητικό συμβούλιο ή άλλο όργανο σύμφωνα με την νομική μορφή που έχει η επιχείρηση. Οι Ορκωτοί ελεγκτές από την δική τους μεριά έχουν υποχρέωση με βάση το πιστοποιητικό που συντάσσουν να βεβαιώνουν εάν οι λογιστικές καταστάσεις απεικονίζουν δίκαια την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

1.4 ΚΑΝΟΝΙΣΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Η σταδιακή ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας αλλά και του μεγέθους των επιχειρήσεων δημιούργησε την ανάγκη να διαχωριστεί η διοίκηση από τους μέτοχους. Αυτό είχε σαν αποτέλεσμα να αναπτυχθεί μια φιλοσοφία σχετικά με τον έλεγχο της διοίκησης. Κάτω από αυτό το πρίσμα τα πληροφοριακά στοιχεία που παράγει η λογιστική αποκτούν μεγαλύτερη σπουδαιότητα για τους λήπτες αποφάσεων, αλλά και την υποχρέωση να είναι διαχρονικά συγκρίσιμα στα πλαίσια της ίδιας της επιχείρησης, αλλά και μεταξύ επιχειρήσεων στον ίδιο κλάδο.

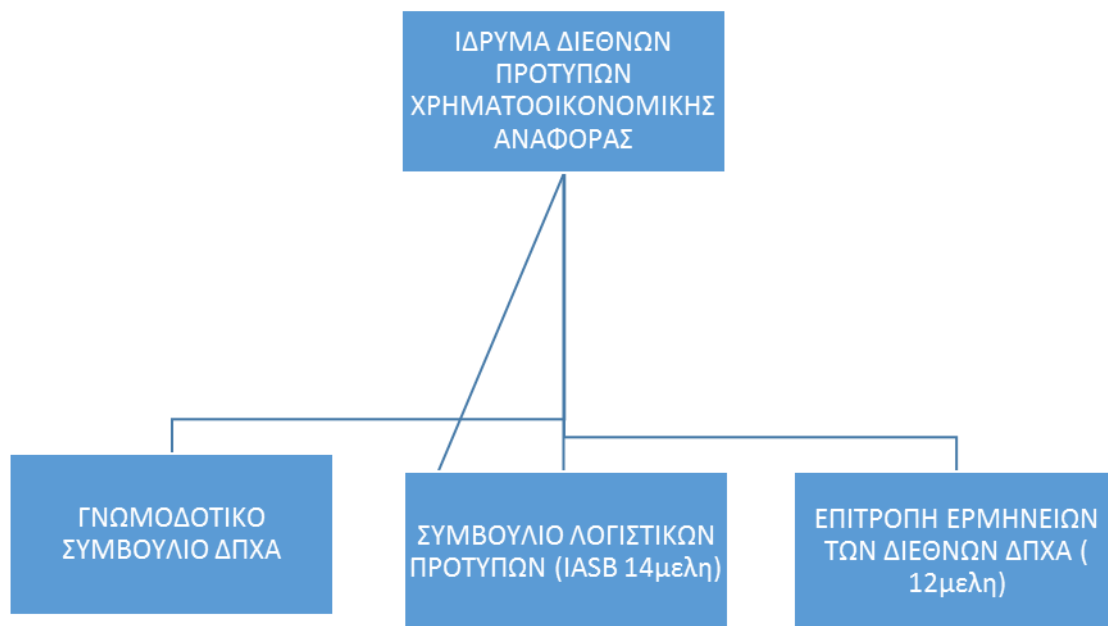
Η συγκρισιμότητα ως ποιοτικό χαρακτηριστικό των λογιστικών καταστάσεων επιτυγχάνεται μόνο εάν οι επιχειρήσεις εφαρμόζουν τις ίδιες λογιστικές αρχές, μεθόδους, επιστημονικές παραδοχές. Αυτός είναι και ο βασικός λόγος για την τυποποίηση της λογιστικής διαδικασίας καθώς και την δημιουργία του κανονιστικού πλαισίου που διέπει σήμερα την λογιστική επιστήμη.

Σε ορισμένες χώρες το κανονιστικό πλαίσιο της λογιστικής καθορίζεται από τις επαγγελματικές ενώσεις των λογιστών, σε άλλες από την νομοθεσία που είναι σε ισχύ και στις περισσότερες από τον συνδυασμό των δυο. Στην Ελλάδα υπάρχει κρατική παρέμβαση στο κανονιστικό πλαίσιο διότι παραδοσιακά ο σκοπός των λογιστικών καταστάσεων είναι η φορολόγηση και η είσπραξη φορών.

Πέρα όμως από τους κανόνες που έχουν καθοριστεί σε κάθε χώρα, για τον παραπάνω σκοπό κρίθηκε απαραίτητο από την επιστημονική κοινότητα και τα κράτη μέλη

της Ευρωπαϊκής Ένωσης να διατυπωθούν λογιστικά πρότυπα που θα είναι κοινός αποδεκτά από όλα τα μέλη και θα συνέβαλαν ουσιαστικά στην συγκρισιμότητα των λογιστικών καταστάσεων. Σαν αποτέλεσμα αυτού ήταν να συνταχθούν τα ΔΙΕΘΝΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΑ ΠΡΟΤΥΠΑ και με τους κανονισμούς 1606/2002 του ευρωπαϊκού κοινοβουλίου, του συμβουλίου για την εφαρμογή των ΔΛΠ και του κανονισμού 1725/2003 της επιτροπής για την υιοθέτηση τους, για κάθε οικονομικό έτος που θα αρχίζει από 1 Ιανουάριου (2005) οι εταιρίες που διέπονται από το δίκαιο ενός κράτους μέλους της ευρωπαϊκής κοινότητας θα καταρτίζουν οικονομικές καταστάσεις με βάση τα ΔΛΠ, εφόσον είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. (προαιρετικά για τις υπόλοιπες).

Παρακάτω συνοπτικά και σχηματικά παρουσιάζεται η δομή από επιτροπές και συμβούλια που αποτελούν τον κορμό των αποφάσεων σχετικά με τα ΔΛΠ.



1.4.1 ΕΠΙΤΡΟΠΟΙ ΤΟΥ ΙΔΡΥΜΑΤΟΣ

Αποτελείται από 19 μέλη με διαφορετική γεωγραφική και επιστημονική προέλευση τα οποία ορίζουν

- Τα μέλη του ΣΣ ΔΠΧΑ
- Τα μέλη του ΣΔΛΠ (IASB) και
- Την επιτροπή ερμηνειών ΕΕ- ΔΠΧΑ
- Ελέγχουν την αποτελεσματικότητα του ΣΔΛΠ
- Εξασφαλίζουν την χρηματοδότηση του
- Εγκρίνουν τους προϋπολογισμούς του ΣΔΛΠ
- Έχουν την ευθύνη για τις καταστατικές αλλαγές

1.4.2 ΣΔΛΠ(IASB)

Το IASB αποτελείται από 14 μέλη (12 πλήρους απασχόλησης) τα οποία διορίζονται από τους επίτροπους για αρχική περίοδο 5 ετών.

Το ΣΔΛΠ έχει πλήρη ευθύνη για όλα τα τεχνικά θέματα περιλαμβανομένων

- Της ετοιμασίας και έκδοσης των ΔΠΧΑ
- Της Ετοιμασίας και έκδοσης προσχέδιων
- Την οργάνωση διαδικασιών για ληφθέντα σχόλια
- Την έκδοση βάσεων για συμπεράσματα

Κάθε μέλος του ΣΔΛΠ (IASB) έχει ένα ψήφο πάνω σε τεχνικά θέματα. Απαιτείται Πλειοψηφία 9 ψήφων για έγγραφα που θα εκδοθούν για συζήτηση ως προσχέδιο η τελικό πρότυπο.

1.4.3 ΓΝΩΜΟΔΟΤΙΚΟ ΣΥΜΒΟΥΛΙΟ ΔΠΧΑ

Το Γνωμοδοτικό συμβούλιο ΔΠΧΑ Αποτελείται από 50 μέλη τα οποία''

- Διορίζονται από τους επίτροπους με ανανεώσιμη περίοδο τριών χρονών.
- Έχουν διαφορετική γεωγραφική και επιστημονική προέλευση

Σκοπός του είναι:

- Να συμβουλεύει το ΣΔΛΠ πάνω σε θέματα ημερήσιας διάταξης και προτεραιότητας εργασίας.
- Να μεταφέρει τις απόψεις των μελών του συμβουλίου πάνω σε σημαντικές μελέτες για την ετοιμασία προτύπων και τις επιπτώσεις των προτεινομένων προτύπων σε χρήστες και σε εκείνους που ετοιμάζουν οικονομικές καταστάσεις.
- Να προσφέρει συμβουλές στους επίτροπους και στο ΣΔΛΠ.

1.4.4 ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΕΡΜΗΝΕΙΩΝ ΔΠΧΑ

Αποτελείται από ομάδα 12 εμπειρογνομόνων οι οποίοι διορίζονται από τους Επίτροπους.

Σκοπός τους είναι:

- Η ανάπτυξη κατανοητών και πρακτικών ερμηνειών των ΔΠΧΑ για την εφαρμογή τους σε παγκόσμια βάση.
- Ανάπτυξη ικανοποιητικών οδηγιών σε συγκρουόμενες και αμφισβητούμενες περιπτώσεις.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΕΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

2. ΕΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ (conceptual framework)

Όπως προαναφέραμε Οι οικονομικές καταστάσεις είναι η κυρία πηγή πληροφόρησης για τον λήπτη αποφάσεων, συνεπώς θα πρέπει να είναι σαφείς, ειλικρινείς, να παρέχουν συγκρισιμότητα και η μεθοδολογία τους να είναι βάση κοινών παραδοχών. Για την ικανοποίηση αυτής της ανάγκης κρίθηκε απαραίτητο η ύπαρξη γενικών παραδεκτών λογιστικών αρχών και κατ' επέκταση ενός εννοιολογικού πλαισίου για τα ΔΛΠ.

Σκοπός του πλαισίου είναι Να βοηθήσει το ΣΔΛΠ:

- Στην ανάπτυξη των μελλοντικών ΔΠΧΑ και στην αναθεώρηση των υφιστάμενων.
- Να προωθήσει την εναρμόνιση της παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων έτσι ώστε να μη υπάρχουν εναλλακτικοί λογιστικοί χειρισμοί στα ΔΠΧΑ.
- Να βοηθήσει τα αρμόδια εθνικά λογιστικά σώματα στην ανάπτυξη προτύπων.
- Να βοηθήσει τους καταρτίζοντες οικονομικές καταστάσεις στην εφαρμογή των ΔΠΧΑ.
- Να βοηθήσει τους ελεγκτές να σχηματίζουν γνώμη ως προς το αν οι οικονομικές καταστάσεις συμμορφώνονται με τα ΔΠΧΑ.
- Να βοηθήσει τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων στην ερμηνεία των πληροφοριών που αντλούν από τις οικονομίες καταστάσεις.
- Και τέλος να παρέχει πληροφορίες σε όσους ενδιαφέρονται για το έργο του ΣΔΛΠ σχετικά με την προσέγγιση του στην διαμόρφωση του ΔΠΧΑ.

Σημειώνεται ότι το εννοιολογικό πλαίσιο δεν αποτελεί ΔΠΧΑ και συνεπώς δεν καθορίζει πρότυπα. Καμία πρόνοια του πλαισίου δεν υπερισχύει των πρότυπων. Σε ένα περιορισμένο αριθμό περιπτώσεων όπου μπορεί να υπάρχει αντίθεση μεταξύ πλαισίου και ΔΠΧΑ, το ΔΠΧΑ υπερισχύει.

2.1 ΤΟ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΣΧΟΛΕΙΤΑΙ ΜΕ:

- Τους αντικειμενικούς σκοπούς των οικονομικών καταστάσεων
- Τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που καθορίζουν την χρησιμότητα των πληροφοριών
- Τον προσδιορισμό την αναγνώριση και την επιμέτρηση των στοιχείων από τα οποία συγκροτούνται οι οικονομικές καταστάσεις
- Τις εννοίες του κεφαλαίου και της διατήρησης του.

Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι το εννοιολογικό πλαίσιο προσφέρει απαντήσεις σε μια σειρά θεμελιωδών ερωτημάτων. όπως τι είναι οικονομικές καταστάσεις, γιατί ετοιμάζονται, για ποιους ετοιμάζονται, τι τις κάνει χρήσιμες.

2.2 ΧΡΗΣΤΕΣ ΚΑΙ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΑΚΕΣ ΑΝΑΓΚΕΣ ΑΥΤΩΝ

Σε προηγούμενο κεφάλαιο αναφερθήκαμε συνοπτικά στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων και στην σημασία που έχει η σωστή πληροφόρηση προκειμένου να λάβουν αποφάσεις. Ειδικότερα θα μπορούσαμε να σχηματοποιήσουμε και να συνοψίσουμε τις ομάδες χρηστών αλλά και τις ανάγκες τους για πληροφόρηση ως εξής:

Προμηθευτές κεφαλαίου (επενδυτές και ιδιοκτήτες) και οι σύμβουλοι τους	Ανάληψη κίνδυνου και απόδοση της επένδυσης. Χρειάζονται πληροφορίες <ul style="list-style-type: none"> ■ Για την λήψη αποφάσεων πχ εάν θα αγοράσουν η θα πωλήσουν μετοχές ■ Για να γνωρίζουν την απόδοση της επένδυσης τους (πχ τα μερίσματα)
Εργαζόμενοι και οι αντιπρόσωποι τους	Δυνατότητα της επιχείρησης να παρέχει αμοιβές και συντάξεις.
Δανειστές (πχ τράπεζες)	Αν θα είναι δυνατή η αποπληρωμή των δάνειων και των τόκων κατά την λήξη τους και η εκτίμηση του κίνδυνου.
Προμηθευτές και άλλοι εμπορικοί πιστωτές	Αν τα οφειλόμενα σε αυτούς ποσά θα πληρωθούν έγκαιρα.
Πελάτες	Συνέχιση λειτουργίας και βιωσιμότητα της επιχείρησης όταν έχουν μια μακροχρόνια επαγγελματική σχέση.
Κυβέρνηση και κρατικές υπηρεσίες	Πληροφόρηση για να ρυθμίζουν τις δραστηριότητες των επιχειρήσεων, να προσδιορίζουν την φορολογική πολιτική και την βάση υπολογισμού του εθνικού εισοδήματος και παρομοίων στατιστικών μεγεθών.
Το κοινό	Συνεισφορά στην τοπική οικονομία μέσω του αριθμού των ατόμων που απασχολούν και της προτίμησης προς τους τοπικούς προμηθευτές.

2.3 ΘΕΜΕΛΙΩΔΕΙΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ ΣΤΟ ΕΝΝΟΙΟΛΟΓΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

Το εννοιολογικό πλαίσιο βασίζεται σε δυο θεμελιώδεις παραδοχές που αναλύονται συνοπτικά ως εξής:

Η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας (going concern)

Σύμφωνα με την οποία αρχή, όταν συντάσσονται οι οικονομικές καταστάσεις στο τέλος της χρήσης, τα στοιχεία του Ενεργητικού καθώς και οι υποχρεώσεις της επιχείρησης αποτιμώνται βάσει της υπόθεσης ότι η επιχείρηση αποτελεί μια βιώσιμη οντότητα και θα συνεχίσει την δραστηριότητα της στο μέλλον. Η υπόθεση αυτή είναι απαραίτητη γιατί σε περίπτωση που δεν θεωρείται σίγουρο το γεγονός της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, θα πρέπει να συνταχθούν οι οικονομικές καταστάσεις με διαφορετικούς κανόνες αποτίμησης και συγκεκριμένα σε ρευστοποιήσιμες αξίες.

Η αρχή των δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων (accruals principle)

Σύμφωνα με αυτή την θεμελιώδη αρχή τα έσοδα και τα έξοδα καταχωρούνται στα λογιστικά βιβλία όταν πραγματοποιείται η συναλλαγή από την οποία προκύπτουν και όχι όταν εισπράττονται η όταν πληρώνονται. Οι οικονομικές καταστάσεις που καταρτίζονται με αυτή την παραδοχή δίνουν και πληροφορίες για μελλοντικές υποχρεώσεις που θα έχουμε να πληρώσουμε σαν επιχείρηση καθώς και για έσοδα που έχουμε να εισπράξουμε στο μέλλον.

2.4 ΠΟΙΟΤΙΚΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

Σύμφωνα με το εννοιολογικό πλαίσιο των ΔΛΠ ποιοτικά χαρακτηριστικά είναι οι ιδιότητες που καθιστούν τις πληροφορίες, που παρέχονται με τις οικονομικές καταστάσεις χρήσιμες στους χρήστες. Τα τέσσερα κυρία ποιοτικά χαρακτηριστικά είναι η κατανοητότητα η συνάφεια η αξιοπιστία και η συγκρισιμότητα. Παρακάτω ακολουθεί συνοπτική ανάλυση των ποιοτικών χαρακτηριστικών

2.4.1 ΚΑΤΑΝΟΗΤΟΤΗΤΑ

Η πληροφόρηση που παρέχεται στις οικονομικές καταστάσεις από μια επιχείρηση θα πρέπει να γίνεται με τρόπο που θα είναι κατανοητός από τους χρήστες. Υποθέτουμε ότι οι χρήστες διαθέτουν μια γενική γνώση των επιχειρηματικών και οικονομικών δραστηριοτήτων και της λογιστικής, καθώς και την θέληση να μελετήσουν τις πληροφορίες με εύλογη επιμέλεια. Περιπτώσεις όπου η επιχείρηση θα πρέπει να παρουσιάσει περιπλοκά οικονομικά θέματα δεν θα πρέπει να αποκλείονται μόνο και μόνο επειδή θα είναι δύσκολο να κατανοηθούν από ορισμένους χρήστες.

2.4.2 ΣΥΓΚΡΙΣΙΜΟΤΗΤΑ

Οι χρηστές θα πρέπει να είναι σε θέση να συγκρίνουν τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης διαχρονικά για να προσδιορίσουν τις τάσεις στην οικονομική θέση και αποδοτικότητα της. Θα πρέπει επίσης να μπορούν να συγκρίνουν τις οικονομικές καταστάσεις διάφορων επιχειρήσεων για να εκτιμήσουν τη σχετική οικονομική θέση τους, την αποδοτικότητα τους και τις μεταβολές που έχουν επέλθει. Αποτέλεσμα του ποιοτικού χαρακτηριστικού της συγκρισιμότητας είναι ότι οι χρηστές πληροφορούνται για τις λογιστικές μεθόδους που χρησιμοποιηθήκαν, για τυχόν μεταβολές των μεθόδων αυτών και για τις συνέπειες τέτοιων μεταβολών. Τέλος οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να παρουσιάζουν τις αντίστοιχες πληροφορίες προηγούμενων χρήσεων για σκοπούς σύγκρισης της χρηματοοικονομικής θέσης.

2.4.3 ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Οι πληροφορίες έχουν την ιδιότητα της συνάφειας όταν επηρεάζουν τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών βοηθώντας τους να εκτιμούν παρελθόντα, παρόντα και μελλοντικά γεγονότα(προγνωστική αξία) η να επιβεβαιώνουν να διορθώνουν προηγούμενες εκτιμήσεις τους (αξία επαλήθευσης).Επίσης οι πληροφορίες θα χάσουν την συνάφεια τους αν υπάρξει αδικαιολόγητη καθυστέρηση στην ετοιμασία τους, συνεπώς θα πρέπει να υπάρχει εξισορρόπηση μεταξύ των απαιτήσεων για έγκαιρη γνωστοποίηση και της παροχής αξιόπιστων πληροφοριών. Τέλος το κόστος

παροχής των πληροφοριών δεν θα πρέπει να υπερβαίνει τα οφέλη που προκύπτουν από την πληροφορία.

2.4.4 ΑΞΙΟΠΙΣΤΙΑ

Οι οικονομικές καταστάσεις για να είναι αξιόπιστες θα πρέπει να είναι απαλλαγμένες από λάθη και προκαταλήψεις και οι χρήστες να μπορούν να βασίζονται σε αυτές.

Η αξιοπιστία σαν έννοια στην συγκεκριμένη περίπτωση περιλαμβάνει:

- **Πιστή παρουσίαση**, δηλαδή να είναι συμβατή με τους λογιστικούς κανόνες που υπάρχουν
- **Ουσία πάνω από τον τύπο** να παρουσιάζονται τα οικονομικά γεγονότα σύμφωνα με την ουσία τους και όχι μόνο με τον νομικό τους τύπο.
- **Ουδετερότητα**, να είναι απαλλαγμένες από προκατάληψη.
- **Συντηρητικότητα** είναι ο βαθμός επιφυλακτικότητας που έχει κάθε κρίση που κάνουμε με τρόπο που τα στοιχεία που εκτιμούμε να μην υπερτιμώνται η να μην υποτιμώνται.
- **Πληρότητα** των οικονομικών καταστάσεων συνεπάγεται ότι μια παράλειψη μπορεί να έχει σαν συνέπεια οι πληροφορίες να είναι εσφαλμένες.

2.5 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Στο τελευταίο μέρος αυτού του κεφαλαίου θα αναφερθούμε συνοπτικά στα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων καθώς και στις βάσεις επιμέτρησης τους προκειμένου να έχουμε μια εικόνα για να κυριά συστατικά τους πριν ξεκινήσουμε την ανάλυση της κατάστασης ταμειακών ροών. Τα στοιχεία που συνδέονται άμεσα με την αποτίμηση της οικονομικής θέσης στον ισολογισμό είναι τα στοιχεία του ενεργητικού οι υποχρεώσεις και τα ιδιά κεφάλαια. Τα στοιχεία που συνδέονται άμεσα

με την αποδοτικότητα στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης είναι τα έσοδα και τα έξοδα.

Συνοπτικά θα μπορούσαμε να αναφέρουμε:

A) ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΘΕΣΗ

I) Στοιχείο ενεργητικού είναι πόρος που ελέγχεται από την επιχείρηση ως αποτέλεσμα παρελθόντων γεγονότων από το οποίο αναμένεται εισροή μελλοντικών οικονομικών οφελών.

II) Υποχρέωση είναι παρούσα δέσμευση της επιχείρησης που προκύπτει από παρελθόντα γεγονότα, ο διακανονισμός της οποίας, αναμένεται να καταλήξει σε εκροή πόρων από την επιχείρηση που ενσωματώνουν οικονομικά οφέλη.

III) Ιδιά κεφάλαια είναι το υπολειπόμενο δικαίωμα επι των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης μετά την αφαίρεση όλων των υποχρεώσεων της.

B) ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ

I) Έσοδα είναι οι αυξήσεις στα οικονομικά οφέλη κατά την διάρκεια της λογιστικής περιόδου με την μορφή εισροών των περιουσιακών στοιχείων, η μειώσεων των υποχρεώσεων που καταλήγουν σε αυξήσεις των ιδίων κεφαλαίων άλλες από εκείνες που σχετίζονται με εισφορές από τους συμμετέχοντες στα ιδιά κεφάλαια.

II) Έξοδα είναι μειώσεις στα οικονομικά οφέλη κατά την διάρκεια της λογιστικής περιόδου, με την μορφή εκροών των περιουσιακών στοιχείων η δημιουργίας υποχρεώσεων που καταλήγουν σε μειώσεις των ιδίων κεφαλαίων.

2.6 ΒΑΣΕΙΣ ΕΠΙΜΕΤΡΗΣΗΣ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

	Περιουσιακά στοιχεία	Υποχρεώσεις
Ιστορικό κόστος	Το ποσό των μετρητών η των ταμειακών διαθέσιμων που πληρωθήκαν η η εύλογη αξία της αντιπαροχής που δόθηκε για την απόκτηση τους κατά τον χρόνο απόκτηση τους	Το ποσό που εισπράχθηκε η' η αξία στοιχείου που αποκτήθηκε με αντάλλαγμα την οφειλή.
Τρέχον κόστος	το ποσό των μετρητών η ταμειακών ισοδυνάμων που θα έπρεπε να πληρωθεί αν τα ιδιά περιουσιακά στοιχεία αγοράζονταν τώρα.	το τελικό ποσό των μετρητών η ταμειακών ισοδυνάμων που θα χρειαζόταν για να διακανονιστεί η οφειλή τώρα.
Ρευστοποίηση αξία	το ποσό των μετρητών η ταμειακών ισοδυνάμων που θα μπορούσε σήμερα να εισπραχθεί από την πώληση του περιουσιακού στοιχείου.	Τα τελικά ποσά των μετρητών η ταμειακών ισοδυνάμων που αναμένεται να πληρωθούν για να εξοφληθούν οι υποχρεώσεις
Παρούσα αξία	η παρούσα προ εξοφλημένη αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών εισροών που το στοιχείο αναμένεται να δημιουργήσει στην κανονική ροή των εργασιών	Η παρούσα προεξοφλημένη αξία των μελλοντικών καθαρών ταμειακών εκροών που αναμένεται να απαιτηθούν για να διακανονισθούν οι υποχρεώσεις στην κανονική πορεία της επιχείρησης

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Στην μέχρι τώρα ανάλυση μας έχουμε αναφερθεί στον ισολογισμό, στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης και στην σημασία που έχουν στην λήψη αποφάσεων. Ένας επίσης πολύ σημαντικός παράγοντας στην αξιολόγηση ενός οικονομικού οργανισμού είναι η ικανότητα του να διαχειρίζεται τα ταμειακά του διαθέσιμα με τρόπο που θα διασφαλίζει την εύρυθμη λειτουργία του και την βιωσιμότητα του. Μια πιθανή αύξηση της κερδοφορίας που θα συνοδεύεται από αντίστοιχη αύξηση των καθαρών ταμειακών ροών είναι μια ιδανική εκδοχή για τους εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες που παρακολουθούν την συνέχεια μιας επιχείρησης. Ανεξάρτητα όμως από τον βαθμό κερδοφορίας ενός οργανισμού είναι αναγκαίο να προκύπτουν καθαρές ταμειακές ροές οι οποίες θα χρησιμοποιηθούν για λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης.

Ο ισολογισμός σαν στοιχείο της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης είναι εξαιρετικά σημαντικός ωστόσο όμως δεν θα πρέπει να παραβλέπουμε ότι έχει σαν βάση του τα στατικά δεδομένα μιας επιχείρησης σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Ακόμα και οι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται ευρέως για την άντληση πληροφοριών από επενδυτικούς παράγοντες, από την στιγμή που σαν βάση για την εξαγωγή τους είναι ο ισολογισμός, υπάρχει η επιφύλαξη εάν όντως παρουσιάζουν την πραγματική οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης και τις δυνατότητες που έχει. Για όλους τους παραπάνω λόγους η κατάσταση ταμειακών ροών έχει αποκτήσει ιδιαίτερη σημασία για τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων καθώς και οι μεταβολές που μεσολαβούν και μεταβάλουν αυτή την θέση από την μια περίοδο στην επόμενη.

Με βάση την οδηγία 95 η οποία έχει εκδοθεί το (1987) από την επιτροπή λογιστικών προτύπων στην Αμερική (FASB), η κατάσταση ταμειακών ροών αποτελεί αναπόσπαστο μέρος των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ενός οργανισμού. Ποια είναι η όμως η σημασία της κατάστασης των ταμειακών ροών και γιατί αποτελεί βασική πηγή πληροφόρησης;

3.1 ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η κατάσταση ταμειακών ροών μπορεί να δώσει πληροφορίες σχετικά με τα ακόλουθα:

- Πληροφορίες σχετικά με πόρους και πηγες μετρητών διαθέσιμων.
- Πληροφορίες για τον δανεισμό, εξόφληση υποχρεώσεων, πληρωμές μερισμάτων κτλ.
- Πληροφορίες για την πιθανότητα χρεοκοπίας μιας επιχείρησης ακόμα και εάν παρουσιάζει κέρδη στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.
- Πληροφορίες σχετικά με το εάν οι ταμειακές ροές μπορούν να στηρίξουν την επενδυτική πολιτική της επιχείρησης.
- Πληροφορίες στους μέτοχους και επενδυτές για την πραγματική θέση μια επιχείρησης, την δυνατότητα να στηρίξει την λειτουργία της καθώς και τις μελλοντικές της προοπτικές.

3.2 ΜΕΤΡΗΤΑ ΚΑΙ ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ

Σύμφωνα με Αμερικανικό λογιστικό πρότυπο υπ' αριθμόν 95, ταμειακά διαθέσιμα μια επιχείρησης δεν είναι μόνο τα μετρητά στο ταμείο και στους τραπεζικούς λογαριασμούς, αλλά και οποιοδήποτε στοιχείο του ενεργητικού που μπορεί να ρευστοποιηθεί άμεσα η εάν είναι επενδυτικό στοιχείο να είναι κοντά στην λήξη του. Λέγοντας κοντά στην λήξη του, εννοούμε ότι υπάρχει ένα χρονικό περιθώριο τριών μηνών οπού ποσοτικοποιεί την προηγούμενη αναφορά μας. Ο βασικός λόγος για τον οποίο τα παραπάνω επενδυτικά στοιχεία εξομοιώνονται με μετρητά είναι ότι οι επενδύσεις αυτές γίνονται για τον σκοπό της βραχυπρόθεσμης αξιοποίησης των χρηματικών διαθέσιμων τα οποία κατέχει μια επιχείρηση. Εάν δεν επενδύονταν αυτά τα χρηματικά διαθέσιμα θα παρέμεναν αδρανή στο ταμείο η σε κάποιο τραπεζικό λογαριασμό.

3.3 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ

Οι ταμειακές ροές μια επιχείρησης προέρχονται από τις λειτουργικές της δραστηριότητες από τις επενδυτικές της δραστηριότητες και τέλος από χρηματοδοτικές συναλλαγές. Ας δούμε συνοπτικά τι περιλαμβάνει η κάθε ομάδα:

I) Ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες είναι οι ροές που προκύπτουν από τις συνήθεις εργασίες μια επιχείρησης και συμπεριλαμβάνουν όλα τα στοιχεία τα οποία καθορίζουν το λογιστικό αποτέλεσμα στο κλείσιμο της οικονομικής χρήσης.

Παραδείγματα λειτουργικών ταμειακών ροών είναι:

- Εισπράξεις μετρητών από πωλήσεις
- Εισπράξεις πελατών επι πίστωση
- Εισπράξεις μερισμάτων από συμμετοχή σε άλλους οργανισμούς
- Πιστωτικοί τόκοι
- Πληρωμές αποδοχών
- Πληρωμές προμηθευτών
- Πληρωμές φορών
- Τόκοι χρεωστικοί
- Επιστροφές αγορών και πωλήσεων

II) Ταμειακές ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες

Οι ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες αφορούν συναλλαγές μακροχρονίων στοιχείων του ενεργητικού όπως κτήρια μηχανήματα αλλά και στοιχεία πάγιου ενεργητικού όπως η απόκτηση συμμετοχών σε άλλες επιχειρήσεις, η αγορά και

πώληση αύλων περιουσιακών στοιχείων(φήμη και πελατεία, διπλώματα ευρεσιτεχνίας).Στις επενδυτικές δραστηριότητες επίσης συμπεριλαμβάνονται και αγορές και πωλήσεις βραχυπροθέσμων επενδύσεων που έχουν χρονικό ορίζοντα πέρα από τους τρεις μήνες και δεν εξομοιώνονται σε ταμειακά διαθέσιμα.

Παραδείγματα επενδυτικών ταμειακών ροών είναι συνοπτικά:

- Πώληση παγίων περιουσιακών στοιχείων
- Πώληση συμμετοχων σε άλλες επιχειρήσεις
- Πώληση ομολόγων
- Εισπράξεις από Πληρωμή δανείων που έχουμε χορηγήσει
- Αγορές παγίων περιουσιακών στοιχείων
- Αγορές ομολογιών η μετοχών
- Χορήγηση δανείων σε τρίτους

III) Ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες

Οι ταμειακές ροές από χρηματοδοτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν όλες εκείνες τις συναλλαγές που έχουν σχέση με τα δάνεια που έχει ζητήσει η επιχείρηση βραχυπροθέσμο και μακροπρόθεσμο καθώς και συναλλαγές που έχει ο οργανισμός με τους μέτοχους της.

Παραδείγματα χρηματοδοτικών ταμειακών ροών είναι:

- Εισροές από έκδοση κοινών και προνομιούχων μέτοχων
- Είσπραξη από έκδοση ομολογιών
- Εισροές από σύναψη δάνειων
- Εκροές από καταβολή μερισμάτων στους μέτοχους
- Εξαγορά μέτοχων από την ίδια επιχείρηση
- Αποπληρωμή του κεφαλαίου δάνειων

3.4 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η κατάσταση ταμειακών ροών μια επιχείρησης μπορεί να παρουσιαστεί με δυο διαφορετικούς τρόπους συγκεκριμένα

Είτε με την Άμεση μέθοδο κατά την οποία γνωστοποιούνται οι κυρίες κατηγορίες ακαθάριστων εισπράξεων και ακαθάριστων καταβολών μετρητών.

Είτε με την Έμμεση μέθοδο, κατά την οποία το καθαρό κέρδος η ζημιά της περιόδου αναμορφώνεται με βάση τις επιδράσεις των συναλλαγών μη ταμειακής φύσης. όπως αποθέματα, εμπορικές απαιτήσεις και πληρωτέους λογαριασμούς, αποσβέσεις προβλέψεις αναβαλλόμενοι φόροι, μη πραγματοποιηθέντα κέρδη και ζημιές από ξένο νόμισμα αδιανέμητα κέρδη συνδεδεμένων εταιριών και τα δικαιώματα της μειοψηφίας

Συνοπτική παρουσίαση κατάστασης ταμειακών ροών ακολουθεί

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Εισπράξεις από απαιτήσεις

Πληρωμές προς προμηθευτές

Πληρωμές εισπράξεις επιστροφές φόρων

Τόκοι πληρωθέντες

Συνολο εισροων / εκροων από λειτουργικες δραστηριοτητες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Πληρωμές παγίων στοιχείων

Εισπράξεις από πώληση παγίων

Εισπράξεις / πληρωμές από πώληση/αγορά θυγατρικών - συγγενών

Εισπράξεις/ πληρωμές από πώληση/αγορά επενδυτικών τίτλων

Τόκοι εισπραχθέντες

Μερίσματα εισπραχθέντα

Επενδυτικές ροές από διακοπείσες δραστηριότητες

Συνολο εισροων / εκροων από επενδυτικες δραστηριοτητες

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Εισπράξεις από εκδοθέντα / αναληφθέντα δάνεια

Εξοφλήσεις δανείων

Εξοφλήσεις χρεολυσίων

Μερίσματα πληρωθέντα

Χρηματοδοτικές ροές από διακοπείσες δραστηριότητες

Συνολο εισροων εκροων από χρηματοδοτικες δραστηριοτητες

ΚΑΘΑΡΗ ΑΥΞΗΣΗ/ΜΕΙΩΣΗ ΣΤΑ ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ

ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΛΗΞΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Κερδη / (ζημιες) προ φορων (συνεχιζομενες δραστηριοτητες)

Κερδη προ φορων (διακοπεισες δραστηριοτητες)

Πλεον / Μειον προσαρμογες για :

Αποσβεσεις

Απομειωσεις ενσωματων & αυλων παγιων στοιχειων

Προβλεψεις

Συναλλαγματικες διαφορες

Αποτελεσμα επενδυτικης δραστηριοτητας

Χρεωστικοι τοκοι και συναφη εξοδα

Μειωση / (αυξηση) αποθεματων

Μειωση / (αυξηση) απαιτησεων

(Μειωση) / αυξηση υποχρεωσεων

Μειον :

Χρεωστικοι τοκοι και συναφη εξοδα καταβεβλημενα

Καταβεβλημενοι φοροι

Λειτουργικες ροες από διακοπεισες δραστηριοτητες

ΣΥΝΟΛΟ εισρωων / εκρωων από λειτουργικες δραστηριοτητες

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Αποκτηση θυγατρικων, συγγενων & λοιπων επενδυσεων

Αγορα ενσωματων και αυλων παγιων

Τοκοι εισπραχθεντες

Μερισματα εισπραχθεντα

Επενδυτικες ροες από διακοπεισες δραστηριοτητες

ΣΥΝΟΛΟ εισρωων / εκρωων από Επενδυτικες δραστηριοτητες

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

Εισπραξεις από αυξηση μετοχικου κεφαλαιου

Πληρωμες από μειωση μετοχικου κεφαλαιου

Ειπραξεις από εκδοθεντα / αναληφθεντα δανεια

Εξοφλησεις δανειων

Εξοφλησεις υποχρεωσεων από χρηματοδοτικες μισθωσεις

Μερισματα πληρωθεντα

Χρηματοδοτικες ροες από διακοπεισες δραστηριοτητες

ΣΥΝΟΛΟ εισρωων/ εκρωων από χρηματοδοτικες δραστηριοτητες

ΚΑΘΑΡΗ ΑΥΞΗΣΗ/ ΜΕΙΩΣΗ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΔΙΑΘΕΣΙΜΩΝ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΩΝ

ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΤΑΜΕΙΑΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ & ΙΣΟΔΥΝΑΜΑ ΛΗΞΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Θα πρέπει να αναφέρουμε ότι συγκριτικά η άμεση μέθοδο είναι ευκολότερη στην κατάρτιση τους ενώ παρέχει καλύτερη πληροφόρηση για την σχέση αποτελέσματος χρήσης και ταμειακών ροών. Ωστόσο όμως πολλές επιχειρήσεις επιλέγουν τη έμμεση μέθοδο για την σύνταξη της κατάστασης ταμειακών ροών ιδιαίτερα εάν υπάρχουν πολλές συσχετίσεις μεταξύ πληροφοριών της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού.

Η εξέταση μια μεταβολής των λογαριασμών του ισολογισμού σε μια χρήση μπορεί να προσφέρει χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με τις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης. Παίρνοντας σαν βάση τον θεμελιώδη κανόνα :

$$\text{ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ} = \text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ} + \text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ}$$

Εάν θεωρήσουμε ότι το ενεργητικό θα μπορούσε να αναλυθεί

$$\text{ΜΕΤΡΗΤΑ} + \text{ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ} = \text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ} + \text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ}$$

Η παραπάνω σχέση θα μπορούσε να μετατραπεί ως ακολούθως

$$\text{ΜΕΤΡΗΤΑ} = \text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ} + \text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ} - \text{ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}$$

Οπότε μια μεταβολή στα μετρητά θα μας οδηγούσε στο παρακάτω συμπέρασμα

$$\Delta(\text{ΜΕΤΡΗΤΑ}) = \Delta(\text{ΠΑΘΗΤΙΚΟ}) + \Delta(\text{ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ}) - \Delta(\text{ΛΟΙΠΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ})$$

Από τα παραπάνω θα μπορούσε να προκύψει σαν συμπέρασμα ότι αύξηση ή μείωση στα στοιχεία του παθητικού συνεπάγεται και θετική ή αρνητική μεταβολή στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Αυτό σημαίνει ότι μια μείωση σε στοιχεία του παθητικού ουσιαστικά χρηματοδοτείται από ταμειακές ροές οι οποίες προκύπτουν από τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Αντίθετα μια αύξηση στα στοιχεία του παθητικού αποτελεί εισροή μετρητών επειδή χρηματοδοτεί τα λειτουργικά έξοδα του οργανισμού. Συμπερασματικά οι αυξήσεις σε στοιχεία παθητικού επηρεάζουν θετικά τις συνολικές ταμειακές ροές.

Αντίθετα μια αύξηση στο λογιστικό υπόλοιπο ενός στοιχείου του ενεργητικού συνεπάγεται την μείωση των ταμειακών ροών από την λειτουργία της επιχείρησης μια και δεσμεύονται ταμειακά διαθέσιμα για την εκπλήρωση του σκοπού της αύξησης

του ενεργητικού. Αντίθετα μια μείωση ενός στοιχείου του ενεργητικού συνεπάγεται αύξηση των ταμειακών ροών από την λειτουργία του οργανισμού.

3.5 ΕΠΙΣΥΜΑΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο δεν πρόκειται να εμβαθύνουμε περισσότερο στην σύνταξη και χρήση της κατάστασης ταμειακών ροών. Ωστόσο όμως δεν πρέπει να αναφέρουμε ότι η ανάλυση των ταμειακών ροών προσφέρει απαντήσεις σε αρκετά ερωτήματα.

Η μακροχρόνια μελέτη των λειτουργικών ταμειακών ροών μπορεί να μας προσφέρει ενημέρωση για την δυνατότητα να έχει συνέχεια μια επιχείρησή. Η σύγκριση των καθαρών λειτουργικών ταμειακών ροών με τα καθαρά κέρδη χρήσης, προσφέρει επίσης χρήσιμες πληροφορίες σχετικά με την αποδοτικότητα του κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης. Εάν οι καθαρές ταμειακές εισροές από τις εργασίες είναι σημαντικά μικρότερες από το ποσό των καθαρών κερδών, τότε η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει μακροπρόθεσμα προβλήματα ρευστότητας.

Οι λειτουργικές ταμειακές ροές μιας επιχείρησης είναι επίσης ιδιαίτερα χρήσιμες για κάποιον αναλυτή σε περιπτώσεις όπου υπάρχει πληθωρισμός και τα επιτόκια είναι υψηλά. Εάν ο οργανισμός δεν μπορεί να παράγει αρκετές εισροές μετρητών από την δραστηριότητα της θα χρειαστεί να προχωρήσει σε δανεισμό από τις τράπεζες με αποτέλεσμα να επιβαρυνθεί με το αυξημένο κόστος του χρήματος λόγω υψηλών επιτοκίων. τέλος Αν θελήσουμε να δούμε και τις επιπτώσεις του υψηλού ρυθμού πληθωρισμού θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα ποσά των αποσβέσεων δεν αντιπροσωπεύουν επακριβώς την συνολική ανάλωση των υπηρεσιών οι οποίες εξαντλούνται σε κάθε περίοδο από την χρήση των παγίων στοιχείων. Αντίστοιχη επίπτωση υπάρχει και στο κόστος πωληθέντων προϊόντων όπου το ποσό δεν είναι αντιπροσωπευτικό του πραγματικού γεγονότος.

Παρόλο που η κατάσταση των ταμειακών ροών προσφέρει χρήσιμη πληροφόρηση στους λήπτες των αποφάσεων, δεν μπορεί να αποφύγει κάποιες βασικές αδυναμίες

που προκύπτουν από τον τρόπο παρουσίασης αλλά και από το γεγονός ότι τα στοιχεία που χρησιμοποιούμε για την κατάρτιση της αναφέρονται σε παρελθόντα γεγονότα. Μεταβολές στα στοιχεία του ενεργητικού, παθητικού και καθαρής θέσης προσφέρουν σημαντικές πληροφορίες σχετικά με τις πηγές και χρήσεις κεφαλαίου αλλά δεν μπορεί να είναι τα μοναδικά στοιχεία που θα πρέπει να βασιστεί κάποιος αναλυτής για να έχει την πραγματική εικόνα μιας επιχείρησης.

Στην πραγματικότητα ο αναλυτής θα λάβει υπόψη του όλους τους εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες που επηρεάζουν μια επιχείρηση και όχι μόνο τις οικονομικές καταστάσεις και τους αριθμοδείκτες αν θέλει να έχει μια ολοκληρωμένη εικόνα για την θέση μιας εταιρίας.

3.6 ΕΛΕΥΘΕΡΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ (free cash flow)

Σημαντικό ρολό στην ανάλυση των ταμειακών ροών έχουν και οι Ελεύθερες ταμειακές ροές. Ελεύθερες είναι οι ροές οι οποίες παραμένουν σε μια επιχείρηση εφόσον από τις λειτουργικές ταμειακές ροές αφαιρεθούν οι ανάγκες για κεφαλαιουχικές δαπάνες. Διαφορετικά από τις λειτουργικές ταμειακές ροές θα πρέπει να αφαιρεθούν οι ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης και για επενδύσεις. Για να γίνει ο παραπάνω υπολογισμός θα πρέπει να προχωρήσουμε σε μια προσαρμογή της κλασικής κατάστασης ταμειακών ροών και πλέον ο διαχωρισμός να μη είναι σε λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες αλλά να έχει τέτοια διάρθρωση έτσι ώστε να παρουσιάζεται με άμεσο τρόπο η κάλυψη του κεφαλαίου κίνησης και οι αναπτυξιακές της δραστηριότητες ενός οργανισμού. Για να έχουμε μια καλύτερη εικόνα για την διαφορετική παρουσίαση της κατάστασης ταμειακών ροών θα μπορούσαμε να παρουσιάσουμε τα παρακάτω στάδια.

Λειτουργικές ταμειακές ροές πριν την κάλυψη σε κεφάλαιο κίνησης

Το ποσό αυτό θα πρέπει να είναι θετικό εκτός και εάν έχουν συμβεί έκτακτα γεγονότα που οδήγησαν σε μεγάλη αύξηση της κερδοφορίας πχ κέρδη από πώληση ομολόγων.

Λειτουργικές ροές μετα την κάλυψη του κεφαλαίου κίνησης

Στην συγκεκριμένη φάση του πίνακα των ταμειακών ροών έχουμε μια εικόνα για την πολιτική της επιχείρησης, για την παροχή πιστώσεων σε πελάτες, καθώς και για την πολιτική για την πληρωμή υποχρεώσεων, όπως και για τους στόχους που έχει θέσει ο οργανισμός για την ανάπτυξη των πωλήσεων. Αυτά τα τρία στοιχεία που αναφέραμε ουσιαστικά καθορίζουν την αποδοτικότητα της διοίκησης του κεφαλαίου κίνησης μιας επιχείρησης.

Ελεύθερες ταμειακές ροές μετα την κάλυψη κεφαλαίου κίνησης και επενδύσεων

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές όπως έχουμε προαναφέρει έχουν ιδιαίτερη σημασία σε κάθε στάδιο υπολογισμού μια και προσφέρουν σημαντικές πληροφορίες στον λήπτη αποφάσεων. Η ύπαρξη μεγάλου ποσού λειτουργικών ροών μετα την κάλυψη των αναγκών σε κεφαλαίο κίνησης δίνει την δυνατότητα στην επιχείρηση να προγραμματίζει με μεγαλύτερη άνεση τα επενδυτικά της σχέδια και να μη χρειάζεται να καταφεύγει σε εξωτερικό ή εσωτερικό δανεισμό. Ο δανεισμός σαν κίνηση κάλυψης επενδύσεων δεν είναι απαγορευτικό για μια εταιρία ωστόσο κάποιοι το θεωρούν αδυναμία και οι πολλοί δανειστές για λόγους εξασφάλισης πιέζουν να μην αναλαμβάνονται επικινδυνά επενδυτικά προγράμματα. Ουσιαστικά με τον τρόπο αυτό περιορίζουν την άνεση κινήσεων σε μια επιχείρηση σχετικά με τα ρίσκα που θέλουν να αναλάβουν σε μια αγορά.

Οι ελεύθερες ταμειακές ροές ενημερώνουν επίσης τον αναλυτή σχετικά με την πηγή προέλευσης των ροών αυτών. Εάν οι ελεύθερες ταμειακές ροές προέρχονται από την συνήθη δραστηριότητα της επιχείρησης έχουν άλλη αξία σε σχέση με την περίπτωση να προέρχονται από έκτακτα γεγονότα όπως πχ η πώλησή ενός πάγιου του ενεργητικού όπου είναι μεμονωμένο γεγονός. Είναι προτιμότερο για τον λήπτη αποφάσεων η ελεύθερες ταμειακές ροές να προκύπτουν από τις εργασίες της επιχείρησης, μια και αυτό δείχνει ότι ο οργανισμός έχει τις δυνατότητες να συνεχίσει την απρόσκοπτη λειτουργία του.

Ελεύθερες ταμειακές ροές μετα απο μερίσματα

Το ποσό των ελευθέρων ταμειακών ροών που μένει μετα την πληρωμή των μερισμάτων στους μέτοχους μας δίνει την πληροφορία κατά ποσό η εταιρία έχει την δυνατότητα να πληρώνει μερίσματα στους μέτοχους μέσα από τις ελεύθερες ταμειακές ροές της η καταφεύγει στον δανεισμό για να εκπληρώσει την υποχρέωση της. Στην περίπτωση που χρειαστεί να δανειστεί και αυτό σαν γεγονός επαναλαμβάνεται κάθε χρήση, είναι μια ένδειξη ότι η επιχείρηση θα πρέπει πιθανόν να αλλάξει την μερισματική της πολιτική.

Όλη αυτή η ανάλυση που προηγήθηκε μας δίνει την δυνατότητα να καταλάβουμε ότι μεταβολές στην παρουσία της κατάστασης ταμειακών ροών μας έχει σαν αποτέλεσμα να λαμβάνουμε καλύτερη και ποιο ουσιαστική πληροφόρηση για την οικονομική κατάσταση μια επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μετα από μια συνοπτική παρουσίαση των αρχών της λογιστικής, του εννοιολογικού πλαισίου που είναι κοινός αποδεκτό προκειμένου να έχουμε ίδια βάση συζήτησης οι συντάκτες αλλά και οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, καθώς και την κατάσταση των ταμειακών ροών ως μέρος των δημοσιευμένων καταστάσεων ενός οργανισμού, θα συνεχίσουμε με τις μεθόδους αποτίμησης των επιχειρήσεων που είναι ευρέως διαδεδομένοι και θα δώσουμε ιδιαίτερη έμφαση στις ελεύθερες ταμειακές ροές. Οι κυριότεροι μέθοδοι που θα παρουσιάσουμε είναι α)προεξόφλησης μερισμάτων β)ελευθέρων ταμειακών ροών γ)σχετικής αποτίμησης πολλαπλασιαστών δ) οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Οι μαθηματικοί τύποι που θα παρουσιαστούν στο κεφάλαιο αυτό είναι από το βιβλίο του Κου Παναγιώτη Αρτίκη (Διαχείριση Αξίας και Κίνδυνου 2014)

4.1 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

Με το παρόν υπόδειγμα η αποτίμηση μιας επιχείρησης βασίζεται στα μερίσματα που δίνει στους μέτοχους της ένας οικονομικός οργανισμός. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να αναφερόμαστε στο μέρος της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από τους μέτοχους και όχι στο σύνολο της. Ουσιαστικά το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων υπολογίζει μέρος της αξίας μια και η επιχείρηση χρηματοδοτείται από μέτοχους και από λοιπούς χρηματοδότες.

4.1.1Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων

Δεδομένου ότι ο σκοπός της αγοράς μιας μετοχής είναι η επένδυση που θα αποφέρει όφελος στον ιδιοκτήτη της και ότι τα οφέλη αυτά είναι τα μερίσματα που θα εισπραχθούν σε βάθος χρόνου, τότε η αξία μιας μετοχής είναι η παρούσα αξία των μερισμάτων που θα καταβληθούν

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1 + k_s)^t}$$

V_0 = αξία μετοχής

DPS_t = Προβλεπόμενα μερίσματα ανά μετοχή

K_s = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα είναι κοινός αποδεκτό και βάση για να προκύψουν νέα υποδείγματα αποτίμησης. Έχει πιστωθεί γενικά στον Williams ωστόσο χρειάζεται δεδομένα σε μελλοντική βάση που το καθιστούν μη εφαρμόσιμο στην πράξη.

4.1.2 Υπόδειγμα μερισματικής απόδοσης

το υπόδειγμα αυτό είναι κατασκευασμένο με τέτοιο τρόπο ώστε να αποτιμά μετοχές μιας επιχείρησης με σταθερά μερίσματα και σταθερό κόστος κεφαλαίου. Συνεπώς με βάση τον τύπο που ακολουθεί η αξία μιας μετοχής είναι το πηλίκο των μερισμάτων προς το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Αν στην θέση των μερισμάτων ανά μετοχή της επομένης περιόδου βάλουμε το συνολικό μέρισμα της επομένης περιόδου τότε το υπόδειγμα θα παρουσιάζεται με τον παρακάτω τρόπο.

$$V_0 = DPS/K_s$$

4.1.3 υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων (GORDON)

Το υπόδειγμα Gordon χρησιμοποιείται στην αποτίμηση της μετοχής μιας επιχείρησης που ουσιαστικά διανέμει μερίσματα με έναν αύξοντα ρυθμό ο οποίος θα διατηρηθεί στο διηνεκές.

$$V_0 = DPS_1 / (K_s - g)$$

V_0 = αξία μετοχής

DPS = μερίσματα ανά μετοχή στην επόμενη περίοδο

K_s = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

g = ρυθμός αύξησης μερισμάτων στο διηνεκές

Η χρήση του παρόντος υποδείγματος προτείνεται σε επιχειρήσεις που έχουν σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Η έννοια της σταθερής ανάπτυξης συνεπάγεται όμως δυο παραδοχές ότι α) όταν αυξάνεται στο διηνεκές η καταβολή μερισμάτων θα πρέπει να αυξάνεται με το ίδιο τρόπο και η επίδοση της επιχείρησης β) ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης θα πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Και οι δυο παραπάνω παραδοχές είναι θεωρητικές και δύσκολα αποδέκτες από τους αναλυτές.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων είναι ιδιαίτερα ευαίσθητο στον παράγοντα ρυθμό ανάπτυξης. Προτείνεται σε περιπτώσεις όπου οι εταιρίες έχουν ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης χαμηλότερο ή ίσο με αυτό της οικονομίας και έχουν σαν πολιτική της επιχείρησης την διανομή μερισμάτων στο διηνεκές.

4.1.4 Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων

Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων περιλαμβάνει τα χαρακτηριστικά των υποδειγμάτων προεξόφλησης μερισμάτων και του υποδείγματος ανάπτυξης μερισμάτων και υποθέτει ότι η ανάπτυξη πραγματοποιείται σε δυο περιόδους. Στην πρώτη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης δεν είναι σταθερός και στην δεύτερη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός και μπορεί να διατηρηθεί στο διηνεκές. Αποτέλεσμα των παραπάνω είναι η αξία μιας μετοχής να είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των μερισμάτων στην περίοδο με τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και της παρούσας αξίας με τον σταθερό ρυθμό ανάπτυξης.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{DPS_t}{(1 + k_{s,hg})^t} + \frac{V_n}{(1 + k_{s,hg})^n}$$

V_0 = αξία μετοχής

DPS = μερίσματα ανά μετοχή για τ χρονιά

K_s, h_g = κόστος μετοχικού κεφαλαίου υψηλού ρυθμού ανάπτυξης

V_n =τερματική αξία μετοχής

Οπού η τερματική αξία μετοχής υπολογίζεται με τον παρακάτω τρόπο

$$V_n = \frac{DPS_{n+1}}{(K_s, st - g_n)}$$

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα παρόλο που θεωρείται ποιο διευρυμένο έχει τις εξής αντικειμενικές δυσκολίες όσο αναφορά την χρήση του. α) Δεν είναι εύκολο να προσδιοριστεί η χρονική διάρκεια της μεγάλης ανάπτυξης. -Παρόλο που έχουν αναπτυχθεί μοντέλα ποιοτικά που δίνουν μια απάντηση σε αυτό ωστόσο δεν έχουν πρακτική εφαρμογή-. β) μεταξύ των δυο περιόδων αναφοράς, αλλάζει απότομα ο ρυθμός ανάπτυξης σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης. Αυτό στην πραγματική οικονομία είναι δύσκολο να συμβεί. Το ποιο πιθανό είναι μια ομαλή μετάβαση από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης σε ποιο χαμηλό ρυθμό. γ) Θα πρέπει να υπολογίσουμε ότι υπάρχουν και οικονομικοί οργανισμοί που για κάποιο χρονικό διάστημα δεν διανέμουν μερίσματα η εάν διανέμουν είναι πολύ λιγότερα από αυτά που θα έπρεπε να δώσουν, με αποτέλεσμα η χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου να μας οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα. Παρόλα αυτά υπάρχουν περιπτώσεις επιχειρήσεων όπως πχ εταιρίες που έχουν στην κατοχή τους δικαιώματα ευρεσιτεχνίας και εταιρίες σε ολιγοπολιακές αγορές που απολαμβάνουν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης τα πρώτα χρόνια οπότε το μοντέλο δυο περιόδων μπορεί να χρησιμοποιηθεί με επιτυχία.

4.1.5 Υπόδειγμα Η

Το συγκεκριμένο μοντέλο ανάπτυξης περιλαμβάνει δυο περιόδους ανάπτυξης. Στην πρώτη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης είναι υψηλός και μειώνεται γραμμικά με την πάροδο του χρόνου και ακολουθεί η δεύτερη περίοδο οπού έχουμε σταθερό ρυθμό ανάπτυξης. Το υπόδειγμα παρουσιάστηκε από τους FULLER AND HSIA.

$$V_0 = \frac{DPS_0 \cdot (1 + g_n)}{(k_s - g_n)} + \frac{DPS_0 \cdot H \cdot (g_a + g_n)}{(k_s - g_n)}$$

V_0 = Αξια μετοχής σήμερα

DPS_0 = μερίσματα ανά μετοχή σήμερα

K_s = κόστος μετοχικού κεφαλαίου

g_a = ρυθμός ανάπτυξης αρχικά

g_n = ρυθμός ανάπτυξης δεύτερης περιόδου μετά τα δυο έτη

Το παραπάνω υπόδειγμα όπως όλα τα υποδείγματα έχει δυσκολίες του στην εφαρμογή του. Συγκεκριμένα το υπόδειγμα αναφέρεται σε μια γραμμική μείωση ανάπτυξης που είναι αρκετά θεωρητικό σαν γεγονός να συμβεί στην πραγματικότητα και δεύτερον στην υπόθεση ότι ο δείκτης διανομής κερδών είναι σταθερός κατά την διάρκεια των δυο περιόδων ανάπτυξης πράγμα αντιφατικό καθώς όσο οι ρυθμοί ανάπτυξης μειώνονται ο δείκτης διανομής κερδών αυξάνεται.

4.1.6 Υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων

Τελευταίο υπόδειγμα αποτίμησης για το συγκεκριμένο κεφάλαιο που αναφέρεται σε μερίσματα, ως τρόπου αποτίμησης των επιχειρήσεων, είναι το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων. Συγκεκριμένα το υπόδειγμα αυτό περιλαμβάνει την πρώτη περίοδο με υψηλή ανάπτυξη μια ενδιάμεση περίοδο όπου ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και την τρίτη περίοδο όπου ο ρυθμός ανάπτυξης είναι σταθερός στο διηνεκές. Συνεπώς η αξία της μετοχής είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας των αναμενομένων μερισμάτων κατά την διάρκεια των τριών περιόδων.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n^1} \frac{EPS_0 \cdot (1 + g_a)^t \cdot POR_a}{(1 + k_{s,hg})} + \sum_{t=n^1+1}^{t=n^2} \frac{DPS_t}{(1 + k_{s,t})^t} + \frac{EPS_{n^2} \cdot (1 + g_n) \cdot POR_n}{(k_{s,st} - g_n) \cdot (1 + r)^n}$$

EPS = Κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο t

DPS =μέρισμα ανά μετοχή στο χρόνο t

G_a = ποσοστό ανάπτυξης περιόδου υψηλής ανάπτυξης

G_n = ποσοστό ανάπτυξης περιόδου σταθερής ανάπτυξης

$PORa$ = Δείκτης διανομής κερδών την περίοδο υψηλής ανάπτυξης

POR_n = Δείκτης διανομής κερδών περιόδου σταθερής ανάπτυξης

$K_{s,hg}$ = κόστος μετοχικού κεφαλαίου περιόδου υψηλής ανάπτυξης

$K_{s,t}$ = κόστος μετοχικού κεφαλαίου την περίοδο της μετάβασης

$K_{s,st}$ = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου σταθερής ανάπτυξης

r = Απαιτούμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα έχει την δυνατότητα για ποιο λεπτομερή προσέγγιση της αξίας μιας μετοχής ωστόσο όμως απαιτεί πολύ περισσότερα δεδομένα για τον υπολογισμό της με αποτέλεσμα να υπάρχει αντικειμενική δυσκολία στην συλλογή τους και μια λάθος εκτίμηση ενός δείκτη θα οδηγήσει σε λανθασμένα αποτελέσματα.

4.2 ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Στην ανάλυση που προηγήθηκε αναφερθήκαμε στην προεξόφληση μερισμάτων ως μέθοδος αποτίμησης. Ωστόσο όμως τα μερίσματα δεν είναι το μοναδικό εισόδημα που λαμβάνει ο μέτοχος από την επιχείρηση σαν αποτέλεσμα της επένδυσης του. Όποτε θα προσπαθήσουμε να αναλύσουμε μια άλλη μέθοδο αποτίμησης που βασίζεται στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Το συγκεκριμένο υπόδειγμα έχει δυο εκδοχές. Η πρώτη είναι ελεύθερη ταμειακή ροή προς τους μέτοχους (FREE CASH FLOW TO EQUITE) και η δεύτερη είναι η ελεύθερη ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FREE CASH FLOW TO FIRM).

4.2.1 ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ ΠΡΟΣ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΟΥΣ

Ελεύθερη ταμειακή ροή προς τους μέτοχους ορίζεται η ταμειακή ροή που απομένει σε μια επιχείρηση μετά την ικανοποίηση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι πληρωμές δάνειων, των κεφαλαιουχικών δαπανών και οι πληρωμές για την δημιουργία κεφαλαίου κίνησης. Η ταμειακή ροή που απομένει μετά από αυτές τις πληρωμές είναι και τα διαθέσιμα για τα μερίσματα και αγορά ιδίων μέτοχων της εταιρίας.

Συνοπτικά :

Υπολειμματική ταμειακή ροή= Καθαρά κέρδη – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – Αποσβέσεις) – (Μεταβολές μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης) + (Νέα δάνεια – πληρωμές δάνειων)

Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες περιλαμβάνουν αγορές παγίων στοιχείων καθώς και εξαγορές επιχειρήσεων και σαν εκροές που είναι αφαιρούνται από τα κέρδη της επιχείρησης. Οι αποσβέσεις παγίων σαν ποσό μεταφέρεται τμηματικά στα αποτελέσματα χρήσης και ουσιαστικά προστίθεται στα κέρδη επειδή είναι μη ταμειακά έξοδα. Η διαφορά μεταξύ των κεφαλαιουχικών δαπανών και των αποσβέσεων είναι η καθαρή κεφαλαιουχική δαπάνη της επιχείρησης.

Οι αυξήσεις του κεφαλαίου κίνησης αποτελούν ταμειακές εκροές και αντίστροφα οι μειώσεις του κεφαλαίου κίνησης είναι ταμειακές εισροές για τους μέτοχους. Το φαινόμενο της αύξησης του κεφαλαίου κίνησης είναι συνηθισμένο σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια ανάπτυξης του χωρίς να είναι δεσμευτικό όμως αυτό.

Τέλος η πληρωμή των δάνειων αποτελεί ταμειακή εκροή για μια επιχείρηση και αντίστοιχα η έκδοση ενός δάνειου αποτελεί ταμειακή εισροή για την επιχείρηση. Όπως στις κεφαλαιουχικές δαπάνες έτσι και στις μεταβολές του κεφαλαίου κίνησης σημασία έχει η διαφορά μεταξύ των εισροών και των εκροών.

Στην περίπτωση όπου ο οικονομικός οργανισμός έχει πέρα από το κοινό μετοχικό κεφάλαιο έχει και προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο η παραπάνω εξίσωση της υπολειμματικής αξίας μπορεί να γραφεί και ως εξής

Υπολειμματική ταμειακή ροή= Καθαρά κέρδη – (κεφαλαιουχικές δαπάνες – Αποσβέσεις) – (Μεταβολές μη ταμειακού κεφαλαίου κίνησης) – (προνομιούχο μέρισμα + νέο προνομιούχο μετοχικό κεφαλαίο) + (Νέα δάνεια –πληρωμές δάνειων)

4.2.1.1 Μερίσματα και διανομή τους σύμφωνα με τα FREE CASH FLOW TO EQUITE

Σε προηγούμενο κεφαλαίο της εργασίας θεωρήσαμε ότι η επιχείρηση προσφέρει ως αντάλλαγμα για την επένδυση του μέτοχου το μέρισμα. Αυτό σαν γεγονός είναι σωστό ωστόσο άλλοτε τα μερίσματα που διανέμονται είναι μεγαλύτερα από τις ταμειακές ροές, ίσα, η και μικρότερα από τις υπολειμματικές ταμειακές ροές. Αυτό συμβαίνει για τέσσερις λόγους.

A) Οι επιχειρήσεις για λόγους σταθερότητας ακόμα και αν αυξάνονται τα κέρδη και οι ταμειακές ροές τους δεν είναι διατεθειμένες να αυξήσουν τη διανομή μερισμάτων γιατί δεν γνωρίζουν εάν θα έχουν την δυνατότητα και στο μέλλον να διατηρήσουν τα αυξημένα μερίσματα. Αυτό οδηγεί σε μια χρονική υστέρηση μεταξύ κερδών και μερισμάτων που θα συνεχίσει να υφίσταται για λόγους ασφάλειας.

B) Οι ανάγκες για επενδύσεις σε πάγιο εξοπλισμό σαν αποτέλεσμα της πολιτικής ενός οργανισμού μπορεί να οδηγήσει την διοίκηση στην απόφαση να παρακρατήσει μέρος των διαθέσιμων για να εκπληρώσει τα σχέδια της. Αυτό έχει σαν Αποτέλεσμα την διανομή μερισμάτων λιγότερων από τις υπολειμματικές ταμειακές ροές.

Γ) Σε πολλές χώρες συμπεριλαμβανομένου και της Ελλάδας τα μερίσματα φορολογούνται επιπλέον των κερδών μιας επιχείρησης με αποτέλεσμα την συγκεκριμένη χρονική περίοδο να αποφεύγεται η διανομή μερισμάτων στους μέτοχους για να μην έχουν επιπλέον επιβάρυνση.

Δ) τέλος οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τα μερίσματα σαν μέθοδο αποστολής μηνυμάτων στην αγορά και στους μέτοχους, σχετικά με τις μελλοντικές τους επιδιώξεις. Συνήθως όταν μια επιχείρηση διανέμει μερίσματα έχει θετικό αντίκτυπο στην αγορά και αντίστροφα αποτελέσματα στην περίπτωση μείωσης της διανομής.

4.2.1.2 Υποδείγματα FREE CASH FLOW TO EQUITY

Το υπόδειγμα των υπολειμματικών ταμειακών ροών δεν έχει μεγάλη διαφορά σε σχέση με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Το πρώτο προεξοφλεί ταμειακές ροές και το δεύτερο μερίσματα. Έτσι παρατηρείται και μια ομοιότητα και στα επιμέρους υποδείγματα όπως θα δούμε παρακάτω. Συγκεκριμένα :

4.2.1.3 Υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης FCFE

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα προκύπτει σαν το ηλίκο μεταξύ των προβλεπόμενων υπολειμματικών ροών στον επόμενο χρόνο προς κόστος του μετοχικού κεφαλαίου κίνησης και του συντελεστή ανάπτυξης των ταμειακών ροών

$$V_0 = \text{FCFE} / (K_s - G)$$

V_0 = αξία μετοχής

FCFE = προβλεπόμενη FCFE το επόμενο χρόνο

K_s = κόστος μετοχικού κεφαλαίου

G = συντελεστής ανάπτυξης FCFE στο διηνεκές

Το υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης της FCFE είναι παρόμοιο με το υπόδειγμα ανάπτυξης του GORDON και προτείνεται σε περιπτώσεις όπου οι επιχειρήσεις αναπτύσσονται με ένα ρυθμό χαμηλότερο ή ίσο τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας. Επίσης παρουσιάζει μεγάλη αξιοπιστία σε περιπτώσεις όπου η επιχείρηση διανέμει μερίσματα που είναι σημαντικά χαμηλότερα από τις FCFE. Αν η επιχείρηση είναι σταθερή και διανέμει τη FCFE σαν μερίσματα, η αποτίμηση του υποδείγματος θα είναι ίδια με την αντίστοιχη του υποδείγματος ανάπτυξης του GORDON.

4.2.1.4 Υπόδειγμα δυο περιόδων FCFE

Το συγκεκριμένο υπόδειγμα δυο περιόδων κάνει τις ίδιες υποθέσεις με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων. Συγκεκριμένα είναι το άθροισμα της παρούσας αξίας της ετήσιας FCFE για την περίοδο της υπερβολικής ανάπτυξης πλεον την παρούσα αξία της τερματικής αξίας στο τέλος της περιόδου. Η διαφορά τους

είναι ότι στο πρώτο υπόδειγμα μιλάμε για μερίσματα και στο δεύτερο για υπολειμματικές ταμειακές ροές.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+k_s)^t} + \frac{V_n}{(1+k_s)^n}$$

FCFE =Υπολειμματική ταμειακή ροή προς μετόχους την περίοδο t

Vn = Τιμή στο τέλος της περιόδου υπερβολικής ανάπτυξης

Ks = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

4.2.1.5 Υπόδειγμα τριών περιόδων FCFE

Το υπόδειγμα των τριών περιόδων ανάπτυξης ουσιαστικά είναι κάτι αντίστοιχο με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων βασίζεται στις ίδιες παραδοχές και θεωρεί ότι η επιχείρηση ξεκινάει από ένα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης που σταδιακά μειώνεται. Σαν υπόθεση εργασίας είναι λογικό να θεωρήσουμε ότι μια επιχείρηση στο πρώτο στάδιο της υψηλής ανάπτυξης οι κεφαλαιουχικές της δαπάνες είναι μεγαλύτερες από τις αποσβέσεις. Στο δεύτερο στάδιο αρχίζει να μειώνεται η διαφορά και στο τρίτο στάδιο θα είναι ακόμα χαμηλότερη λόγω του χαμηλότερου ρυθμού ανάπτυξης.

Σχηματικά παρουσιάζεται το υπόδειγμα με τον παρακάτω τρόπο.

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=N1} \frac{FCFE_t}{(1+k_{s,hg})^t} + \sum_{t=N1+1}^{t=N2} \frac{FCFE_t}{(1+k_{s,t})^t} + \frac{V_{N2}}{(1+k_{s,st})^N}$$

FCFE =Υπολειμματική ταμειακή ροή προς μετόχους την περίοδο t

Vn2 = Τερματική αξία στο τέλος της μεταβατικής περιόδου

Ks = Κόστος μετοχικού κεφαλαίου

N1 = τέλος περιόδου υψηλής ανάπτυξης

N2 = τέλος μεταβατικής περιόδου

4.2.2 ΥΠΟΛΕΙΜΑΤΙΚΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΠΡΟΣ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Στην αποτίμηση επιχειρήσεων η υπολειμματική ταμειακή ροή που χρησιμοποιείται είναι μετά από φόρους και από επανεπενδύσεις και πριν από πληρωμές δάνειων. Συγκρίνοντας τον παραπάνω ορισμό με την υπολειμματική ταμειακή ροή προς τους μέτοχους βλέπουμε ότι η διαφορά είναι στην πληρωμή των δάνειων.

Σχηματικά :

Υπολειμματική ταμειακή ροή προς επιχείρηση = Κέρδη προ φορών και τόκων (1- συντελεστή φορολογίας) + Αποσβέσεις –κεφαλαιουχικές δαπάνες –μεταβολή στο κεφαλαίο κίνησης

Όπως μπορούμε να παρατηρήσουμε δεν συμπεριλαμβάνονται οι πληρωμές των δάνειων στην συγκεκριμένη μέθοδο και επίσης δεν συμπεριλαμβάνεται το φορολογικό όφελος από τους τόκους. Το υπόδειγμα FCFF παρέχει καλύτερη πληροφόρηση σε εταιρίες που έχουν υψηλό βαθμό δανειακής επιβάρυνσης. Παρ όλα αυτά έχει και αρκετά μειονεκτήματα. Συγκεκριμένα:

A) παρουσιάζει αρκετή δυσκολία στον υπολογισμό της και στην συλλογή των πληροφοριών για την σύνταξη της

B) είναι λιγότερο κατανοητό σε σχέση με το υπόδειγμα των υπολειμματικών ταμειακών ροών προς τους μέτοχους και αυτό γιατί οι αναλυτές ενδιαφέρονται για τις ταμειακές ροές μετά την πληρωμή των δάνειων μια και αυτή σαν πληρωμή θεωρείται εκροή.

Γ) οι ταμειακές ροές προ πληρωμής δάνειων μπορεί να παρουσιάσουν μια εικόνα της επιχείρησης που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα και δεν δίνει την πληροφόρηση στον αναλυτή για την δυνατότητα της συνεχιζόμενης δραστηριότητας.

Τέλος ο υπολογισμός δεικτών δάνειων στο κόστος κεφαλαίου προκειμένου να συμπεριληφθεί η δανειακή επιβάρυνση απαιτεί υποθέσεις που μπορεί να γίνουν μόνο σε θεωρητικό επίπεδο.

4.2.2.1 Υπόδειγμα κόστους κεφαλαίου

Η αξία μιας επιχείρησης είναι η παρούσα αξία της υπολειμματικής ταμειακής ροής προς την επιχείρηση με συντελεστή προεξόφλησης το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Στην αξία αυτή συμπεριλαμβάνεται το όφελος από τόκους.

4.2.2.2 Υπόδειγμα σταθερής ανάπτυξης

Μια επιχείρηση που αναπτύσσεται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης θα μπορούσε να αποτιμηθεί με το παρακάτω υπόδειγμα

$$V_0 = \text{FCFF}/(\text{WACC}-G_n)$$

V_0 = αξία επιχείρησης

FCFF υπολειμματική ταμειακή ροή στην επιχείρηση

WACC = Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

G_n = ρυθμός ανάπτυξης FCFF διηλεκώς

Για να χρησιμοποιηθεί το παραπάνω υπόδειγμα θα πρέπει να συντρέχουν δυο προϋποθέσεις. 1) Ο ρυθμός ανάπτυξης πρέπει να είναι μικρότερος ή ίσος με τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και 2) ο δείκτης επανεπένδυσης θα πρέπει να είναι συνεπής με τις υποθέσεις της σταθερής ανάπτυξης.

4.2.2.3 υπόδειγμα δυο περιόδων ανάπτυξης

Το παρόν υπόδειγμα είναι μια παραπλήσια προσέγγιση του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων. Στην πρώτη περίοδο η επιχείρηση καταφέρνει να πέτυχει ένα συγκεκριμένο επίπεδο ανάπτυξης και στο δεύτερο στάδιο αναπτύσσεται με ένα σταθερό ρυθμό ανάπτυξης

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC}_{hg})^t} + \frac{[(\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC}_{st}-g_n)]}{(1 + \text{WACC})^n}$$

Υπόδειγμα τριών περιόδων ανάπτυξης

Στο υπόδειγμα τριών περιόδων ανάπτυξης έχουμε μια πρώτη περίοδο υψηλής ανάπτυξης μια δεύτερη περίοδο μειωμένης ανάπτυξης και μια τρίτη περίοδο σταθερής ανάπτυξης. Σαν υπόδειγμα έχει άμεση σχέση με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων

Συγκεκριμένα:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_{hg})^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{[(FCFF_{n2+1}/(WACC_{st}-g_n)]}{(1+WACC)^n}$$

4.2.2.4 Υπόδειγμα προσαρμοσμένης παρούσας αξίας

Τέλος στην ανάλυση των υπολειμματικών ταμειακών ροών προς την επιχείρηση θα αναφερθούμε στο υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας που αποτελείται από τρία στάδια. Στο πρώτο υπολογίζεται η αξία μιας επιχείρησης χωρίς δανειακή επιβάρυνση και προεξοφλεί τη υπολειμματική αξία της επιχείρησης με συντελεστή προεξόφλησης το κόστος του μετοχικού κεφάλαιου. Στο δεύτερο στάδιο υπολογίζουμε τα αναμενόμενο φορολογικό όφελος από ένα δεδομένο επίπεδο δάνειων. Αυτό το όφελος είναι συνάρτηση του συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης και του ύψους των δάνειων. Στο τρίτο στάδιο υπολογίζουμε πως επηρεάζει συγκεκριμένο επίπεδο δάνειων τον πιστωτικό κίνδυνο της επιχείρησης και το αναμενόμενο κόστος πτώχευσης.

Συνοπτικά η εξίσωση είναι

$$V = FCFF_0(1+g)/(p-g) + t^*D - \pi^*BC$$

FCFF = τρέχουσα λειτουργική ταμειακή ροή μετρά φόρων

P = κόστος ιδίων κεφαλαίων χωρίς δάνεια

g = προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης

t = οριακός συντελεστής φορολογίας

D = δάνεια

π = αδυναμία πληρωμής μετά από δανεισμό

BC = παρούσα αξία πτώχευσης

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η αξία μιας επιχείρησης σύμφωνα με το υπόδειγμα της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας υπολογίζεται προσθέτοντας την καθαρή επίδραση των δάνειων στην αξία της επιχείρησης χωρίς δάνεια. Στην εκδοχή του υποδείγματος του κόστους κεφάλαιού οι επιδράσεις των δάνειων εμφανίζονται στο κόστος κεφάλαιού και στο κόστος πτώχευσης. Τα δυο υποδείγματα δεν καταλήγουν υποχρεωτικά στα ίδια συμπεράσματα μια και έχουν διαφορετική προσέγγιση του κόστους πτώχευσης και του φορολογικού οφέλους από την δανειακή επιβάρυνση.

4.3 ΣΧΕΤΙΚΗ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Μετα από μια συνοπτική παρουσίαση της μεθόδου προεξόφλησης μερισμάτων, καθώς και της μεθόδου για την προεξόφλησης ταμειακών ροών, θα συνεχίσουμε με μια μέθοδο που είναι διαδεδομένη και αποδεκτή από την επιστημονική κοινότητα και τους αναλυτές και χρησιμοποιείται ευρέως στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Η σχετική αποτίμηση υπολογίζει την αξία μιας επιχείρησης με βάση αποτιμήσεις ομοειδών επιχειρήσεων. Δυο είναι τα βασικά της στοιχεία 1) η χρήση των πολλαπλασιαστών κερδών, λογιστικών αξιών και εσοδών 2) η συσχέτιση της επιχείρησης με ομοειδείς επιχειρήσεις του κλάδου και της αγοράς.

Η σχετική αποτίμηση παρουσιάζει πλεονεκτήματα που δεν συναντάμε σε άλλες μεθόδους αποτίμησης όπως η ευκολία στην χρήση και παρουσίαση της στο ευρύ κοινό. Το γεγονός ότι δεν χρειάζεται να γίνουν τόσες πολλές υποθέσεις όπως σε άλλα υποδείγματα και ότι τα αποτελέσματα που δίνει βασίζονται σε πραγματικά δεδομένα από τις οικονομικές καταστάσεις. Από τη άλλη πλευρά το υπόδειγμα αγνοεί παράγοντες όπως ο κίνδυνος, η ανάπτυξη της οικονομίας και της επιχείρησης, την δυ-

νατότητα να παράγει ταμειακές ροές καθώς και την προοπτική συνέχισης δραστηριότητας. Επίσης η σύγκριση με ομοειδές επιχειρήσεις σαν βάση υπολογισμού δεν αποκλείει υποκειμενικότητα στα αποτελέσματα που θα καταλήξουμε. τέλος στην σχετική αποτίμηση χρησιμοποιούνται υποθέσεις στο υπόδειγμα που τις κάνει επιρρεπή σε χειραγώγηση.

Όπως προαναφέραμε οι πολλαπλασιαστές είναι βασικό συστατικό της σχετικής αποτίμησης. Ωστόσο η χρήση του μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα. Για να αποφύγουμε την λανθασμένη χρήση θα πρέπει να έχουμε υπόψη τα παρακάτω α) ο πολλαπλασιαστής που θα χρησιμοποιηθεί έχει οριστεί με ομοιόμοφο τρόπο μια και υπάρχουν πολλές εκδοχές για κάθε μαθηματικό τύπο. πχ τα κέρδη ανά μετοχή μπορεί να ανάγονται σε διαφορετική χρονική περίοδο. β) η γνώση της κατανομής του πολλαπλασιαστή μεταξύ των επιχειρήσεων του κλάδου αλλά και της αγοράς. Θα πρέπει δηλαδή να έχουμε επίγνωση του γεγονότος εάν ο δείκτης είναι υψηλός η χαμηλός με βάση τη κατάσταση της επιχείρησης και της οικονομίας. γ) οι υποθέσεις που θα χρησιμοποιήσουμε, επειδή δεν είναι άμεσες όπως στην κατάσταση ταμειακών ροών αλλά έμμεσες καθορίζουν τον τρόπο που θα επιλέξουμε τον πολλαπλασιαστή αλλά και τα αποτελέσματα που θα λάβουμε από την επεξεργασία του και δ) τέλος η επιλογή των επιχειρήσεων που θα κάνουμε για να προχωρήσουμε στην σύγκριση και οι διάφορες που θα έχουν μεταξύ τους είναι πολύ σημαντικός παράγοντας μια και όποια υπόθεση και να κάνουμε καμία επιχείρηση δεν μπορεί να είναι ίδια με κάποια άλλη. Ακόμα και αν αυτό συμβαίνει με βάση τα θεμελιώδη οικονομικά στοιχεία δεν έχουμε την εσωτερική πληροφόρηση που θα μας δώσει μια εικόνα για τις μελλοντικές προοπτικές ενός οργανισμού και τον κίνδυνο που αναλαμβάνει στις επενδύσεις της.

Στην συνέχεια θα προχωρήσουμε την ανάλυση μας με μια παρουσίαση των πιο γνωστών πολλαπλασιαστών κερδών, λογιστικών αξιών και εσόδων

4.3.1 Δείκτης τιμής προς κέρδη

Σύμφωνα με το δείκτη αυτόν η ΤΙΜΗ/ΚΕΡΔΗ είναι το πηλίκο με αριθμητή την τρέχουσα τιμή της μετοχής και παρανομαστή έχουμε τα κέρδη ανά μετοχή.

$$PE = \text{ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ} / \text{ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}$$

Η βασική δυσκολία αν και σαν δείκτης είναι από τους πιο αναγνωρίσιμους και ευρέως χρησιμοποιούμενους είναι ότι υπάρχουν πολλές παραλλαγές για τον υπολογισμό του κέρδους ανά μετοχή. Μια εκδοχή είναι να δούμε τα κέρδη διαχρονικά αρά θα χρησιμοποιήσουμε την ιστορική μέση τιμή τους. Αποτέλεσμα αυτού είναι ότι η επιχείρηση που ο δείκτης της κυμαίνεται πάνω από τις ιστορικές τιμές του είναι υπερτιμημένη ενώ εάν κυμαίνεται κάτω είναι υποτιμημένη. Ωστόσο όμως θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι προσδιοριστικοί παράγοντες όπως επιτόκια, κίνδυνος, ρυθμός ανάπτυξης έχει επιπτώσεις στον δείκτη τιμής προς κέρδη.

Άλλη εκδοχή του δείκτη είναι η σύγκριση τιμής προς κέρδη μεταξύ χωρών με σκοπό να καταλήξουμε σε κάποιο συμπέρασμα εάν είναι υποτιμημένη η υπερτιμημένη μια αγορά. Το γεγονός όμως ότι η οικονομίες διαφορετικών χωρών έχουν τεράστιες διάφορες μεταξύ τους καθιστά το αποτέλεσμα μη σημαντικό.

Περίπτωση όμως όπου ο δείκτης που αναλύουμε έχει ιδιαίτερη αποδοχή από του λήπτες αποφάσεων είναι όταν τα κέρδη αναφέρονται σε ένα κλάδο της οικονομίας που είναι σχετικός με την επιχείρηση μας. Η επιλογή όμως του κλάδου και των επιχειρήσεων συμπεριλαμβάνει την έννοια της υποκειμενικότητας μια και επιχειρήσεις μέσα στον ίδιο κλάδο παρουσιάζουν αρκετές διάφορες στο αντικείμενο παραγωγής την πολιτική τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Ωστόσο όμως με κάποια προσεκτική προσέγγιση θα απομονώσουμε κάποιους οργανισμούς που η χρήση του δείκτη θα μας δώσει κάποια συγκρίσιμα στοιχεία.

4.3.2 Δείκτης τιμή/κέρδη προς ρυθμό ανάπτυξης

Άλλος δείκτης που χρησιμοποιείται από αναλυτές είναι η σχέση του δείκτη τιμής προς τα κέρδη με τον ρυθμό ανάπτυξης. Σε περίπτωση που ο δείκτης τιμής προς κέρδη είναι χαμηλότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης είναι μια ένδειξη ότι ο επιχείρηση είναι υποτιμημένη. Στην περίπτωση που ο δείκτης είναι υψηλότερος από τον

προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης τότε είναι υπερτιμημένη. Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι Σαν δείκτης έχει κάποια πληροφοριακή βαρύτητα αλλά δεν είναι αυτός που θα καθορίσει την απόφαση του επενδυτή.

$PEG = \text{ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ} / \text{ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ}$

Επειδή όπως αναφέραμε πιο πάνω ο δείκτης τιμής προς κέρδη έχει πολλές διαφορετικές εκδοχές, έχει ιδιαίτερη σημασία ποια θα επιλέξουμε να χρησιμοποιήσουμε στην ανάλυση μας. Αυτό θα μας το καθορίσει ο παρανομαστής δηλαδή ο προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης. Έτσι ένα ο ρυθμός ανάπτυξης που θα χρησιμοποιήσουμε αναφέρεται σε ένα κλάδο είναι λογικό να χρησιμοποιήσουμε τον αντίστοιχο δείκτη τιμής προς κέρδη του κλάδου.

4.3.3 Πολλαπλασιαστές αξίας επιχείρησης προς EBITDA

Εκτός από τους πολλαπλασιαστές κερδών που αναφέραμε πιο πάνω θα αναφερθούμε και στο δείκτη αξίας επιχείρησης προς EBITDA. Ο συγκεκριμένος δείκτης είναι το πηλίκο της συνολικής τρέχουσας αξίας της επιχείρησης χωρίς μετρητά προς τα κέρδη προ φορών τόκων και αποσβέσεων.

$V/EBITDA = (\text{ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} - \text{ΜΕΤΡΗΤΑ})/EBITDA$

Τα τελευταία χρονιά ο δείκτης αυτός έχει αποκτήσει αρκετούς υποστηρικτές για τους εξής λόγους.

- Οι επιχειρήσεις με αρνητικά κέρδη προ φορών τόκων και αποσβέσεων είναι πολύ λιγότερες από αυτές που έχουν αρνητικά κέρδη.
- Οι διαφορετικοί τρόποι που προσεγγίζει μια επιχείρηση τον υπολογισμό των καθαρών κερδών δεν θα έχει επίπτωση στον EBITDA
- Ο πολλαπλασιαστής αξίας επιχείρησης προς EBITDA μπορεί να συγκριθεί ευκολότερα μεταξύ επιχειρήσεων με διαφορετική μόχλευση μια και τα στοιχεία που χρησιμοποιούμε είναι η αξία της επιχείρησης και τα κέρδη προ τόκων φορών και αποσβέσεων.

4.3.4 Δείκτης τιμής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων

Ο δείκτης τιμής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων είναι το πηλίκο της τρέχουσας τιμής της μετοχής προς την λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων ανά μετοχή.

Δ.Τ.Π.Λ.Α.Ι.Κ. = ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ / ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι η διαφορά του ενεργητικού και των υποχρεώσεων. Το ενεργητικό είναι η τιμή κτήσης μείον τις αποσβέσεις. Ως αξία των υποχρεώσεων θεωρούμε ότι είναι οι ανεξόφλητες υποχρεώσεις. Η λογιστική αξία του ενεργητικού αποδίδει το αρχικό κόστος και μπορεί να έχει διαφορά από την αγοραία αξία εάν το ενεργητικό έχει μεταβολές στην δυνατότητα παραγωγής κέρδους.

Παρόλο που ο δείκτης είναι ουσιαστικός και χρήσιμος ενδέχεται να μας δώσει λάθος αποτελέσματα. Αυτό θα συμβεί επειδή η επιχείρηση έχει πολλές κατηγορίες μέτοχων και η τιμή ανά μετοχή θα διαφέρει και γιατί η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων είναι δύσκολο να μοιραστεί μεταξύ των μέτοχων.

Ο δείκτης τιμής προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων μπορεί να τροποποιηθεί έτσι ώστε να λύσει κάποια από τα προβλήματα που έχει. συγκεκριμένα:

ΔΤΠΛΑΙΚ= ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ/ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

4.3.5 Δείκτης αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων

Με βάση τον προηγούμενο δείκτη, χρησιμοποιήθηκε η τρέχουσα και η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Με βάση τον δείκτη αξία προς λογιστική αξία κεφαλαίων χρησιμοποιούμε την αξία της επιχείρησης και την λογιστική αξία των κεφαλαίων της επιχείρησης. Ειδικότερα ο δείκτης είναι το πηλίκο της αγοραίας αξίας ιδίων κεφαλαίων και δάνειων προς την λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων και δάνειων.

Δ.Α.Π.Λ.Α.Κ.= ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ /ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ

Ο δείκτης αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων μπορεί να συγκριθεί μεταξύ επιχειρήσεων και να μας δώσει κάποια συμπεράσματα. Γενικά επιχειρήσεις με υψηλές

αποδόσεις κεφαλαίου έχουν υψηλούς δείκτες αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων ενώ επιχειρήσεις με χαμηλή απόδοση κεφαλαίου θα έχουν χαμηλούς δείκτες αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων. Στο ενδεχόμενο όπου οι δείκτες τιμής προς λογιστικής αξίας ιδίων κεφαλαίων και αξίας προς λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων δίνουν το ίδιο αποτέλεσμα, η χρήση του δείκτη αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων είναι καλύτερη σε επιχειρήσεις που έχουν υψηλό δείκτη μόχλευσης. τέλος ο δείκτης αξίας προς λογιστική αξία κεφαλαίων μπορεί να χρησιμοποιηθεί και σε επιχειρήσεις που έχουν αρνητική λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων.

4.3.6 Δείκτης αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης (Tobins)

Ο JAMES TOBIN παρουσίασε έναν δείκτη που συσχετίζει την αγοραία αξία του ενεργητικού με το κόστος αντικατάστασης του στοιχείου του ενεργητικού. Παρόλο που έχει ιδιαίτερη ερευνητική αξία δεν χρησιμοποιείται από τους αναλυτές λόγω ότι είναι πολύ δύσκολη η συλλογή των στοιχείων που χρειάζεται.

TOBIN Q= ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ / ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

Ουσιαστικά αυτό που θέλει να μεταφέρει σαν μήνυμα ο παραπάνω δείκτης είναι ότι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν το ενεργητικό τους με μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα θα έχουν δείκτη μεγαλύτερο από την μονάδα. ωστόσο έχει την αντικειμενική δυσκολία να υπολογίσει την αξία αντικατάστασης κάποιων παγίων μια και η τιμή καθορίζεται από διαφορετικούς και υποκειμενικούς παράγοντες. Ακόμη και αν η αξία αντικατάστασης είναι υπαρκτή θα χρειαστούν περισσότερες πληροφορίες για να προκύψει κάποια χρήσιμη πληροφορία από την χρήση του δείκτη του TOBIN. Τέλος ο πληθωρισμός σαν στοιχείο της οικονομίας επηρεάζει σημαντικά τον παραπάνω δείκτη και οδηγεί σε αύξηση/μείωση του κόστους αντικατάστασης του ενεργητικού ανάλογα με τον ρυθμό μεταβολής του πληθωρισμού.

4.3.7 Δείκτης τιμής προς πωλήσεις

Μετα την ανάλυση των πολλαπλασιαστών κερδών και λογιστικής αξίας που είναι ιδιαίτερα αναγνωρίσιμοι θα παρουσιάσουμε και τους πιο γνωστούς πολλαπλασιαστές εσόδων. Ένας από αυτούς είναι η ο δείκτης τιμής προς πωλήσεις και είναι το

πηλίκo της τρέχουσας αξίας ιδίων κεφαλαίων προς τα έσοδα η διαφορετικά το πηλίκo τρέχουσας τιμής μετοχής προς τα έσοδα ανά μετοχή

$$\Delta(\text{ΤΙΜΗΣ} / \text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}) = \text{ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} / \text{ΕΣΟΔΑ}$$

$$\Delta(\text{ΤΙΜΗΣ}/\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}) = \text{ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ ΜΕΤΟΧΗΣ} / \text{ΕΣΟΔΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ}$$

Ο δείκτης τιμής προς πωλήσεις παρουσιάζει θετική σχέση με το καθαρό περιθώριο κέρδους τον δείκτη διανομής και τον ρυθμό ανάπτυξης και αρνητική σχέση με τον βαθμό επικινδυνότητας της επιχείρησης. Συνεπώς όσο αυξάνεται το περιθώριο κέρδους και ο ρυθμός ανάπτυξης θα έχουμε υψηλότερο δείκτη τιμής προς πωλήσεις και όταν αυξάνεται ο κίνδυνος της επιχείρησης θα μειώνεται ο δείκτης τιμής προς πωλήσεις. Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι ο δείκτης τιμής προς πωλήσεις για έναν οργανισμό σταθερής ανάπτυξης μπορεί να προέλθει από το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων σταθερής ανάπτυξης και για μια επιχείρηση με υψηλή ανάπτυξη με το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δυο περιόδων.

4.3.8 δείκτης αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις

Ο δείκτης αξίας επιχείρησης προς πωλήσεις είναι το πηλίκo της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης αναιρουμένων των μετρητών προς τα έσοδα της

$$\Delta.Α.Ε.Π.Π = (\text{ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ} - \text{ΜΕΤΡΗΤΑ}) / \text{ΕΣΟΔΑ}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης έχει μεγαλύτερη αναγνώριση από τον δείκτη τιμής προς πωλήσεις μιας και διαιρεί την συνολική αξία μιας επιχείρησης προς τα έσοδα που παράγει. Ο δείκτης τιμής προς πωλήσεις διαιρεί την αξία μέτοχων προς τα έσοδα της. Άρα δίνει μικρότερη αξία σε οργανισμούς με υψηλή μόχλευση. Τέλος ο δείκτης αξίας προς πωλήσεις επηρεάζεται θετικά από το λειτουργικό περιθώριο μετά φόρων και αρνητικά από τον δείκτη επανεπένδυσης και το κόστος κεφαλαίου.

Συνοψίζοντας θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι δείκτες εσοδών ως πηγή πληροφόρησης οδηγούν στο συμπέρασμα ότι επιχειρήσεις που έχουν υψηλούς πολλαπλασιαστές έχουν και μεγαλύτερη αξία και αντίστροφα. Οι δείκτες αυτοί έχουν και το συγκριτικό πλεονέκτημα να μπορούν να χρησιμοποιηθούν σε πολύ μεγαλύτερο εύρος επιχειρήσεων σχετικά με τους δείκτες κερδών οπού μπορούν να λάβουν και αρ-

νητικές τιμές. Επίσης θα πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι οι δείκτες εσόδων δεν έχουν την επίδραση από τις αποσβέσεις, τα αποθέματα και τα έξοδα ερευνάς και ανάπτυξης που έχουν οι δείκτες κερδών και λογιστικής αξίας. Τέλος οι δείκτες εσόδων δεν έχουν τον ίδιο βαθμό μεταβλητότητας όπως οι υπόλοιποι δείκτες κερδών στην διάρκεια του χρόνου. Ενώ από όλα αυτά προκύπτει το συμπέρασμα ότι είναι ιδιαίτερα σημαντικοί δείκτες στην λήψη αποφάσεων θα πρέπει να θυμόμαστε πάντα ότι η ουσία της επιχείρησης είναι να δημιουργεί κέρδη και ταμειακές ροές και όχι έσοδα.

4.4 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ

Μέχρι αυτή την στιγμή έχουμε παρουσιάσει συνοπτικά τις κυριότερες μεθόδους αποτιμήσεις επιχειρήσεων δηλαδή προεξόφλησης μερισμάτων, ελευθέρων ταμειακών ροών και σχετικής αποτίμησης. Στο τελευταίο αυτό μέρος του κεφαλαίου θα δώσουμε έμφαση σε μια θεμελιώδες επιδίωξη των οικονομικών οργανισμών που είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μέτοχων και όχι των λογιστικών κερδών. Το υπόδειγμα που δίνει έμφαση σε αυτό το γεγονός είναι της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

Τα λογιστικά κέρδη συνεπάγονται μειώσεις του κόστους λειτουργίας, αυξήσεις του πάγιου ενεργητικού, βραχυχρόνιες δηλαδή λογιστικές έννοιες που αποβλέπουν στην αύξηση των λογιστικών κερδών. Από την άλλη πλευρά η μεγιστοποίηση του πλούτου των μέτοχων ξεφεύγει από τις κλασικές λογιστικές έννοιες και εισάγει αρχές όπως του συγκριτικού πλεονεκτήματος, της ικανοποίησης όλων των συμμετεχόντων σε μια επιχείρηση, της εταιρικής κοινωνικής ευθύνης κτλ. Αποτέλεσμα των παραπάνω ήταν να εισαχθεί ένας νέος ορός, του οικονομικού κέρδους που έχει διαφορετική σημασία από το λογιστικό κέρδος. Πρώτος που μίλησε για το οικονομικό κέρδος ήταν ο ALFRED MARSHALL και αργότερα έγινε ευρέως γνωστό από την εταιρία συμβουλών STERN STEWART όπου όρισε το οικονομικό κέρδος ως οικονομική προστιθέμενη αξία EVA και την παρουσίασε σαν μέθοδο λήψης αποφάσεων επενδύσεων. Η EVA βασίζεται ιδιαίτερα στην καθαρή παρούσα αξία και στην διάκριση μεταξύ συσσώρευσης μετρητών και της δημιουργίας πλούτου.

Το υπόδειγμα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας δέχεται ότι δημιουργείται αξία σε μια επιχείρηση όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Διαφορετικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η επιχείρηση δημιουργεί αξία όταν οι μέτοχοι έχουν απόδοση από την επένδυσή τους μεγαλύτερη από το να είχαν επενδύσει αλλού με τον ίδιο κίνδυνο.

Σχηματικά $ROIC/WACC > 1$

Αν $ROIC < WACC$ τότε η επιχείρηση ενώ δημιουργεί λογιστικά κέρδη μπορεί να καταστρέφει αξία για τους μέτοχους.

Οπου $ROIC$ = απόδοση επενδυμένου κεφαλαίου και $WACC$ = μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Ο ορισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας δίνεται από τον παρακάτω τύπο

$EVA = \text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ} * (\text{ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ} - \text{ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ})$

Εάν το λειτουργικό κέρδος είναι μεγαλύτερο από την διαφορά απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου και μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου τότε θα έχει δημιουργηθεί οικονομική αξία για τους μέτοχους και αντίστροφα. Διαφορετικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι το υπερβάλλον κέρδος που παραμένει στους επενδυτές μετά την αφαίρεση του κόστους κεφαλαίου.

ΠΑΡΑΜΕΤΡΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ EVA

Για τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας θα πρέπει να δώσουμε τους συνοπτικούς ορισμούς για τα στοιχεία που εμπλέκονται σε αυτή.

- Το Λειτουργικό Ενεργητικό είναι τα στοιχεία του ενεργητικού που συμμετέχουν στην δραστηριότητα της επιχείρησης και στα λειτουργικά κέρδη της. Όσο μικρότερο είναι το λειτουργικό ενεργητικό για έναν οργανισμό και μπορεί ταυτόχρονα να δημιουργεί κέρδη τόσο μικρότερη είναι η ανάγκη για κεφάλαια από μέτοχους και δανειστές. Αποτελείται από το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό και από το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό (αποθέματα + απαιτήσεις + μετρητά). Αν από το λειτουργικό ενεργητικό αφαιρέσουμε τις

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις άνευ τόκων τότε έχουμε το λειτουργικό κεφάλαιο.

- Λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό μείον τις λειτουργικές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (είναι κεφάλαια που δεν προέρχονται από επενδυτές, συνεπώς έχουν τόκους και θα πρέπει να αφαιρεθούν).
- Καθαρά Λειτουργικά κέρδη μετά φορών είναι τα λειτουργικά κέρδη προ τόκων φορών και αποσβέσεων παγίων από τα οποία έχουν αφαιρεθεί οι φόροι.
- Η Αναβαλλομένη φορολογία, ως αποτέλεσμα της διαφοράς που προκύπτει μεταξύ του φορολογητέου και του λογιστικού κέρδους, είναι ουσιαστικά για την εταιρία κεφάλαιο από το οποίο θα πρέπει να προκύψει απόδοση και συνεπώς να δημιουργήσει αξία για τους μέτοχους.
- Τέλος η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι το πηλίκο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φορών προς το συνολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης.

ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ EVA

Η αξία της επιχείρησης με βάση το υπόδειγμα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι το άθροισμα της αξίας του υπάρχοντος ενεργητικού πλέον την αξία ανάπτυξης. Διαφορετικά η αξία μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα της αξίας του επενδυμένου κεφαλαίου πλέον την παρούσα αξία της οικονομικής προστιθέμενης αξίας πλέον της παρούσας αξίας της οικονομικής προστιθέμενης αξίας από μελλοντικές επενδύσεις.

$$V = \text{Capital invested} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

Από το παραπάνω προκύπτει ότι η επιχείρηση θα έχει αξία μεγαλύτερη από το επενδυμένο κεφάλαιο της εάν το επενδυμένο κεφάλαιο είναι μεγαλύτερο από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου και αντίστροφα. Εάν είναι ίσο τότε η οικονομική προστιθέμενη αξία θα ισούται με μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου.

Σαν μέθοδο αποτίμησης παρουσιάζει όπως και οι προηγούμενες πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Στα πλεονεκτήματα της συγκαταλέγεται α) το γεγονός ότι δεν βασίζεται στα καθαρά κέρδη όπου μπορούν να επηρεαστούν από τους συντάκτες των οικονομικών καταστάσεων αλλά από τα λειτουργικά κέρδη μετά φορών β) ότι μπορεί να υπολογιστεί σαν μέθοδος στο σύνολο της επιχείρησης αλλά και τμηματικά γ) ότι βασίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό και τέλος ότι μας δίνει ιδιά αποτελέσματα με την μέθοδο υπολειμματικής ταμειακής ροής προς την επιχείρηση.

Από την άλλη πλευρά όμως υπάρχουν και ενστάσεις σχετικά με την αποτελεσματικότητα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας και συγκεκριμένα ότι θα οδηγήσει σε περιορισμό των μακροχρονίων επενδύσεων της εταιρίας μια και τα διοικητικά συμβούλια θα προσπαθήσουν βραχυπροθέσμα να βελτιώσουν τους δείκτες EVA για να έχουν περισσότερες απολαβές σε βάρος της μελλοντικής ανάπτυξης της εταιρίας. Επίσης ενώ αναφέραμε ποιο πάνω ότι η EVA μπορεί να υπολογιστεί και τμηματικά μέσα σε μια επιχείρηση ωστόσο αυτό στην πραγματικότητα παρουσιάζει δυσκολίες μια και υπάρχει αλληλεπίδραση μεταξύ φορέων της ιδιά επιχείρησης και ο επιμερισμός του κόστους γίνεται με αρκετές υποθέσεις. Τέλος οι προϊστάμενοι τμημάτων δεν έχουν ακόμα την γνώση και την κουλτούρα που απαιτείται για να καταλάβουν ότι κάθε τμήμα της επιχείρησης δεσμεύει κόστος ιδίων κεφαλαίων για να λειτουργήσει.

Πλέον τώρα, μετά την ανάλυση και της οικονομικής προστιθέμενης αξίας έχουμε μια σφαιρική εικόνα για τις κυριότερες μεθόδους αποτίμησης μιας επιχείρησης και την σχέση που έχουν με την κατάσταση ταμειακών ροών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

ΕΡΕΥΝΑ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΣΤΗΝ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΧΡΟΝΟΥ

Τις τελευταίες δεκαετίες ερευνητές ασχολήθηκαν και συνεχίζουν να ασχολούνται με την αξία των ταμειακών ροών, την αποτελεσματικότητά τους, την συμμετοχή στην λήψη οικονομικών αποφάσεων την σύγκριση με άλλες μεθόδους αποτίμησης αλλά και την εξέλιξη τους. Σε μέρος από αυτές τις έρευνες θα αναφερθούμε στην συνέχεια της εργασίας μας.

Η κυρίαρχη προσέγγιση στην αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας επιχείρησης. Ιδιαίτερα σε περιπτώσεις τραπεζικών επενδύσεων καθώς και συγχωνεύσεων και εκποιήσεων είναι ιδιαίτερα αναγνωρίσιμη. Αυτή η κυριαρχία οφείλεται σύμφωνα με και με την άποψη των Copeland Koller and Myrstin (1990) στο γεγονός ότι η προεξόφληση των ταμειακών ροών βασίζεται στα μετρητά και όχι σε δεδομένα με βάση την αρχή των δεδουλευμένων. Τα κέρδη πχ θεωρείται ότι είναι επηρεασμένα από την αρχή αυτή δηλαδή τα έσοδα και τα έξοδα προσδιορίζουν το λογιστικό αποτέλεσμα ανεξάρτητα ένα έχουν καταβληθεί ή έχουν εισπραχθεί μέχρι την εξαγωγή του λογιστικού αποτελέσματος. Οι προεξοφλημένες ταμειακές ροές ουσιαστικά εκμηδενίζουν την επίδραση της αρχής των δεδουλευμένων με την χρήση των ταμειακών ροών. Γι' αυτό τον λόγο σύμφωνα με γενικά αποδεκτές αρχές θεωρείται ότι παρουσιάζουν καλύτερα την αξία μιας επιχείρησης συγκριτικά με τις λογιστικές αρχές των δεδουλευμένων.

Ωστόσο το (1995) Ohlson ήρθε για να δώσει μια άλλη προσέγγιση στην σημασία του λογιστικού αποτελέσματος και στην αξία που έχει στην αποτίμηση της επιχείρησης. Συγκεκριμένα παρουσίασε ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι η λογιστική αξία της πλέον την παρούσα αξία όλων των μελλοντικών προσθέτων κερδών, όπου τα προσθετά κέρδη ορίζονται σαν την διαφορά του καθαρού εισοδήματος μετά από φόρους, την λογιστική αξία της επιχείρησης και το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Εξαιτίας του σημαντικού ρολού του προσθετού κέρδους excess earnings που εισήγαγε ο Ohlson η μέθοδος έγινε γνωστή ως residual earnings.

Μια από τις υποθέσεις που έχει κάνει ο Ohlson είναι ότι εάν έχουμε πλήρη οικονομικά στοιχεία για όλη την διάρκεια ζωής της επιχείρησής τότε η προεξόφληση ταμειακών ροών και η residual earnings θα δώσουν τα ίδια αποτελέσματα στην εκτίμηση της αξίας ενός οικονομικού οργανισμού. Στην πραγματικότητα η εκτίμηση αυτή είναι ανεδαφική μια και η καλύτερη εκδοχή για τα μελλοντικά στοιχεία που μπορεί να έχει μια επιχείρηση είναι για τα επόμενα πέντε χρόνια και πάλι σαν δεδομένα εμπεριέχουν αρκετές υποκειμενικότητες που στην πραγματικότητα δεν ισχύουν. Αποτέλεσμα της παραπάνω ανάλυσης είναι να δημιουργηθεί μια φιλολογία σχετικά με το ποια μέθοδος είναι η καταλληλότερη για την αποτίμηση και ποια παρουσιάζει καλύτερα την αξία μιας επιχείρησης.

Σε ερευνά που πραγματοποιήθηκε και χρειάστηκε να παρουσιαστεί ενοποιόν αμερικανικού δικαστηρίου στην περίπτωση αποτίμησης μιας επιχείρησης που έπρεπε να συγχωνευτεί, δυο ανεξάρτητοι εταιρίες εκτιμητών παρουσίασαν τα αποτελέσματά τους, ο ένας με βάση την προεξόφληση των ταμειακών ροών και ο άλλος με βάση τη RE. Η διαφορά στο αποτέλεσμα κρίθηκε υπερβολική και προτιμήθηκε η μέθοδος της RE και αυτό γιατί κάτω από συγκεκριμένες προϋποθέσεις είναι προτιμότερη μέθοδος αποτίμησης από την προεξόφληση ταμειακών ροών. Και αυτό γιατί:

Η εκτίμηση της αξίας RE είναι συνδεδεμένη με την τρέχουσα λογιστική αξία η οποία είναι άμεσα πρόσβαση και παρατηρήσιμη. Η τρέχουσα λογιστική αξία θα είναι ένα κλάσμα μικρότερη από την εκτίμηση της τελικής αξίας.

-Η εκτίμηση της RE αξίας είναι λιγότερο ευαίσθητη σε έκτακτες αναπροσαρμογές στο προεξοφλητικό επιτόκιο και στο μακροπρόθεσμο ρυθμό ανάπτυξης

-Η ερμηνεία της τελικής αξίας του μοντέλου RE είναι πιο διάφανη από οικονομικής άποψης διότι σχετίζεται με τα προσθετά κέρδη που είναι η πηγή δημιουργίας αξίας.

-Τέλος Το μοντέλο RE είναι χρονικά συνεπής ως προς τα προσθετά κέρδη, το κόστος, και τα οφέλη σε βάθος χρόνου. Οι ελεύθερες ταμειακές ροές από την άλλη πλευρά δεν αντιστοιχούν στο κόστος και τα οφέλη που συνδέονται με τις επενδύσεις.

Η συγκεκριμένη αποτίμηση που έγινε από τους διαφορετικούς εκτιμητές είχε ένα συγκριτικό πλεονέκτημα σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις και αυτό ήταν ότι δεν η υπό εξέταση επιχείρηση δεν είχε καθόλου χρέος. Αν και το γεγονός αυτό απλοποίησε την παρουσίαση ωστόσο το αποτέλεσμα συνεχίζει να έχει αξία και αυτό γιατί η προσθήκη του χρέους θα είχε μικρή επίδραση στο RE. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων εξακολουθεί να υπολογίζεται ως η παρούσα αξία των προσθέτων κερδών αλλά τώρα τα καθαρά έσοδα μετά από φόρους περιλαμβάνουν το έξοδο του τόκου.

Η προσθήκη του χρέους είναι επίσης πιθανόν να αυξήσει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων λόγω της επίδρασης της μόχλευσης αλλά οι σωστές εκτιμήσεις του κόστους των ιδίων κεφαλαίων λαμβάνουν αυτομάτως υπόψη τους το γεγονός αυτό. Τέλος εάν ο στόχος της αποτίμησης είναι να υπολογιστεί η συνολική αξία της επιχείρησης το μονό που απαιτείται είναι η προσθήκη της αγοραίας αξίας του χρέους στην αξία των ιδίων κεφαλαίων που υπολογίζονται από το μοντέλο RE. Αποτέλεσμα της παραπάνω ερευνάς είναι ότι κάτω από προϋποθέσεις μπορεί η μέθοδος RE να μας δώσει καλύτερα αποτελέσματα από την προεξόφληση ταμειακών ροών.

Όταν αποτιμούμε την αξία μιας επιχείρησης μια από τις πιο γνωστές μεθόδους αποτίμησης είναι η προεξόφληση ταμειακών ροών δυο σταδίων που έχουμε προαναφέρει. Θεωρητικά στο τέλος της πρώτης περιόδου παρουσιάζεται η μεγαλύτερη κερδοφορία της επιχείρησης και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που έχει είναι στο κορυφαίο σημείο της. Στο δεύτερο στάδιο οι ταμειακές ροές αυξάνονται με ένα σταθερά αυξανόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Εδώ εισάγεται η έννοια της ΚΟΙΝΗΣ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ (JOINT SENSITIVITY) για να μετρηθεί η επίδραση περισσότερων παραγόντων στην αξία της επιχείρησης και της ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗΣ ΣΤΑΘΕΡΗΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ (LONG TERM STEADY STATE). προκειμένου να καταστεί σαφής η υπόθεση της σταθερής κατάστασης γίνεται αναφορά στον ορισμό του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος που προτείνουν οι MAOUBOUSSIN AND JOHNSON (1997).CAP η competitive ad-

vantage period ορίζεται η περίοδος όπου η απόδοση των κεφαλαίων μπορεί να είναι υψηλότερη από κόστος τους.

Η αξία της επιχείρησης είναι ευαίσθητη στις διακυμάνσεις του ρυθμού αύξησης του δευτέρου σταδίου. Η βασική παραδοχή είναι ότι στο πρώτο στάδιο εξαντλείται η δυνατότητα υπερανάπτυξης σαν αποτέλεσμα του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος. Ωστόσο και οι δυο παραδοχές δεν είναι απολυτά ελεγχόμενες και επίσης το μοντέλο προεξόφλησης ταμειακών ροών δεν αντανάκλα τις τρέχουσες επιδόσεις της επιχείρησης. Ως εκ τούτου η εργασία των Lucio Cassia Andrea Plati Silvio vismara (2007) πρότεινε έναν τρόπο που μετράει αν η απόδοση του υπενδεδυμένου κεφαλαίου είναι ίση με το μέσο κόστος (η υπερβάλλουσα απόδοση θα πρέπει να είναι ιδανικά ίση με το μηδέν). Με βάση αυτή την προσέγγιση η τερματική αξία εξαρτάται από τις ταμειακές ροές του τελευταίου έτους του πρώτου σταδίου και τον διαρκή ρυθμό αύξησης του δευτέρου σταδίου. Αν η πρόβλεψη των τελικών ταμειακών ροών είναι μικρότερη σε σχέση με το υπενδεδυμένο κεφάλαιο είναι φυσικό ότι η αποτίμηση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις παραδοχές του δευτέρου σταδίου καθώς οι ταμειακές ροές θα χρειαστούν πολλά χρόνια για την αποπληρωμή του κεφαλαίου που έχει επενδυθεί.

Αντιθέτως εάν η αναλογία μεταξύ της ταμειακής ροής και του επενδυμένου κεφαλαίου στο τέλος της περιόδου ρητής πρόβλεψης είναι υψηλή η αξία της επιχείρησης δεν θα πρέπει αναγκαστικά να βασίζεται συστηματικά το δεύτερο στάδιο. Γίνεται αντιληπτό ότι η διαφορά μεταξύ απόδοσης και κόστους του κεφαλαίου παίζει σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση της επιχείρησης στην διάρκεια του χρόνου. Μερικές προσεγγίσεις που αναφέρουν δυνατότητα για υψηλά ποσοστά κερδοφορίας σε μακροχρόνια βάση δεν είναι πολύ ρεαλιστικά μια και η δυνατότητα μια επιχείρηση να έχει ανταγωνιστικό πλεονέκτημα για αόριστο χρονικό διάστημα είναι ουτοπικό.

Η έρευνα για την αξία των ταμειακών ροών έχει οδηγήσει και άλλους αναλυτές σε συμπεράσματα ως αποτέλεσμα της παρατηρήσεις σε εθνικό επίπεδο αλλά και σε παγκόσμιο επίπεδο. Μια τέτοια έρευνα έγινε και από τους Liu-Nissim-Thomas(2007) όπου προσπάθησαν να παρακολουθήσουν την σημασία των ταμειακών ροών στην αγορά των ΗΠΑ αλλά και να διευρύνουν την εξέταση τους σε άλλες χώρες όχι

μονό με βάση τις ταμειακές ροές αλλά και με βάση τα μερίσματα και τους πολλαπλασιαστές κερδών. Η μελέτη ξεκίνησε σε μια βάση 19.879 επιχειρήσεων στις ΗΠΑ και για την περίοδο από (1982-1999). Το αποτέλεσμα ήταν να διαπιστωθεί ότι τα αναφερόμενα κέρδη κυριαρχούν έναντι των ταμειακών ροών στην αξιολόγηση των επιχειρήσεων. Η μελέτη προχώρησε διευρύνοντας την ανάλυση και σε άλλες αγορές του εξωτερικού και συγκεκριμένα Αυστραλία, Γαλλία, Ηνωμένο βασίλειο, Χονγκ Κονγκ Καναδάς Ιαπωνία, Γερμάνια, Ταϊβάν όπου χρησιμοποιήθηκαν προβλέψεις για ταμειακές ροές μερίσματα και κέρδη.

Βρέθηκε ότι ενώ πηγαίνουμε από τα επίσημα στοιχεία σε προβλέψεις αυτό βελτιώνει την απόδοση των λειτουργικών ταμειακών ροών ωστόσο όμως βελτιώνει ακόμα περισσότερο τα κέρδη σε ακόμα μεγαλύτερο βαθμό. Διαφορετικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι οι προβλέψεις κερδών ανά μετοχή παρουσιάζουν καλύτερα αποτελέσματα από τις προβλέψεις λειτουργικών ταμειακών ροών. Αυτή η σχετική υπεροχή παρουσιάστηκε γενικότερα στις περισσότερες χώρες της ερευνάς.

Όταν η έρευνα προχώρησε στην σύγκριση μερισμάτων αντί των λειτουργικών ταμειακών ροών σε ένα δείγμα επτά χωρών όπου οι προβλέψεις του μερίσματος ήταν κοινές βρέθηκε ξανά ότι οι προβλέψεις κερδών ήταν καλύτερο μετρώ αξίας από τις προβλέψεις των μερισμάτων. Επίσης βρέθηκε ότι μεταβαίνοντας από τους αναφερομένους αριθμούς στις προβλέψεις βελτιώνεται περισσότερο η απόδοση στα κέρδη παρά στα μερίσματα. Οι παραπάνω διαπιστώσεις έγιναν με βάση κάποιες επισημάνσεις όπως ότι οι πολλαπλασιαστές μπορούν να υπολογιστούν εάν ο πολλαπλασιαστής αξίας είναι θετικός. Αρά λοιπόν είχαν εξαιρεθεί από το δείγμα εταιρίες όπου είχαν αρνητικούς πολλαπλασιαστές. Γεγονός που μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι δεν μπορούμε να αναφερόμαστε και να γενικεύουμε τα συμπεράσματα σε ολόκληρο το δείγμα αλλά σε μέρος αυτού.

Επίσης οι προβλέψεις αρνητικών κερδών nonearnings είναι πιθανό να παρέχονται σε τομείς όπου οι προβλέψεις μη κερδών να είναι πιο κατατοπιστικές από τις προβλέψεις κερδών (Defond & Hung 2003). Πάρα το γεγονός ότι η έρευνα επικεντρώθηκε σε αγορές όπου οι προβλέψεις ταμειακών ροών είναι περισσότερο διαδεδομένες πράγμα που δείχνει εάν είδος μεροληψίας ωστόσο πάλι τα αποτελέσματα έδειξε μια

υπεροχή των κερδών σε σχέση με τις ταμειακές ροές. Τέλος θα μπορούσαμε να πούμε ότι κάποια ανεπάρκεια στα συμπεράσματα από την χρήση των πολλαπλασιαστών μπορεί να είναι αποτέλεσμα των στρεβλώσεων της αγοράς πάρα στην ανικανότητα των πολλαπλασιαστών να εξαγάγουν ένα σωστό αποτέλεσμα.

Προηγούμενη ερεύνα έχει δείξει ότι αν και η ανεπάρκεια της αγοράς μπορεί να επιφέρει σημαντική μεροληψία όσον αναφορά τις δοκιμές αποδόσεων μετοχών, το μέγεθος της μεροληψίας των τιμών είναι πιθανόν αμελητέο, επειδή οι σύγχρονες παραλλαγές κακής εκτίμησης είναι πιθανό να είναι μικρότερες από τις σύγχρονες παραλλαγές πραγματικών αξιών (Aboody, Hughes & Liu 2002)

Συνεχίζοντας την ερευνά σχετικά με την σημασία της κατάστασης ταμειακών ροών θα κάνουμε μια στάση στην ερεύνα που έγινε από τους Kenneth Lehn & Annete Poulsen (1989) σχετικά με τα ερωτήματα :

-Οι επιχειρήσεις που οδηγούνται σε ιδιωτικοποίηση έχουν σημαντικά μεγαλύτερα ποσά αδιανέμητων ταμειακών ροών σε σχέση με άλλες επιχειρήσεις;

-Οι αδιανέμητες ταμειακές ροές παίζουν σημαντικό ρολό στην διανομή μερισμάτων στις υπό ιδιωτικοποίηση επιχειρήσεις ;

Σε δείγμα 263 επιχειρήσεων που λάβανε σαν δείγμα από την περίοδο (1980 έως 1987) προέκυψαν κάποια συμπεράσματα.

Συγκεκριμένα:

Η πιθανότητα ιδιωτικοποίησης σχετίζεται άμεσα με την αναλογία των αδιανέμητων ταμειακών ροών προς την αξία των ιδίων κεφαλαίων και αντιστρόφως ανάλογα με τον ρυθμό αύξησης των πωλήσεων.

Οι αποδόσεις που καταβάλλονται στους μέτοχους σε συναλλαγές ιδιωτικοποιήσεων είναι θετικά και σημαντικά σχετιζόμενες με τις αδιανέμητες ταμειακές ροές.

Τα αποτελέσματα είναι ιδιαίτερα ισχυρά στην περίοδο από (1984 έως το 1987) όπου συναντάται το φαινόμενο των επιθετικών εξαγωγών. Εάν οι επιχειρήσεις που ιδιωτικοποιήθηκαν ήταν πιθανοί στόχοι επιθετικών εξαγορών τότε οι μάνατζερ είχαν την δυνατότητα να προκαταλάβουν τις επιθετικές προσφορές με την καταβολή

περισσοτέρων ταμειακών ροών. Επιπλέον διαπιστώθηκε ότι υπάρχει θετική σχέση μεταξύ των αποδόσεων που καταβάλλονται στους μέτοχους και των ταμειακών ροών, ιδιαίτερα σε επιχειρήσεις όπου τα διευθυντικά στελέχη κατέχουν σχετικά μικρά ιδιά κεφάλαια πριν από τις ιδιωτικοποιήσεις. Επίσης θα πρέπει να αναφέρουμε ότι σημαντικό ρολό παίζει στις παραπάνω περιπτώσεις η αντίδραση της αγοράς σε ανακοινώσεις μεγάλων επενδυτικών σχεδίων, εξαγορών, κεφαλαιουχικών δαπανών καθώς και δαπάνες ερευνάς και ανάπτυξης.

Το (2000) οι Francis Olsson & Oswald σε αντίστοιχη ερευνά που έκαναν σε ένα δείγμα 3000 εταιρικών παρατηρήσεων για το χρονικό διάστημα από (1989-1993) μελέτησαν και συνέκριναν την αξιοπιστία των εκτιμήσεων αξίας του μοντέλου προεξόφλησης μερισμάτων, του μοντέλου προεξόφλησης ταμειακών ροών και του μοντέλου προεξόφλησης μη κανονικών κερδών abnormal earnings. Σε θεωρητική βάση τα τρία υποδείγματα δίνουν ταυτόσημες εκτιμήσεις των εσωτερικών αξιών. Σε πρακτική βάση διέφεραν μεταξύ τους εξαιτίας του ρυθμού ανάπτυξης και των προεξοφλητικών επιτοκίων.

Τα αποτελέσματα της μελέτης κατέδειξαν προβάδισμα των εκτιμήσεων αξίας μη κανονικού κέρδους έναντι των εκτιμήσεων αξίας μερίσματος και ελευθέρων ταμειακών ροών. Και αυτό οφείλεται στην ικανότητα της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων να εξηγεί ένα μεγάλο ποσοστό της πραγματικής εσωτερικής αξίας και ίσως με μεγαλύτερη ακρίβεια και προβλεψιμότητα της προβλέψεις μη κανονικού κέρδους. Επίσης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εκτιμήσεις αξίας μη κανονικού κέρδους είναι ανώτερες των εκτιμήσεων αξίας μερισμάτων και ελευθέρων ταμειακών ροών όταν οι στρεβλώσεις στην λογιστική αξία που προκύπτουν από λογιστικά γεγονότα και επιλογές είναι λιγότερο σημαντικές από τα σφάλματα πρόβλεψης και τα σφάλματα μέτρησης των προεξοφλητικών επιτοκίων και των ρυθμών ανάπτυξης.

Η ανάλυση της μελέτης για το αν η λογιστική διακριτική ευχέρεια αυξάνει η μειώνει την απόδοση του μοντέλου AE, δε δείχνει καμία διαφορά αναμεσα σε επιχειρήσεις με υψηλή και χαμηλή διακριτική ευχέρεια αν και υπήρξαν κάποιες ενδείξεις ότι οι εκτιμήσεις αξίας AE εξηγούν καλύτερα την μεταβολή στις τρέχουσες τιμές της αγοράς σε εταιρίες υψηλής διακριτικής ευχέρειας από τι σε επιχειρήσεις με χαμηλή

διακριτική ευχέρεια. Τέλος δεν βρέθηκε κανένα αποδεικτικό στοιχείο για το αν οι εκτιμήσεις αξίας ΑΕ είναι λιγότερο αξιόπιστες σε επιχειρήσεις με υψηλά ποσοστά δαπανών για ερευνά και ανάπτυξη σε σχέση με αυτές που είχαν χαμηλά ποσοστά R&D. Συμπερασματικά από την ερευνά των Francis Olsson & Oswald (2000) προέκυψε ότι η μέθοδος των μη κανονικών κερδών δεν είναι αμελητέα ως μέθοδος αποτίμησης μαζί δε με το γεγονός ότι τα κέρδη είναι μακράν το πιο προβλέψιμο χαρακτηριστικό στην αποτίμηση των επιχειρήσεων καταλήγουμε ότι υπάρχει μικρή πιθανότητα για επηρεασμό των λογιστικών δεδομένων όταν προβλέψεις κερδών και λογιστική αξία είναι διαθέσιμα.

Ο υπολογισμός της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου παρουσιάζεται ως ζήτημα εκτίμησης των αναμενομένων μελλοντικών ταμειακών ροών που προκύπτουν από την ιδιοκτησία και εκμετάλλευση ενός πάγιου περιουσιακού στοιχείου και την προεξόφληση αυτών των ταμειακών ροών στο σήμερα με βάση ανάλυση κινδύνων. Όπως παρουσιάστηκε από τους Penman & Sougiannis (1998), έχουν γίνει πολλές έρευνες πάνω στα μοντέλα αποτίμησης του Ενεργητικού καθώς και στον καθορισμό του κινδύνου για τις πληρωμές προεξόφλησης, αλλά έχει περιορισμένο ενδιαφέρον στο να βρούμε ποιες πληρωμές πρέπει να προεξοφλούνται.

Το μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων είναι ευρέως αναγνωρίσιμο αλλά παρουσιάζει και αμφισβήτηση για την χρήση του. Ο υπολογισμός του απαιτεί την πρόβλεψη των μερισμάτων στο διηνεκές με βάση την έννοια της συνεχιζόμενης δραστηριότητας αλλά η πρόταση των Miller & Modigliani προβλέπει ότι η τιμή δεν σχετίζεται από το χρονοδιάγραμμα των αναμενομένων πληρωμών πριν και μετά από κάθε πεπερασμένο χρονικό ορίζοντα. Έτσι οι προβλέψεις μερισμάτων για ορισμένο χρονικό διάστημα δεν παρέχουν σαφείς πληροφορίες για την τιμή. Αρά απαιτείται η πρόβλεψη δεδομένων που είναι πιο θεμελιώδη από τα μερίσματα. Τέτοιες λύσεις είναι όπως γνωρίζουμε οι ελεύθερες ταμειακές ροές και το μοντέλο αποτίμησης υπολειμματικού εισοδήματος ωστόσο όμως και αυτές απαιτούν προβλέψεις και υπολογισμό μελλοντικών ταμειακών ροών. Σε αυτούς τους προβληματισμούς έρχεται να απαντήσει το υπόδειγμα του Ohlson (1995) όπου παρουσίασε το γραμμικό

του μοντέλο με βάση τις γνωστές λογιστικές μεταβλητές πλέον την μεταβλητή (άλλες πληροφορίες).

Εξ όσων γνωρίζουμε ερευνά έχει πραγματοποιηθεί στις ΗΠΑ και έχει εστιάσει την προσοχή στην σύγκριση των μοντέλων προεξόφλησης μερισμάτων, ταμειακών ροών και υπολειμματικού εισοδήματος (Fransis 2000, Penman & Sougiannis 1998 Courteau 2001) αγνοώντας όμως την πιθανότητα το υπόδειγμα του Ohlson (1995) να μπορεί να δώσει ακριβέστερες εκτιμήσεις της εσωτερικής αξίας. Μια τέτοια ερευνά έγινε και στην Ισπανική οικονομία για την περίοδο (2000-2008) και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι τα λιγότερα σφάλματα αποτίμησης παρατηρούνται στα μοντέλα του Ohlson (κυμαίνονται μεταξύ 0,42 και 0,54) και στην σημασία που έχει ο παράγοντας (άλλες πληροφορίες). Επίσης χαμηλά σφάλματα αποτίμησης παρατηρούνται στο μοντέλο μη κανονικού κέρδους ειδικά για περιπτώσεις μηδενικής ανάπτυξης επιβεβαιώνοντας ότι τα μη κανονικά κέρδη δεν γίνεται να αυξάνονται επ' αόριστο. Το μοντέλο του Ohlson (1995) θεωρεί την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων και των κερδών ως γνωρίσματα αποτίμησης που σχετίζονται μεταξύ τους και ότι η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση προσφέρει σημαντική πληροφόρηση και βοήθεια στον αναλυτή της επιχείρησης και ακόμα και σε μια οικονομία όπως την ισπανική η λογιστική σε δεδουλευμένη βάση δίνει σημαντική πληροφόρηση πέρα από τα μερίσματα και τις ταμειακές ροές.

Πέρα όμως από τις διαφωνίες που υπάρχουν σχετικά με την ποιο αποτελεσματική μέθοδο αποτίμησης οι αναλυτές συχνά κάνουν λάθη στους υπολογισμούς αλλά και στα δεδομένα που έχουν για μια μελέτη. Ο Pablo Fernandez (2013) σε άρθρο που δημοσιεύθηκε παρουσιάζει συνοπτικά τα λάθη που είναι ποιο συχνά και επαναλαμβανόμενα στις αποτίμησης των επιχειρήσεων και συγκεκριμένα:

- Χρησιμοποιούν το ιστορικό beta η το beta από παρόμοιες επιχειρήσεις παρόλο που τα αποτελέσματα δείχνουν μεγάλη απόκλιση
- Χρησιμοποιούν το λάθος φόρμουλα για levering και unlevering beta
- Διαφωνούν σχετικά με την χρήση του beta που προκύπτει από το S & P 500

- Όταν αποτιμούν μια εξαγορά χρησιμοποιούν το beta της εξαγοραζόμενης επιχείρησης
- Λάθος εκτίμηση του WACC
- Ο δείκτης χρέους προς ιδιά κεφάλαια για τον υπολογισμό του WACC είναι διαφορετικός από τον δείκτη χρέους προς ιδιά κεφάλαια της αποτίμησης
- Αποτιμούν τις διαφορετικές εταιρίες ενός ομίλου με το ίδιο WACC
- Υπολογίζουν το WACC χρησιμοποιώντας την λογιστική αξία του χρέους προς ιδιά κεφάλαια
- Λάθος καθορισμός των ταμειακών ροών
- Ξεχνούν να την αύξηση στις απαιτήσεις για Working capital όταν υπολογίζουν τις ταμειακές ροές
- Λάθος στην εκτίμηση των φορών που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές
- Οι προσδοκώμενες ταμειακές ροές προς τους μέτοχους δεν είναι το ίδιο με τα αναμενόμενα μερίσματα πλέον άλλες πληρωμές προς τους μέτοχους
- Λαμβάνεται το καθαρό εισόδημα σαν ταμειακή ροή
- Λαμβάνεται το καθαρό εισόδημα πλέον τις αποσβέσεις σαν ταμειακή ροή
- Ξεχνούν τους λογαριασμούς του ισολογισμού που επηρεάζουν τις ταμειακές ροές
- Είναι υπερβολικοί στις προβλέψεις που κάνουν για τις μελλοντικές ταμειακές ροές
- Χρησιμοποιούν το αριθμητικό μέσο αντί του γεωμετρικού μέσου για την εκτίμηση της ανάπτυξης
- Θεωρούν ότι τα μετρητά της επιχείρησης σαν ταμειακές ροές προς τους μέτοχους ενώ δεν έχει σκοπό η επιχείρηση να κάνει διανομή μερισμάτων
- Χρησιμοποιούν τον μέσο ορό από τους πολλαπλασιαστές όταν κάνουν εκτιμήσεις

- Χρησιμοποιούν πολλαπλασιαστές με τέτοιο τρόπο που είναι διαφορετικός από τον λόγο ύπαρξης του.
- Θεωρούν ότι η αξία του χρέους είναι ίδια με την λογιστική του αξία ενώ είναι διαφορετική
- Ξεχνούν να συμπεριλάβουν την αξία των non operating assets
- Θεωρούν ότι το ROE είναι η επιστροφή στους μέτοχους
- Αθροίζουν την αξία εκκαθάρισης και την παρούσα αξία των ταμειακών ροών
- Διαφωνούν ότι διαφορετικοί μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών δίνουν διαφορετικά αποτελέσματα
- Συνχέουν την αξία value με την τιμή price
- Η επιχείρηση έχει την ίδια αξία για όλους τους αγοραστές
- Συνχέουν την στρατηγική τιμή με την δίκαιη τιμή
- Κάνουν αποτίμηση χωρίς να τσεκάρουν τις προβλέψεις που τους δίνουν οι πελάτες τους
- Λαμβάνουν πληροφορίες για την αποτίμηση μόνο από το χρηματοοικονομικό τμήμα της επιχείρησης
- Θεωρούν ότι η υπεράξια περιλαμβάνει το brand name και το intellectual capital.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

ΣΥΝΑΦΕΙΑ ΚΑΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

6.1 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΗΣ ΣΥΝΑΦΕΙΑΣ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ (VALUE RELEVANCE)

Οι χρηματιστηριακοί επενδυτές εδώ και δεκαετίες προσπαθούν να κάνουν τις καλύτερες προσεγγίσεις σχετικά με την αξία μιας επιχείρησης. Σκοπός είναι να προτείνουν στους μελλοντικούς επενδυτές τις καλύτερες επιλογές για να επενδύσουν και να λάβουν τις καλύτερες αποδόσεις. Εκτός από τις μεθόδους αποτίμησης που αναφέραμε στα προηγούμενα κεφάλαια, τις τελευταίες δεκαετίες μεγάλη συζήτηση έχει ξεκινήσει και πολλοί ερευνητές έχουν ασχοληθεί σχετικά με την αποτελεσματικότητα των λογιστικών πληροφοριών στους χρηματιστηριακούς επενδυτές. Η ερευνά αυτή έχει μεγάλη εξέλιξη από την δεκαετία του (1960) μέχρι σήμερα. Το βασικό ερώτημα που ζητάει απάντηση είναι « Οι λογιστικές πληροφορίες των οικονομικών καταστάσεων είναι σημαντικές στους επενδυτές που επιθυμούν να εκτιμήσουν την αξία μιας επιχείρησης;

Στην πραγματικότητα ένα από τα βασικά χαρακτηριστικά των δημοσιευμένων χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι να προμηθεύσουν τους επενδυτές κεφαλαίου με πληροφορίες σχετικά με την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Το κατά ποσό αυτές οι πληροφορίες είναι σημαντικές δηλαδή κατά ποσό υπάρχει στατιστική συσχέτιση μεταξύ των λογιστικών πληροφοριών και της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων ασχολείται η συνάφεια (VALUE RELEVANCE) στο εξής VR. όπως επίσης και η εμπειρική ερευνά για την σχέση μεταξύ οικονομικών καταστάσεων και χρηματιστηριακής αγοράς αναφέρεται στην βιβλιογραφία σαν capital market-based accounting research στο εξής CMBAR. Γίνεται αμέσως αντιληπτό ότι η συνάφεια είναι ένας τομέας με ευρύ φάσμα αναζήτησης και ερευνάς και ότι μπορεί να διαιρεθεί σε υποκατηγορίες.

Η βασική αρχή - παρουσίαση για την συνάφεια έγινε από τους Ball and Brown και τον Beaver (1968). Οστόσο υπάρχουν ερευνητές Barth Beaver and landsman (2001) που πιστεύουν ότι η επίσημη πρώτη για το VR δεν έγινε πριν το (1993) και με το άρθρο τους έδωσαν έναν ορισμό για την συνάφεια. Ο Kothari το (2001) παρουσίασε

και επιμέρισε την CMBAR σε βασική ανάλυση και αποτίμηση, αποτελεσματικότητα της αγοράς, και ρόλος των λογιστικών αριθμών. Στο διάβα του χρόνου παρουσιάστηκαν πολλοί ορισμοί για το τι είναι συνάφεια και ιδιαίτερα από τους Francis and Schipper (1999) .Θα επιμείνουμε σε αυτή που είναι περισσότερο αποδεκτή και είναι: η ικανότητα των οικονομικών καταστάσεων να συμπεριλαμβάνουν- εγκλωβίζουν και να αθροίζουν πληροφορίες οι οποίες καθορίζουν την αξία της επιχείρησης.

6.2 ΙΣΤΟΡΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ

Η μέχρι τώρα επιστημονική προσέγγιση που έχει παρουσιαστεί για την αποτίμηση των επιχειρήσεων είναι αυτή που παρουσιάστηκε στα προηγούμενα κεφάλαια παραδοσιακά η αξία μια επιχείρησης είναι παρούσα αξία όλων των μελλοντικών μερισμάτων η των ελευθέρων ταμειακών ροών προς τους μέτοχους

$$EV = \Sigma (E(d)/(1+r) = \Sigma((E(FCE)/(1+r)))$$

Πολλές και Διαφορετικές εκδοχές της προεξόφλησης μερισμάτων και ταμειακών ροών υπάρχουν. Για παράδειγμα Feltham and Ohlson (1995) οπου κάτω από προϋποθέσεις η αξία μιας επιχείρησης είναι τα καθαρά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία πλέον τις ελεύθερες ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες.

$$EV = NFA + \Sigma(E(CFO)/(1+r))$$

Επίσης η αξία της επιχείρησης μπορεί να παρουσιαστεί με την παρακάτω εξίσωση

$$EV = B_0 + \Sigma (E(I-r*B_t-1)/(1+r)$$

Όπου:

B = λογιστική αξία κεφαλαίου

It= καθαρό εισόδημα – κέρδη

Συμφωνά με αυτή την εξίσωση η αξία της επιχείρησης είναι η λογιστική αξία του κεφαλαίου πλέον την προ εξοφλημένη αξία του μελλοντικού υπολειμματικού εισοδήματος. Αυτές είναι η πιο συνηθισμένες μέθοδοι αποτίμησης της αξίας μια επιχείρησης.

Στη συνάφεια όμως όπως προαναφέραμε σημαντικό ρολό παίζει η στατιστική. Η βασική και πιο αναγνωρίσιμη μεθοδολογία που χρησιμοποιείται είναι η ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΔΡΟΜΗΣΗΣ. Συγκεκριμένα η ανάλυση παλινδρόμησης των τιμών παρουσιάζει την σχέση αναμεσά στην χρηματιστηριακή αξία του κεφαλαίου και στην λογιστική αξία του κεφαλαίου και παρουσιάζεται με τον εξής τρόπο.

$$P = \beta_0 + \beta_1 BVS + e \quad (\alpha)$$

P= τιμή μετοχής

BVS = λογιστική αξία ανά μετοχή

Στην περίπτωση του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) η προηγούμενη εξίσωση θα αναπροσαρμοστεί με την σχέση να είναι μεταξύ της λογιστικής αξίας του κεφαλαίου (book value of equity) και των κερδών

Έτσι θα έχουμε:

$$P = B_0 + B_1 BVS + B_2 EPS + e \quad (\beta)$$

EPS = κέρδη ανά μετοχή

Η αποτίμηση είναι μια σημαντική άσκηση για όλους τους χρηματιστηριακούς επενδυτές. Ωστόσο μεταξύ των δυο προηγούμενων εξισώσεων μεγαλύτερη σημασία για τους επενδυτές έχει η απόδοση των μέτοχων και όχι η τιμή ανά μετοχή συνεπώς προτιμούν την τελευταία εκδοχή για την ερευνά τους. Δεν πρέπει όμως να αγνοούμε ότι η λογιστική αξία του κεφαλαίου είναι ίση με τα κέρδη εάν δεν πληρωθούν μερίσματα.

$$R = B_0 + B_1 E + e \quad (\gamma)$$

E= κέρδη

Η εξίσωση γ χρησιμοποιείται για να μελετήσουμε την εγκυρότητα των bottom line earnings και οι συντελεστές των κερδών B1 παρουσιάζουν το μετρό της σχέσης απόδοσης μέτοχων και κερδών. Οι ερευνητές της συνάφειας μερικές φορές επικεντρώνονται στην έκτακτη απόδοση πάρα στην απόδοση των μετοχών.

Εάν τα μοντέλα που προαναφέραμε δεν χρησιμοποιηθούν σωστά και με τις κατάλληλες παραδοχές θα προκύψουν λανθασμένα αποτελέσματα. Γι' αυτό έχει ξεκινήσει μια μεγάλη συζήτηση σχετικά με την αποτελεσματικότητα αλλά και την διαφορά μεταξύ των price level μοντέλων και των price return μοντέλων. Η ανάλυση των Landsman and Magliolo (1988) παρουσίασε στοιχεία που δείχνουν ότι δεν υπάρχει κάποιο μοντέλο που να ενδείκνυται για όλες τις περιπτώσεις και να θεωρείται ποιο αποτελεσματικό από τα υπόλοιπα. Αντίθετα συμφωνήσανε ότι η επιλογή εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως τα στατιστικά δεδομένα, τα οικονομετρικά μοντέλα, οι παραδοχές που έχουμε δεχτεί ότι θα κάνουμε κτλ.

6.3 ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ R

Στην ανάλυση παλινδρόμησης ο συντελεστής αποτελεσματικότητας που χρησιμοποιούμε ιδιαίτερα στην ανάλυση μας είναι ο συντελεστής R και μετράει την αναλογία της διακύμανσης της εξαρτημένης μεταβλητής που εξηγείται από την ανεξάρτητη μεταβλητή. Εάν οι τιμές των μετοχών ή οι αποδόσεις παλινδρομούν από τις λογιστικές μεταβλητές το R είναι ένα μετρό που δείχνει τις αποκλείσεις των τιμών των μετοχών που εξηγούνται από την ανάλυση των λογιστικών αριθμών. Αρά το R είναι ένας σημαντικός παράγοντας στον υπολογισμό της συνάφειας. Πολλές φορές συγκρίνονται δείγματα σε επιστημονική βάση αναμεσά σε κλάδους της οικονομίας ή χώρες, λογιστικά πρότυπα. Οι Brown, Kin and Lys (1999) ερευνήσαν την σημασία της χρήσης του R και κατέληξαν ότι υπάρχουν σοβαρές αποκλείσεις στην διακύμανση του δείκτη στο δείγμα που είχαν σαν βάση υπολογισμού. Ο Gu to (2007) δήλωσε ότι οι επιδράσεις κλίμακας scale effects δεν είναι ο μοναδικός λόγος γιατί η ερμηνευτική δύναμη του R δεν είναι συγκρίσιμη αναμεσά στα δείγματα. Συγκεκριμένα εάν δυο δείγματα έχουν ακριβώς τον ίδιο συντελεστή παλινδρόμησης και υπολειμματική διακύμανση (residual variance), το R των δειγμάτων θα διαφέρει EAN η διακύμανση της ανεξάρτητης μεταβλητής είναι διαφορετική στα δυο δείγματα. Η κριτική του αναφέρεται τόσο στην παλινδρόμηση της τιμής price regression όσο και στην παλινδρόμηση της απόδοσης return regression. Τέλος παρουσίασε στην ερευνά του

ότι η συμπεριφορά της ερμηνευτικής δύναμης του R είναι ακόμα πιο περιπλοκή όταν υπάρχουν πολυμεταβλητές στο δείγμα μας.

6.4 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΚΕΡΔΩΝ ΣΤΗΝ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Η εργασία των Ball and Brawn (1968) συχνά αναφέρεται ως η απαρχή του μοντέρνου CMBAR μια και ερεύνησε τις αποδόσεις μήνες πριν και μετά την ανακοίνωση των οικονομικών αποτελεσμάτων. Και Συμπέρανε ότι τα κέρδη είναι ένας αριθμός που συμπεριλαμβάνει σημαντικές αλλά όχι όλες τις πληροφορίες που γίνονται διαθέσιμες στην διάρκεια μιας χρονιάς. Διαφορετικά Τα ετήσια οικονομικά στοιχεία δεν έχουν τόση αξία μια και το 85-90% του περιεχομένου τους έχουν ανακοινωθεί πριν την ανακοίνωση των κερδών. Η εργασία του Ball and Brown (1968) επισημαίνει ότι η ανακοίνωση των κερδών δεν γίνεται γιατί αναμένεται μια εκτόξευση της τιμής των μετοχών. Ο Beaver (1968) παραδέχεται την σημασία των οικονομικών καταστάσεων και επισημαίνει ότι εάν μεγάλος αριθμός συναλλαγών γίνεται κατά την διάρκεια της εβδομάδας που ανακοινώνονται τα οικονομικά αποτελέσματα.

Ένας σημαντικός δείκτης που χρησιμοποιείται ιδιαίτερα στο κεφάλαιο της συνάφειας είναι ο συντελεστής που περιγράφει την σχέση αναμεσα στα κέρδη και τις τιμές των μετοχών και αναφέρεται ως ERC (earnings response coefficient). Μεγάλη αναφορά του συντελεστή αυτού έχει γίνει τις τελευταίες δυο δεκαετίες. Μερικοί ερευνητές ισχυρίζονται ότι τα κέρδη φαίνεται να είναι η χειρότερη πρόβλεψη απόδοσης που μπορεί να περιμένει κάποιος. Αυτό το συμπέρασμα προκύπτει από εμπειρικές έρευνες του ERC και του R ως αποτέλεσμα παλινδρόμησης των κερδών και των αποδόσεων των μετοχών.

Οι Easton Harris and Ohlson (1992) ερευνήσαν την επίδραση της συσσώρευσης δεδομένων στη σχέση απόδοσης κερδών και κατέληξαν στο ότι εάν τα διαστήματα απόδοσης είναι διευρυμένα και τα κέρδη είναι συσσωρευμένα σε μεγαλύτερα διαστήματα η σχέση απόδοσης κερδών βελτιώνεται δραματικά.

Οι Marquardt and Wiedman (2004) εξέτασαν την επίδραση της διαχείρισης κερδών στην συνάφεια και ενώ οι ταμειακές ροές είναι συστατικό στοιχείο των καταστάσε-

ών και των κερδών μιας επιχείρησης, οι προβλέψεις τους αποτελούν αντικείμενο διαφοροποίησης μεταξύ των μάνατζερ και των λογιστών και αυτό γιατί οι προβλέψεις μπορούν να χειραγωγηθούν. Οι Marguardt and Wiedman εξέτασαν την συνάφεια στα κέρδη σε ένα δείγμα επιχειρήσεων στο οποίο υπήρχαν λογικές εκ των προτέρων προσδοκίες και εκ των υστέρων στοιχεία ότι “διαχειρίζονται” τα κέρδη. Από την έρευνά αυτή προέκυψε ότι οι μάνατζερ έχουν σοβαρό κίνητρο και όφελος να επηρεάσουν την παρουσίαση των κερδών ιδιαίτερα εάν έχουν στην κατοχή τους μετοχές της εταιρίας που έχουν σκοπό να πουλήσουν με την πρώτη ευκαιρία που θα βρουν. Όταν παλινδρομήσαν την χρηματιστηριακή αξία με τα κέρδη βρήκαν μια σημαντική μείωση στον εκτιμώμενο συντελεστή καθαρού εισοδήματος και μειωμένο R κατά την διάρκειά του έτους διάθεσης μετοχών. Συμπερασματικά οι Marguardt and Wiedman καθώς και οι Christensen Hoyt and Paterson συμφωνήσαν ότι όσο περισσότερο κίνητρα για χειραγωγή των κερδών έχουν οι μάνατζερ τόσο λιγότερη πληροφόρηση διαθέτουν στους επενδυτές της αγοράς.

Οι Ohlson and Penman (1992) σε έρευνά που έκαναν έδειξαν ότι διαφορετικά στοιχεία που περιλαμβάνονται στα κέρδη (line items of earnings) έχουν διαφορετική εφαρμογή στην αποτίμηση. Έτρεξαν παλινδρόμηση χρησιμοποιώντας διαφορετικά συστατικά των κερδών σαν μεταβλητές επεξήγησης. Τέτοια συστατικά περιλάμβαναν το μεικτό περιθώριο κέρδους, λειτουργικά έξοδα, έξοδα αποσβέσεων, έξοδα φορών, έκτακτα κέρδη και βρήκαν ότι ο επιμερισμός των στοιχείων του εισοδήματος, αυξάνει την ερμηνευτική δύναμη της παλινδρόμησης τους. Επίσης βρήκαν ότι παρόλο που οι εκτιμώμενοι συντελεστές ποικίλουν σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο παρουσιάζουν τα ίδια περίπου μεγέθη και σε μακροχρόνια διαστήματα των 10 ετών. Σε βραχυχρόνιο επίπεδο ωστόσο υπάρχει κάποια δυσκολία σχετικά με τις αποτίμησης στοιχείων όπως των αποσβέσεων και των φορών σε σχέση με αλλά συστατικά του εισοδήματος.

6.5 ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Η πλειονότητα της έρευνάς για την συνάφεια επικεντρώνεται στην συνάφεια των κερδών και στην αποτελεσματικότητα του συντελεστή ERC. Ωστόσο καθώς η απόδο-

ση κάθε επένδυσης είναι οι ταμειακές ροές που θα προκύψουν, η συνάφεια των ταμειακών ροών αποκτάει μεγαλύτερη σημασία και πολλές φορές στην ερευνά παρουσιάζεται σαν σημείο αναφοράς για τους λήπτες των αποφάσεων. Συμφωνά με τον FASB οι λογιστικές προβλέψεις οδηγούν τα κέρδη να έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και την αξία της επιχείρησης σε σχέση με τις τρέχουσες ταμειακές ροές. Αυτός ο ισχυρισμός συχνά αναφέρεται στις έρευνες της συνάφειας. «Τα κέρδη ισοδυναμούν με τις ταμειακές ροές πλέον τις προβλέψεις.» (Earnings equal cash flow plus accruals) με βάση αυτή την αναφορά η Rayburn (1986) ερεύνησε ξεχωριστά την συνάφεια των ταμειακών ροών και των προβλέψεων και βρήκε ότι και οι δυο μεταβλητές συσχετίζονται άμεσα με τις αποδόσεις των μετοχών (stock returns). Επίσης από την ερευνά της προέκυψε ότι οι ταμειακές ροές και οι μεταβολές στο κεφάλαιο κίνησης έχουν σημαντική ερμηνευτική δύναμη όπως και ότι οι συντελεστές των αποσβέσεων και των μεταβολών των αναβαλλομένων φορών είναι στατιστικά ασήμαντοι. Οι Barth, Cram and Nelson (2001) σε αντίστοιχη ερευνά κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι προβλέψεις είναι σημαντικά σχετιζόμενες με τις μελλοντικές ταμειακές ροές σχετιζόμενες με τις αποδόσεις των μετοχών. Μια σημαντική ακόμα αναφορά έγινε και από τον Dechow το (1994) συγκεκριμένα ανέφερε ότι τα κέρδη είναι περισσότερο σχετιζόμενα με τις αποδόσεις των μετοχών για επιχειρήσεις που έχουν σημαντικές μεταβολές στις απαιτήσεις τους για κεφάλαιο κίνησης.

Ο Basu επέκτεινε του Dechow την μελέτη δείχνοντας ότι σε περιπτώσεις όπου έχουμε άσχημα οικονομικά αποτελέσματα χρησιμοποιούμε περισσότερο τα κέρδη σε σχέση με την κατάσταση των ταμειακών ροών. τα αποτελέσματα του είναι συνεπή με την έννοιά ότι ο συντηρητισμός αντικατοπτρίζεται περισσότερο στις προβλέψεις από τις ταμειακές ροές.

6.6 ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Καθώς η ανάλυση της συνάφειας συνεχίζεται θα πρέπει να αναφερθούμε και στην προσπάθεια να ερευνηθεί η σχέση του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) μιας και δεν παρουσιάζεται από τις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις

οι τις οικονομικές αναφορές των επιχειρήσεων, θα πρέπει συνεπώς να υπολογιστεί από τους λήπτες αποφάσεων. Οι Ohlson and Feltham (1995) ασχολήθηκαν συστηματικά με την υπολειμματική αξία αλλά και την σχέση που έχει με την συνάφεια των λογιστικών αριθμών. Η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA) είναι μια έννοια παραπλήσια με το υπολειμματικό εισόδημα με κάποιες διαφοροποιήσεις που έχουμε αναφέρει σε προηγούμενο κεφάλαιο. Οι Biddle, Bowen and Wallace (1997) συνέκριναν την συνάφεια των κερδών με τον υπολειμματικό εισόδημα και την οικονομική προστιθέμενη αξία και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα κέρδη φαίνεται να έχουν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αποδόσεις (returns) παρά με το υπολειμματικό εισόδημα και την οικονομική προστιθέμενη αξία. Διαφορετικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι υπάρχουν λίγες αποδείξεις για να υποστηρίξουν ότι residual income και EVA είναι μεγαλύτερης σημασίας μεγέθη από τα κέρδη σε σχέση πάντα με την αποτίμηση της επιχείρησης. Λαμβανομένου δε υπόψη του γεγονότος ότι τα συμπεράσματα αυτά προέκυψαν με βάση τρέχοντα οικονομικά μεγέθη του δείγματος των επιχειρήσεων και όχι με βάση μελλοντικές ταμειακές ροές, προσδίδουν μεγαλύτερη αξία στο αποτέλεσμα.

Τα συμπεράσματα των Biddle Bowen and Wallace υποστηρίχθηκαν ιδιαίτερα από τους Chen and Dodd (2001) οπού συνέκριναν την συνάφεια του λειτουργικού εισοδήματος (operating income) με το υπολειμματικό εισόδημα και την οικονομική προστιθέμενη αξία. Το αποτέλεσμά της ερευνάς ήταν ότι η παλινδρόμηση του λειτουργικού εισοδήματος έτεινε να δείχνει μεγαλύτερο R από την παλινδρόμηση του υπολειμματικού εισοδήματος και αυτό με την σειρά του υψηλότερο R από την παλινδρόμηση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Τέλος οι Chen and Dodd (2001) βρήκαν ότι οι μετρήσεις του υπολειμματικού εισοδήματος προσφέρουν σημαντικές πληροφορίες οι οποίες δεν είναι διαθέσιμες στις μετρήσεις του λειτουργικού εισοδήματος. Τέλος οι Κυριαζής και Ανάστασης (2007) σε αντίστοιχη ερευνά με ελληνικά δεδομένα κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι καθαρό και λειτουργικό εισόδημα είχαν μεγαλύτερη συνάφεια σε σχέση με την οικονομική προστιθέμενη αξία.

6.7 Η ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΣΥΝΑΦΕΙΑΣ

Στην διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών ιδιαίτερα στις δυτικές οικονομίες έχουμε αντιληφθεί μια σημαντική μεταβολή από τις βιομηχανικές οικονομίες σε υψηλής τεχνολογίας και παροχής υπηρεσιών οικονομίες. Πως αυτές οι μεταβολές επηρεάζουν την συνάφεια των οικονομικών καταστάσεων στην βάση του ιστορικού κόστους : Οι Collins Maydew and Weiss (1997) ερευνήσαν την συνάφεια των κερδών και της λογιστικής αξίας του κεφαλαίου (book value of equity) χρησιμοποιώντας και μελέτες του Ohlson (1995) και προχώρησαν στην παρακάτω παρουσίαση “η ερμηνευτική δύναμη των κερδών (explanatory power of earnings) και η λογιστική αξία υποδιαιρείται σε τρία στοιχεία. 1) στην ερμηνευτική δύναμη των κερδών 2) στην ερμηνευτική δύναμη της λογιστικής αξίας και 3) στην ερμηνευτική δύναμη από κοινού των κερδών και της λογιστικής αξίας. και επισήμαναν ότι τα τελευταία 40 χρόνια η αξία της συνάφεια των κερδών έχει μειωθεί και έχει αυξηθεί η συνάφεια της λογιστικής αξίας. Αυτό έρχεται σε αντιδιαστολή με την ευρύτερη προσέγγιση ότι τις τελευταίες δεκαετίες τα λογιστικά μεγέθη είναι λιγότερο σχετικά - σημαντικά. Οι Collins Maydew and Weiss (1997) εξήγησαν ότι η αλλαγή αυτή οφείλεται στην αυξημένη συχνότητα αρνητικών κερδών, στην αλλαγή του μέσου μεγέθους των επιχειρήσεων και στην ένταση των αυλών στην διάρκεια του χρόνου. Στα ίδια συμπεράσματα οδηγήθηκαν οι Francis and Schipper (1999).

Η ασάφεια στα αποτελέσματα συνεχίζεται με την μελέτη των Lev and Zarowin (1999) να δεικνύει ότι η συνάφεια των παρουσιαζόμενων κερδών των ταμειακών ροών και της λογιστικής αξίας του κεφαλαίου (book equity) έχουν χειροτερέψει τα τελευταία 20 χρόνια. Η μείωση αυτή είναι λιγότερο έντονη στις ταμειακές ροές απ’ ότι στα κέρδη. Το γεγονός αυτό οφείλετε στην σημαντική μεταβολή που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις τις τελευταίες Δυο δεκαετίες στην Αμερική. Επίσης υποστηρίζουν ότι η αυξανόμενη αυτή αλλαγή στις επιχειρήσεις νοθεύει τα θεμελιώδη λογιστικά δεδομένα. Οι Lev and Zarowin (1999) δηλώνουν ότι είναι εξαιτίας των αυλών στοιχείων που τα παρόντα συστήματα και λογιστικά δεδομένα δεν αντικατοπτρίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα τα έξοδα για ερευνά και ανάπτυξη παρουσιάζονται άμεσα στις οικονομικές καταστάσεις ενώ τα πραγματικά οφέλη θα

καταγράφουν στην διάρκεια των ετών. Ισχυρίζονται επίσης ότι η κεφαλαιοποίηση των αυλών παγίων στοιχείων θα βελτιώσει την συνάφεια των λογιστικών πληροφοριών.

Η μελέτη της συνάφειας των λογιστικών αριθμών με την χρηματιστηριακή αγορά έχει αφιερώσει σημαντικό χρόνο στην πρόβλεψη της μελλοντικής απόδοσης των επιχειρήσεων μέσω τις εκτίμησης των μελλοντικών ταμειακών ροών και των μελλοντικών κερδών. Εφόσον η χρηματιστηριακή αξία είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών και κερδών τότε αυτό θα μπορούσε να θεωρηθεί έμμεσα σαν ερευνά συνάφειας.

Οι Kim and Kross (2006) χρησιμοποίησαν την μεθοδολογία των Collins Maydrew and Weiss (1997) για να μελετήσουν πως η δυνατότητα των κερδών να προβλέψουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές έχει εξελιχθεί στην διάρκεια του χρόνου. Βρήκαν ότι η σχέση μεταξύ προσφάτων κερδών (current earnings) και μελλοντικών λειτουργικών ταμειακών ροών έχει αυξηθεί μέσα στον χρόνο. Από την ίδια ερευνά προέκυψε ότι μια μειούμενη συσχέτιση μεταξύ τιμών μέτοχων (stock prices) και κερδών. Μια πιθανή εξήγηση γι' αυτό το παράδοξο είναι οι ερευνητές ανέλυσαν τις ταμειακές ροές μόνο από την επόμενη χρονιά ενώ οι τιμές των μέτοχων είναι το άθροισμα όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών. Παρ όλα αυτά το τελικό συμπέρασμα των Kim and Kross (2006) είναι ότι δεν μπορούν να συμβιβάσουν την αυξανόμενη ικανότητα των προσφάτων κερδών (current earnings) να προβλέψουν τις μελλοντικές ταμειακές ροές με την μειούμενη ικανότητα των προσφάτων κερδών και ταμειακών ροών να εξηγήσουν τις τιμές.

6.8 ΣΥΝΑΦΕΙΑ ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ

Βαίνοντας προς το τέλος της συνοπτικής παρουσίασης της συνάφειας θα πρέπει να αναφερθούμε και σε ένα σημαντικό μέρος της ερευνάς που αφορά την χρήση των λογιστικών συστημάτων και την σχέση που έχουν με την συνάφεια. Είναι κοινός αποδεκτό ότι διαφορετικά λογιστικά δεδομένα παρέχουν διαφορετική πληροφόρηση για την αξία της επιχείρησης στους επενδυτές. Κάποιο συγκεκριμένο λογιστικό

σύστημα πιθανών να πράξει σημαντικά ποιο έγκυρη πληροφόρηση από κάποιο άλλο. Αποτέλεσμα αυτού είναι να έχει ξεκινήσει τις τελευταίες δεκαετίες μια συζήτηση – ερευνά σχετικά με ποιο λογιστικό σύστημα είναι αποτελεσματικότερο και ποιο έχει καλύτερο βαθμό συσχέτισης με τις χρηματιστηριακές αξίες. Πολλές Χώρες για παράδειγμα έχουν ενσωματώσει τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα IAS τις τελευταίες δεκαετίες σε μια προσπάθεια να έχουν μια κοινή βάση συζήτησης και λήψης αποφάσεων που προκύπτουν από τις δημοσιευμένες καταστάσεις.

Οι Barth Landsman and Lang (2008) ερευνήσαν εάν η εφαρμογή των IAS σχετίζεται με μεγαλύτερης ποιότητας λογιστική πληροφόρηση και οδηγήθηκαν σε κάποια συμπεράσματα. Συγκεκριμένα η εφαρμογή των IAS οδηγεί σε παρουσίαση μικρότερης εξομάλυνσης των κερδών, λιγότερη χειραγώγηση των κερδών για κάποιο συγκεκριμένο λόγο, Ποιο έγκαιρη αναγνώριση των ζημιών και υψηλότερη συσχέτιση των λογιστικών αριθμών με τις τιμές των μέτοχων και τις αποδόσεις. Σχετικά με την συνάφεια παρουσίασαν σημαντικά μεγαλύτερο R για τις εταιρίες που χρησιμοποιούν IAS όταν τρέχουν παλινδρόμησης τιμών στο καθαρό εισόδημα και στην λογιστική αξία του κεφαλαίου (equity book value).

Τα συμπεράσματα αυτά προέκυψαν από μια ερευνά σε εταιρίες από 21 Χώρες που χρησιμοποιούσαν IAS από το (1994 έως το 2003). Το (2007) ο Φλώρος σε αντίστοιχη ερευνά που έκανε στο ελληνικό χρηματιστήριο κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η εισαγωγή - χρήση των IAS είχε μια αρνητική αλλά ασήμαντη επίδραση στην μεταβλητότητα του ελληνικού χρηματιστηρίου. Στην Γερμανία Οι Hung and Subramanyam το (2007) σε αντίστοιχη ερευνά βρήκαν οι η λογιστική αξία και τα κέρδη δεν είναι περισσότερο σχετιζόμενα κάτω από την χρήση των IAS απ' ότι στην περίπτωση της χρήσης των Γερμανικών λογιστικών προτύπων.

Απο το (2005) έως και σήμερα είναι υποχρεωτικό για τις επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες στα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια να παρουσιάζουν τις λογιστικές τους καταστάσεις με βάση τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

6.9 ΑΥΛΑ ΠΑΓΙΑ ΚΑΙ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Η αντιμετώπιση των αυλών παγίων είναι ένα από τα βασικά θέματα συζήτησης των λογιστών. πολλές εργασίες έχουν παρουσιαστεί σχετικά με την συνάφεια και την ανάλυση των εξόδων για ερευνά και ανάπτυξη(R & D).Τα αμερικανικά λογιστικά πρότυπα έχουν σαν γραμμή την ολική εξοδοποίηση την R & D στις οικονομικές τους καταστάσεις. οι Lev and Sougiannis (1996) ασχολήθηκαν με το συγκεκριμένο αντικείμενο υπολογίζοντας συγκεκριμένο κεφάλαιο για ερευνά και ανάπτυξη σε ένα μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων και προσαρμόζοντας τα δημοσιευμένα κέρδη και την λογιστική αξία του κεφαλαίου (equity book value) έτσι ώστε να αντικατοπτρίζουν την κεφαλαιοποίηση των R & D.Βρήκαν ότι αυτές οι προσαρμογές είναι ισχυρά σχετιζόμενες με τις τιμές μέτοχων και αποδόσεις και ότι η κεφαλαιοποίηση των εξόδων ερευνάς και ανάπτυξης αποδίδουν σημαντικά σχετιζόμενες πληροφορίες στους επενδυτές.

Επίσης ισχυρίστηκαν ότι τα R AND D κεφάλαια δεν φαίνεται να αντικατοπτρίζουν τις μελλοντικές τιμές των μέτοχων καθώς ένα λάθος χειρισμός στην παρουσίαση των οικονομικών αποτελεσμάτων σαν έξοδα και όχι σαν επένδυση θα δώσει λανθασμένες ερμηνείες .Σύμφωνα με τους Lev and Sougiannis αυτά τα αποτελέσματα δείχνουν συστηματική Υπό τιμολόγηση (under-pricing) των R and D είτε ότι εκτεταμένες αποδόσεις αποζημιώνουν για το εξτρά ρίσκο που αναλαμβάνουν οι επιχειρήσεις με έξοδα ερευνάς και ανάπτυξης. Η απουσία μιας σχέσης μεταξύ R and D εξόδων και μεταγενέστερων οφελών ήταν ένας βασικός λόγος για τον οποίο FASB αποφάσισε την ολική εξοδοποίηση των εξόδων ερευνάς και ανάπτυξης. Αν και αυτό τίθεται υπό αμφισβήτηση.

Τα αποτελέσματα των Lev and Sougiannis υποστηρίχθηκαν και από την μελέτη των Aboody και Lev (1998) οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι τα κεφαλαιοποιημένα έξοδα ανάπτυξης είναι θετικά σχετιζόμενα με τις αποδόσεις των μετοχών (stocks returns). Επίσης , όσο για τα ποσά των ισολογισμών βρήκαν ότι σωρευμένα κεφαλαιοποιημένα κόστη λογισμικών σχετίζονται με τις τιμές των μετοχών. Συνεπώς η κεφαλαιοποίηση είναι στατιστικά σημαντική στην συνάφεια για τους επενδυ-

τές. Το συμπέρασμα αυτά υποστηρίζεται και από τα ευρήματα τους ότι κεφαλαιοποιημένα έξοδα λογισμικών σχετίζονται και με τα μεταγενέστερα κέρδη.

Παρ' όλα αυτά υπήρξαν και εργασίες όπως των Callen and Morel (2005) όπου διαφώνησαν με τον βαθμό συσχέτισης των προηγούμενων ερευνητών και υποστήριξαν ότι ο βαθμός συσχέτισης μεταξύ R and D και τιμές των μετοχών δεν ξεπέρασε το 25% των εταιριών που είχαν σαν δείγμα. Τέλος οι Cazavan – Jenny and Jeanjean (2006) επίσης ασχολήθηκαν με το ίδιο αντικείμενο της ερευνάς σε ένα δείγμα από Γαλλικές επιχειρήσεις (μια και στην Γαλλία επιτρέπεται η κεφαλαιοποίηση και η εξοδοποίηση των R & D σαν δυνατότητες λογιστικής αντιμετώπισης) και κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι επιχειρήσεις που επέλεξαν την κεφαλαιοποίηση των εξόδων ερευνάς και ανάπτυξης ήταν μικρότερες σε μέγεθος, με υψηλότερο ρυθμό μόχλευσης, λιγότερο κερδοφόρες, και είχαν λιγότερες δυνατότητες ανάπτυξης. Σε αντιδιαστολή με τις δυο προηγούμενες έρευνες των Aboody, Lev, Sougiannis υποστηρίζουν ότι η κεφαλαιοποίηση των R and D είναι αρνητικά σχετιζόμενες με τις τιμές των μετοχών και των αποδόσεων. Με αλλά λογία οι επενδυτές αντιδρούν αρνητικά στην κεφαλαιοποίηση των εξόδων ερευνάς και ανάπτυξης.

6.10 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΣΥΝΑΦΕΙΑ

Μετα από μια συνοπτική παρουσίαση της συνάφειας στην ερευνά τα τελευταία 40 χρόνια καταλήγουμε σε κάποια συμπεράσματα. Πρώτον ότι το βασικό ερώτημα δηλαδή για το κατά ποσό οι λογιστικοί αριθμοί και οι οικονομικές καταστάσεις συμβάλουν ουσιαστικά στην πληροφόρηση των επενδυτών για την λήψη αποφάσεων σχετικά με την αξία μιας επιχείρησης. Η απάντηση είναι αναμφισβήτητα ναι. Ορισμένοι ισχυρίζονται ότι τα κέρδη ακόμα και αν σχετίζονται με τις αποδόσεις μετοχών δεν μπορούν να εξηγήσουν τις διακυμάνσεις στα λογιστικά κέρδη. Επίσης σύμφωνα με ένα μεγάλο αριθμό μελετών η συνάφεια των κερδών συστηματικά υποτιμάται όταν εφαρμόζονται παραδοσιακές μορφές παλινδρόμησης. Μελέτες έδειξαν επίσης ότι ο συσχετισμός απόδοσης κέρδους δεν είναι γραμμικός και ότι η μη γραμμικότητα αυτή πρέπει να ενσωματωθεί στις προδιάγραφες παλινδρόμησης.

Σημαντικό ρολό στην συνάφεια τις τελευταίες δεκαετίες παίζουν παράγοντες όπως τα άυλα περιουσιακά στοιχεία και η δυσκολία στην ενσωμάτωση της πληροφορίας που προκύπτει από αυτά στην συνάφεια και κα επέκταση στην αξία της επιχείρησης. Όπως και οι συνεχόμενες μεταβολές που συμβαίνουν στις επιχειρήσεις τις τελευταίες δεκαετίες. Το φαινόμενο αυτό παρουσιάστηκε ιδιαίτερα σε έρευνες που αφορούσαν την αμερικανική οικονομία. Τέλος σημαντική αναφορά γίνεται στα λογιστικά πρότυπα και συστήματα που χρησιμοποιούνται σήμερα και στην αποτελεσματικότητα της δίκαιης λογιστικής αξίας και της λογιστικής ιστορικού κόστους. Αρκετές μελέτες αποδεικνύουν ότι η συνάφεια της αξίας βελτιώνεται όταν εφαρμόζεται η δίκαια αξία ενώ από την άλλη πλευρά σε άλλες μελέτες παρουσιάστηκε ότι η συνάφεια της αξίας των καθαρών κερδών πέφτει όταν το ιστορικό κόστος δεν υπολογιστεί.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

Στα πλαίσια της διπλωματικής εργασίας, μετά την θεωρητική προσέγγιση των προηγούμενων κεφαλαίων θα παρουσιάσουμε στο τελευταίο κεφάλαιο μια πρακτική εφαρμογή παλινδρόμησης. Συγκεκριμένα από την βάση δεδομένων του πανεπιστημίου Πειραιά αναζητήσαμε δεδομένα από τον δείκτη FTSE 20 .Ο χρηματιστηριακός δείκτης FTSE 20 είναι αποτέλεσμα της συνεργασίας του χρηματιστήριου αξιών Αθηνών και του οργανισμού FTSE International.Είναι βασισμένος στις 20 μεγαλύτερες σε κεφαλαιοποίηση εταιρίες οι οποίες είναι εγγεγραμμένες στο ΧΑΑ και των οποίων οι μετοχές πληρούν τα απαραίτητα κριτήρια εμπορευσιμότητας.

Οι δείκτες στους οποίους θα επικεντρωθούμε είναι η τιμή της μετοχής (PRICE), κέρδη ανά μετοχή, (EPS) μερίσματα ανά μετοχή, (DPS) ταμειακές ροές (CASH FLOW), Τιμή προς λογιστική αξία (PTBV) και την λογιστική αξία (BV).Τα δεδομένα έχουν επεξεργαστεί με τέτοιο τρόπο ώστε να έχουν μια κοινή βάση και αυτό γιατί είχαμε αρκετές ελλείψεις σε κάποια στοιχεία ανά δείκτη και ανά έτος. Η τελική κατάσταση παρουσιάζεται σε παρακάτω πίνακα.

Οι εταιρίες που παρουσιάζονται είναι AEGEAN AIRLINES,ATHENS WATER SUPPLY, ELLAKTOR SA, FOLLI FOLLIE COMM, GEK TER HOLDING, GRIVALIA PROPERTIES, HELLENIC PETROLEUM, HELLENIC TELECOM, JUMBO SA, LAMDA DEVELOPMENT, METKA SA, MOTOR, MYTILINEOS HOLDING, OPAP SA, PIRAEUS PORT AUTH, PUBLIC POWER CORP, TER ENERGY, TITAN CEMENT.

Τα έτη αναφοράς είναι από το (2002 έως και το 2014).

Μετά την παράθεση των δεδομένων θα ακολουθήσει η εξαγωγή των αποτελεσμάτων παλινδρόμησης με βάση τον δείκτη τιμής (PRICE) κάθε φορά και ένα από τους υπολοίπους δείκτες .Πχ PRICE and EPS η PRICE and PDS, η PRICE and CASH FLOW.Οι τελευταίες θα έχουν σαν βάση την PRICE αφενός και αφετέρου τους υπολοίπους δείκτες συνολικά .

Συγκεκριμένα

Περίπτωση 1 (PRICE TO DPS)

Περίπτωση 2 (PRICE TO EPS)

Περίπτωση 3 (PRICE TO BV)

Περίπτωση 4 (PRICE TO CF)

Περίπτωση 5 (PRICE TO DPS, EPS)

Περίπτωση 6 (PRICE TO DPS, EPS, BV)

Περίπτωση 7 (PRICE TO DPS, EPS, BV, CF)

Συγκεντρωτικά αποτελέσματα παλινδρόμησης

		Μοντέλο						
		1	2	3	4	5	6	7
Σταθερά		6.6328***	5.2250***	13.3898***	9.2443***	4.5846***	7.0215***	6.2949***
B.V.				3.6044***			1.9270***	1.959***
C.F.					0,0377			0.0467*
EPS			6.2884***			4.5310***	4.1042***	4.1172***
DPS		10.3451***				6.2126***	5.4675***	5.4493***
F-statistic		89.34***	115.77***	41.28***	1,20	80.41***	63.17***	48.81***
R ²		0,2965	0,3532	0,1630	0,0056	0,4325	0,4743	0,4830

(*) Στατιστικά σημαντικός στο 10%

(**) Στατιστικά σημαντικός στο 5%

(***) Στατιστικά σημαντικός στο 1%

Συμπέρασμα περίπτωσης (PRICE-EPS)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1% (σημαντική μικρότερο 0,01). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή προσδιορισμού είναι μέτρια R τετράγωνο = 0,3531 δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 35,31 % από την μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή.

Ο συντελεστής της μεταβλητής X_1 είναι στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 1% (τιμή- p μικρότερη από 0,01). Συνεπώς τα κέρδη ανά μετοχή επιδρούν στατιστικά στην τιμή της μετοχής. Συγκεκριμένα για κάθε 1 ευρώ αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 6,288 ευρώ κατά μέσο ορό.

Συμπέρασμα περίπτωσης (PRICE-DPS)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1% (σημαντική F μικρότερο 0,01). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή προσδιορισμού είναι μέτρια, R τετράγωνο = 0,2925 δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 29,65% από την μεταβλητότητα του μερίσματος ανά μετοχή.

Ο συντελεστής της μεταβλητής X_1 είναι στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 1% (τιμή- p μικρότερη από το 0,01). Συνεπώς το μέρισμα ανά μετοχή επιδρά στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής. Συγκεκριμένα για κάθε 1 ευρώ αύξηση στο μέρισμα ανά μετοχή εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 10,345 ευρώ κατά μέσο ορό.

Συμπεράσματα περίπτωσης (PRICE-BV)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1% (σημαντική F μικρότερο 0,01). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή προσδιορισμού είναι κάπως χαμηλή R τετράγωνο = 0,1630 ,δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 16,30 % από την μεταβλητότητα της λογιστικής αξίας ανά μετοχή .

Ο συντελεστής της μεταβλητής X_1 είναι στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 1% (τιμη- p μικρότερη από 0,01). Συνεπώς η λογιστική αξία ανά μετοχή επιδρά στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής. Συγκεκριμένα για κάθε 1 ευρώ αύξηση στη λογιστική αξία ανά μετοχή εκτιμάται ότι μειώνεται η τιμή της μετοχής κατά 3,60 ευρώ κατά μέσο ορό.

Συμπεράσματα περίπτωσης (PRICE-CASH FLOW)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι δεν είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 10% (σημαντι F μεγαλύτερο 0,10) . Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή προσδιορισμού είναι πολύ χαμηλή R τετράγωνο = 0,0056 δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 0,56% από την μεταβλητότητα της ταμειακής ροής ανά μετοχή.

Ο συντελεστής της μεταβλητής X_1 είναι στατιστικά μη σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 10% (τιμη- p μεγαλύτερη από 0,10). Συνεπώς η ταμειακή ροή ανά μετοχή δεν επιδρά στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής.

Συμπεράσματα περίπτωσης (PRICE-EPS,DPS)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1%(Σημαντ F μικρότερο 0,01). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή είναι μέτρια (R τετράγωνο = 0,4325) δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 43,25 % από την μεταβλητότητα του μερίσματος ανά μετοχή και των κερδών ανά μετοχή .

Ο συντελεστής των μεταβλητών κέρδη ανά μετοχή και μερίσματα ανά μετοχή X_1, X_2 προέκυψε στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 1%. (τιμη- $p < 0.01$). Συνεπώς τα κέρδη ανά μετοχή και τα μερίσματα ανά μετοχή επιδρούν στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής. Βρέθηκε ότι για κάθε 1 ευρώ αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή, εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 4,53 ευρώ κατά μέσο ορό. Αντίστοιχα και το μέρισμα ανά μετοχή επιδρά στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής, όπου βρέθηκε ότι για 1 ευρώ αύξηση στο μέρισμα ανά μετοχή εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 6,21 ευρώ κατά μέσο ορό.

Συμπεράσματα περίπτωσης (PRICE-EPS,DPS,BV)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1% (Σημαντ $F < 0,01$). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή είναι μέτρια προς υψηλή (R τετράγωνο = 0,4743), δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 47,43% από την μεταβλητότητα του μερίσματος ανά μετοχή και των κερδών ανά μετοχή και της λογιστικής αξίας ανά μετοχή.

Ο συντελεστής των μεταβλητών κέρδη ανά μετοχή, μερίσματα ανά μετοχή και λογιστική αξία ανά μετοχή X_1, X_2, X_3 προέκυψε στατιστικά σημαντικός ακόμα και σε επίπεδο 1% (τιμή- $p < 0,01$). Συνεπώς τα κέρδη ανά μετοχή, τα μερίσματα ανά μετοχή και η λογιστική αξία ανά μετοχή επιδρούν στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής. Συγκεκριμένα βρέθηκε ότι για 1 ευρώ αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή, εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 4,10 ευρώ κατά μέσο ορό. Αντίστοιχα για το μέρισμα ανά μετοχή, βρέθηκε ότι για κάθε 1 ευρώ αύξηση στο μέρισμα ανά μετοχή, εκτιμάται ότι αυξάνει η τιμή της μετοχής κατά 5,47 ευρώ κατά μέσο ορό. Τέλος σχετικά με την λογιστική αξία βρέθηκε ότι για κάθε 1 ευρώ αύξηση στην λογιστική αξία ανά μετοχή εκτιμάται ότι μειώνεται η τιμή της μετοχής κατά 1,93 κατά μέσο ορό.

Συμπεράσματα περίπτωσης (PRICE-EPS,DPS,BV,CF)

Ο έλεγχος σημαντικότητας του μοντέλου έδειξε ότι είναι στατιστικά σημαντικό ακόμα και σε επίπεδο 1% (Σημαντ $F < 0,01$). Η ερμηνευτικότητα του μοντέλου σύμφωνα με τον συντελεστή είναι μέτρια (R τετράγωνο = 0,4830), δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται κατά 48,30% από την μεταβλητότητα του μερίσματος ανά μετοχή, των κερδών ανά μετοχή, της λογιστικής αξίας ανά μετοχή και της ταμειακής ροής ανά μετοχή.

Ο συντελεστής των μεταβλητών λογιστικής αξίας ανά μετοχή, κερδών ανά μετοχή, μερίσματος ανά μετοχή X_1, X_3, X_4 προέκυψε στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο 1% (τιμή- $p < 0,01$) και ο συντελεστής της ταμειακής ροής ανά μετοχή προέκυψε στατιστικά μη σημαντικός σε επίπεδο 5% (τιμή- $p > 0,05$). Συγκεκριμένα βρέθηκε ότι 1 ευ-

ρώ αύξηση στην λογιστική αξία ανά μετοχή εκτιμάται ότι μειώνεται η τιμή της μετοχής κατά 1,96 ευρώ κατά μέσο ορό. Τα κέρδη ανά μετοχή επιδρούν στατιστικά σημαντικά στην τιμή της μετοχής όπου βρέθηκε ότι για 1 ευρώ αύξηση στα κέρδη ανά μετοχή εκτιμάται ότι αυξάνεται η τιμή της μετοχής κατά 4,12 ευρώ κατά μέσο ορό. Τέλος το μέρισμα ανά μετοχή, για μια αύξηση 1 ευρώ εκτιμάται ότι αυξάνει η τιμή της μετοχής κατά 5,45 ευρώ κατά μέσο ορό.

Συμπεράσματα Μελέτης

Τα αποτελέσματα των παραπάνω παλινδρομήσεων έδειξαν ότι η μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών εξαρτάται από παράγοντες όπως τα κέρδη ανά μετοχή, το μέρισμα ανά μετοχή και την λογιστική αξία ανά μετοχή αλλά όχι από την ταμειακή ροή ανά μετοχή.

Πιο συγκεκριμένα οι τρεις παράγοντες εξηγούν λίγο κάτω από το 50% τη συνολική μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών, όπου πιο πολύ εξηγούν τα κέρδη ανά μετοχή και τα μερίσματα ανά μετοχή, ενώ αρκετά λιγότερο εξηγεί η λογιστική αξία να μετοχή.

Η απολυτή επίδραση είναι υψηλότερη για το μέρισμα ανά μετοχή όπου μια άνοδος του μερίσματος κατά ένα ευρώ προκαλεί υψηλότερη αύξηση στην τιμή της μετοχής σε σχέση με την αύξηση που προκαλεί 1 ευρώ στα κέρδη ανά μετοχή ή στην μείωση που προκαλεί 1 ευρώ αύξηση στην λογιστική αξία.

Είναι λογικό εταιρίες που εμφανίζουν αυξημένα κέρδη ανά μετοχή και δίνουν υψηλότερα μερίσματα να απομιμούνται από την αγορά ως αξιόλογες επενδυτικές προτάσεις και έτσι να υπάρχει η τάση να διαπραγματεύονται οι μετοχές τους σε υψηλότερο επίπεδο.

Βρέθηκε επίσης ότι εταιρίες που έχουν υψηλότερη λογιστική αξία σε σχέση με άλλες, να έχουν την τάση να απομιμούνται χαμηλότερα ως προς τη χρηματιστηριακή τους αξία. Αυτό δεν είναι ένα αναμενόμενο εύρημα, καθώς αναμενόταν εταιρίες που έχουν υψηλότερη λογιστική αξία να απομιμούνται και περισσότερο χρηματιστηριακά. Μια εξήγηση είναι ότι οι εταιρίες με υψηλή λογιστική αξία τυχάνει να ανήκουν σε κλάδους όπου να μην θεωρεί η αγορά ότι έχουν προοπτικές για μελλοντική υψηλή κερδοφορία και διανομή μερίσματος και έτσι να μην της αποτιμά, τελικά σε υψηλό επίπεδο. Άλλος λόγος μπορεί να είναι τα έξοδα ερευνάς και ανάπτυξης και ο λογιστικός χειρισμός τους δηλαδή η κεφαλαιοποίηση η εξοδοποίηση τους μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα για την πραγματική εικόνα ενός οικονομικού οργανισμού.

Σύνοψη εργασίας

Συνοψίζοντας την προσπάθεια που έγινε σε αυτή την εργασία και κάνοντας μια αναδρομή στα επιμέρους κεφάλαια μπορούμε να αναφέρουμε κάποιες σκέψεις. Ξεκινήσαμε με την παρουσίαση της λογιστής, τους κλάδους, τις οικονομικές καταστάσεις, την ανάγκη για την ύπαρξη διεθνών λογιστικών προτύπων. Το εννοιολογικό πλαίσιο που πρέπει να υπάρχει για λογούς συγκρισιμότητας, σαφήνειας, ειλικρινείας αλλά και τα συμβούλια, τις επιτροπές και δομές που εξασφαλίζουν την κοινή αποδοχή των προτύπων, καθώς και τις θεμελιώδεις παραδοχές της συνεχιζόμενης δραστηριότητας και των δεδουλευμένων εσόδων και εξόδων.

Αναφερθήκαμε στην σημασία της κατάστασης ταμειακών ροών ως τμήμα των οικονομικών καταστάσεων, ως βάση αξιολόγησης ενός οικονομικού οργανισμού, αλλά και στην πληροφοριακή της αξία σχετικά με μελλοντικό δανεισμό, πιθανότητα χρεοκοπίας, δυνατότητα των ταμειακών διαθεσίμων να στηρίζουν τις επενδυτικές - λειτουργικές - χρηματοδοτικές δραστηριότητες της εταιρίας. Ιδιαίτερη σημασία δόθηκε στις ελεύθερες ταμειακές ροές (αυτές που απομένουν στην επιχείρηση εάν από τις λειτουργικές ταμειακές ροές αφαιρεθούν οι ανάγκες για κεφαλαιουχικές δαπάνες) μια και μας δίνουν εικόνα για την πολιτική της επιχείρησης σχετικά με την παροχή πιστώσεων σε πελάτες, την πληρωμή υποχρεώσεων, τους στόχους ανάπτυξης των πωλήσεων, την δυνατότητα πληρωμής μερισμάτων και την ανάγκη για δανεισμό.

Στο κεφάλαιο 4 παρουσιάστηκαν με συνοπτικό τρόπο οι κυριότεροι μέθοδοι αποτίμησης δίνοντας μεγαλύτερη έμφαση στην προεξόφληση των μερισμάτων και στα υποδείγματα υπολειμματικής ταμειακής ροής. Στην ουσία τους τα δυο υποδείγματα είναι κοντά στην λογική μια και το ένα προεξοφλεί μερίσματα και το άλλο ταμειακές ροές, χρησιμοποιώντας υποθέσεις σχετικά με την μελλοντική ανάπτυξη μερισμάτων - ροών, το κόστος κεφαλαίου, την ανάπτυξη της οικονομίας, την δυνατότητα υπολογισμού δυο και τριών διαφορετικών σταδίων ανάπτυξης. Πρακτικά αυτό που συναντάμε στην αγορά από εταιρίες που αναλαμβάνουν να αποτιμήσουν μια επιχείρηση είναι ένας συνδυασμός διαφορετικών μεθόδων προκειμένου να έχουν την καλύτερη δυνατή προσέγγιση, λαμβάνοντας υπόψη τις υποθέσεις που θα επικαλεστούν μια και αυτές θα επηρεάσουν το αποτέλεσμα. Επιχειρήσεις σε σταθερό οικο-

νομικό περιβάλλον, σε μια οικονομία με σταθερά αυξανόμενους ρυθμούς ανάπτυξης με ανταγωνιστικό περιβάλλον, σταθερή φορολογία χωρίς κρατική παρέμβαση δίνει στον επενδυτή και στον εκτιμητή την πεποίθηση ότι οι υποθέσεις που θα επικαλεστεί έχουν ουσιαστική βαρύτητα. Οτιδήποτε έχει στην εκτίμηση την έννοια του χρόνου και κατ' επέκταση την προεξόφληση της αξίας στο σήμερα εμπεριέχει την υποκειμενικότητα. Παρ' όλα αυτά η προεξόφληση των ταμειακών ροών παραμένει και σήμερα βάση αποτίμησης των επιχειρήσεων.

Επιστημονικές μελέτες στην διάρκεια του χρόνου (κεφάλαιο 5) προσπαθώντας να βρουν την πιο αποτελεσματική μέθοδο αποτίμησης καταλήξαν στο συμπέρασμα ότι, ανάλογα με τις δομές της οικονομίας μιας χώρας και τους περιορισμούς που θέτουν στην ερευνά οι αναλυτές, διαφορετικοί μέθοδοι αποτίμησης είναι αποτελεσματικότεροι κάθε φορά. Συνεπώς το συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι καμία μέθοδος δεν θεωρείται ιδανική λύση για την αποτίμηση μιας επιχείρησης.

Τέλος ασχοληθήκαμε με την συνάφεια δηλαδή το κατά ποσό οι λογιστικές πληροφορίες είναι στατιστικά σημαντικές στην χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης. Κατά γενική ομολογία και με βάση τις μελέτες που έχουν γίνει, είναι κοινός παραδεκτό ότι υπάρχει μια σημαντική συσχέτιση των δυο παραγόντων. Βασικό ρολό παίζουν τα κέρδη, οι ταμειακές ροές και η λογιστική αξία, υπάρχουν όμως και μελέτες που έχουν διαφορετική άποψη σχετικά με το μέγεθος το βαθμό συσχέτισης και αλληλεπίδρασης των παραπάνω παραγόντων.

Συμπεράσματα ανάλογα συναντήσαμε και στην πρακτική εφαρμογή του κεφαλαίου 7 όπου βρέθηκε ότι τα μερίσματα ανά μετοχή και τα κέρδη ανά μετοχή είναι στατιστικά σημαντικά δηλαδή η μεταβλητότητα των τιμών των μέτοχων εξαρτάται από την μεταβλητότητα του μερίσματος ανά μετοχή και των κερδών ανά μετοχή. Μικρότερη επίδραση συναντήσαμε στην μεταβλητότητα των τιμών των μετοχών από τη λογιστική αξία και πολύ χαμηλή από την μεταβλητότητα της χρηματικής ροής ανά μετοχή.

Όλα τα παραπάνω μας οδηγούν στο συμπέρασμα ότι η ταμειακές ροές είναι και θα παραμείνουν πηγή πληροφόρησης για την επιχείρηση και τους επενδυτές είτε από την σκοπιά των οικονομικών καταστάσεων, είτε από την σκοπιά της αποτίμησης. Το γεγονός ότι η οικονομική επιστήμη διαθέτει και άλλα εργαλεία για την επίτευξη του σκοπού της αυτό δεν κάνει μικρότερη την αξία και την σημασία της κατάστασης ταμειακών ροών, γι' αυτό αλώστε συνεχίζει να είναι ένα από τα βασικά θέματα ερευνάς και αναζήτησης.

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ
ΚΑΙ ΠΙΝΑΚΩΝ ΤΗΣ ΠΡΑΚΤΙΚΗΣ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ**

COMP.NAME	TIME	CASH F.	PRICE	EPS	DPS	PTBV	BV=1/{P/B}
AEGEAN AIRLINES	2007	8,78	5,96	0,32	0	2,9	0,34
AEGEAN AIRLINES	2008	8,9	2,55	0,36	0	0,98	1,02
AEGEAN AIRLINES	2009	8,29	3,13	0,5	0,22	1,14	0,88
AEGEAN AIRLINES	2010	-3,24	1,88	0	0,11	0,76	1,32
AEGEAN AIRLINES	2011	-2,81	1,14	0	0	0,55	1,82
AEGEAN AIRLINES	2012	-0,08	1,75	0	0	0,93	1,08
AEGEAN AIRLINES	2013	12,17	5,13	0,7	0	1,96	0,51
AEGEAN AIRLINES	2014	8,96	6,9	1,08	0	2,28	0,44
ATHENS WATER SUPPLY	2002	8,75	3,62	1,22	0,22	0,63	1,59
ATHENS WATER SUPPLY	2003	24,13	6,3	0,31	0,1	1,05	0,95
ATHENS WATER SUPPLY	2004	17,32	4,96	0,2	0,13	0,66	1,52
ATHENS WATER SUPPLY	2005	15,72	7,2	1,47	0,06	1,02	0,98
ATHENS WATER SUPPLY	2006	14,77	7,22	0,21	0,07	0,98	1,02
ATHENS WATER SUPPLY	2007	17,3	11,82	0,38	0,11	1,55	0,65
ATHENS WATER SUPPLY	2008	15,57	5,22	0,31	0,14	0,67	1,49
ATHENS WATER SUPPLY	2009	7,97	5,54	0,25	0,13	0,72	1,39
ATHENS WATER SUPPLY	2010	19,82	4,63	0,02	0,02	0,59	1,69
ATHENS WATER SUPPLY	2011	19,75	3,1	0,22	0,04	0,39	2,56
ATHENS WATER SUPPLY	2012	33,53	5,2	0,41	0,17	0,63	1,59
ATHENS WATER SUPPLY	2013	27,22	7,75	0,73	0,2	0,87	1,15
ATHENS WATER SUPPLY	2014	25,73	6,25	0,41	0,38	0,72	1,39
ELLAKTOR S.A.	2002	3,39	4,92	0,4	0,1	1,77	0,56
ELLAKTOR S.A.	2003	9,1	4,17	0,62	0,11	1,15	0,87
ELLAKTOR S.A.	2004	15,71	3,32	0,44	0,22	0,89	1,12
ELLAKTOR S.A.	2005	6	5,46	0,35	0,23	1,26	0,79
ELLAKTOR S.A.	2006	7,17	8,46	0,45	0,16	1,89	0,53
ELLAKTOR S.A.	2007	7,21	9,8	0,68	0,18	1,81	0,55
ELLAKTOR S.A.	2008	12,77	4,28	0,53	0,18	0,79	1,27
ELLAKTOR S.A.	2009	13,11	5,15	0,56	0,12	0,9	1,11
ELLAKTOR S.A.	2010	9,6	3,35	0	0,1	0,6	1,67
ELLAKTOR S.A.	2011	-2,61	1,21	0	0,03	0,2	5,00
ELLAKTOR S.A.	2012	9,25	1,92	0,68	0	0,35	2,86
ELLAKTOR S.A.	2013	9,08	3,18	0	0	0,61	1,64
ELLAKTOR S.A.	2014	7,17	2,13	0	0	0,42	2,38
FOLLI FOLLIE COMM	2002	16,42	14,49	1,27	0,26	2,92	0,34

FOLLI FOLLIE COMM	2003	16,98	37,2	2,23	0,96	6,37	0,16
FOLLI FOLLIE COMM	2004	20,62	30,84	1,27	1,43	5,07	0,20
FOLLI FOLLIE COMM	2005	16,28	35,62	1,82	1,67	6,46	0,15
FOLLI FOLLIE COMM	2006	14,97	37,77	1,86	1,91	6,48	0,15
FOLLI FOLLIE COMM	2007	8,52	28,83	1,89	1,58	4,09	0,24
FOLLI FOLLIE COMM	2008	10,55	13,72	1,62	1,58	2,24	0,45
FOLLI FOLLIE COMM	2009	9,6	14,63	2,03	1,21	2,24	0,45
FOLLI FOLLIE COMM	2010	12,75	11,4	1,45	0	0,54	1,85
FOLLI FOLLIE COMM	2011	11,86	7,45	2	0	0,64	1,56
FOLLI FOLLIE COMM	2012	13,78	12,47	1,29	0	1,07	0,93
FOLLI FOLLIE COMM	2013	-6,64	22,59	4,23	0	1,35	0,74
FOLLI FOLLIE COMM	2014	20,72	26,13	2,3	0	1,32	0,76
GEK TER HOLDING	2002	22,24	2,48	0,29	0,1	0,48	2,08
GEK TER HOLDING	2003	34,87	4,48	0,31	0,12	0,82	1,22
GEK TER HOLDING	2004	5,78	3,68	0,2	0,13	0,96	1,04
GEK TER HOLDING	2005	11,99	5,32	0,33	0,12	1,31	0,76
GEK TER HOLDING	2006	9,64	8,32	0,29	0,12	1,88	0,53
GEK TER HOLDING	2007	9,54	10,5	0,31	0,12	1,77	0,56
GEK TER HOLDING	2008	7,9	3,34	0,57	0,12	0,58	1,72
GEK TER HOLDING	2009	10,58	6,17	1	0,12	0,93	1,08
GEK TER HOLDING	2010	10,67	3,28	0	0,12	0,63	1,59
GEK TER HOLDING	2012	5,52	2	0	0	0,6	1,67
GEK TER HOLDING	2013	12,73	3,32	0	0	0,9	1,11
GEK TER HOLDING	2014	4,57	1,89	0	0	1,01	0,99
GRIVALIA PROPERTIES	2010	82,5	4,95	0,17	0,46	0,52	1,92
GRIVALIA PROPERTIES	2011	82,93	3,16	0,22	0,45	0,34	2,94
GRIVALIA PROPERTIES	2012	90,77	4,07	0	0,34	0,47	2,13
GRIVALIA PROPERTIES	2013	96,43	6,72	0	0	0,77	1,30
GRIVALIA PROPERTIES	2014	94,05	7,57	0,45	0,19	0,53	1,89
HELLENIC PETROLEUM	2002	9,27	5,54	0,11	0,12	1,13	0,88
HELLENIC PETROLEUM	2003	13,41	6,96	0,59	0,15	1,24	0,81
HELLENIC PETROLEUM	2004	5,93	8	0,58	0,2	1,42	0,70
HELLENIC PETROLEUM	2005	10,34	11,88	0,85	0,21	1,69	0,59
HELLENIC PETROLEUM	2006	2,8	10,44	0,84	0,43	1,4	0,71
HELLENIC PETROLEUM	2007	6,91	11,28	1,09	0,43	1,4	0,71
HELLENIC PETROLEUM	2008	-1,49	5,4	0,78	0,5	0,71	1,41

HELLENIC PETROLEUM	2009	5,88	7,81	0,23	0,45	1,01	0,99
HELLENIC PETROLEUM	2010	5,51	5,86	0,34	0,45	0,75	1,33
HELLENIC PETROLEUM	2011	2,85	6,37	0,69	0,45	0,81	1,23
HELLENIC PETROLEUM	2012	2,12	7,4	0,21	0,45	0,95	1,05
HELLENIC PETROLEUM	2013	-1,32	7,58	0	0,15	1,1	0,91
HELLENIC PETROLEUM	2014	-2,79	3,8	0	0,26	0,72	1,39
HELLENIC TELECOM	2002	32,96	10,5	0,7	0,7	1,47	0,68
HELLENIC TELECOM	2003	33,97	10,48	1	0,7	1,43	0,70
HELLENIC TELECOM	2004	30,39	13,22	0,36	0,35	1,89	0,53
HELLENIC TELECOM	2005	34,58	18	0	0	2,66	0,38
HELLENIC TELECOM	2006	35,49	22,76	1,12	0	3,04	0,33
HELLENIC TELECOM	2007	30,66	25,2	1,15	0,55	6,08	0,16
HELLENIC TELECOM	2008	34,73	11,9	1,49	0,75	4,45	0,22
HELLENIC TELECOM	2009	27,77	10,29	1,09	0,75	4,13	0,24
HELLENIC TELECOM	2010	23,11	6,13	0,21	0,19	2,73	0,37
HELLENIC TELECOM	2011	25,93	2,88	0,21	0,12	1,02	0,98
HELLENIC TELECOM	2012	25,96	5,1	0,9	0	1,54	0,65
HELLENIC TELECOM	2013	24,22	9,67	0,94	0	2,46	0,41
HELLENIC TELECOM	2014	25,65	9,1	0,01	0	2,1	0,48
JUMBO SA	2002	16,84	0,98	0,11	0,04	2,04	0,49
JUMBO SA	2003	16,77	1,66	0,14	0,04	2,78	0,36
JUMBO SA	2004	17,82	2,08	0,21	0,06	2,63	0,38
JUMBO SA	2005	18,68	3,32	0,23	0,08	2,76	0,36
JUMBO SA	2006	22,61	7,19	0,38	0,1	4,53	0,22
JUMBO SA	2007	23,77	10,76	0,51	0,14	5,28	0,19
JUMBO SA	2008	23,46	3,77	0,61	0,17	1,48	0,68
JUMBO SA	2009	23,52	7,7	0,7	0,2	2,55	0,39
JUMBO SA	2010	21,49	4,29	0,67	0,16	1,23	0,81
JUMBO SA	2011	19,98	3,45	0,64	0	0,83	1,20
JUMBO SA	2012	21,42	5,71	0,71	0	1,21	0,83
JUMBO SA	2013	17,17	11,1	0,54	0	2,03	0,49
JUMBO SA	2014	22,39	8,47	0,75	0,36	1,45	0,69
JUMBO SA	2015	20,72	9,7	0,77	0	1,66	0,60
LAMDA DEVELOPMENT	2002	9,38	3,69	0,09	0,15	0,79	1,27
LAMDA DEVELOPMENT	2003	6,18	3,82	0,13	0,1	0,83	1,20
LAMDA DEVELOPMENT	2004	5,12	2,87	0,03	0,05	0,58	1,72

LAMDA DEVELOPMENT	2005	-33,1	5,24	0	0	0,96	1,04
LAMDA DEVELOPMENT	2006	-16,24	10,69	2,79	0	1,41	0,71
LAMDA DEVELOPMENT	2007	18,44	13,02	1,45	0,21	1,59	0,63
LAMDA DEVELOPMENT	2008	6,77	3,84	1,36	0	0,42	2,38
LAMDA DEVELOPMENT	2009	14,53	6,89	0,65	0	0,69	1,45
LAMDA DEVELOPMENT	2010	8,57	3,55	0	0	0,41	2,44
LAMDA DEVELOPMENT	2011	10,51	2,27	0	0	0,3	3,33
LAMDA DEVELOPMENT	2012	4,25	3,65	0	0	0,55	1,82
LAMDA DEVELOPMENT	2013	3,36	4,43	0	0	0,8	1,25
LAMDA DEVELOPMENT	2014	24,51	3,36	0	0	0,69	1,45
METKA SA	2002	14,97	2,93	0,4	0,1	1,95	0,51
METKA SA	2003	13,12	4,46	0,24	0,16	2,71	0,37
METKA SA	2004	11,09	5,3	0,25	0,16	2,49	0,40
METKA SA	2005	19,48	9,02	0,65	0,2	5,45	0,18
METKA SA	2006	13,44	10,2	0,74	0,3	4,77	0,21
METKA SA	2007	16,68	15,42	0,79	0,4	6,3	0,16
METKA SA	2008	9,51	6,62	0,74	0,5	2,41	0,41
METKA SA	2009	15,81	9,76	0,6	0,4	3,23	0,31
METKA SA	2010	15,55	9,42	1,64	0,2	2,1	0,48
METKA SA	2011	11,99	5,96	1,86	0,48	0,96	1,04
METKA SA	2012	15,46	9,79	1,66	0,75	1,44	0,69
METKA SA	2013	14,79	11,46	1,47	0,25	1,69	0,59
METKA SA	2014	11,47	8,45	1,96	0,3	1,24	0,81
MOTOR	2002	5,39	6,44	0,54	0,19	4,91	0,20
MOTOR	2003	5,02	6,41	0,49	0,47	4,57	0,22
MOTOR	2004	7,28	9,4	0,92	0,47	6,27	0,16
MOTOR	2005	4,75	18,55	0,98	0,79	6,56	0,15
MOTOR	2006	3,35	18,23	1,4	1,03	6,34	0,16
MOTOR	2007	4,61	14,76	0,92	1,07	4,81	0,21
MOTOR	2008	2,08	7,14	1,38	1,12	2,73	0,37
MOTOR	2009	4,52	9,94	0,6	0,56	3,36	0,30
MOTOR	2010	2,75	7	0,42	0,84	1,95	0,51
MOTOR	2011	2,56	5,76	1,75	0,23	1,2	0,83
MOTOR	2012	1,49	8,2	0,72	0,39	1,61	0,62
MOTOR	2013	0,9	8,22	0	0,3	1,75	0,57
MOTOR	2014	0,01	6,5	0	0,2	1,75	0,57

MYTILINEOS HOLDING	2002	4,33	0,81	0,03	0,02	0,83	1,20
MYTILINEOS HOLDING	2003	7,11	2,1	0,07	0,02	3,84	0,26
MYTILINEOS HOLDING	2004	13,35	2,63	0,13	0,04	1,37	0,73
MYTILINEOS HOLDING	2005	13,25	7,09	1,58	0,08	1,9	0,53
MYTILINEOS HOLDING	2006	13,62	11,66	2,78	0,16	2,7	0,37
MYTILINEOS HOLDING	2007	6,79	13,4	1,62	0,23	2,15	0,47
MYTILINEOS HOLDING	2008	2,33	3,69	0,14	0,48	0,55	1,82
MYTILINEOS HOLDING	2009	10,01	4,68	0,19	0,1	0,77	1,30
MYTILINEOS HOLDING	2010	16,43	4,12	0,46	0,1	0,65	1,54
MYTILINEOS HOLDING	2011	6,45	3,07	0,45	0	0,47	2,13
MYTILINEOS HOLDING	2012	6,44	4,38	0,07	0	0,64	1,56
MYTILINEOS HOLDING	2013	8,18	5,56	0,29	0	0,74	1,35
MYTILINEOS HOLDING	2014	11,17	4,55	0,38	0	0,57	1,75
OPAP S.A.	2002	9,84	10,1	0,74	0,43	9,04	0,11
OPAP S.A.	2003	20,87	11,4	0,43	0,67	12,92	0,08
OPAP S.A.	2004	21,04	20,36	1,84	0,73	13,69	0,07
OPAP S.A.	2005	11,71	29,1	1,4	1,48	19,21	0,05
OPAP S.A.	2006	10,96	29,28	1,56	1,42	18,04	0,06
OPAP S.A.	2007	12,35	27,42	1,74	1,63	15,37	0,07
OPAP S.A.	2008	16,59	20,68	2,27	1,94	9,72	0,10
OPAP S.A.	2009	12,88	15,34	2,13	2,05	7,91	0,13
OPAP S.A.	2010	11,39	12,94	1,58	1,68	5,93	0,17
OPAP S.A.	2011	10,84	6,83	1,79	1,54	2,45	0,41
OPAP S.A.	2012	15,19	5,4	1,57	0,72	1,48	0,68
OPAP S.A.	2013	6,13	9,67	0,77	0,57	2,74	0,36
OPAP S.A.	2014	7,23	8,9	0,47	0,23	2,43	0,41
PIRAEUS PORT AUTH	2004	16,41	10,46	0,62	0,26	1,61	0,62
PIRAEUS PORT AUTH	2005	20,2	16	0,3	0,2	2,63	0,38
PIRAEUS PORT AUTH	2006	19,45	17,86	0,58	0,15	2,78	0,36
PIRAEUS PORT AUTH	2007	26,48	30,08	0,8	0,16	4,15	0,24
PIRAEUS PORT AUTH	2008	16,67	9,72	0,17	0,33	1,37	0,73
PIRAEUS PORT AUTH	2009	16,69	14,72	0,38	0,07	2,59	0,39
PIRAEUS PORT AUTH	2010	14,17	11,51	0	0,07	1,93	0,52
PIRAEUS PORT AUTH	2011	17,52	8,52	0,43	0,02	1,37	0,73
PIRAEUS PORT AUTH	2012	20,51	16,92	0,31	0,01	2,65	0,38
PIRAEUS PORT AUTH	2013	22,33	17,36	0,25	0,05	2,61	0,38

PIRAEUS PORT AUTH	2014	19,65	10,5	0,34	0,12	1,56	0,64
PUBLIC POWER CORP	2002	26,67	13,2	1,14	0,38	0,93	1,08
PUBLIC POWER CORP	2003	20,87	19,6	2,06	0,5	1,31	0,76
PUBLIC POWER CORP	2004	21,38	20,6	1,29	0,7	1,13	0,88
PUBLIC POWER CORP	2005	14,36	18,46	0,83	0,9	0,82	1,22
PUBLIC POWER CORP	2006	13,25	19,2	0,22	0,5	0,88	1,14
PUBLIC POWER CORP	2007	11,78	36	0,05	0,16	1,58	0,63
PUBLIC POWER CORP	2008	5,09	11,54	0	0,1	0,54	1,85
PUBLIC POWER CORP	2009	30,51	13	2,5	0	0,47	2,13
PUBLIC POWER CORP	2010	25,73	10,74	2,46	1	0,37	2,70
PUBLIC POWER CORP	2011	9,09	3,8	0,55	0,79	0,14	7,14
PUBLIC POWER CORP	2012	16,12	5,89	0	0	0,23	4,35
PUBLIC POWER CORP	2013	15,59	10,8	0	0,02	0,46	2,17
PUBLIC POWER CORP	2014	17,15	5,4	0	0	0,2	5,00
TER ENERGY	2007	32,5	7,1	0,06	0	2,63	0,38
TER ENERGY	2008	45,71	3,26	0,2	0,05	1,15	0,87
TER ENERGY	2009	27,91	5,34	0,16	0,06	1,85	0,54
TER ENERGY	2010	28,75	2,58	0,06	0,06	0,89	1,12
TER ENERGY	2011	31,12	1,11	0,1	0,03	0,37	2,70
TER ENERGY	2012	25,37	2,92	0,15	0,05	0,99	1,01
TER ENERGY	2013	31,35	3,54	0,03	0	1,2	0,83
TER ENERGY	2014	29,26	1,82	0	0	0,6	1,67
TITAN CEMENT	2002	93,66	18,23	1,48	0,4	3,56	0,28
TITAN CEMENT	2003	17,75	16,23	1,28	0,43	3,06	0,33
TITAN CEMENT	2004	22,94	21,8	1,96	0,47	3,61	0,28
TITAN CEMENT	2005	26,31	34,5	2,32	0,52	3,33	0,30
TITAN CEMENT	2006	23,69	41,3	3,18	0,6	3,23	0,31
TITAN CEMENT	2007	20,97	31,2	2,83	0,75	2,22	0,45
TITAN CEMENT	2008	18,82	13,9	2,54	0,77	0,81	1,23
TITAN CEMENT	2009	21,25	20,32	1,83	0,44	1,14	0,88
TITAN CEMENT	2010	19,11	16,42	1,45	0,19	0,85	1,18
TITAN CEMENT	2011	12,34	11,59	0,7	0,08	0,61	1,64
TITAN CEMENT	2012	8,96	13,96	0	0,08	0,74	1,35
TITAN CEMENT	2013	7,88	19,8	0	0	1,03	0,97
TITAN CEMENT	2014	9,27	19,17	0,11	0,1	1	1,00

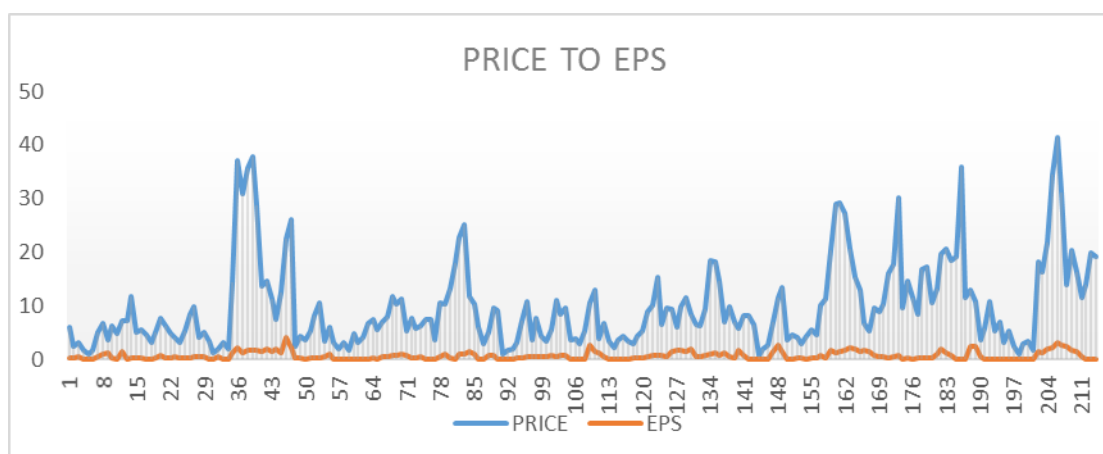
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 1 (PRICE TO EPS)

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,59430443
R Τετράγωνο	0,35319776
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,3501468
Τυπικό σφάλμα	6,44398446
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	1	4807,189582	4807,189582	115,766334	7,9871E-22
Υπόλοιπο	212	8803,286379	41,52493575		
Σύνολο	213	13610,47596			

	Συντελεστές	τυπ. Σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ. 95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	5,2249937	0,615665681	8,486738611	3,6835E-15	4,01138304	6,438604366	4,01138304	6,43860437
Μεταβλητή X 1	6,28840782	0,584452955	10,75947647	7,9871E-22	5,13632421	7,440491428	5,13632421	7,44049143



ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 2 (PRICE TO DPS)

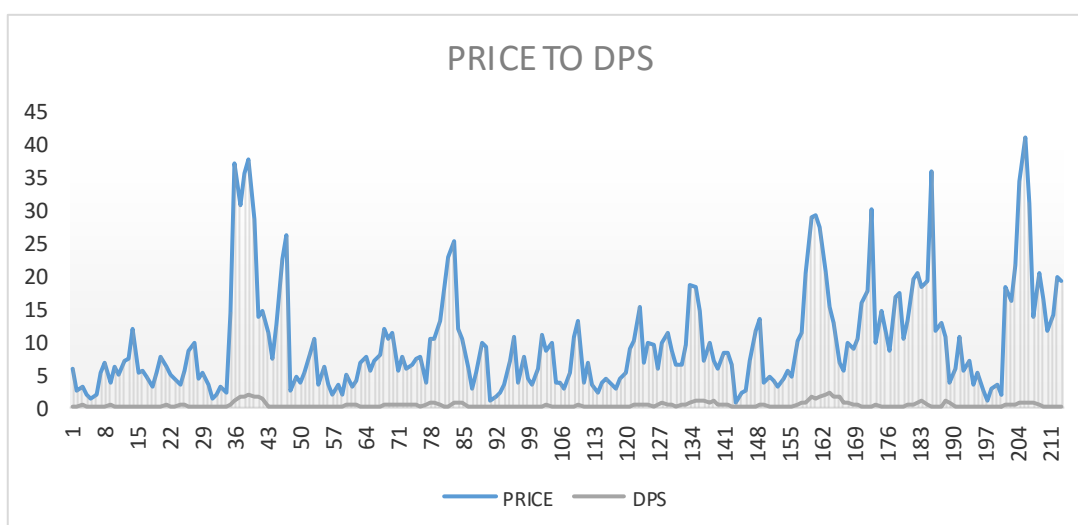
Στατιστικά παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,54449146
R Τετράγωνο	0,29647095
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,29315241
Τυπικό σφάλμα	6,72062625
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	1	4035,110713	4035,11071	89,3379468	6,4487E-18
Υπόλοιπο	212	9575,365248	45,1668172		
Σύνολο	213	13610,47596			

	Συντελεστές	ΤΥΠ.ΣΦ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ. 95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	6,63282054	0,57194426	11,5969702	2,1137E-24	5,50539428	7,760246792	5,50539428	7,76024679
Μεταβλητή X 1	10,3450894	1,094501257	9,45187531	6,4487E-18	8,18758991	12,5025889	8,187589907	12,5025889



ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 3 (PRICE TO BV)

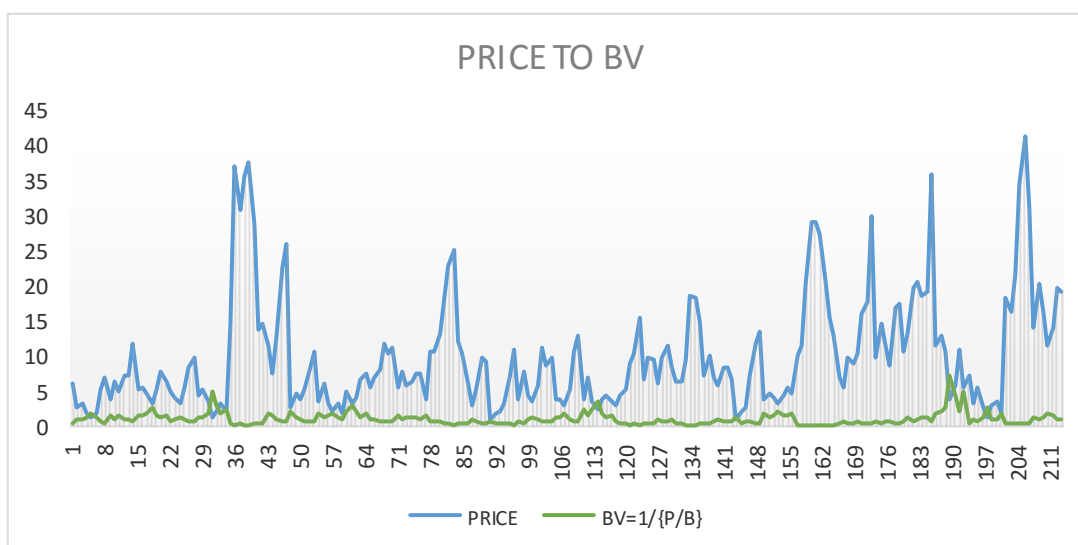
Στατιστικά παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,40371062
R Τετράγωνο	0,16298226
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,15903407
Τυπικό σφάλμα	7,3305415
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	1	2218,266165	2218,26617	41,280176	8,55457E-10
Υπόλοιπο	212	11392,2098	53,7368387		
Σύνολο	213	13610,47596			

	Συντελεστές	τυπ.σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ. 95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	13,3897624	0,7444136	17,9869933	1,537E-44	11,92236168	14,8571632	11,92236168	14,85716319
	-							
Μεταβλητή Χ 1	3,60441218	0,561001055	-6,42496507	8,555E-10	-4,71026701	-2,49855736	-4,71026701	-2,49855736



ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 4 (PRICE TO CASH FLOW)

ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

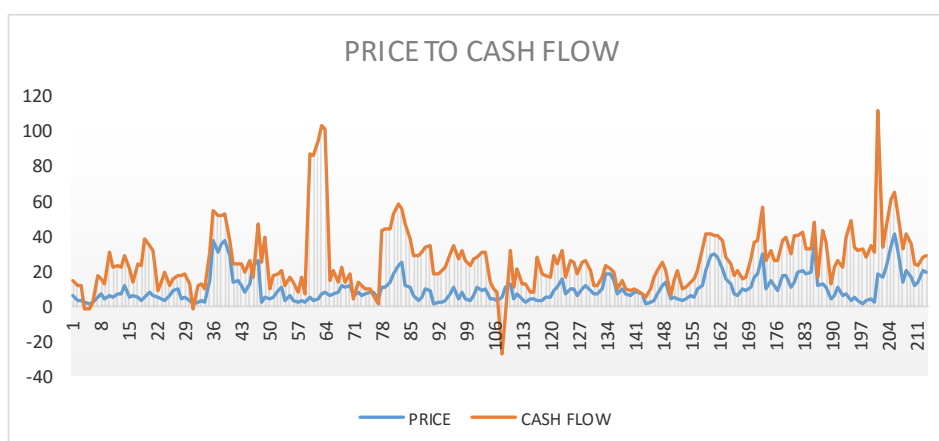
Στατιστικά παλινδρόμησης

Πολλαπλό R	0,0750561
R Τετράγωνο	0,0056334
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,000943
Τυπικό σφάλμα	7,9899118
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	1	76,67357421	76,6735742	1,2010518	0,274354957
Υπόλοιπο	212	13533,80239	63,8386905		
Σύνολο	213	13610,47596			

	Συντελεστές	τυπ.σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ. 95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	9,2442967	0,778881302	11,8686849	3,0176E-25	7,708952658	10,7796408	7,708952658	10,7796408
Μεταβλητή X 1	0,0376877	0,034388911	1,09592509	0,27435496	-0,03010034	0,105475678	-0,03010034	0,10547567



ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 5 (PRICE TO EPS-DPS)

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,65767121
R Τετράγωνο	0,43253142
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,42715257
Τυπικό σφάλμα	6,05015272
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	2	5886,958535	2943,479268	80,4133779	1,09866E-26
Υπόλοιπο	211	7723,517426	36,60434799		
Σύνολο	213	13610,47596			

	Συντελεστές	τυπ.σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ.95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	4,58458907	0,589942056	7,771253159	3,35725E-13	3,421653611	5,74752453	3,42165361	5,747524529
Μεταβλητή Χ 1	4,53101742	0,637029321	7,112729783	1,73996E-11	3,275260222	5,78677462	3,27526022	5,786774624
Μεταβλητή Χ 2	6,21255074	1,143854721	5,431241077	1,53417E-07	3,957703511	8,46739798	3,95770351	8,467397979

ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 6 (PRICE TO EPS-DPS-BV)

ΈΞΟΔΟΣ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΟΣ

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,6887258
R Τετράγωνο	0,47434323
Προσαρμ. R Τετράγ.	0,46683385
Τυπικό σφάλμα	5,83684472
Μέγεθος δείγματος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	βαθμοί ελευθε- ρίας	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	3	6456,03714	2152,012379	63,1667432	3,78994E-29
Υπόλοιπο	210	7154,43882	34,06875631		
Σύνολο	213	13610,476			

	Συντελεστές	τυπ.σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ.95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμένη επί την								
αρχή	7,0214595	0,82427605	8,518334967	3,1322E-15	5,396543685	8,64637531	5,39654369	8,646375
Μεταβλητή Χ 1	4,10424114	0,62337791	6,583873206	3,6064E-10	2,875360806	5,33312148	2,87536081	5,333121
Μεταβλητή Χ 2	5,46753197	1,1184808	4,888355696	2,0176E-06	3,262643045	7,67242089	3,26264305	7,672420
Μεταβλητή Χ 3	-1,926982	0,47148695	-4,08703153	6,219E-05	-2,856435916	-0,9975281	-2,8564359	-0,99752

ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ 7(PRICE TO EPS-DPS-BV-CF)

Στατιστικά παλινδρόμησης	
Πολλαπλό R	0,694967603
R Τετράγωνο	0,482979969
Προσαρμ. R Τε- τράγ.	0,473084849
Τυπικό σφάλμα	5,802527376
Μέγεθος δείγμα- τος	214

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΑΚΥΜΑΝΣΗΣ

	ΒΑΘ.ΕΛΕΥΘ.	SS	MS	F	Σημαντ. F
Παλινδρόμηση	4	6573,58726	1643,39681	48,8099142	5,93043E-29
Υπόλοιπο	209	7036,8887	33,6693239		
Σύνολο	213	13610,476			

	Συντελεστές	τυπ.σφ.	t	τιμή-P	Κατ. 95%	Υψηλ. 95%	Κατ. 95,0%	Υψηλ. 95,0%
Τεταγμ.επί την αρχή	6,294884485	0,90701283	6,94023754	4,8348E-11	4,506818023	8,082950948	4,506818023	8,08295095
Μεταβλητή X 1	-1,95903139	0,46902861	4,17678444	4,3418E-05	-2,883664747	-1,03439802	-2,88366475	1,03439802
Μεταβλητή X 2	0,046704262	0,02499552	1,86850532	0,06309088	-0,002571393	0,095979916	-0,00257139	0,09597992
Μεταβλητή X 3	4,117233127	0,61975181	6,64335797	2,6092E-10	2,895467138	5,338999116	2,895467138	5,33899912
Μεταβλητή X 4	5,449269834	1,11194772	4,90065293	1,9134E-06	3,257198945	7,641340723	3,257198945	7,64134072

Αναφορές σε βιβλιογραφία

1. Παναγιώτης Αρτικής ,(2014) ,*διαχείριση αξίας και κίνδυνου*, ΑΘΗΝΑ, ''ΦΑΙΔΙΜΟΣ''
2. Ανδρέου Ι. Νικόλαος, (1999), *Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων*, ΑΘΗΝΑ, ''ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΕΝΟΥ''
3. Pro seminars executive professional studies, (2014), *Σημειώσεις certificate in ifrs*, ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ
4. Δ. Χεβας Α. Μπαλλας, (2011), *χρηματοοικονομική λογιστική*, Γ έκδοση ,''ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΜΠΕΝΟΥ''

Αναφορές σε αρθρογραφία

1. Bradford cornell, (2013), Discounted cash flow and residual earnings valuation. A comparison in the context of valuation disputes ,<http://researchgate.net/publication> California institute of technology
2. Raul Iniguez sanchez and Carmelo Reverte Maya (2012), Bias accuracy and explainability of the Ohlson (1995) valuation model vs the traditional dividend abnormal earnings and free cash flow models. Evidence from the Spanish stock market period (2000-2008), Spanish journal of finance and accounting No 153.
3. Jennifer Francis Per Olsson and Dennis Oswald, (2000), Comparing the accuracy and explainability of dividend free cash flow and abnormal earnings equity value estimates, journal of Accounting research, Vol 38, Spring 2000, pp 45-70, Published by Blackwell publishing on behalf of accounting research center, booth school of business.
4. Kenneth Lehn and Annete Poulsen, (1989), Free cash flow and stockholder gains in going private transacos, the journal of finance VOL XLIV No 3 JULY 1989, Office of Economic Analysis securities and exchange commission and department of banking and finance of Georgia.

5. Jing Lin Doron Nissim and Jacob Thomas, (2007) ,Is cash flow king in valuations ? financial analysts journal volume 63, number 2, 2007, CFA Institute www.cfapubs.org
6. Lucio Cassia Andrea Plati, Silvio Vismara (2007), Equity valuation using DCF. A theoretical analysis of the long term hypotheses ,investment management and financial innovations volume 4, issue 1, 2007, university of Bergamo, italy
- 7.*Leif Atle Beisland, (2009) , A review of the value relevance literature ,Faculty of economics and social sciences , the open business journal 2009,pp 7-27 ,university of Agder, 4604 kristiansand ,Norway,
8. Pablo Fernandez, (2013), Company valuation methods, Professor of finance, IESE Business school University of Navarra,28023 Madrid , Spain,
9. Ahsan Habib, (2011), Growth Opportunities Earnings Permanence and the valuation of free cash flow, Issue 4 Australasian Accounting business and finance journal, pp 101-122 Auckland university of technology.
- 10.*Kothari SP. (2001) ,Capital markets research in accounting, J Account econ 2001,pp 105-231
- 11.*Ball R. Brown P. (1968), An empirical evaluation of accounting income numbers, j Accounts Res,pp 159-78
- 12.*Beaver WH,(1968), the information content of annual earnings announcements, j accounts res , pp 67-92
- 13.*Barth ME Beaver WH Landsman WR, (2001), The relevance of the value relevance literature for financial accounting standard settings:An other view , J account econ, pp77-104
- 14.*Feltham Ga Ohlson JA ,(1995) , Valuation and clean surplus accounting for operating and financial activities ,Contemp Account res , pp 689-731
- 15.*Ohlson JA, (1995) Earnings ,book value and dividends in equity valuation, contemp account res 11, 661-87

- 16.*Francis J Schipper K, (1999) Have financial statements lost their relevance,accounts res ,37, pp 319-52
- 17.*Landsman WR Magliolo J, (1988) , cross sectional capital market research and model specification ,account rev 63,586
18. *Barth ME Cram DP Nelson KK,(2001), Accruals and the prediction of future cash flows,account rev 76, 27-58
- 19.*Brown S kin L Lys T,(1999) ,Use of R in accounting research ,measuring changes in value relevance over the last four decades,j account econ (1999),28,pp83-115
- 20.*Gu Z ,(2007), across sample incomparability of R and additional evidence on value relevance changes over time ,j bus finance account (2007),34 pp 1073-98
- 21.*Basu S. ,(1997), the conservatism principle and the asymmetric timeliness of earnings ,j account econ 1997,24 pp 3-37
- 22.*Easton PD Harris TS Ohlson ja, (1992) , aggregate accounting earnings can explain most security returns , j account econ 15,pp 119-42
- 23.*Ohlson ja Penman SH,(1992) Disaggregated accounting data as explanatory variables for returns , j account audit finance 7, pp 553-73
- 24.*Rayburn J ,(1986) , the association of operating cash flow and accruals with security returns , j account res 24,112-33
- 25.*Marquardt CA Wiedman CI, (2004), the effect of earnings management on the value relevance of accounting information ,j bus finance account 31,297-332
- 26.*Christensen TE Hoyt RE Paterson JS, (1999) , ex ante incentives for earnings management and informativeness of earnings ,j bus finance account 26,807-32
- 27.*Barth ME Landsman WR Lang MH ,(2008) , international accounting standard and accounting quality , j account res 46, 467-98
- 28.*Collins DW Maydew EL Weiss IS ,(1997), changes in the value relevance of earnings and book values over the past forty years ,j account econ 24, 39-67

- 29.*Dechow PM , (1994) , accounting earnings and cash flows as measures of firm performance :the role of accounting accruals , j account econ 18,3-42
- 30.*Chen S Dodd JL, (2001), operating income residual income and EVA :Which metric is more value relevance ,manag issues 13, 65-86
- 31.*Biddle GC Bowen RM Wallace JS, (1997),Does EVA beat earnings ?evidence on associations with stock returns and firm values , j account econ 24,301-36
- 32.*Kyriazis Anastasiadis , (2007) ,the validity of the economic value added approach an empirical application ,eur finance manage 13,71-100
- 33.*Lev B Sougiannis T , (1996) the capitalization amortization and value relevance of R&D,J account econ 21,107-38
- 34.*Aboody D Lev B , (1998) the value relevance of intangibles :the case of software capitalization , j account res 36,161-91
- 35.*Lev B Zarowin p , (1999) the boundaries of financial reporting and how to extend them,j account res 37,353-85
- 36.*Kim M Kross W,(2006), the ability of earnings to predict future operating cash flows has been increasing –not decreasing , cfa digest 36,51-2
- 37.*Floros C,(2007) , the effects of international accounting standards on stock market volatility :the case of Greece,invest manage financ innovate 4,61-72
- 38.*Hung M Subramanyam K,(2007) , financial statement effects of adopting international accounting standards :the case of Germany,rev account stud 12,623-57
- 39.*Callen JL Morel M , (2005), the valuation relevance of R&D expenditures :time series evidence ,int rev financ anal 14,304-25
- 40.*Cazavan –Jeny A Jeanjean T , (2006), the negative impact of R&D capilazation ,a value relevance approach , eur account rev 15,37-61

*Αναφορές άρθρο Νο 7

