

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ  
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**

**Η περίπτωση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών  
Αθηνών εταιρειών για την περίοδο 2000 – 2004**

**ΘΕΟΔΩΡΟΣ ΝΙΚΟΛΑΟΥ ΣΤΑΘΗΣ  
Πτυχίο Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων  
Πανεπιστημίου Πειραιά**

**Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη Διοίκηση  
Επιχειρήσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**2008**

## **ΑΦΙΕΡΩΣΗ**

**Στους αγαπημένους μου γονείς Νίκο και Ευαγγελία**

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΥΚΛΟΣ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗ ΑΞΙΑ**  
Η περίπτωση των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών  
εταιρειών για την περίοδο 2000 – 2004

**Θεόδωρος Νικολάου Στάθης**

**Σημαντικοί όροι:** Χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής επιχείρησης, Bobby Dazzler, Crown Prince, White Giant, Red Giant, Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added)

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Ο χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής επιχείρησης διατυπώθηκε από τον καθηγητή Mc Rae το 1974 μετά από στατιστική μελέτη μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων. Ο Mc Rae υποστήριξε ότι η ζωή των οικονομικών μονάδων περνάει από τέσσερα στάδια, στα οποία έχουν δοθεί τα συμβολικά ονόματα Bobby Dazzler, Crown Prince, White Giant και Red Giant.

Η παρούσα μελέτη επιχειρεί την κατάταξη των εισηγμένων επιχειρήσεων του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στα τέσσερα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής επιχείρησης για την περίοδο 2000-2004 με την χρήση 16 οικονομικών μεγεθών και δεικτών. Σε δεύτερη φάση γίνεται μία σύγκριση με προηγούμενη μελέτη που έχει εκπονηθεί από τον κ. Αναστασάκη Ελευθέριο το 1997 και αφορούσε τη περίπτωση της ελληνικής οικονομίας υπό το πρίσμα της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης δείγματος 1.000 επιχειρήσεων. Σκοπός αυτής της σύγκρισης είναι η εξέταση της πορείας των επιχειρήσεων και το κατά πόσο συμπεριφέρθηκαν σύμφωνα με τη θεωρία του χρηματοοικονομικού κύκλου. Τέλος, σε τρίτη φάση και με αφορμή τη κριτική που έχει δεχτεί η συγκεκριμένη θεωρία επιχειρείται μια σύγκριση αποτελεσμάτων της με το υπόδειγμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added) και σχετική μελέτη που έχει εκπονηθεί από τον κ. Κελεπούρη Ευθύμιο προκειμένου να αξιολογηθούν τα συμπεράσματα της και να εκτιμηθεί η εγκυρότητά της.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

	Σελίδα
<b>ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ</b> .....	I
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ</b> .....	II
<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ</b> .....	IV
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	1
1.1 Σκοπός ανάλυσης.....	1
1.2 Μεθοδολογία.....	2
1.3 Σημαντικότητα.....	4
1.4 Διάρθρωση.....	7
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b> .....	10
2.1 Θεωρία Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης.....	10
2.2 Επέκταση θεωρίας.....	20
2.3 Σύγκριση θεωρίας Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης με άλλες θεωρίες κύκλου ζωής.....	25
2.3.1 Σύγκριση με στάδια εξωτερικού περιβάλλοντος.....	25
2.3.2 Σύγκριση με κύκλο ζωής κλάδου.....	26
2.3.3 Σύγκριση με κύκλο ζωής προϊόντος.....	28
2.4 Εναλλακτικές προσεγγίσεις.....	32
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ</b> .....	41
3.1 Γενικά.....	41
3.2 Κριτήρια χαρακτηρισμού.....	45
3.3 Κριτήρια κατάταξης.....	55
3.3.1 Σύγκριση μεγεθών – δεικτών.....	55
3.3.2 Μεθοδολογία χαρακτηρισμού επιχειρήσεων.....	58
3.3.3 Μεθοδολογία κατάταξης επιχειρήσεων.....	63
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ</b> .....	66
4.1 Κατάταξη επιχειρήσεων στον χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής επιχείρησης για την περίοδο 2000 – 2002.....	66
4.2 Κατάταξη επιχειρήσεων στον χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής επιχείρησης για την περίοδο 2002 – 2004.....	76
4.3 Συμπεράσματα.....	86
4.3.1 Πορεία επιχειρήσεων την περίοδο 2000 – 2004.....	86
4.3.2 Μερισματική πολιτική στα στάδια του ΧΚΕ.....	88
4.3.3 Εξωτερική ανάπτυξη στα στάδια του ΧΚΕ.....	90

<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΧΚΕ 1993 – 1995.....</b>	<b>93</b>
5.1 Παρουσίαση αποτελεσμάτων μελέτης της ελληνικής οικονομίας υπό το πρίσμα της θεωρίας ΧΚΕ 1993-1995.....	93
5.2 Σύγκριση αποτελεσμάτων μελετών.....	96
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΕΒΑ.....</b>	<b>102</b>
6.1 Εισαγωγή.....	102
6.2 Βασικές Έννοιες.....	105
6.2.1 Οικονομικό Κέρδος.....	105
6.2.2 Δημιουργία Αξίας.....	107
6.2.3 Μέθοδοι Μέτρησης Αξίας.....	109
6.3 Υπολογισμός Economic Value Added.....	122
6.3.1 Πρακτικό παράδειγμα.....	125
6.4 Η ΕΒΑ ως μετρητής επίδοσης.....	127
6.5 Σύγκριση αποτελεσμάτων μελετών.....	136
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΙΘΑΝΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ.....</b>	<b>147</b>
7.1 Συμπεράσματα.....	147
7.2 Πιθανές προεκτάσεις.....	153
<b>ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.....</b>	<b>155</b>
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ.....</b>	<b>157</b>
Χαρακτηρισμός επιχειρήσεων βάσει των κριτηρίων του ΧΚΕ.....	158

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Λένε ότι το πιο δύσκολο πράγμα στη ζωή είναι να κάνεις τα όνειρα σου πραγματικότητα. Το ακόμη πιο δύσκολο, βέβαια είναι να τα ζήσεις έτσι όπως εσύ πραγματικά θέλεις. Με την ολοκλήρωση αυτής της μελέτης ένα ακόμη όνειρο ολοκληρώνεται. Όμως σε αυτήν πορεία δεν τα κατάφερα μόνος μου, αλλά μαζί με τους γονείς μου. Για αυτό το λόγο αισθάνομαι την ανάγκη να τους ευχαριστήσω τόσο για την οικονομική και την ηθική τους συμπαράσταση όσο και για την υπομονή που κάνανε τόσα χρόνια.

Πρέπει επίσης να ευχαριστήσω τον Καθηγητή κ. Γεώργιο Αρτίκη, ο οποίος είναι από τους λίγους πραγματικούς δασκάλους που είχα ποτέ, και που με τις συμβουλές, τις παρατηρήσεις και τις παροτρύνσεις του με βοήθησε να γίνω καλύτερος φοιτητής και επαγγελματίας.

## II

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

	Σελίδα
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-1 Χαρακτηριστικά Σταδίων.....	12
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-2 Πηγές Χρηματοδότησης.....	15
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-3 Δείκτες ανά Κριτήριο.....	25
ΠΙΝΑΚΑΣ 2-4 Προσαρμοσμένος Πίνακας Strategic Planning Institute.....	39
ΠΙΝΑΚΑΣ 3-1 Τιμές Κύρτωσης και Στρέβλωσης του Δείγματος.....	57
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-1 Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002.....	67
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-2 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002.....	73
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-3 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2000 – 2002.....	74
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-4 Οικονομικά Στοιχεία κατά Στάδιο ΧΚΕ, 2000 – 2002.....	75
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-5 Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004.....	77
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-6 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004.....	83
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-7 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2002 – 2004.....	84
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-8 Οικονομικά Στοιχεία κατά Στάδιο ΧΚΕ, 2002 – 2004.....	85
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-9 Πορεία Επιχειρήσεων.....	86
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-10 Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων.....	87
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-11 Κοινά Αποτελέσματα Κριτηρίων Χαρακτηρισμού και Κατάταξης.....	88
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-12 Μερισματική Πολιτική στα Στάδια του ΧΚΕ.....	89
ΠΙΝΑΚΑΣ 4-13 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στον ΧΚΕ.....	90
ΠΙΝΑΚΑΣ 5-1 Συνοπτική Κατάταξη 1.000 Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ.....	94

### III

ΠΙΝΑΚΑΣ 5-2	Κατανομή Εισηγμένων στα Στάδια του ΧΚΕ την περίοδο 1993 – 1995.....	95
ΠΙΝΑΚΑΣ 5-3	Σύγκριση Αποτελεσμάτων Μελετών.....	97
ΠΙΝΑΚΑΣ 5-4	Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων.....	100
ΠΙΝΑΚΑΣ 6-1	Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης και Πλούτου.....	111
ΠΙΝΑΚΑΣ 6-2	Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης και Πλούτου ανά Επίπεδο Ανάλυσης.....	111
ΠΙΝΑΚΑΣ 6-3	Value Creators & Destroyers, 2000 – 2004.....	136
ΠΙΝΑΚΑΣ 6-4	Αποτελέσματα EVA για τα Στάδια του ΧΚΕ.....	138
ΠΙΝΑΚΑΣ 6-5	Αποτελέσματα EVA για το Κριτήριο Αποδοτικότητας Διοίκησης του ΧΚΕ.....	143
ΠΙΝΑΚΑΣ 7-1	Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων.....	150



## IV

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

	Σελίδα
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 1 Κύκλος Ζωής Προϊόντος.....	29
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 2 Συνηθισμένες μορφές ΚΖΠ.....	30
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 3 Μήτρα Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης	33
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 4 Συνδυασμός Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής και Κύκλου Ζωής Προϊόντος.....	34
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 5 Πορεία Αθροισμάτων Μεγεθών 2000 – 2004.....	59
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 6 Διαχρονική Πορεία Μέσων Δεικτών.....	59
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 7 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002.....	73
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 8 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγο- ρίες, 2000 – 2002.....	74
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 9 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004.....	83
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 10 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγο- ρίες, 2002 – 2004.....	84
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 11 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγο- ρίες, 1993 – 1995.....	94
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 12 Προεξόφληση Free Cash Flow σε Παρούσα Αξία.....	113
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 13 EVA και FCF.....	114
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 14 Υπολογισμός Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA)..	124
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 15 EVA – Value Drivers.....	132
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 16 Αποτελέσματα EVA για την περίοδο 2000 – 2004.....	137
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 17 Ανάλυση Σταδίων ΧΚΕ σε EVA, 2000 – 2002.....	139
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 18 Ανάλυση Σταδίων ΧΚΕ σε EVA, 2002 – 2004.....	140
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 19 Ανάλυση Κριτηρίου Αποδοτικότητας Διοίκησης σε EVA, 2000 – 2002.....	144

## V

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 20	Ανάλυση Κριτηρίου Αποδοτικότητας Διοίκησης σε EVA, 2002 – 2004.....	145
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 21	Μήτρα ΧΚΕ για την περίοδο 2000 – 2002.....	148
ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ 22	Μήτρα ΧΚΕ για την περίοδο 2002 – 2004.....	149

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

#### 1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η παρούσα εργασία εκπονείται με σκοπό την κατάταξη των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών επιχειρήσεων στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης. Επιπρόσθετα με αφορμή τη κριτική που έχει δεχτεί η συγκεκριμένη θεωρία επιχειρείται μια σύγκριση αποτελεσμάτων της με το υπόδειγμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added) προκειμένου να αξιολογηθούν τα συμπεράσματα της και να εκτιμηθεί η εγκυρότητά της.

Πιο συγκεκριμένα η παρούσα μελέτη επιδιώκει τους εξής στόχους:

- Αρχικά την κατάταξη των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στα τέσσερα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής.
- Δεύτερος στόχος είναι η σύγκριση με προηγούμενες μελέτες που έχουν γίνει πάνω στον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής και η εξαγωγή συμπερασμάτων.

- Τρίτος στόχος είναι η σύγκριση με άλλα υποδείγματα (EVA) για την εξαγωγή συμπερασμάτων.
- Τέταρτος στόχος είναι η επέκταση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης, αν αυτό καταστεί εφικτό, μέσω της σύγκρισης της με προηγούμενες μελέτες και το υπόδειγμα της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (Economic Value Added - EVA).

## 1.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Το δείγμα πάνω στο οποίο βασίζεται η μελέτη είναι σχετικά μικρό και περιλαμβάνει όλες τις εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Πρόκειται ουσιαστικά για μια εξαντλητική δειγματοληψία (Exhaustive Sampling) καθώς περιλαμβάνει ολόκληρο το πληθυσμό των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Μπένος, 2001).

Ο χρονικός ορίζοντας του δείγματος επιλέχθηκε να είναι η πενταετία 2000 - 2004. Ο λόγος για τον οποίο επιλέχθηκε αυτή η πενταετία ήταν η εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στις Χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων από το 2005. Γεγονός που καθιστά χρονοβόρα τη συγκρισιμότητα των καταστάσεων για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Με δεδομένη την κριτική της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης που συγκεντρώνεται σε δύο κυρίως επιχειρήματα, το γεγονός ότι τα συμπεράσματα διαφόρων μελετών δεν είναι συγκρίσιμα και το γεγονός ότι τα συμπεράσματα μπορούν να διαφοροποιηθούν αν οι μονάδες μέτρησης των μεταβλητών αλλάξουν, οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν είναι οι εξής:

- Για το μέγεθος της επιχείρησης: ο κύκλος εργασιών, τα ίδια κεφάλαια, το σύνολο του ενεργητικού και τα καθαρά κέρδη .
- Για την ανάπτυξη της επιχείρησης: τα καθαρά κέρδη και ο δείκτης Καθαρά Κέρδη συν Χρηματοοικονομικά Έξοδα προς Συνολικό Ενεργητικό.
- Για τη ρευστότητα της επιχείρησης: ο δείκτης Άμεσης Ρευστότητας.
- Για την αποτελεσματικότητα διοίκησης: ο δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας ο δείκτης Καθαρού Περιθωρίου, η Αποδοτικότητα επενδεδυμένων Κεφαλαίων και η Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων.
- Για τη δανειακή επιβάρυνση: ο δείκτης Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια.
- Για τη μερισματική πολιτική: ο δείκτης Μερίσματα προς Καθαρά Κέρδη. (Artikis, 1998).

### 1.3 ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑ

Η αποτελεσματική διοίκηση των ανώτερων και ανώτατων διευθυντικών στελεχών βασίζεται κυρίως στις θεωρητικές και διαγνωστικές επιδεξιότητες τους. Στην ικανότητα δηλαδή των στελεχών να θεωρούν την επιχείρηση ως σύνολο, στη κατανόηση του γιατί πραγματοποιείται μια ενέργεια, αλλά και στην ικανότητα πρόβλεψης του μέλλοντος και υποθέσεων του τύπου «τι – εάν» (Γεωργόπουλος, 2004). Πρέπει, δηλαδή, τα ανώτερα και ανώτατα στελέχη, μεταξύ άλλων, να είναι σε θέση να γνωρίζουν τη θέση και τη κατάσταση της επιχείρησης, να αντιλαμβάνονται τις αλλαγές καθώς και τα βαθύτερα αίτια που τις προκαλούν, να αναγνωρίζουν τις ευκαιρίες και απειλές που εμφανίζονται στο εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης και να αναζητούν τον κατάλληλο χρόνο για την ανάληψη δράσης στον μέλλον. Ο John F. Kennedy είχε δηλώσει ότι *«Η αλλαγή είναι νόμος της ζωής. Και όσοι κοιτούν μόνο το παρελθόν ή το παρόν είναι σίγουρο ότι θα χάσουν το μέλλον»*.

Ο Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης είναι ένας λειτουργικός οδηγός που μπορεί να βοηθήσει μία επιχείρηση να διαγνώσει σε ποιο στάδιο βρίσκεται. Στοιχείο χρήσιμο τόσο για την ίδια, την επιχείρηση, όσο και για τους τρίτους που συνεργάζονται μαζί της.

Οι ομοιότητες της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης με άλλες θεωρίες Κύκλου Ζωής, όπως του Κύκλου Ζωής Προϊόντος ή με τα στάδια του εξωτερικού περιβάλλοντος καθιστούν τη θεωρία αυτή ως ένα χρήσιμο εργαλείο για τη λήψη δράσης, την κατάλληλη χρονική στιγμή. Τα χαρακτηριστικά του κάθε σταδίου της θεωρίας μπορούν να βοηθήσουν τα στελέχη της επιχείρησης να λάβουν σωστές αποφάσεις για τη διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής στρατηγικής της επιχείρησης. Μπορούν επίσης να φανερώσουν δυνάμεις και αδυναμίες, να υποδείξουν λύσεις στις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης, να συμβάλλουν στη χάραξη μερισματικής πολιτικής και να βοηθήσουν την επιχείρηση, τόσο να λάβει θέση έναντι θεμάτων εξωτερικής ανάπτυξης όσο και να λάβει τις σωστές αποφάσεις που θα επηρεάσουν τη λειτουργία της σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Η κατάταξη των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης αποτελεί πέρα από μια γνωριμία με τις μεγαλύτερες ελληνικές επιχειρήσεις, μια μελέτη του ελληνικού οικονομικού περιβάλλοντος και μία εκτίμηση της ελληνικής οικονομίας. Θα δώσει τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης και θα εκτιμήσει την ανταγωνιστικότητα των ελληνικών επιχειρήσεων. Επιπρόσθετα θα εμφανίσει τη κατάσταση τους, τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις τους και θα βοηθήσει στην εξαγωγή συμπερασμάτων για τη κεφαλαιακή τους διάρθρωση, για τη δανειακή τους επιβάρυνση, για τα μέσα χρηματοδότησης τους, για τη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων τους, για την αποτελεσματικότητά τους καθώς και για τις δυνατότητες ανάπτυξης ή ανάκαμψης (Αρτίκης, 2003).

Η σύγκριση των αποτελεσμάτων της παρούσας μελέτης με τα αποτελέσματα προηγούμενων μελετών πάνω στο Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής Επιχείρησης θα δείξει τη διαχρονική πορεία των επιχειρήσεων, θα εκτιμήσει την ακρίβεια της θεωρίας και θα φανερώσει το κατά πόσο μπορεί να εφαρμοστεί στα δεδομένα της ελληνικής οικονομίας. Επιπρόσθετα, θα δώσει χρήσιμα συμπεράσματα για την αποτελεσματικότητα των διοικήσεων καθώς επίσης για τη διαχρονική πορεία των επιχειρήσεων και για τη θέση τους στην αγορά.

Από την άλλη η σύγκριση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης με το υπόδειγμα EVA επιδιώκει να εκτιμήσει το κατά πόσο η παραπάνω θεωρία μπορεί χρησιμοποιηθεί για τη μέτρηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης όπως επίσης το κατά πόσο το μάντζμεντ μιας επιχείρησης αύξησε ή μείωσε την αξίας της. Πέραν τούτων η σύγκριση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης με τα αποτελέσματα του υποδείγματος Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας θα μας δείξει το κατά πόσο επιχειρήσεις που λαμβάνουν αποφάσεις στη βάση της μεγιστοποίησης των λογιστικών τους κερδών, λαμβάνουν και ταυτόχρονα αποφάσεις που μεγιστοποιούν το επενδυμένο κεφάλαιο τους.

Τέλος θα πρέπει να τονιστεί ότι η παρούσα εργασία είναι μια συνέχεια σε σειρά μελετών με το ίδιο θέμα που ξεκινά από το 1982 και που έχει δώσει μέχρι στιγμής χρήσιμα συμπεράσματα για τη θέση των ελληνικών επιχειρήσεων, τη κατάσταση της ελληνικής οικονομίας και της ανταγωνιστικότητας της. Προηγούμενες μελέτες έχουν αναδείξει κενά και προβλήματα της θεωρίας σε θέματα ποσοτικοποίησης των δεδομένων, καθώς επίσης έχουν βοηθήσει στη



κάλυψη των παραπάνω. Επιπρόσθετα οδηγήσανε ακόμα και στην επέκταση της θεωρίας, κάτι που επιδιώκει και η παρούσα μελέτη.

#### 1.4 ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

Η μελέτη ξεκινά με τη παρουσίαση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης στο κεφάλαιο 2. Αρχικά αναλύονται τα χαρακτηριστικά, η κεφαλαιακή διάρθρωση, η μερισματική πολιτική και η στάση έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις σε κάθε στάδιο του χρηματοοικονομικού κύκλου. Στη συνέχεια εκτίθεται η επέκταση της θεωρίας, που αποτελεί μελέτη του καθηγητή Γεώργιου Αρτίκη και ακολουθεί σύγκριση της θεωρίας με παρόμοιες θεωρίες κύκλου ζωής. Στο τέλος του κεφαλαίου επιχειρείται η χρησιμοποίηση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής για τη λήψη στρατηγικών αποφάσεων.

Στο κεφαλαίο 3 γίνεται η στατιστική ανάλυση όπου παρατίθενται η μεθοδολογία που θα ακολουθήσει η μελέτη, τα οικονομικά μεγέθη που θα χρησιμοποιηθούν και τα κριτήρια χαρακτηρισμού και κατάταξης των επιχειρήσεων του δείγματος στα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου.

Στο κεφαλαίο 4 παρουσιάζεται η κατάταξη επιχειρήσεων στα στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής. Ακολουθεί η κατάταξη κλάδων του χρηματιστηρίου στα στάδια του κύκλου ζωής και η σύγκριση της μελέτης με τη θεωρία για την εξαγωγή συμπερασμάτων.

Στο κεφάλαιο 5 γίνεται σύγκριση με προηγούμενη μελέτη που είχε εκπονηθεί από τον κ. Αναστασάκη Ελευθέριο το 1997 και αφορούσε τη περίπτωση της ελληνικής οικονομίας υπό το πρίσμα της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης δείγματος 1.000 επιχειρήσεων. Σε αυτό το κεφάλαιο εξετάζονται η πορεία επιχειρήσεων και των κλάδων και παρατίθενται τα συμπεράσματα από αυτή τη σύγκριση.

Στο κεφάλαιο 6 γίνεται μια δεύτερη σύγκριση των αποτελεσμάτων της κατάταξης, αυτή τη φορά με το υπόδειγμα οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added) και πιο συγκεκριμένα με μελέτη που έχει εκπονηθεί από τον κ. Κελεπούρη Εύθυμιο και υπολόγιζε την EVA για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες. Αρχικά γίνεται η παρουσίαση της θεωρίας της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και ακολουθούν η σύγκριση των αποτελεσμάτων των δυο μελετών και τα συμπεράσματα που προκύπτουν από αυτή τη σύγκριση.

Τέλος, στο κεφάλαιο 7 αναφέρονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από αυτή τη μελέτη, οι πιθανές προεκτάσεις της και πιο συγκεκριμένα το πώς η παρούσα μελέτη μπορεί να αποτελέσει εφελθτήριο για περαιτέρω έρευνα στον χώρο του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης αλλά και σε άλλα πεδία της χρηματοοικονομικής διοίκησης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 1<sup>ου</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ. 66-71
2. Γεωργόπουλος Νικόλαος, Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Εκδόσεις Γ. Μπένου Αθήνα 2004, σελ. 39-43
3. Μπένος Βασίλειος, Μέθοδοι και Τεχνικές Δειγματοληψίας, Εκδόσεις Σταμούλης, Πειραιάς 1991, σελ. 108,114

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Artikis G.P. and Artikis P.G. "Financial Life Cycle Theory of the Firm: An Extension", Volume of Essays in Honour of Professor V. Sarsentis, Piraeus University, 1998

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΘΕΩΡΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

#### 2.1 ΘΕΩΡΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης διατυπώθηκε από τον καθηγητή McRae το 1974 μετά από στατιστική μελέτη μεγάλου αριθμού επιχειρήσεων. Ο McRae υποστήριξε ότι η ζωή των οικονομικών μονάδων περνάει από τέσσερα στάδια, στα οποία έχουν δοθεί τα συμβολικά ονόματα Bobby Dazzler, Crown Prince, White Giant και Red Giant<sup>1</sup>.

Κατά το παρελθόν πολλοί συγγραφείς οικονομικών θεμάτων συγκρίναν τις οικονομικές μονάδες με τους βιολογικούς οργανισμούς. Υποστήριζαν δε, ότι όπως η ζωή των βιολογικών οργανισμών περνά από διάφορα στάδια - γέννηση, ανάπτυξη, ωρίμανση και θάνατος - έτσι και οι οικονομικές μονάδες ακολουθούν έναν παρόμοιο κύκλο ζωής από την ίδρυση τους μέχρι και το κλείσιμο τους (ρευστοποίηση).

---

<sup>1</sup> Το υποκεφάλαιο αυτό βασίζεται στο κεφάλαιο 3 του βιβλίου Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003

Πρόσφατα η παραπάνω προσέγγιση τροποποιήθηκε σημαντικά. Έχει γίνει, πλέον, ευρύτερα αποδεκτό ότι σε αντίθεση με τους βιολογικούς οργανισμούς οι οικονομικές μονάδες μπορούν να αποφύγουν το θάνατο. Το μέλλον μιας επιχείρησης εξαρτάται από την αποτελεσματικότητα της διοίκησης της. Διοικητικά στελέχη με ικανότητες, εκπαίδευση, πρωτοβουλίες και διαίσθηση μπορούν να αποτρέψουν την αποτυχία μιας επιχείρησης. Ο Theodore Levitt υποστήριξε ότι κάθε φορά που η ανάπτυξη της επιχείρησης απειλείται, βραδύνει ή σταματάει, αποκλειστικά υπεύθυνη είναι η διοίκησή της, η οποία δεν προέβλεψε σωστά το μέλλον (Levitt, 1960).

Η διάρκεια της ζωής της επιχείρησης εξαρτάται από τις ικανότητες των στελεχών της. Πρωταρχικός σκοπός των στελεχών της είναι να παρατείνουν το στάδιο Crown Prince και να αποφύγουν το στάδιο Red Giant.

### **ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΤΑΔΙΩΝ**

Όπως προαναφέρθηκε, τέσσερα είναι τα στάδια της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης: Bobby Dazzler, Crown Prince, White Giant και Red Giant. Τα τέσσερα στάδια έχουν τα ονόματα των φάσεων της ζωής ενός άστρου, από τη γέννηση του μέχρι το θάνατό του (Αναστασάκης, 1997). Τα χαρακτηριστικά καθενός από τα τέσσερα στάδια επηρεάζουν τη διαμόρφωση της χρηματοοικονομικής στρατηγικής μιας επιχείρησης και παρουσιάζονται στον Πίνακα 2-1 (Αρτίκης, 2003).

Χαρακτηριστικά	<i>Bobby Dazzler</i>	<i>Crown Prince</i>	<i>White Giant</i>	<i>Red Giant</i>
Μέγεθος	Μικρό	Μεγάλο	Μεγάλο	Μεγάλο
Έσοδα	Αυξητικά	Αυξητικά	Στατικά	Φθίνοντα
Ταμιακό Υπόλοιπο	Ουδέτερο	Θετικό	Θετικό	Αρνητικό
Οικονομικό Αποτέλεσμα	Κέρδος	Κέρδος	Κέρδος	Ζημιά
Διοίκηση	Αποτελεσματική	Ιδιαίτερα Αποτελεσματική	Γραφειοκρατική	Αρνητική

Πίνακας 2-1 Χαρακτηριστικά Σταδίων

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε ότι μία επιχείρηση στο στάδιο **Bobby Dazzler** έχει μικρό μέγεθος, αυξανόμενα έσοδα και παρουσιάζει κερδοφορία. Η επιχείρηση σε αυτό το στάδιο βρίσκεται σε φάση ανάπτυξης και το ταμιακό υπόλοιπό της είναι ουδέτερο και η διοίκηση της κρίνεται ως αποτελεσματική. Στο στάδιο **Crown Prince** η επιχείρηση βρίσκεται σε ανοδική φάση. Ακμάζει και αναπτύσσεται με γρήγορους ρυθμούς. Το μέγεθος της έχει μεγαλώσει ενώ τα έσοδα της συνεχίζουν να αυξάνονται με αύξοντα ρυθμό. Έχει υψηλή κερδοφορία και το ταμιακό της υπόλοιπο είναι πλέον θετικό, ως αποτέλεσμα της ιδιαίτερα αποτελεσματικής διοίκησης της.

Σε ότι αφορά το στάδιο **White Giant**, η επιχείρηση έχει φτάσει στην ακμή της. Η επιχείρηση στερείται ευκαιριών για ανάπτυξη σε αυτό το στάδιο κάτι που φαίνεται και από τα στατικά έσοδά της. Η επιχείρηση εξακολουθεί να έχει κερδοφορία, έχει μεγάλη ρευστότητα αλλά λόγω του μεγάλου μεγέθους της η διοίκηση της είναι πλέον γραφειοκρατική. Τέλος, στο στάδιο **Red Giant** η επιχείρηση εισέρχεται στην παρακμή της. Τα έσοδα της μειώνονται και παρουσιάζονται ζημιές στα οικονομικά της αποτελέσματα.

Η αναγνώριση και η κατάταξη της επιχείρησης σε καθένα από τα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς οι ευκαιρίες και οι περιορισμοί που παρουσιάζονται σε κάθε στάδιο μπορούν να βοηθήσουν τα χρηματοοικονομικά στελέχη να πάρουν καλύτερες στρατηγικές αποφάσεις. Η διάρθρωση κεφαλαίων, η μερισματική πολιτική και οι ευκαιρίες ανάπτυξης της επιχείρησης διαφέρουν από στάδιο σε στάδιο.

### **ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Στο στάδιο του **Bobby Dazzler** κύρια πηγή κεφαλαίων είναι το μετοχικό κεφάλαιο που προέρχεται από τους ιδιοκτήτες. Η επιχείρηση σε αυτό το στάδιο είναι μικρή σε μέγεθος και δεν μπορεί να εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο με δημόσια εγγραφή. Δεύτερη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση σε αυτό το στάδιο αποτελούν οι εμπορικές πιστώσεις, οι οποίες κινούνται αναλογικά με τις πωλήσεις και είναι συνήθως υψηλές. Η τρίτη πηγή χρηματοδότησης είναι τα αποθεματικά της επιχείρησης ενώ τέταρτη και τελευταία είναι η χρηματοδοτική μίσθωση.

Στο στάδιο του **Crown Prince** τα αποθεματικά που δημιουργούνται από παρακράτηση κερδών αποτελούν τη πρώτη και κύρια πηγή χρηματοδότησης. Δεύτερη πηγή κεφαλαίων αποτελεί το μετοχικό κεφάλαιο που εκδίδεται με δημόσια εγγραφή. Ακολουθούν τα μακροπρόθεσμα μετατρέψιμα δάνεια, τα οποία είναι μια πηγή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων με χαμηλό επιτόκιο που παρέχουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να βελτιώσει τη κεφαλαιακή της διάρθρωση. Τέταρτη πηγή χρηματοδότησης αποτελούν τα ποσά που συσσωρεύονται από τις αποσβέσεις.

Οι αποσβέσεις αποτελούν πηγή κεφαλαίων και στο στάδιο του **White Giant**. Είναι μάλιστα η κύρια πηγή χρηματοδότησης, καθώς το μεγάλο μέγεθος της επιχείρησης και κατά συνέπεια ο βαθμός παγιοποίησης της καταλήγει σε σημαντικά ποσά αποσβέσεων. Δεύτερη πηγή κεφαλαίων για την επιχείρηση σε αυτό το στάδιο είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια ενώ τρίτη πηγή αποτελούν τα αποθεματικά της. Αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι η επιχείρηση στο στάδιο του White Giant δεν έχει την ευκολία να εκδώσει νέο μετοχικό κεφάλαιο λόγω του μεγάλου της μεγέθους και των λιγοστών ευκαιριών που έχει για ανάπτυξη. Επιπρόσθετα τα στατικά τις έσοδα και το μεγάλο μέγεθος συνεπάγονται φθίνουσα πορεία στα κέρδη της, που με τη σειρά της επηρεάζει αρνητικά το δείκτη τιμής προς κέρδη. Το παραπάνω γεγονός δυσχαιρένει ακόμα περισσότερο την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή.

Τέλος στο στάδιο του **Red Giant** οι αποσβέσεις αποτελούν και εδώ την κύρια πηγή χρηματοδότησης. Δεύτερη πηγή είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια που χορηγούνται με επαχθείς όρους, λόγω της κακής οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης. Τρίτη πηγή είναι η χρηματοδοτική μίσθωση ενώ τέταρτη και τελευταία είναι οι εμπορικές πιστώσεις που χορηγούνται από τους πιστωτές σε μια προσπάθεια να ανακάμψει η επιχείρηση και να μπορέσει να αποδώσει τα οφειλόμενα ποσά προς αυτούς.

Συνοπτικά οι πηγές χρηματοδότησης φαίνονται στον Πίνακα 2-2.



<b>Bobby Dazzler</b>	<b>Crown Prince</b>	<b>White Giant</b>	<b>Red Giant</b>
Μετοχικό Κεφάλαιο ιδιοκτητών	Αποθεματικά	Αποσβέσεις	Αποσβέσεις
Εμπορική Πίστωση	Μετοχικό Κεφάλαιο με Δημόσια Εγγραφή	Μακροπρόθεσμα Δάνεια	Μακροπρόθεσμα Δάνεια
Αποθεματικά	Μακροπρόθεσμα Μετατρέψιμα Δάνεια	Αποθεματικά	Leasing
Leasing	Αποσβέσεις		Εμπορική Πίστωση
<b>Χαμηλός βαθμός δανειακής επιβάρυνσης</b>	<b>Χαμηλός βαθμός δανειακής επιβάρυνσης</b>	<b>Μέσος βαθμός δανειακής επιβάρυνσης</b>	<b>Υψηλός βαθμός δανειακής επιβάρυνσης</b>

Πίνακας 2-2 Πηγές Χρηματοδότησης

### ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Η μερισματική πολιτική στο στάδιο του **Bobby Dazzler** είναι ανύπαρκτη, καθώς η επιχείρηση έχει αναπτυξιακή πολιτική και χρησιμοποιεί τα μετρητά της για τη χρηματοδότηση της παραπάνω πολιτικής. Στο στάδιο **Crown Prince** η επιχείρηση διανέμει χαμηλό μέρισμα για τον ίδιο ακριβώς λόγο. Στο στάδιο **White Giant**, η μεγάλη ρευστότητα, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης και οι λιγοστές ευκαιρίες για ανάπτυξη οδηγούν την επιχείρηση στη διανομή υψηλού μερίσματος καθώς η επιχείρηση διαθέτει πολλά μετρητά που δεν μπορεί να τα αξιοποιήσει με άλλους τρόπους. Στο στάδιο **Red Giant** η επιχείρηση υφίσταται ζημιές και για αυτό το λόγο δεν μπορεί να διανέμει μέρισμα.

### ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΞΑΓΟΡΕΣ (Σ&Ε) – ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ

Σύμφωνα με τη διεθνή βιβλιογραφία, υπάρχει ένας ικανός αριθμός απόψεων αναφορικά με τις αιτίες ανάληψης του εγχειρήματος της εξαγοράς. Το συμπέρασμα που δύναται κανείς να εξάγει είναι πως υφίστανται δυο βασικοί παράγοντες, οι οποίοι καθιστούν τις επιχειρήσεις δεκτικές σε μια πιθανή

εξαγορά. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι στρατηγικοί και οι χρηματοοικονομικοί. Αναφορικά με τα αίτια στρατηγικής φύσεως, η λύση της συγχωνευτικής δράσης επιλέγεται στην περίπτωση που διαπιστώνονται επιχειρηματικές ευκαιρίες σε διάφορους τομείς δραστηριότητας και όταν διαπιστώνεται η ανικανότητα της εταιρικής οντότητας να επιβιώσει μεμονωμένα και αυτόνομα. Οι επιχειρήσεις πιο συγκεκριμένα ενδέχεται να αποτελέσουν αντικείμενο εξαγοράς ή συγχώνευσης στην περίπτωση κατά την οποία παρουσιάζουν δυνάμεις στην αλυσίδα αξίας, όπως για παράδειγμα στην ανάπτυξη τεχνολογίας, στην πρόσβαση σε κανάλια διανομής ή ακόμα και στην διοικητική εξειδίκευση. Επιπλέον, το μέλλον μιας εταιρείας ως αυτόνομης οντότητας μπορεί να αποδειχθεί δυσοίωνο για λόγους, όπως η αδύναμη στρατηγική θέση στον κλάδο ή η αποτυχία ενός μεγάλου έργου που έχει αναλάβει. Κατά συνέπεια, ο παράγων στρατηγική συνιστά έναν ουσιαστικό λόγο λήψης συγχωνευτικών αποφάσεων και διεξαγωγής των ανάλογων και απαραίτητων κινήσεων.

Επιπρόσθετα, υφίστανται και χρηματοοικονομικοί λόγοι που είναι δυνατόν να καταστήσουν μια εταιρεία ως στόχο εξαγοράς. Βασικό τους στόχο αποτελεί η επίτευξη και εξασφάλιση απόδοσης από το συγχωνευτικό εγχείρημα και η εγκαθίδρυση και θεμελίωση νέας και διαφορετικής διοικητικής τακτικής. Ένα ακόμη χαρακτηριστικό τους γνώρισμα αποτελεί η ανυπαρξία πρόθεσης ολοκλήρωσης των εισροών, των λειτουργιών και της τεχνολογίας της νεοαποκτηθείσας επιχείρησης στις αντίστοιχες της εξαγοράζουσας (Χουλιάρα, 2003).

Σε χρονικό ορίζοντα οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις στη δημιουργία επιχειρηματικών συμπράξεων (Σ&Ε) μπορούν να κατηγοριοποιηθούν σε τρία επίπεδα. Το πρώτο είναι το βραχυπρόθεσμο, το δεύτερο είναι το μεσοπρόθεσμο και το τρίτο είναι το μακροπρόθεσμο επίπεδο.

**Στο βραχυπρόθεσμο επίπεδο τα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων είναι τα ακόλουθα:**

- **Αύξηση των κερδών ανά μετοχή (Earnings per share, EPS).** Η αύξηση των κερδών ανά μετοχή αποτελεί έναν από τους σημαντικότερους παράγοντες για την αύξηση της τιμής της μετοχής και τη δημιουργία υπεραξίας στους μετόχους.
- **Μείωση του δείκτη P/E.** Ο δείκτης P/E, πολλαπλασιαστής των κερδών της επιχείρησης, είναι ένας ευρέως διαδεδομένος χρηματοοικονομικός δείκτης. Η αξία του εν λόγω δείκτη εντοπίζεται στο γεγονός ότι παριστάνει το «premium» που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο επενδυτής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Σ&Ε, το δυναμικό κίνητρο είναι η μείωση του δείκτη P/E της εξαγοράστριας επιχείρησης, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις μειωμένης κερδοφορίας.
- **Οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας (Liquidity synergies).** Πολλές επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα σε δείκτες ρευστότητας επιδιώκουν τη συνένωση με κάποια άλλη εταιρία, η οποία διαθέτει πιο «υγιή» χρηματοοικονομική διάρθρωση.

- **Τα φορολογικά οφέλη (Tax motives)**, που προκύπτουν είτε μέσω της αλλαγής της κλίμακας φορολόγησης επί των κερδών είτε μέσω της αύξησης των ορίων των αποθεματικών είτε μέσω συνδυασμού των δύο παραπάνω.

**Τα μεσοπρόθεσμα κίνητρα είναι τα ακόλουθα:**

- **Αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης (Improve borrowing capacity).** Η αύξηση των μεγεθών του ενοποιημένου πλέον ισολογισμού οδηγεί σε μεγαλύτερο ύψος ιδίων κεφαλαίων, μειώνοντας τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν τόσο οι μέτοχοι όσο και οι δανειστές της επιχείρησης (προμηθευτές, χρηματοοικονομικοί οργανισμοί κ.ά.).
- **Μείωση του συνολικού δανεισμού του νέου σχήματος (Reduce borrowing)** με παράλληλη βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο.

**Τέλος, τα κίνητρα των εξαγορών και συγχωνεύσεων σε μακροπρόθεσμο επίπεδο μπορούν να συνοψιστούν στα ακόλουθα:**

- **Εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας (Economies of scale).** Οι οικονομίες κλίμακας αποτελούν συνέπεια της αύξησης του μεγέθους της επιχείρησης. Η αύξηση της παραγωγής οδηγεί σε μικρότερη ποσοστιαία αύξηση του κόστους, με αποτέλεσμα το κατά μονάδα κόστος να μειώνεται. Πολλές φορές οι επιχειρήσεις επιλέγουν τη συγχώνευση ως τρόπο μείωσης του συνολικού μέσου κόστους. Οικονομίες κλίμακας μπορούν να επιτευχθούν στην αγορά πρώτων υλών, στη διαχείριση των αποθεμάτων, στην παραγωγική διαδικασία, στη διάθεση και διανομή του αγαθού. Επίσης, οικονομίες κλίμακας παρατηρούνται στην έρευνα και ανάπτυξη, καθώς και

στη διαφήμιση. Η μείωση του κόστους γίνεται εμφανής σε περιπτώσεις οριζόντιων συγχωνεύσεων στην ίδια χώρα.

- **Εκμετάλλευση οικονομιών φάσματος (Economies of scope).** Οι οικονομίες φάσματος απορρέουν από την καθετοποίηση της παραγωγής, με αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους, αφού οι προμηθευτές και όλοι οι μεσάζοντες που συμμετείχαν μέχρι τώρα στην παραγωγική διαδικασία ενοποιοούνται. Για παράδειγμα, όταν γίνει η συγχώνευση της επιχείρησης με τον προμηθευτή της, τότε η επιχείρηση που προκύπτει εξασφαλίζει επάρκεια πρώτων υλών, μείωση του κόστους συναλλαγών, με βεβαιότητα παράδοσης στον επιθυμητό χρόνο και μείωση γενικότερα του κόστους παραγωγής. Οι οικονομίες φάσματος αφορούν την παροχή νέων εξειδικευμένων ή διαφοροποιημένων υπηρεσιών ή προϊόντων από την επιχείρηση (Πετροπούλου, 2005).

Έτσι επιχείρηση στο στάδιο **Bobby Dazzler** που έχει πολλές ευκαιρίες για ανάπτυξη, υψηλό δείκτη P/E, χαμηλή ρευστότητα και μειωμένη δανειοληπτική ικανότητα βρίσκεται σε θέση άμυνας σε περίπτωση εξαγοράς, δέχεται προτάσεις για απορρόφηση και ενδεχομένως να δεχθεί να συνεργαστεί με μία επιχείρηση στο στάδιο White Giant, καθώς η επιχείρηση που θα προκύψει από την συνεργασία θα είναι αμοιβαίως επωφελής, αφού θα έχει τις ευκαιρίες ανάπτυξης του σταδίου Bobby Dazzler και τα μετρητά του σταδίου White Giant. Επιπρόσθετα η αδύναμη στρατηγική θέση της επιχείρησης σε αυτό το στάδιο και η έλλειψη ρευστότητας συνιστούν κίνητρα απορρόφησης από κάποια άλλη μεγαλύτερη. Πέραν τούτων, η αύξηση δανειοληπτικής ικανότητας και η πιθανή εκμετάλλευση οικονομιών κλίμακας και φάσματος μπορούν να κάνουν τη

διοίκηση μιας επιχείρησης να θέλει να συνενωθεί με μια άλλη μεγαλύτερη επιχείρηση.

Στο στάδιο **Crown Prince**, η επιχείρηση βρίσκεται σε ιδεατή θέση από άποψη εξαγοράς καθώς έχει υψηλό δείκτη τιμής μετοχής προς κέρδη (P/E) που της επιτρέπει ευνοϊκή ανταλλαγή μετοχών και πλεόνασμα μετρητών.

Στο στάδιο **White Giant**, η επιχείρηση βρίσκεται σε θέση επίθεσης γιατί έχει πλεόνασμα μετρητών και στερείται ευκαιριών ανάπτυξης. Υπενθυμίζεται ότι επιχειρήσεις στα στάδια White Giant και Bobby Dazzler έχουν κοινά συμφέροντα.

Στο στάδιο **Red Giant**, όπως έχει προαναφερθεί η επιχείρηση στερείται ευκαιριών για ανάπτυξη και μετρητών. Προκειμένου η επιχείρηση να επιβιώσει χρειάζεται κεφαλαιακή αναδιάρθρωση. Πρωταρχικός στόχος της διοίκησης της επιχείρησης είναι να εγκαταλείψει τα παρόντα προϊόντα και τη παρούσα αγορά και να οδηγήσει την επιχείρηση σε ένα νέο στάδιο Bobby Dazzler.

## 2.2 ΕΠΕΚΤΑΣΗ ΘΕΩΡΙΑΣ

Οι αδυναμίες της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης εστιάζονται κυρίως σε δυο γεγονότα<sup>2</sup>:

---

<sup>2</sup> Το υποκεφάλαιο αυτό βασίζεται στο άρθρο Artikis G.P. and Artikis P.G. "Financial Life Cycle Theory of the Firm: An Extension", Volume of Essays in Honour of Professor V. Sarsentis, Piraeus University, 1998

- Στην έλλειψη σαφών ορισμών των κύριων μεταβλητών που υπεισέρχονται στην ανάλυση και
- Στην αδυναμία υιοθέτησης συγκεκριμένων κατάλληλων μονάδων μέτρησης των παραπάνω μεταβλητών.

Αυτές οι ελλείψεις οδήγησαν αφενός στη μη συγκρισιμότητα των συμπερασμάτων διαφόρων μελετών και αφετέρου στη διαφοροποίηση των συμπερασμάτων, των μελετών, με την αλλαγή των μονάδων μέτρησης των παραπάνω μεταβλητών. Τα δυο παραπάνω στοιχεία αποτελούν κενά της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης και επέτρεψαν την αμφισβήτηση του κύρους της και τη μη περεταίρω ανάπτυξη της.

Τα παραπάνω κενά καλύφθηκαν από τη μελέτη που εκπονήθηκε με το σκεπτικό ότι οι αριθμοδείκτες είναι πιο δεκτικοί συγκρίσεως σε αντίθεση με τα απόλυτα μεγέθη και ότι οι τιμές των διαφόρων μεταβλητών της θεωρίας μπορούν να δοθούν με τη μορφή ποσοστών, όπου αυτό είναι δυνατό, γίνεται ποσοτικοποίηση των χαρακτηριστικών των σταδίων καθιστώντας αντικειμενική την κατάταξη της υπό εξέταση οικονομικής μονάδας (Artikis, 1998).

Ειδικότερα, σύμφωνα με τη παραπάνω μελέτη, το μέγεθος μιας επιχείρησης δεν μπορεί να μετρηθεί ικανοποιητικά σε όρους αριθμού προσωπικού, ενεργητικού, κεφαλαίου κερδών ή γενικότερα στη βάση μιας μόνο μεταβλητής επιλεγόμενης αυθαίρετα. Για την αποφυγή της αδυναμίας αυτής προτείνεται η χρησιμοποίηση της **θεωρητικής παραγωγικής δυναμικότητας** ως μονάδας μέτρησης του μεγέθους μιας επιχείρησης. Θεωρητική παραγωγική δυναμικότητα είναι η

παραγωγική δυναμικότητα που μπορεί να επιτευχθεί, όταν η επιχείρηση μπορεί να λειτουργήσει χωρίς περιορισμούς και καθορίζεται από τον κατασκευαστή του παραγωγικού εξοπλισμού της επιχείρησης.

Τα έσοδα θεωρούνται ικανοποιητική ένδειξη ανάπτυξης βραχυχρόνια. Όμως αποκτούν περισσότερη σημασία αν συσχετισθούν με τα κεφαλαία που έχουν επενδυθεί σε μία επιχείρηση. Έτσι η κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού (πωλήσεις προς σύνολο ενεργητικού) προτείνεται ως μονάδα μέτρησης της ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Μακροχρόνια παρ' όλα αυτά τα έσοδα μπορούν να αποδειχθούν παραπλανητική μονάδα μέτρησης της ανάπτυξης αν δεν υπάρχει μια ικανοποιητική αποδοτικότητα που να υποστηρίζει τα έσοδα αυτά. Μια επιχείρηση η οποία απλώς αυξάνει τα έσοδα της, ενώ έχει μειούμενη αποδοτικότητα, θα βρεθεί στο μέλλον σε αδυναμία να προσελκύσει κεφάλαια αναγκαία για την ανάπτυξή της. Κάτω από αυτές τις συνθήκες η **συνολική αποδοτικότητα** (καθαρά κέρδη + χρηματοπιστωτικά έξοδα προς σύνολο ενεργητικού) προτείνεται ως μονάδα μέτρησης της ανάπτυξης σε μακροχρόνια περίοδο.

Η άμεση ρευστότητα ή **acid-test ratio** (διαθέσιμα + απαιτήσεις προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) προτείνεται για την ανάλυση της ταμιακής θέσης μιας επιχείρησης. Ειδικότερα η μετατροπή του παραπάνω δείκτη σε δυναμικό – με το πολλαπλασιασμό αριθμητή και παρανομαστή με τις κυκλοφοριακές τους ταχύτητες – αποτελεί έναν πιο αποτελεσματικό τρόπο μέτρησης της ταμιακής θέσης μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει γιατί ο δείκτης από μόνος του δίνει μια στατική εικόνα της ρευστότητας της επιχείρησης. Με τη



μετατροπή του όμως μπορεί να δώσει μια δυναμική εικόνα, που είναι και το ζητούμενο.

Το **καθαρό λειτουργικό οικονομικό αποτέλεσμα** (ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης) προτείνεται ως κριτήριο κατάταξης μιας επιχείρησης στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης. Ο λόγος που το χρησιμοποιούμε είναι για να μετρήσουμε την αποδοτικότητα της επιχείρησης, από τις κανονικές δραστηριότητες τούτης και πριν την επίδραση έκτακτων δραστηριοτήτων και γεγονότων.

Η αποδοτικότητα και η κερδοφορία είναι οι βασικοί στόχοι μιας διοίκησης. Επίσης αποτελούν το καλύτερο μέτρο σύγκρισης της αποτελεσματικότητας μιας επιχείρησης σε ένα ανταγωνιστικό περιβάλλον. Σε μακροχρόνιο ορίζοντα είναι σημαντικό το απασχολούμενο κεφάλαιο μιας επιχείρησης να επαρκεί α. για να δώσει μια ικανοποιητική αμοιβή στους μετόχους σε σχέση με το κίνδυνο που συνδέεται με τις επενδύσεις τους, β. να διασφαλίζει τη ομαλή ανάπτυξη της επιχείρησης, γ. να παρέχει σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού ικανοποιητικά αποθεματικά που να διατηρούν το πραγματικό κεφάλαιο τα επιχείρησης αναλλοίωτο, δ. να προσελκύουν εξωτερική χρηματοδότηση όταν αυτό είναι απαραίτητο και ε. να πείθει τους πιστωτές και εργαζόμενους της επιχείρησης σχετικά με τη δυνατότητα ύπαρξης και ανάπτυξης της στο μέλλον. Για αυτούς τους λόγους ο **δείκτης συνολικής αποδοτικότητας ή R.O.C.E.** προτείνεται ως μονάδα μέτρησης της αποτελεσματικότητας της διοίκησης μιας επιχείρησης.

Για την εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης προτείνεται ο **δείκτης μακροπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων προς ίδια κεφαλαία**, επειδή τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια αποτελούν τα πλέον επικίνδυνα κεφάλαια που συμμετέχουν στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης.

Σε σχέση με την ανάλυση της πολιτικής μερισμάτων κατά τη διάρκεια των τεσσάρων σταδίων του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης, προτείνεται ο **δείκτης μερισμάτων ανά μετοχή προς κέρδη ανά μετοχή ή συνολικά μερίσματα προς καθαρά κέρδη χρήσεως**.

Προκειμένου να αποφασισθεί αν μια επιχείρηση είναι επιτιθέμενη ή αμυνομένη σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, προτείνεται η συνδυασμένη ανάλυση τριών τουλάχιστον παραγόντων. **Πρώτον, η διάθεση της επιχείρησης έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης. Δεύτερον ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή. Τρίτον η ταμιακή θέση της επιχείρησης.** Για παράδειγμα, τηρουμένων των αναλογιών, μια επιχείρηση που συνδυάζει μια ευνοϊκή διάθεση έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης, με έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη και με πλεόνασμα μετρητών είναι περισσότερο πιθανόν να είναι επιτιθέμενη, παρά μια επιχείρηση με δυσμενή διάθεση, χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδη και με έλλειψη μετρητών (Artikis, 1998).

Συνοπτικά οι δείκτες ανά κριτήριο φαίνονται στο Πίνακα 2-3.

<b>Κριτήρια</b>	<b>Δείκτες</b>
<b>Μέγεθος</b>	Θεωρητική παραγωγική ικανότητα
<b>Έσοδα</b>	Καθαρά κέρδη + χρηματοπιστωτικά έξοδα / Σύνολο ενεργητικού
<b>Ρευστότητα</b>	Διαθέσιμα + απαιτήσεις / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις
<b>Κέρδη</b>	Καθαρό λειτουργικό οικονομικό αποτέλεσμα
<b>Αποδοτικότητα Διοίκησης</b>	Καθαρά κέρδη + χρηματοπιστωτικά έξοδα / Σύνολο ενεργητικού
<b>Δανειακή Επιβάρυνση</b>	Ξένα / Ίδια
<b>Μερισματική πολιτική</b>	Μερίσματα / Καθαρά κέρδη χρήσης
<b>Εξωτερική Ανάπτυξη (Σ&amp;Ε)</b>	R / E Διαθέσιμα + απαιτήσεις / Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Πίνακας 2-3 Δείκτες ανά κριτήριο

## 2.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΘΕΩΡΙΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΑΛΛΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ

### 2.3.1 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΣΤΑΔΙΑ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ

Οι οικονομίες φαίνεται να περνούν δια μέσου ευνοϊκών και δυσμενών χρονικών περιόδων. Είναι σύνηθες φαινόμενο η αύξηση της οικονομικής δραστηριότητας να ακολουθείται από μείωση σε μία επόμενη χρονική περίοδο. Οι κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας (business cycles) αποτελούνται από τέσσερα στάδια: ανάκαμψη, άνθηση, κάμψη και ύφεση.

Στο στάδιο της ανάκαμψης η οικονομική δραστηριότητα αυξάνεται. Ακολουθεί το στάδιο της άνθησης όπου η οικονομική δραστηριότητα συνεχίζει να αυξάνεται, αλλά με φθίνοντα ρυθμό μέχρι να φτάσει ένα μέγιστο σημείο. Μετά

από αυτό το μέγιστο σημείο ξεκινά το στάδιο της κάμψης όπου η οικονομική δραστηριότητα αρχίζει να μειώνεται ώσπου να φτάσει στο ελάχιστο σημείο στο στάδιο της ύφεσης.

Οι στρατηγικές των επιχειρήσεων στα τέσσερα στάδια του εξωτερικού περιβάλλοντος διαφέρουν. Έτσι στα στάδια της ανάκαμψης και της άνθησης, οι στρατηγικές των επιχειρήσεων αποβλέπουν στην επέκταση των εγκαταστάσεων και του εξοπλισμού και στην αύξηση των αποθεμάτων και εργατικού δυναμικού. Στο στάδιο της κάμψης οι στρατηγικές των επιχειρήσεων οι διαμετρικά αντίθετες και αποβλέπουν στην πώληση πλεονάζοντα εξοπλισμού, μείωση αποθεμάτων και εργατικού δυναμικού και προσπαθούν να μειώσουν μακροπρόθεσμα το κόστος τους. Τέλος στο στάδιο της ύφεσης οι στρατηγικές των επιχειρήσεων έχουν ως σκοπό της μεγαλύτερη δυνατή μείωση του κόστους τους διατηρώντας όμως, όσο γίνεται, το μερίδιο της αγοράς τους (Αρτίκης, 2003).

### **2.3.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΚΥΚΛΟ ΖΩΗΣ ΚΛΑΔΩΝ**

Όπως όλα τα προϊόντα, οι επιχειρήσεις και οι κλάδοι εξελίσσονται δια μέσου ορισμένων σταδίων ανάπτυξης. Συμβατικά, αυτά τα στάδια ομαδοποιούνται κάτω από το όνομα κύκλος ζωής προϊόντος, αν και εφαρμόζονται και σε επιχειρήσεις και σε κλάδους. Η ζωή ενός κλάδου μπορεί να χωριστεί σε τέσσερα στάδια: εισαγωγή, επέκταση, σταθεροποίηση και παρακμή.

Το στάδιο της εισαγωγής χαρακτηρίζεται από γρήγορη αύξηση της ζήτησης για τα προϊόντα του κλάδου. Η ζήτηση σε αυτό το στάδιο ακολουθεί ανοδική πορεία με αύξοντα ρυθμό. Καθώς ένας μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων προσπαθεί να αποκτήσει ένα μερίδιο αγοράς, ο δείκτης θνησιμότητας των επιχειρήσεων είναι υψηλός. Ο ανταγωνισμός είναι έντονος και πολλές επιχειρήσεις εξαφανίζονται σε αυτό το στάδιο.

Το στάδιο της επέκτασης χαρακτηρίζεται από την εμφάνιση των επιχειρήσεων που επέζησαν στο στάδιο εισαγωγής. Αυτές οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να δυναμώνουν τόσο σε μερίδιο αγοράς όσο και χρηματοοικονομικά. Ο ανταγωνισμός στο παρών στάδιο οδηγεί σε βελτιωμένα προϊόντα και σε χαμηλότερες τιμές. Οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να επεκτείνονται και είναι σε θέση να αναλαμβάνουν επενδύσεις χρηματοδοτούμενες με παρακράτηση καθαρών κερδών.

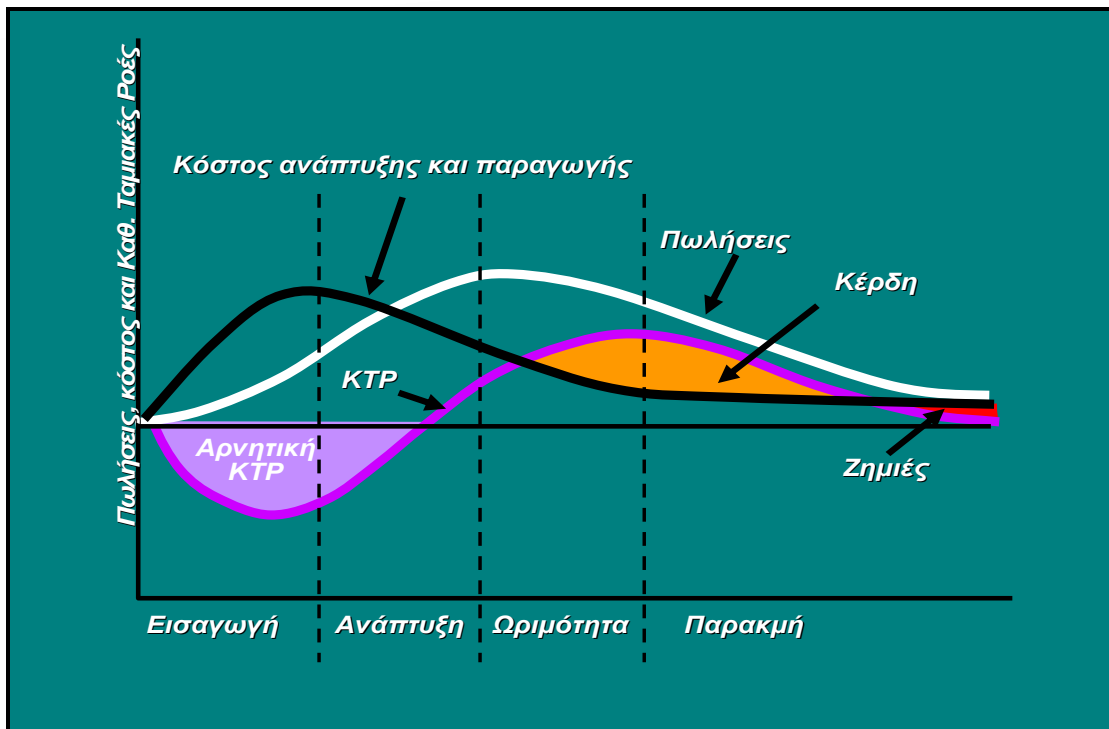
Στο στάδιο της σταθεροποίησης, η ανάπτυξη του κλάδου η οποία είχε αρχίσει να μειώνεται από το προηγούμενο στάδιο, συνεχίζει να επιβραδύνεται ακόμη περισσότερο και καταλήγει σε στασιμότητα. Οι πωλήσεις μειώνονται όπως και οι επενδυτικές ευκαιρίες. Ένας κλάδος μπορεί να μείνει στάσιμος για μικρό χρονικό διάστημα και μετά να αρχίσει ένα νέο ανάπτυξης με την εισαγωγή νέας τεχνολογίας ή νέων προϊόντων.

Το στάδιο της παρακμής χαρακτηρίζεται από μείωση του αριθμού των ανταγωνιστών στον κλάδο, από μειωμένες πωλήσεις και πτωτικά κέρδη που καταλήγουν τελικά σε ζημιές (Αρτίκης, 2003).

### **2.3.3 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΚΥΚΛΟ ΖΩΗΣ ΠΡΟΪΟΝΤΟΣ**

Τα προϊόντα γεννιούνται, αναπτύσσονται και πεθαίνουν. Η ζωή τους μπορεί να διαχωριστεί σε 4 στάδια:

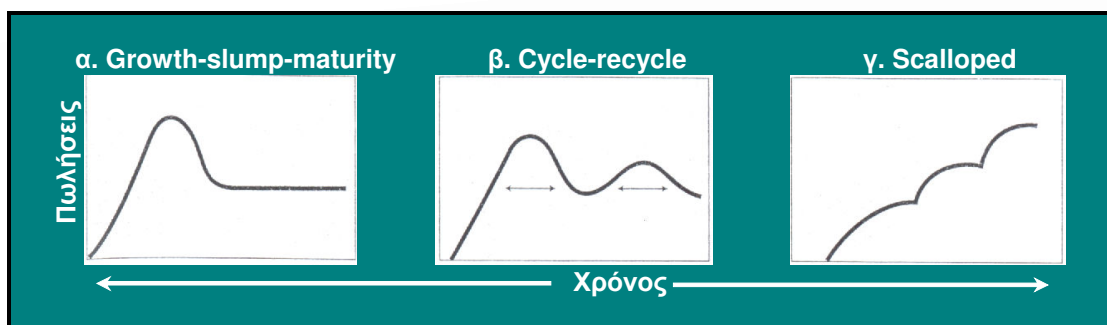
1. Εισαγωγή
2. Ανάπτυξη
3. Ωριμότητα
4. Παρακμή



Διάγραμμα 1 Κύκλος Ζωής Προϊόντος

Ο κύκλος ζωής ενός προϊόντος μπορεί να διαρκέσει από λίγες ώρες (όπως μια εφημερίδα) έως μήνες (μόδα), χρόνια (βιντεοκασέτες) ή ακόμη και δεκαετίες (Volkswagen Beetle). Στο στάδιο της εισαγωγής οι επιχειρήσεις συνήθως έχουν αρνητικές ταμιακές ροές, κέρδη, έσοδα αλλά και υψηλό κόστος ανάπτυξης και παραγωγής. Κατά το στάδιο της ανάπτυξης η κερδοφορία και τα έσοδα αυξάνονται ενώ το κόστος ανάπτυξης και παραγωγής πέφτει και οι αρνητικές ταμιακές ροές μειώνονται. Στο στάδιο της ωριμότητας κέρδη, έσοδα, ταμιακές ροές και κόστος φτάνουν τα μέγιστα και ελάχιστα σημεία τους για να αρχίσουν να μειώνονται στο στάδιο της παρακμής (Heizer & Render, 2006).

Η καμπύλη του κύκλου ζωής προϊόντος δεν έχει πάντα κωδωνοειδή μορφή για όλα τα προϊόντα. Ερευνητές έχουν εντοπίσει 6-17 διαφορετικές μορφές κύκλου ζωής προϊόντος. Στο Διάγραμμα 2 παρουσιάζονται τρεις συνηθισμένες μορφές.



Διάγραμμα 2 Συνηθισμένες μορφές ΚΖΠ

Το διάγραμμα 2α παρουσιάζει τη μορφή growth-slump-maturity όπου οι πωλήσεις αυξάνονται ραγδαία με την εισαγωγή του προϊόντος, στη συνέχεια πέφτουν και σταθεροποιούνται σε ένα επίπεδο, στο οποίο «παγώνουν» και διατηρούνται είτε από καταναλωτές που αγόρασαν τελευταίοι το προϊόν είτε από καταναλωτές που το αγόρασαν πρώτοι και τώρα το αντικαθιστούν.

Η μορφή cycle-recycle (2β) περιγράφει τις πωλήσεις φαρμάκων. Στα πρώτα στάδια τα φάρμακα προωθούνται με επιθετικές πολιτικές, παράγοντας έτσι τον πρώτο κύκλο. Στη συνέχεια οι πωλήσεις πέφτουν και τα φάρμακα προωθούνται εκ νέου, παράγοντας έτσι το δεύτερο κύκλο που συνήθως είναι μικρότερος σε διάρκεια και μέγεθος.

Μια άλλη συνήθης μορφή είναι η scalloped (2γ) όπου οι πωλήσεις περνούν από μια σειρά κύκλων ζωής που βασίζονται στην ανακάλυψη νέων χαρακτηριστικών του προϊόντος, χρήσεων ή/και χρηστών (Swan & Rink, 1982 και Tellis & Crawford, July 1986).

Η θεωρία του κύκλου ζωής προϊόντος μπορεί να βοηθήσει τα στελέχη μιας επιχείρησης να ερμηνεύσουν τη δυναμική των προϊόντων τους και των αγορών μέσα στις οποίες δραστηριοποιούνται. Επίσης μπορεί να χρησιμοποιηθεί για



προγραμματισμό και έλεγχο, όπως επίσης και για προβλέψεις. Βέβαια έχει και αυτή τις αδυναμίες της καθώς ορισμένες φορές είναι πολύ δύσκολο να καθορίσει κανείς σε πιο στάδιο βρίσκεται ένα προϊόν ή μία αγορά. Δεν είναι λίγοι αυτοί, μάλιστα που υποστηρίζουν ότι αυτή η θεωρία είναι περισσότερο αποτέλεσμα στρατηγικών μάρκετινγκ παρά μία αναπόφευκτη πορεία που θα ακολουθήσουν οι πωλήσεις ενός προϊόντος. Για παράδειγμα μπορούμε να αναφέρουμε ένα προϊόν το οποίο ενώ τυγχάνει αποδοχής από τους καταναλωτές, είχε για λίγα χρόνια χαμηλά έσοδα λόγω παραγόντων όπως φτωχό μάρκετινγκ ή την είσοδο ένα παρόμοιου προϊόντος. Τα στελέχη μιας επιχείρησης μπορούν να υποθέσουν ότι το προϊόν βρίσκεται στη φάση της παρακμής και να αποεπενδύσουν από αυτό, αντί να προβούν σε διορθωτικές κινήσεις (Kotler & Kell, 2006).

Γίνεται αντιληπτό ότι η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης έχει αρκετά κοινά σημεία με τη θεωρία του Κύκλου Ζωής Προϊόντος ειδικά σε ότι αφορά έσοδα και κέρδη. Πέραν τούτων πρέπει να επισημανθεί ότι μία επιχείρηση που έχει τα προϊόντα σε κάποια φάση του κύκλου προϊόντος, αναγκαστικά θα ανήκει στο αντίστοιχο στάδιο του χρηματοοικονομικού κύκλου, ιδιαίτερα δε αν τα προϊόντα της βρίσκονται σε φάση ωριμότητας ή παρακμής. Παρ' όλα αυτά για λόγους που αφορούν περισσότερο το μανάτζμεντ των προϊόντων ή της επιχείρησης, είναι δυνατό μία επιχείρηση να βρίσκεται σε διαφορετική φάση από ότι τα προϊόντα της και αντίστροφα (Αναστασάκης, 1997).

## **2.4 ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΕΣ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΕΙΣ**

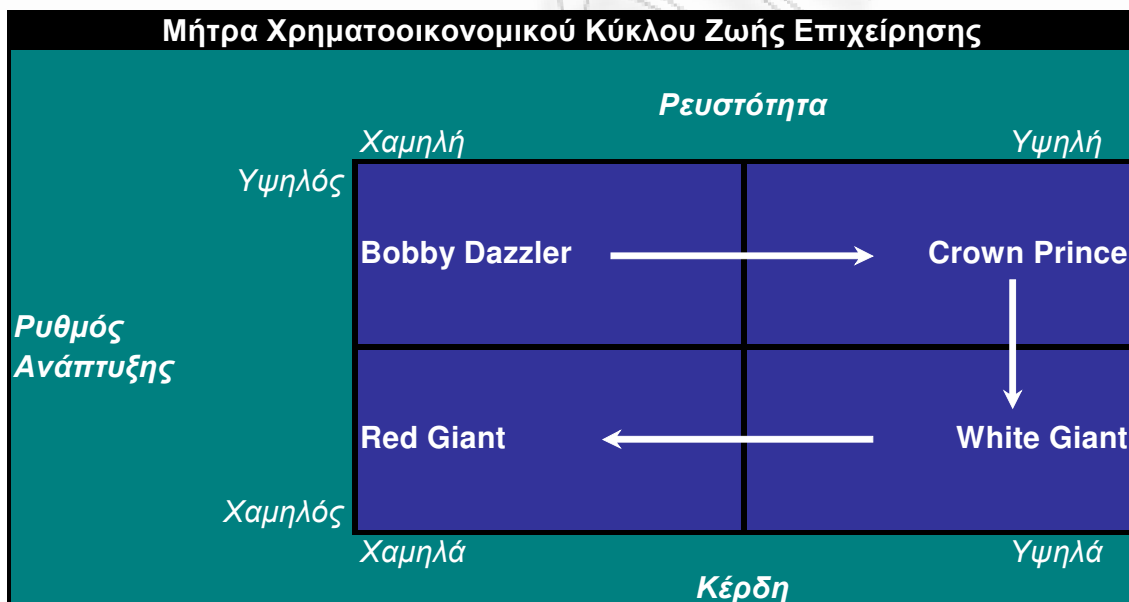
Οι ομοιότητες που παρουσιάζει ο Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής της Επιχείρησης με άλλες θεωρίες κύκλου ζωής μπορούν να φανούν χρήσιμες όχι μόνο για την αξιολόγηση μιας επιχείρησης αλλά και για τη χάραξη στρατηγικής.

Σε αυτήν την ενότητα επιχειρείται ο συνδυασμός της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης με τη μήτρα του Boston Consulting Group (BSG), τον κύκλο ζωής προϊόντος, τη καμπύλη εμπειρίας και τον πίνακα του Strategic Planning Institute (SPI) με σκοπό τη παρουσίαση ενός μοντέλου το οποίο θα αντιμετωπίζει ολοκληρωμένα τα προβλήματα των επιχειρήσεων και τις αγωνίες τους για διατήρηση θέσης και αύξηση μεριδίου αγοράς, όχι μόνο με την απόλυτη αντιμετώπιση των αριθμών αλλά και εξετάζοντας την γενικότερη εικόνα ενός οργανισμού.

Άλλωστε τα κοινά χαρακτηριστικά και οι εμφανείς ομοιότητες που παρουσιάζει ο Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης με τα παραπάνω υποδείγματα επιτρέπουν στον πρώτο την εφαρμογή του με τρόπο τέτοιο, έτσι ώστε να μπορεί όχι μόνο να συμπληρώσει μια θεωρία αλλά και να μπορεί να την αντικαταστήσει σε δεδομένα προβλήματα. Ο Χρηματοοικονομικός Κύκλος Ζωής Επιχείρησης με την επέκταση του στηρίζεται κατά κόρον στην ανάλυση οικονομικών καταστάσεων. Το γεγονός αυτό δίνει προσδίδει στη θεωρία αυτή μια επιπλέον ιδιότητα, αυτήν της προειδοποίησης, καθώς οι αριθμοδείκτες μπορούν να ορίσουν τα σημάδια που θα μπορούσαν να αποτελέσουν «οιωνό»

είτε μιας επιτυχίας, είτε μιας αποτυχίας της επιχείρησης στο μέλλον. Έτσι με αυτήν την ενέργεια προσφέρεται μια νέα διάσταση στη λήψη στρατηγικών αποφάσεων, αυτή της χρηματοοικονομικής.

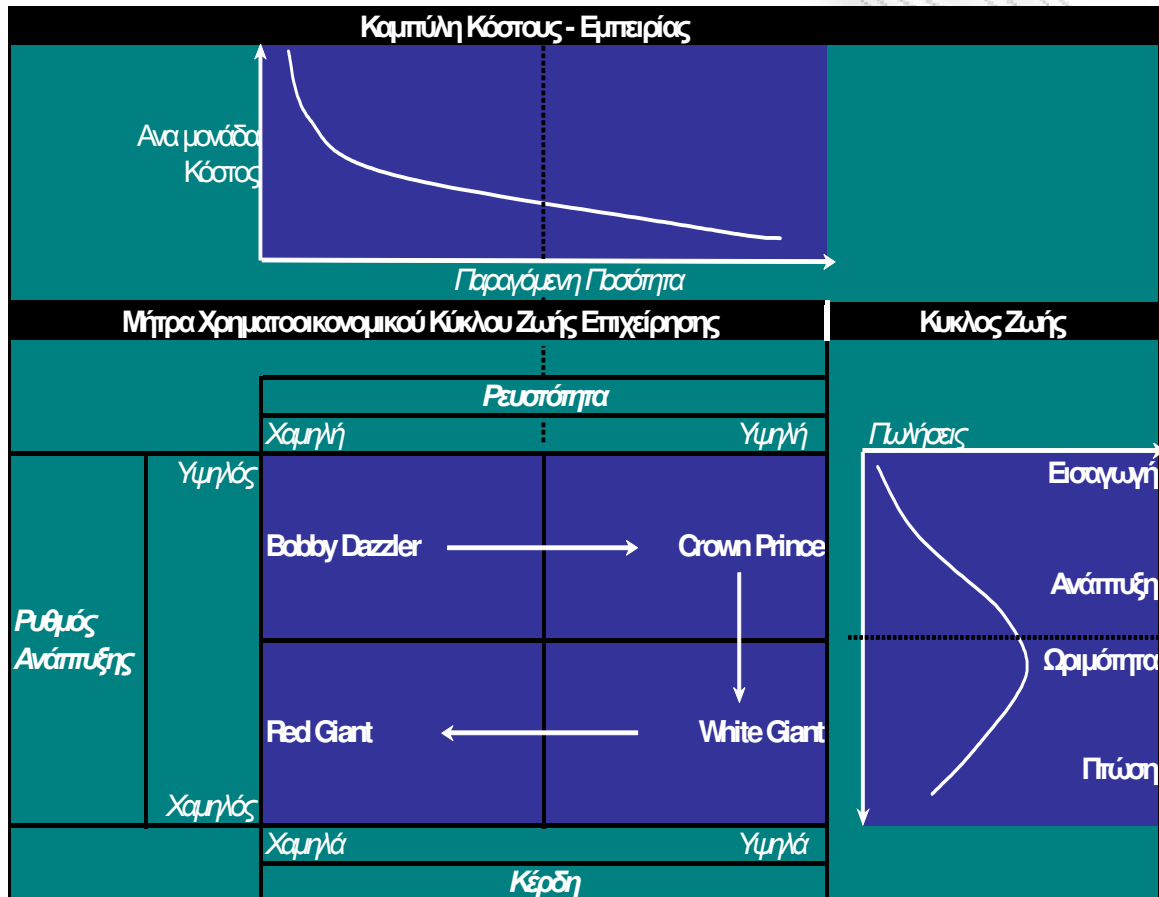
Όπως προαναφέρθηκε η επιχείρηση στη διάρκεια ζωής της διέρχεται από διάφορα στάδια, στα οποία παρατηρείται διαφορετική συμπεριφορά αλλά και δυνατότητες πωλήσεων, ρευστότητας, απόδοσης (κερδοφορίας) και ανάπτυξης (Σαρσέντης, 1996) όπως φαίνεται και από την παρακάτω μήτρα (Διάγραμμα 3).



Διάγραμμα 3 Μήτρα Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης

Σε αυτό το σημείο, κρίνεται σκόπιμο για να καταλήξουμε σε κάποιες συνοπτικές στρατηγικές κατευθύνσεις να συνδυάσουμε τη παραπάνω μήτρα με τα στάδια του Κύκλου Ζωής Προϊόντος και την καμπύλη Εμπειρίας. Με αυτόν τον τρόπο θα γίνουν εμφανείς και κατανοητές οι δυνατότητες της επιχείρησης καθώς και οι περιορισμοί της, ενώ θα προσδιοριστεί η θέση της στην αγορά, θα εντοπιστούν πιθανοί κίνδυνοι που αντιμετωπίζει και θα μπορούν να αξιολογηθούν ευκολότερα οι εναλλακτικές στρατηγικές επιλογές της.

Το ακόλουθο σχήμα (Διάγραμμα 4) μας δίνει μια εικόνα των αντιστοιχιών μεταξύ του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης, του Κύκλου Ζωής Προϊόντος και της Καμπύλης Εμπειρίας.



Διάγραμμα 3 Συνδυασμός Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής και Κύκλου Ζωής Προϊόντος

Παρατηρώντας τους συνδυασμούς του Διαγράμματος 4 μπορούμε να συμπεράνουμε τα εξής:

Στο στάδιο **Bobby Dazzler**, η επιχείρηση έχει χαμηλά κέρδη, με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης και αυξημένο κόστος, με προϊόντα που βρίσκονται στη φάση εισαγωγής. Επιπρόσθετα η επιχείρηση έχει χαμηλή παραγωγική ικανότητα, καθώς το μέγεθος της είναι μικρό. Η στρατηγική που θα πρέπει να

ακολουθήσει η επιχείρηση εδώ, είναι η ανάπτυξη. Γενικότερα, οι προσπάθειες της επιχείρησης θα πρέπει να αποσκοπούν στη διείσδυση σε νέα τμήματα της αγοράς, ανάπτυξη νέων τμημάτων αγοράς, ώστε να αυξηθεί η παραγόμενη ποσότητα και η επιχείρηση αρχικά να εκμεταλλευτεί τις οικονομίες κλίμακας και στη συνέχεια την καμπύλη εμπειρίας των προϊόντων της, με δεδομένο βέβαια χαμηλό βαθμό αποχώρησης υπαλλήλων (Salvatore, 2004). Η στρατηγική αυτή θα δώσει ώθηση στις πωλήσεις και μακροπρόθεσμα (μέσω της παρακράτησης κερδών) θα δώσει στην επιχείρηση τους οικονομικούς πόρους που χρειάζεται προκειμένου να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξή της. Επιπλέον καθώς η επιχείρηση σε αυτό το στάδιο λειτουργεί με υψηλό κόστος και ασυνήθη έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, παραγωγής και βελτίωσης προϊόντων τα στελέχη της θα πρέπει να αναζητούν καλύτερες και οικονομικότερες μεθόδους παραγωγής. Με δεδομένη, τώρα, τη δυσκολία ανεύρεσης κεφαλαίων και πόρων σε αυτό το στάδιο, πιθανή θα πρέπει να θεωρείται η συγχώνευση ή η εξαγορά της επιχείρησης ακόμα και η συνεργασία της με μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

Βέβαια η στρατηγική που θα ακολουθήσει μία επιχείρηση δεν είναι συνάρτηση μόνο των δυνατοτήτων της αλλά και του ευρύτερου περιβάλλοντος, μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται. Καθοριστικό ρόλο στη χάραξη στρατηγικής έχει και η ανταγωνιστική θέση της εταιρίας μέσα σε μία αγορά-κλάδο (Kotler & Keller, 2006). Αν μία επιχείρηση είναι ηγέτης (Leader) στον κλάδο της, πρωταρχικός της στόχος θα είναι η διατήρηση της θέσης της. Άρα θα πρέπει να επενδύει λίγο γρηγορότερα από ότι προστάζει η αγορά της. Αν από την άλλη, είναι διεκδικητής (Challenger) θα πρέπει να επενδύει γρηγορότερα σε σχέση με ότι προστάζει η αγορά. Στη περίπτωση που είναι ακόλουθος (Follower) και έχει

ευνοϊκή θέση χρειάζεται περισσότερο μια επιλεκτική προσπάθεια για βελτίωση της θέσης και κατά συνέπεια θα πρέπει να επενδύει προσεκτικά και κατ' επιλογήν. Μια επιχείρηση που εστιάζει σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς (Niche) θα πρέπει επίσης να επενδύει επιλεκτικά. Τέλος, επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αδύναμη ή μειονεκτική θέση θα πρέπει να αποφασίσουν αν θα βελτιώσουν τη θέση τους ή αν θα αποχωρίσουν. Άρα είναι ένα θέμα αν θα επενδύσουν ή όχι.

Στο στάδιο **Crown Prince**, η επιχείρηση παρουσιάζει υψηλή κερδοφορία, ανάπτυξη και ρευστότητα. Έχει προϊόντα που βρίσκονται στη φάση της ανάπτυξης και χαμηλό κόστος. Κατά συνέπεια η επιχείρηση πρέπει να ακολουθήσει μια στρατηγική που θα παρατείνει τη παραμονή της επιχείρησης σε αυτό το στάδιο και θα διατηρεί την ανταγωνιστικότητά της. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν θα πρέπει να συνεχίσει να κάνει επενδύσεις, αλλά αντιθέτως θα πρέπει να επιδιώκει την ανάπτυξη νέων δυνατοτήτων στο τομέα της παραγωγής. Η αύξηση άλλωστε της παραγωγικής ικανότητας, ώστε η τελευταία να ανταποκριθεί στη ζήτηση των προϊόντων είναι αναγκαία για τη συνέχιση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Προσοχή θα πρέπει να δοθεί από τα στελέχη σε θέματα όπως η διατήρηση αποθεμάτων και η παροχή πιστώσεων, καθώς μπορούν να επηρεάσουν δυσμενώς την χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης.

Επιχειρήσεις που έχουν κυρίαρχη ανταγωνιστική θέση στην αγορά (Leaders) θα πρέπει να επενδύουν, για να διατηρούν το ρυθμό ανάπτυξης και να δημιουργούν εμπόδια εισόδου στην αγορά τους. Επιχειρήσεις με ισχυρή θέση

(Challengers) θα πρέπει να επενδύουν για τη διατήρηση της θέσης τους και για να βελτιώσουν τους ρυθμούς ανάπτυξης. Στη περίπτωση όπου μία επιχείρηση είναι ακόλουθος (Follower) σε μια αγορά η επιλογή της θα πρέπει να είναι επενδύσεις κατ' επιλογήν ώστε να διατηρήσει τη θέση της. Την ίδια στρατηγική θα πρέπει να ακολουθήσουν και επιχειρήσεις που εξυπηρετούν συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς (Niche) με τη διαφορά ότι οι επενδύσεις θα είναι πιο εξειδικευμένες. Αδύναμες επιχειρήσεις θα πρέπει να διαλέξουν ανάμεσα στην αλλαγή πολιτικής ή στην έξοδο από την αγορά.

Στο στάδιο **White Giant**, η επιχείρηση έχει χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης, υψηλή κερδοφορία, προϊόντα σε φάση ανάπτυξης και δραστηριοποιείται σε μεγάλη κλίμακα. Οι προσπάθειες της επιχείρησης, σε αυτό το στάδιο, επικεντρώνονται στη διατήρηση των χαμηλών επιπέδου του κόστους και της υψηλής κερδοφορίας. Η υψηλή ρευστότητα της επιχείρησης πρέπει να χρησιμοποιηθεί για τη πραγματοποίηση επενδύσεων και να αφορά επιχειρήσεις ή αγορές με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Λόγω της ωρίμανσης της αγοράς ειδική μέριμνα θα πρέπει να δοθεί στο ύψος των διατηρούμενων αποθεμάτων και των παρεχόμενων πιστώσεων. Ειδικότερα μια επιχείρηση ηγέτης (Leader) ή διεκδικητής (Challenger) σε μία ώριμη αγορά θα πρέπει να επενδύει μόνο αν αυτό κρίνεται ως απολύτως αναγκαίο. Στο ίδιο μήκος θα πρέπει να κινούνται και επιχειρήσεις ακόλουθοι (Followers) ή επιχειρήσεις που εξυπηρετούν συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς (Niche). Αμφότερες θα πρέπει να επενδύουν επιλεκτικά ή το ελάχιστο δυνατό ώστε να διατηρήσουν τις θέσεις τους, ενώ οι επιχειρήσεις που εξυπηρετούν συγκεκριμένα τμήματα και βρίσκονται σε αμυντική θέση θα πρέπει να εξετάζουν και το ενδεχόμενο σταδιακής

απόσυρσης. Σε ότι αφορά επιχειρήσεις που βρίσκονται σε αδύναμη θέση οι επιλογές τους είναι σταθερά δυο, είτε να αλλάξουν πολιτική είτε να αποχωρήσουν από τη αγορά.

Τέλος στο στάδιο **Red Giant**, η επιχείρηση έχει χαμηλή κερδοφορία και κατά συνέπεια χαμηλό μερίδιο αγοράς. Γεγονός που προκαλεί μείωση της παραγωγής και αύξηση του κόστους της. Επίσης έχει χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης και εξ' ίσου χαμηλή ρευστότητα. Έτσι η επιχείρηση πρέπει να κάνει δραματική κεφαλαιακή αναδιάρθρωση, να κρατά σε χαμηλά επίπεδα τα αποθέματά της και να προωθήσει συνεργασίες – σε σημαντικούς τομείς όπως οι πωλήσεις, οι προμήθειες κ.α. – με σκοπό τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας της. Πρέπει, με άλλα λόγια, να ακολουθήσει στρατηγικές περισυλλογής, να εγκαταλείψει παρόντα προϊόντα και αγορές και να δραστηριοποιηθεί σε νέες, εισερχόμενη έτσι σε ένα νέο στάδιο Bobby Dazzler. Η αποχώρηση ή η επανεπένδυση θα πρέπει να γίνεται αν κρίνεται αναγκαίο, όταν η επιχείρηση είναι ηγέτης (Leader) ή διεκδικητής (Challenger). Ενώ στις περιπτώσεις όπου επιχειρήσεις είναι ακόλουθοι (Followers) ή εστιάζουν σε συγκεκριμένα τμήματα της αγοράς (Niche), η απόσυρση θα πρέπει να είναι σταδιακή και ανά τομέα ή οριστικά. Άρα θα πρέπει να μειωθούν τα κεφαλαιουχικά αγαθά και εκποιηθεί σταδιακά η επιχείρηση. Τέλος, όταν μια επιχείρηση σε αυτό το στάδιο βρίσκεται σε αδύναμη θέση αποκλείονται για αυτήν κάθε είδους επενδύσεις και η αποχώρηση από την αγορά είναι η μόνη της επιλογή.



Ωριμότητα	<i>Bobby Dazzler</i>	<i>Crown Prince</i>	<i>White Giant</i>	<i>Red Giant</i>
<b>Ανταγωνιστική θέση εταιρίας</b>				
<b>Leader</b>	Διατήρηση θέσης Προσπάθεια για βελτίωση διείσδυσης στην αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε λίγο γρηγορότερα από ότι προστάζει η αγορά	Διατήρηση θέσης Υποστήριξη του μεριδίου αγοράς <b>Άρα</b> επενδύουμε για να διατηρήσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης και να δημιουργήσουμε εμπόδια εισόδου	Διατήρηση θέσης Ωρίμανση σε σχέση με την αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε αν κρίνεται αναγκαίο	Διατήρηση θέσης Επανεπένδυση αν κρίνεται αναγκαίο
<b>Challenger</b>	Προσπάθεια για βελτίωση διείσδυσης στην αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε πιο γρήγορα σε σχέση με ότι προστάζει η αγορά.	Προσπάθεια για βελτίωση διείσδυσης στην αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε για να διατηρήσουμε τη θέση μας και να βελτιώσουμε τον ρυθμό ανάπτυξης	Διατήρηση θέσης Ωρίμανση σε σχέση με την αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε αν κρίνεται αναγκαίο	Διατήρηση θέσης <b>Άρα</b> επανεπένδυση όσο κρίνεται αναγκαίο ή στο ελάχιστο δυνατόν
<b>Follower</b>	Επιλεκτική προσπάθεια για βελτίωση της θέσης <b>Άρα</b> επενδύουμε κατ' επιλογήν	Προσπάθεια για βελτίωση θέσης <b>Άρα</b> επενδύουμε κατ' επιλογήν για να διατηρήσουμε τη θέση μας	Διατήρηση θέσης Εξειδίκευση σε έναν τομέα και διατήρηση θέσης <b>Άρα</b> παράγουμε ή επενδύουμε στο ελάχιστο δυνατόν ή επενδύουμε ξανά στον ίδιο τομέα επιλεκτικά	Αποσυρμάστε σταδιακά ανά τομέα ή οριστικά <b>Άρα</b> μείωση κεφαλαιουχικών αγαθών, εκποίηση, αποχώρηση
<b>Niche</b>	Προσπάθεια για βελτίωση της θέσης επιλεκτικά <b>Άρα</b> επενδύουμε επιλεκτικά	Εξειδίκευση σε έναν τομέα, προσπάθεια για διατήρηση θέσης <b>Άρα</b> επενδύουμε επιλεκτικά	Εξειδίκευση σε έναν τομέα, προσπάθεια για διατήρηση θέσης <b>Άρα</b> παράγουμε ή επενδύουμε στο ελάχιστο δυνατόν ή επενδύουμε ξανά στον ίδιο τομέα επιλεκτικά	Αποσυρμάστε σταδιακά ανά τομέα ή οριστικά <b>Άρα</b> μείωση κεφαλαιουχικών αγαθών, εκποίηση, αποχώρηση
<b>Weak</b>	Βελτίωση θέσης ή αποχώρηση <b>Άρα</b> επενδύουμε ή όχι	Αλλαγή πολιτικής ή αποχώρηση από την αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε ή όχι	Αλλαγή πολιτικής ή αποχώρηση από την αγορά <b>Άρα</b> επενδύουμε ή όχι	Οριστική αποχώρηση από την αγορά εκποίηση αγαθών <b>Άρα</b> αποκλείεται κάθε είδος επένδυσης.

Πίνακας 2-4 Προσαρμοσμένος Πίνακας Strategic Planning Institute (Πηγή Εφημερίδα ΤΑ ΝΕΑ – Ανοιχτό MBA 10/10/2005)

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 2<sup>ου</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αναστασάκης Ελευθέριος, Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας υπό το πρίσμα του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, 1997, σελ. 6, 13
2. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ. 33-36, 58-61, 66-74
3. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ. 260, 283
4. Χουλιάρα Λουκία, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, 2003, σελ. 5-7
5. Πετροπούλου Αγγελική-Ευγενία, Επισκόπηση εμπειρικών μελετών για τις συνέπειες των τραπεζικών εξαγορών και συγχωνεύσεων και παρουσίαση των επιχειρηματικών αυτών συμπράξεων σε Ευρώπη και Ελλάδα, 2005, σελ. 30-32, 35
6. Σαρσέντης Βασίλειος, Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 1996, σελ. 131, 134-137

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

2. Artikis G.P. and Artikis P.G. "Financial Life Cycle Theory of the Firm: An Extension", Volume of Essays in Honour of Professor V. Sarsentis, Piraeus University, 1998
3. Jay Heizer & Barry Render, Operations Management 8th edition, Pearson Prentice Hall, 2006, σελ. 159
4. John E. Swan and David R. Rink, "Fitting Market Strategy to Varying Product Life Cycle" Business Horizons, January-February 1982 σελ. 72-76 και Gerald J. Tellis and C. Merle Crawford, "An Evolutionary Approach to Product Growth theory", Journal of Marketing, July 1986, σελ. 125-134
5. Phillip Kotler & Kevin Lane Keller, Marketing Management 12<sup>th</sup> edition, Pearson Prentice Hall, 2006, σελ. 322-323, 331, 349
6. Levitt Theodore, "Marketing Myopia", Harvard Business Review, July-August 1960, σελ. 45-56
7. Salvatore Dominick, Managerial Economics in a Global Economy, Thomson South-Western, 2004, σελ. 287-290

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

#### 3.1 ΓΕΝΙΚΑ

Η παρούσα μελέτη εξετάζει υπό το πρίσμα της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρείες. Έτσι εξ' ορισμού η μελέτη αυτή είναι μια «εξαντλητική δειγματοληψία» (exhaustive sampling) καθώς περιλαμβάνει δείγμα το οποίο περιέχει όλες τις μονάδες του υπό εξέταση πληθυσμού (Μπένος, 2001). Συνολικά ο αριθμός των εταιρειών που εξετάζονται είναι 312.

Οι παραπάνω εταιρείες κατατάσσονται σε κλάδους, ακολουθώντας της κατάταξη που ακολουθεί το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Οι κλάδοι του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών για την 2000 – 2004 φτάνουν σε αριθμό τους 52. Ο παραπάνω διαχωρισμός ακολουθείται ώστε:

- να διαμορφωθούν ομάδες ομοειδών οικονομικών μονάδων, προκειμένου τα στοιχεία να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους
- να αποκτά νόημα η οποιαδήποτε συσχέτιση επιχειρήσεων, οικονομικών μεγεθών και δεικτών. Η σύγκριση δεικτών μεταξύ επιχειρήσεων που

ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα

- να είναι ευκολότερη η αξιοποίηση των στοιχείων αυτών
- να υπάρχει δυνατότητα σύγκρισης της παρούσας μελέτης με ανάλογες μελέτες
- να μετατραπούν οι αριθμοί και τα στοιχεία σε πληροφόρηση.

Η παραπάνω πενταετία (2000-2004) αποτελεί και το χρονικό ορίζοντα του δείγματος. Ο λόγος που επιλέχτηκε είναι η εισαγωγή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ στο εξής) στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις από το 2005. Το παραπάνω γεγονός αποδυναμώνει τη δυνατότητα σύγκρισης των οικονομικών καταστάσεων και κάνει προβληματική την οποιαδήποτε εξαγωγή συμπερασμάτων.

Σύμφωνα με έρευνα της Grant Thornton το 2006 που παρουσίαζε τα αποτελέσματα για τις επιπτώσεις των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (I.F.R.S.) κατά την πρώτη εφαρμογή τους το 2005, η εισαγωγή των ΔΠΧΠ είχε τις παρακάτω επιπτώσεις στο σύνολο των εταιρειών:

- Τα ίδια κεφάλαια των εισηγμένων στο Χ.Α. ωφελήθηκαν κατά ποσό €1.870εκατ. από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ, (€14.671 εκατ. ήταν οι θετικές και €12.801 εκατ. οι αρνητικές επιδράσεις). Συνολικά τα ίδια τους κεφάλαια αυξήθηκαν κατά 5%.
- Τα αποτελέσματα χρήσης ωφελήθηκαν κατά ποσό €182εκατ. (€2.536εκατ. θετικές και 2.353 αρνητικές επιδράσεις). Συνολικά τα αποτελέσματα χρήσης αυξήθηκαν κατά 4%.

- Η κυριότερη ωφέλεια στα ίδια κεφάλαια προέκυψε από την προσαρμογή των ενσώματων ακινητοποιήσεων σε εύλογες αξίες.
- Η μεγαλύτερη επιβάρυνση στα ίδια κεφάλαια προέκυψε από την υιοθέτηση των ΔΛΠ 19 & 26 «παροχές σε εργαζομένους» και από τη διενέργεια προβλέψεων επισφαλών απαιτήσεων.
- Την υψηλότερη θετική επίδραση στα αποτελέσματα επέφερε η προσαρμογή των αποσβέσεων με βάση την ωφέλιμη ζωή των ενσώματων ακινητοποιήσεων.
- Τη μεγαλύτερη επιβάρυνση στα αποτελέσματα επέφερε η αναγνώριση αναβαλλόμενων φορολογικών υποχρεώσεων και προβλέψεων για ενδεχόμενους φόρους εισοδήματος.

Οι επιπτώσεις μετάβασης στις εταιρείες που συνθέτουν τους βασικούς χρηματιστηριακούς δείκτες ήταν:

- Τη μεγαλύτερη ωφέλεια στα ίδια κεφάλαια (12%) από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ παρουσιάζουν οι εταιρείες που συμμετέχουν στον Γενικό Δείκτη.
- Οι εταιρείες που συμμετέχουν στον Small Cap 80 παρουσίασαν συνολικά επιβάρυνση στα ίδια κεφάλαια τους (15%) από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ.
- Οι εταιρείες του FTSE 20 παρουσίασαν μείωση στα αποτελέσματα χρήσης 2004 από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ (9%).
- Σημαντική επιβάρυνση στα ίδια κεφάλαια (35%) από την αναγνώριση παροχών σε εργαζομένους είχαν οι εταιρείες του FTSE 20.
- Σημαντικό όφελος στα ίδια κεφάλαια (73%) των εταιρειών του FTSE MID 40 από την αναπροσαρμογή σε εύλογες αξίες των ενσώματων ακινητοποιήσεων.

- Ο επηρεασμός των αποτελεσμάτων χρήσης των εταιρειών που συνθέτουν τον γενικό δείκτη, προκύπτει από ιδιαίτερα υψηλές επιμέρους θετικές (226%) και αρνητικές επιδράσεις (214%).

Επιπτώσεις στις κατηγορίες εταιρειών του ΧΑ:

- Οι εταιρείες καταναλωτικών προϊόντων και βασικών υλικών παρουσίασαν την μεγαλύτερη αύξηση στα ίδια κεφάλαιά τους από την μετάβαση στα ΔΠΧΠ κατά 44% και 17% αντίστοιχα.
- Επιβάρυνση στα ίδια κεφάλαια τους λόγω της υιοθέτησης των ΔΠΧΠ παρουσίασαν οι εταιρείες της κοινής ωφέλειας (23%) και της τεχνολογίας (22%).
- Τηλεπικοινωνίες (46%) και υγεία (36%) παρουσιάζουν την μεγαλύτερη αύξηση στα αποτελέσματα τους από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ. Αντίθετα Καταναλωτικά προϊόντα (14%) και Τεχνολογία (-13%) παρουσιάζουν την μεγαλύτερη μείωση στα αποτελέσματα τους.
- Η κατηγορία των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών παρουσιάζει συνολικά αρνητικές επιδράσεις τόσα στα ίδια κεφάλαια όσο και στα αποτελέσματα χρήσεως 2004 από την υιοθέτηση των ΔΠΧΠ.
- Κύρια αιτία των θετικών αναμορφώσεων στις περισσότερες κατηγορίες αποτελεί η αναπροσαρμογή της αξίας των ενσώματων ακινητοποιήσεων και η προσαρμογή των αποσβέσεων τους με βάση την ωφέλιμη ζωή.
- Κύρια αιτία των αρνητικών αναμορφώσεων αποτέλεσε η διενέργεια προβλέψεων επισφαλών απαιτήσεων, η διαγραφή ασώματων ακινητοποιήσεων και η αναγνώριση ενδεχόμενων φορολογικών υποχρεώσεων.

Η παρούσα μελέτη στηρίζεται σε δημοσιευμένα στοιχεία ισολογισμού και αποτελεσμάτων χρήσεως και εξετάζονται όλοι οι μη ενοποιημένοι ισολογισμοί των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Στη μελέτη δεν συμπεριλαμβάνονται τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες καθώς οι δείκτες ρευστότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης κλπ, έχουν εντελώς διαφορετικές τιμές και χρήζουν διαφορετικής ερμηνείας από οι υπόλοιποι δείκτες των εταιρειών του δείγματος.

### 3.2 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΥ

Όπως προαναφέρθηκε στην ανάλυση της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης στο δεύτερο κεφάλαιο, οι επιχειρήσεις χαρακτηρίζονται ως Bobby Dazzler, Crown Prince, White Giant και Red Giant με βάση 8 κριτήρια στα στάδια της θεωρίας. Τα κριτήρια, αυτά, είναι τα εξής<sup>3</sup>:

1. Μέγεθος επιχείρησης
2. Ρυθμός αύξησης εσόδων – ρυθμός ανάπτυξης
3. Ταμιακό υπόλοιπο
4. Οικονομικό αποτέλεσμα
5. Αποτελεσματικότητα διοίκησης

---

<sup>3</sup> Το υποκεφάλαιο αυτό βασίζεται στο άρθρο Artikis G.P. and Artikis P.G. “Financial Life Cycle Theory of the Firm: An Extension”, Volume of Essays in Honour of Professor V. Sarsentis, Piraeus University, 1998

6. Βαθμός δανειακής επιβάρυνσης
7. Μερισματική πολιτική
8. Εξωτερική ανάπτυξη

Τα μεγέθη που θα χρησιμοποιηθούν για κάθε κριτήριο είναι τα ακόλουθα:

### 1. Μέγεθος επιχείρησης

Σύμφωνα με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης αλλά και με μελέτη που την έχει επεκτείνει ο καλύτερος τρόπος για να μετρηθεί το μέγεθος μιας επιχείρησης είναι η χρησιμοποίηση της θεωρητικής παραγωγικής δυναμικότητας της (design capacity). Θεωρητική παραγωγική δυναμικότητα είναι η παραγωγική δυναμικότητα που μπορεί να επιτευχθεί, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα όταν η επιχείρηση μπορεί να λειτουργήσει χωρίς περιορισμούς και καθορίζεται από τον κατασκευαστή του παραγωγικού εξοπλισμού της επιχείρησης ή αλλιώς η θεωρητική μέγιστη εκροή ενός συστήματος για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και κάτω από ιδανικές συνθήκες (Heizer & Render, 2006). Ο λόγος που έχει προταθεί η χρησιμοποίηση του παραπάνω μεγέθους είναι η αποφυγή των αδυναμιών που προκύπτουν από τη χρησιμοποίηση ενός και μόνο κριτηρίου αυθαίρετα, όπως ο αριθμός προσωπικού, τα κέρδη ή τα έσοδα, το κεφάλαιο ή το ενεργητικό μιας επιχείρησης (Artikis, 1998).

Εδώ πρέπει να επισημανθεί ότι η θεωρητική παραγωγική δυναμικότητα είναι ένα μέγεθος, το οποίο δεν δημοσιεύεται και για το οποίο ακόμη και στελέχη της ίδιας επιχείρησης μπορεί να έχουν αντικρουόμενες απόψεις. Επιπρόσθετα η



θεωρητική παραγωγική ικανότητα είναι πολύ δύσκολο να ποσοτικοποιηθεί, καθώς εκφράζεται συνήθως ως ποσοστό όπως π.χ. ο αριθμός των τόνων σιδήρου που μπορούν να παραχθούν ανά εβδομάδα, ανά μήνα ή ανά έτος. Για πολλές επιχειρήσεις είναι εύκολο να μετρηθεί καθώς μπορεί να είναι ο συνολικός αριθμός προϊόντων (μονάδες) που μπορούν να παραχθούν μέσα σε κάποιο χρονικό διάστημα. Για άλλες επιχειρήσεις (ιδιαίτερα στον τομέα των υπηρεσιών) ο καθορισμός της θεωρητικής παραγωγικής δυναμικότητας είναι πιο δύσκολος. Για ένα νοσοκομείο παραδείγματος χάρη μπορεί να είναι ο συνολικός αριθμός των κρεβατιών, για μία επιχείρηση κινητής τηλεφωνίας η γεωγραφική έκταση ή ακόμα και ο αριθμός των ενεργών της συνδρομητών. Άλλες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τον αριθμό των συνολικών εργατωρών για να μετρήσουν τη θεωρητική παραγωγική τους δυναμικότητα.

Πέραν τούτων και με δεδομένο ότι λαμβάνονται ως δείγμα οι εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, οι επιχειρήσεις αυτές, εξ ορισμού στο κριτήριο του μεγέθους πληρούν τις προϋποθέσεις ώστε να χαρακτηριστούν μεγάλες, καθώς βρίσκονται ήδη σε στάδιο μεγαλύτερο του Bobby Dazzler.

Για τους παραπάνω λόγους, για να μετρηθεί το μέγεθος μιας επιχείρησης θα χρησιμοποιηθούν συνδυαστικά τα ακόλουθα μεγέθη:

- **Ίδια κεφάλαια**
- **Σύνολο ενεργητικού**
- **Ετήσιος κύκλος εργασιών και**

- Καθαρά κέρδη

## 2. Ρυθμός αύξησης εσόδων – ρυθμός ανάπτυξης

Για την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης και των εσόδων θα χρησιμοποιηθούν τα ακόλουθα μεγέθη και δείκτες:

- Κύκλος εργασιών

- Καθαρά κέρδη

- Πωλήσεις προς σύνολο ενεργητικού (κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού)

- Καθαρά κέρδη συν χρηματοοικονομικά έξοδα προς σύνολο ενεργητικού (συνολική αποδοτικότητα)

Οι τρεις πρώτοι παράγοντες θα χρησιμοποιηθούν συμπληρωματικά για τη μέτρηση του ρυθμού ανάπτυξης σε βραχυχρόνιο ορίζοντα καθώς τα έσοδα και τα καθαρά κέρδη θεωρούνται ικανοποιητική ένδειξη ανάπτυξης βραχυχρόνια. Η χρησιμοποίηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού γίνεται προκειμένου να γίνει συσχέτιση των εσόδων με τα κεφαλαία που έχουν επενδυθεί σε μία επιχείρηση και να αποκτήσουν έτσι τα πρώτα περισσότερη σημασία, καθώς η κυκλοφοριακή ταχύτητα του ενεργητικού φανερώνει το βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις (εντατική χρησιμοποίηση του ενεργητικού ή όχι) και κατά συνέπεια την αποδοτικότητά της (Νιάρχος, 2002). Υπενθυμίζεται ότι μακροχρόνια παρ' όλα αυτά τα έσοδα μπορούν να αποδειχθούν παραπλανητική μονάδα μέτρησης της ανάπτυξης αν δεν υπάρχει μια ικανοποιητική αποδοτικότητα που να υποστηρίζει τα έσοδα αυτά. Μια

επιχείρηση η οποία απλώς αυξάνει τα έσοδα της, ενώ έχει μειούμενη αποδοτικότητα, θα βρεθεί στο μέλλον σε αδυναμία να προσελκύσει κεφάλαια αναγκαία για την ανάπτυξή της. Γι' αυτό και η συνολική αποδοτικότητα θα χρησιμοποιηθεί ως μονάδα μέτρησης της ανάπτυξης σε μακροχρόνια περίοδο (Artikis, 1998). Αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι με τη πρόσθεση των χρηματοοικονομικών εξόδων στα καθαρά κέρδη προκύπτει το αποτέλεσμα της επιχείρησης πριν δοθεί οποιαδήποτε αμοιβή σε μετόχους (μερίσματα) ή πιστωτές (τόκοι). Έτσι με αυτόν τον τρόπο υπολογίζεται η αποδοτικότητα της επιχείρησης χωρίς να λαμβάνεται υπ' όψιν αν τα στοιχεία του ενεργητικού αποκτήθηκαν με ξένα ή ίδια κεφάλαια.

Τα συνολικά κέρδη και τα χρηματοοικονομικά έξοδα ορίζονται ως τα οργανικά κέρδη (οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα) και οι χρεωστικοί τόκοι και τα λοιπά έξοδα ξένης χρηματοδότησης αντίστοιχα, ενώ το σύνολο του ενεργητικού είναι ο μέσος όρος του καθαρού ενεργητικού κατά την έναρξη και λήξη της χρήσεως. Αν στο ενεργητικό περιλαμβάνονται εξωεπιχειρηματικές επενδύσεις, αυτές αφαιρούνται από τον υπολογισμό του συνόλου του καθαρού ενεργητικού, ενώ αντίστοιχα η πρόσοδος που προκύπτει από αυτές αφαιρείται από τα συνολικά κέρδη. Αυτό είναι απαραίτητο προκειμένου ο δείκτης που καταρτίζεται να ανταποκρίνεται στην έννοια της αποδοτικότητας (Αρτίκης, 2003).

### **3. Ταμιακό υπόλοιπο**

Το ταμιακό υπόλοιπο μιας επιχείρησης μπορεί να μετρηθεί από τα διαθέσιμά της. Επειδή όμως τα διαθέσιμα δεν έχουν έννοια ως απόλυτος αριθμός παρά μόνο όταν συσχετισθούν με το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων,

τις οποίες οφείλουν να καλύπτουν, το κριτήριο που θα χρησιμοποιηθεί για τον προσδιορισμό του ταμιακού υπολοίπου είναι ο δείκτης:

■ **Διαθέσιμα συν απαιτήσεις προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (άμεση ρευστότητα)**

Ο λόγος για τον οποίο χρησιμοποιείται η άμεση ρευστότητα είναι το γεγονός ότι δεν συμπεριλαμβάνεται σε αυτήν τα αποθέματα, η πραγματική αξία των οποίων δεν ταυτίζεται με τη λογιστική τους. Επιπλέον τα αποθέματα δεν περιλαμβάνονται γιατί είναι στοιχεία δύσκολα ρευστοποιήσιμα και έτσι η πώλησή τους δεν συνεπάγεται την άμεση εισροή μετρητών για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης (Αρτίκης, 2003).

Είχε προαναφερθεί στο προηγούμενο κεφάλαιο ότι η μετατροπή του παραπάνω δείκτη σε δυναμικό – με το πολλαπλασιασμό αριθμητή και παρανομαστή με τις κυκλοφοριακές τους ταχύτητες – αποτελεί έναν πιο αποτελεσματικό τρόπο μέτρησης της ταμιακής θέσης μιας επιχείρησης, όπως άλλωστε. Πρέπει να αναφερθεί όμως εδώ ότι παρ' όλη τη χρησιμότητά του ο υπολογισμός του παραπάνω δείκτη σε επιχειρήσεις με μεγάλα αποθέματα και εντατική χρήση του ενεργητικού που συνδυαζόταν με μικρές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν έδινε κάποια αξιόλογα στοιχεία και καθιστούσε δυσχερή την οποιαδήποτε σύγκριση. Για αυτόν τον λόγο ο δείκτης αυτός δεν θα συμπεριληφθεί ως κριτήριο αξιολόγησης.

#### **4. Οικονομικό αποτέλεσμα**

Για τη μέτρηση του οικονομικού αποτελέσματος μιας επιχείρησης θα χρησιμοποιηθεί το καθαρό λειτουργικό οικονομικό αποτέλεσμα (ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης). Ο λόγος χρησιμοποίησης του δεν είναι άλλος από το να μετρήσουμε την αποδοτικότητα της επιχείρησης, από τις κανονικές δραστηριότητες τούτης και πριν την επίδραση έκτακτων δραστηριοτήτων και γεγονότων. Επίσης για τη καλύτερη προσέγγιση του οικονομικού αποτελέσματος θα χρησιμοποιηθούν και τα μικτά κέρδη.

Άρα για το κριτήριο του οικονομικού αποτελέσματος θα χρησιμοποιηθούν τα εξής μεγέθη:

- Καθαρό λειτουργικό οικονομικό αποτέλεσμα
- Μικτά κέρδη

### 5. Αποδοτικότητα διοίκησης

Η αποδοτικότητα λόγω του ορισμού της είναι μια έννοια που δύσκολα ποσοτικοποιείται. Αποδοτικότητα είναι η εξεύρεση σωστών αποφάσεων μέσω μείωσης κόστους, χρόνου, προσπάθειας (Γεωργόπουλος, 2000) και γενικότερα το να κάνει κανείς μια δουλειά σωστά (doing the job well) μέσω της χρησιμοποίησης των ελάχιστων δυνατών πόρων και μέσω της ελάχιστης δυνατής σπατάλης (Heizer & Render, 2006). Με άλλα λόγια αποδοτικότητα είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη (Αρτίκης, 2003). Με τους τρεις παραπάνω ορισμούς βλέπουμε ότι η αποδοτικότητα είναι μία έννοια συνυφασμένη με δυο μεγέθη, το κόστος και το κέρδος, άρα για τη μετρήσουμε θα πρέπει να χρησιμοποιήσουμε δείκτες οι οποίοι να μπορούν μετρήσουν την

απόδοση κερδών και να παρακολουθούν την πορεία των εξόδων μιας επιχείρησης. Οι δείκτες αυτοί είναι:

- **Καθαρά κέρδη συν χρηματοοικονομικά έξοδα προς σύνολο ενεργητικού (συνολική αποδοτικότητα ενεργητικού)** που δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να κάνει κέρδη (Αρτίκης, 2003 - Νιάρχος, 2002)
- **Καθαρά κέρδη προς καθαρές πωλήσεις (δείκτης καθαρού περιθωρίου)** που εκτός ότι δείχνει το πόσο επικερδής είναι μια επιχείρηση μετρά και την πορεία των εξόδων (Νιάρχος, 2002)
- **Καθαρά κέρδη προς συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια (αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων – R.O.C.E.)** που μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων ανεξάρτητα από τις πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της και αξιολογεί την διοίκηση (Νιάρχος, 2002)
- **Καθαρά κέρδη προς σύνολο ιδίων κεφαλαίων (αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων – R.O.E.)** που μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σ' αυτήν, απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και εξετάζει την επάρκεια της διοίκησης και την παραγωγικότητα της επιχείρησης (Νιάρχος, 2002).

Πρέπει να σημειωθεί εδώ ότι ο βασικός δείκτης που θα μας δώσει την αποδοτικότητα της διοίκησης είναι ο τρίτος, δηλαδή η αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων – R.O.C.E.). Οι υπόλοιποι δείκτες θα χρησιμοποιηθούν επικουρικά, ώστε να υπάρχει μία καλύτερη εικόνα αλλά και δυνατότητα επαλήθευσης.

Για το δείκτη καθαρού περιθωρίου, τα καθαρά κέρδη είναι τα κέρδη που προκύπτουν με την αφαίρεση του κόστους πωληθέντων και των λοιπών εξόδων από τις καθαρές πωλήσεις (ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης). Ο λόγος χρησιμοποίησης των ολικών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης δεν είναι άλλος από το τη μέτρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης, από τις κανονικές δραστηριότητές της και πριν την επίδραση έκτακτων δραστηριοτήτων και γεγονότων.

Για την αποδοτικότητα όμως των επενδεδυμένων και ιδίων κεφαλαίων τα καθαρά κέρδη είναι τα κέρδη προ φόρων, μερισμάτων και σχηματισμού αποθεματικών, έτσι όπως εμφανίζονται στη τελευταία σειρά της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως. Καθώς ο δείκτης υπολογίζεται από τη σκοπιά της επιχείρησης, οι φόροι και τα μερίσματα είναι ήδη μέρος της ικανότητας να πραγματοποιεί κέρδη και για αυτό το λόγο δεν πρέπει να αφαιρεθούν από τα καθαρά κέρδη.

Για την συνολική αποδοτικότητα όπως έχει ήδη επισημανθεί τα καθαρά κέρδη είναι τα οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα. Για το σύνολο του ενεργητικού χρησιμοποιείται ο μέσος όρος του ενεργητικού αρχής και τέλους, ενώ τα ίδια κεφάλαια ορίζονται ως το άθροισμα του μετοχικού κεφαλαίου συν τα αποθεματικά συν τα παρακρατηθέντα κέρδη και ο υπολογισμός του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων γίνεται με τη χρησιμοποίηση του μέσου όρου αρχής και τέλους αυτών. Τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια είναι το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

## 6. Δανειακή επιβάρυνση

Για την εκτίμηση της δανειακής επιβάρυνσης θα χρησιμοποιηθούν οι εξής δείκτες:

- **Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς ίδια κεφάλαια**
- **Ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια**

Όπως έχει προαναφερθεί ο λόγος που θα χρησιμοποιηθεί ο πρώτος δείκτης, που είναι και ο βασικός, είναι επειδή τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια αποτελούν τα πλέον επικίνδυνα κεφάλαια που συμμετέχουν στην κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης. Ο δεύτερος δείκτης θα χρησιμοποιηθεί συμπληρωματικά καθώς μπορεί να μας δείξει αν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός και τον τρόπο χρηματοδότησεως (Νιάρχος, 2002).

## 7. Μερισματική πολιτική

Για την ανάλυση της μερισματικής πολιτικής θα χρησιμοποιηθεί ο δείκτης:

- **Συνολικά μερίσματα προς καθαρά κέρδη χρήσεως**

## 8. Εξωτερική ανάπτυξη

Όπως αναπτύχθηκε στο δεύτερο κεφάλαιο προκειμένου να αποφασισθεί αν μια επιχείρηση είναι επιτιθέμενη ή αμυνομένη σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών, προτείνεται η συνδυασμένη ανάλυση τριών τουλάχιστον παραγόντων. Πρώτον, η διάθεση της επιχείρησης έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης. Δεύτερον ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή. Τρίτον η ταμιακή θέση της επιχείρησης. Είχε τονιστεί τότε ότι, τηρουμένων των



αναλογιών, μια επιχείρηση που συνδυάζει μια ευνοϊκή διάθεση έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης, με έναν υψηλό δείκτη τιμής προς κέρδη και με πλεόνασμα μετρητών είναι περισσότερο πιθανόν να είναι επιτιθεμένη, παρά μια επιχείρηση με δυσμενή διάθεση, χαμηλό δείκτη τιμής προς κέρδη και με έλλειψη μετρητών (Artikis, 1998). Όμως η διάθεση της επιχείρησης έναντι της εξωτερικής ανάπτυξης αφενός είναι θέμα εσωτερικής πληροφόρησης στο οποίο δύσκολα κανείς αποκτά πρόσβαση και αφετέρου δεν ποσοτικοποιείται. Κατά συνέπεια για αυτούς τους λόγους η χρήση αυτού του κριτηρίου στην παρούσα ανάλυση θα έχει συμπληρωματικό χαρακτήρα.

Συμπερασματικά οι δείκτες που θα χρησιμοποιηθούν σε αυτό το κριτήριο είναι:

- Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής προς κέρδη ανά μετοχή (P/E ratio)
- Διαθέσιμα συν απαιτήσεις προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (άμεση ρευστότητα).

### 3.3 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ

#### 3.3.1 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΓΕΘΩΝ – ΔΕΙΚΤΩΝ

Όπως έχει προαναφερθεί μέσα στους σκοπούς της παρούσας εργασίας είναι και η σύγκριση με προηγούμενες μελέτες ώστε να μπορούν να εξαχθούν συμπεράσματα και να επεκταθεί η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου

Ζωής Επιχείρησης, αν αυτό καταστεί εφικτό. Για τον λόγο αυτό και για να καταστούν συγκρίσιμα τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας με αυτά των προηγούμενων και πιο συγκεκριμένα με την διπλωματική εργασία του κ. Ελευθέριου Αναστασάκη: «*ΜΕΛΕΤΗ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ*» τόσο τα κριτήρια χαρακτηρισμού όσο, κυρίως τα κριτήρια κατάταξης θα πρέπει να είναι ίδια. Για τον παραπάνω λόγο το παρόν κεφάλαιο θα στηριχθεί στο αντίστοιχο κεφάλαιο της προαναφερθείσας εργασίας: Στατιστική ανάλυση στοιχείων.

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για τη στατιστική ανάλυση είναι η εξής:

Για τη σύγκριση των μεγεθών και των δεικτών κάθε επιχείρησης και κάθε κλάδου με το σύνολο του δείγματος εξήχθησαν οι εξής στατιστικές παράμετροι:

- 1). Μέσος όρος δείγματος (άθροισμα μεγεθών προς συνολικό αριθμό δείγματος)
- 2). Μέσος όρος ανά επιχειρηματικό κλάδο
- 3). Μέσος δείκτης δείγματος
- 4). Μέσος δείκτης ανά επιχειρηματικό κλάδο
- 5). Διάμεσος τιμή για όλα τα μεγέθη και τους δείκτες
- 6). Άνω τεταρτημοριακή τιμή
- 7). Κάτω τεταρτημοριακή τιμή

Η άνω και κάτω τεταρτημοριακή τιμή χωρίζουν το δείγμα σε 4 μέρη, επιτρέποντας την τοποθέτηση κάθε μεγέθους για κάθε υπό εξέταση εταιρεία σε ένα τεταρτημόριο. Έτσι καθίσταται δυνατή η ποσοτικοποίηση ενός μεγέθους με αντικειμενικό τρόπο.

Παρόμοια μεθοδολογία χρησιμοποιείται και από τις Dun & Bradstreet, Fortune και Forbes στη σύγκριση μεγεθών μεμονωμένων επιχειρήσεων με το σύνολο δείγματος. Επιπρόσθετα η χρήση της διαμέσου και των τιμών που χωρίζουν ένα δείγμα σε ίσα μέρη επιβάλλεται σε περιπτώσεις όπου το υπό εξέταση δείγμα παρουσιάζει στρέβλωση και κύρτωση.

Στρέβλωση είναι (skewness) είναι ο βαθμός της ασυμμετρίας ενός αριθμού στοιχείων γύρω από τον αριθμητικό μέσο τους, ενώ κύρτωση (kurtosis) είναι ο βαθμός κατά τον οποίο η διασπορά των τιμών ενός δείγματος είναι οξεία ή αμβλεία σε σχέση με την κανονική κατανομή (Τσίμπος, Γεωργιακώδης, 1999).

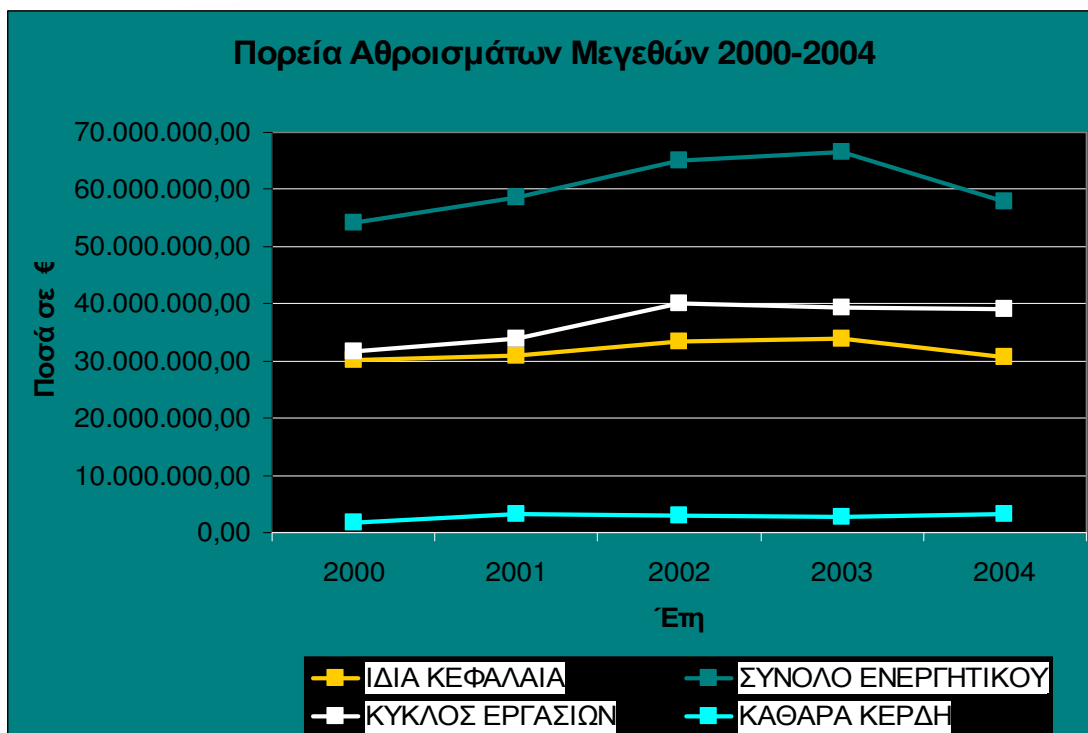
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Κ	Σ	Κ	Σ	Κ	Σ	Κ	Σ	Κ	Σ
<b>Ίδια Κεφάλαια</b>	91,6	8,8	83,2	8,47	91,8	9,0	92,6	8,9	93,2	8,2
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	104	9,7	104	9,7	124	10,6	124	10,5	52,9	6,1
<b>Κύκλος Εργασιών</b>	56,2	7,1	54,6	7,0	111	9,5	55,5	7,0	69	7,3
<b>Καθαρά Κέρδη</b>	165	-8,1	51,3	6,7	46,8	6,1	38,9	5,1	82,1	8,3
<b>Άμεση Ρευστότητα</b>	129	11,1	73,8	7,3	45,3	5,7	45,1	6,2	201	13,5
<b>ROE</b>	299	17,1	39,5	3,9	226	13,7	90,7	3,5		
<b>Μακρ. Υπ./ Ίδια Κεφ.</b>	39	5,2	87,9	7,7	32,4	4,6	55,1	6,1	72,6	7,7
<b>Ίδια Κεφ. / Ξένα Κεφ.</b>	278	16,3	231	14,4	241	14,8	74,4	8,1	83,1	8,4
<b>Μερίσματα / Καθ. Κέρδη</b>	0,5	0,5	2,2	1,1	0,6	0,5	0,7	0,7	1	1,5

Πίνακας 3-1 Τιμές Κύρτωσης και Στρέβλωσης του Δείγματος

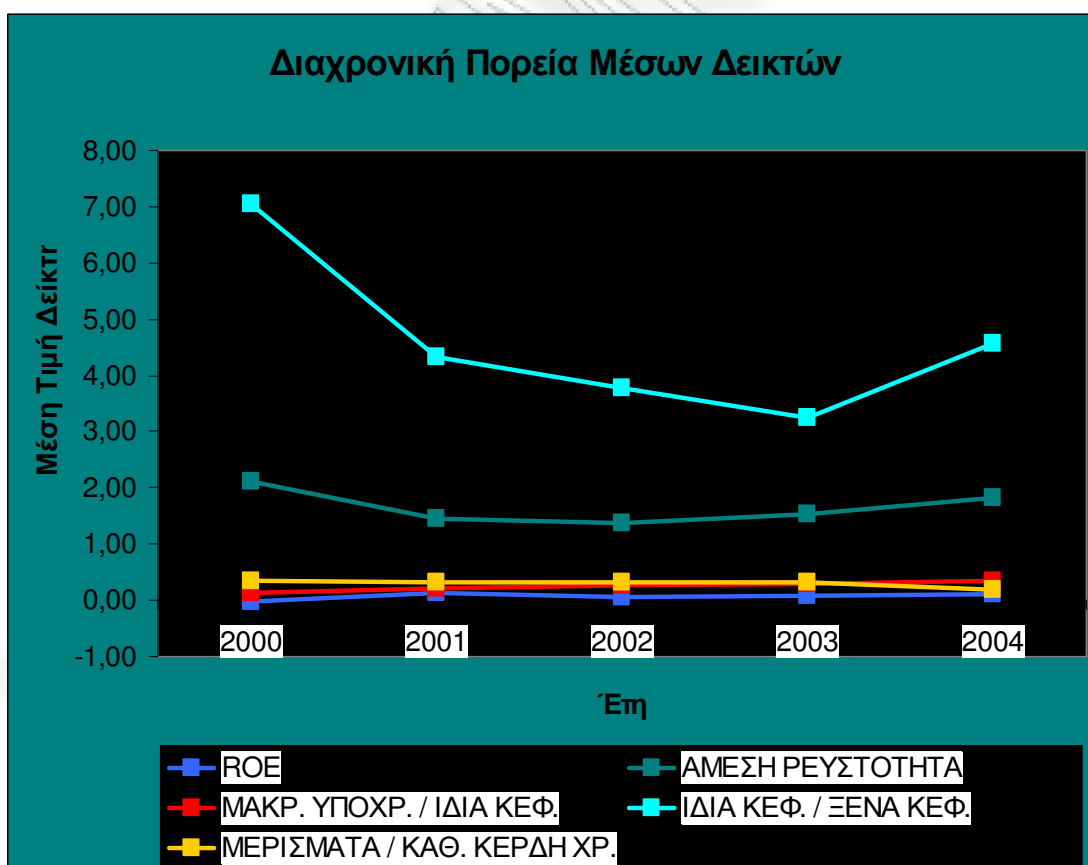
Από τις τιμές της στρέβλωσης και τα πέντε χρόνια παρατηρούμε για όλους τους δείκτες και τα μεγέθη ότι ο μέσος όρος του δείγματος επηρεάζεται πολύ από τις υψηλές τιμές που έχει, εκτός από το δείκτη μερισματικής απόδοσης που έχει συμμετρία. Ενώ από τις τιμές της κύρτωσης συμπεραίνουμε ότι το δείγμα παρουσιάζει οξεία κατανομή περί τον αριθμητικό μέσο του, δηλαδή μη ομαλή διασπορά τιμών σε σχέση με την κανονική κατανομή.

### 3.3.2 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Σε ότι αφορά τον χρονικό ορίζοντα μέσα στον οποίο θα γίνει η κατάταξη, επιλέχτηκε η διάσπαση της πενταετίας σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος θα αφορά την τριετία 2000 – 2002 και το δεύτερο τη τριετία 2002 – 2004. Ο λόγος για τον οποίο γίνεται αυτή η διάσπαση έχει να κάνει αφενός με το γεγονός ότι η κατάταξη δεν μπορεί να γίνει κατ' έτος καθώς θα ήταν σαν να υπονοούμε ότι ένας οργανισμός μέσα σε πέντε χρόνια θα μπορούσε να περάσει από όλα τα στάδια της ζωής του (γέννηση, ανάπτυξη, ωρίμανση, παρακμή), αφετέρου με το γεγονός ότι τα περισσότερα μεγέθη παρουσιάζουν αύξηση από το 2000 μέχρι το 2002 και πτώση από το 2002 μέχρι το 2004 ,ενώ το αντίθετο συμβαίνει με τη συμπεριφορά των δεικτών (Διαγράμματα 5 και 6).



Διάγραμμα 5 Πορεία Αθροισμάτων Μεγεθών 2000 – 2004



Διάγραμμα 6 Διαχρονική Πορεία Μέσων Δεικτών 2000 – 2004

Η κατάταξη και ο χαρακτηρισμός των επιχειρήσεων έγινε βάσει των 6 κριτηρίων, όπως αυτά παρουσιάστηκαν στην προηγούμενη παράγραφο 3.2.

Θα πρέπει σε αυτό το σημείο να τονιστεί για άλλη μία φορά ότι οι εταιρείες δεν θα καταταχθούν και στα τέσσερα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης αλλά στα τρία (Crown Prince, White Giant και Red Giant). Ο λόγος είναι το γεγονός για να χαρακτηριστεί μια εταιρεία ως Bobby Dazzler θα πρέπει να έχει μικρό μέγεθος και να μην είναι εισηγμένη σε χρηματιστηριακή αγορά, πράγμα που δεν συμβαίνει σε καμία εταιρεία του δείγματος.

Για όλα τα κριτήρια κατασκευάστηκαν λογικές συναρτήσεις, οι οποίες λαμβάνουν υπ' όψιν τους τη διάμεσο τιμή, τις τεταρτημοριακές τιμές και τον μέσο όρο κάθε κλάδου, ώστε οι εταιρίες να τοποθετηθούν στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης για κάθε ένα κριτήριο ξεχωριστά. Πιο αναλυτικά:

### **1). Κριτήριο Μεγέθους**

Χρησιμοποιήθηκε λογική συνάρτηση του Excel που τοποθετούσε μία εταιρεία στην κατηγορία Crown Prince εφόσον σε 3 από τα 4 κριτήρια μεγέθους (ίδια κεφάλαια, σύνολο ενεργητικού, καθαρά κέρδη και κύκλος εργασιών) βρισκόταν κάτω από την τεταρτημοριακή τιμή του συνόλου του χρηματιστηρίου και ταυτόχρονα κάτω από τον μέσο όρο του κλάδου της. Σε περίπτωση που μία εταιρεία βρίσκεται σε 3 από τα 4 κριτήρια μεγέθους ανάμεσα στην τεταρτημοριακή τιμή του συνόλου του χρηματιστηρίου και του μέσου όρου του κλάδου της τότε αυτή χαρακτηρίζεται ως White Giant. Σε περίπτωση που τα

κριτήρια ισοβαθούν τότε η επιχείρηση κατατάσσεται στο ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ Crown Prince και White Giant.

## **2). Κριτήριο Ρυθμού αύξησης εσόδων – ρυθμού ανάπτυξης**

Κατασκευάστηκε λογική συνάρτηση η οποία χαρακτηρίζει μια εταιρεία ως Crown Prince, αν η συνολική αποδοτικότητα της είναι υψηλότερη της τιμής άνω τεταρτημοριακής τιμής του Χρηματιστηρίου ή αν τα καθαρά κέρδη της παρουσιάζουν αύξηση της τάξεως του 40% μέσα σε κάθε τριετία. Η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως Red Giant αν τα καθαρά κέρδη παρουσιάζουν μείωση της τάξης του 40% μέσα σε κάθε τριετία ή αν η συνολική αποδοτικότητα της είναι κάτω από την κάτω τεταρτημοριακή τιμή του χρηματιστηρίου. Αν δεν συμβαίνει κάτι από τα παραπάνω τότε η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως White Giant.

## **3). Κριτήριο Ταμιακού υπολοίπου**

Χρησιμοποιείται λογική συνάρτηση που χαρακτηρίζει μία επιχείρηση ως White Giant αν η άμεση ρευστότητα είναι μεγαλύτερη της άνω τεταρτημοριακής τιμής του Χρηματιστηρίου, ως Red Giant αν η άμεση ρευστότητα είναι μικρότερη της κάτω τεταρτημοριακής τιμής του Χρηματιστηρίου, ενώ αν η άμεση ρευστότητα έχει κάποια ενδιάμεση τιμή χαρακτηρίζεται ως Crown Prince.

## **4). Κριτήριο Οικονομικού αποτελέσματος**

Χρησιμοποιείται λογική συνάρτηση που χαρακτηρίζει μία επιχείρηση ως Red Giant αν τα καθαρά κέρδη είναι αρνητικά (για 2 ή 3 συνεχόμενα χρόνια), ως Crown Prince αν τα καθαρά κέρδη είναι αυξημένα κατά 40% μέσα σε κάθε τριετία ή περισσότερο και ως White Giant αν οι δύο προηγούμενες συνθήκες

είναι ψευδείς. Επανεξετάζονται όλοι οι χαρακτηρισμοί αν τα μικτά κέρδη είναι αρνητικά για τουλάχιστον 2 χρόνια.

#### **5). Κριτήριο Αποτελεσματικότητας διοίκησης**

Κατασκευάστηκε λογική συνάρτηση η οποία χαρακτηρίζει μια εταιρεία ως Crown Prince αν 3 από τα 4 κριτήρια (συνολική αποδοτικότητα, αποδοτικότητα επενδεδυμένων κεφαλαίων, αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και δείκτης καθαρού περιθωρίου) ξεπερνούν τις άνω τεταρτημοριακές τιμές του Χρηματιστηρίου, ως Red Giant αν 3 από τα 4 προαναφερθέντα κριτήρια είναι χαμηλότερα από τις κάτω τεταρτημοριακές τιμές του Χρηματιστηρίου και ως White Giant αν οι δύο προηγούμενες συνθήκες είναι ψευδείς. Σε περίπτωση που τα κριτήρια ισοβαθούν τότε η επιχείρηση κατατάσσεται στο ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ Crown Prince και White Giant ή White Giant και Red Giant αντίστοιχα.

#### **6). Κριτήριο Βαθμού δανειακής επιβάρυνσης**

Χρησιμοποιείται λογική συνάρτηση που χαρακτηρίζει μία επιχείρηση ως Red Giant όταν:

1. ο δείκτης ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια είναι χαμηλότερος από την κάτω τεταρτημοριακή τιμή του Χρηματιστηρίου και παράλληλα είναι χαμηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου.
2. ο δείκτης μακροπρόθεσμα δάνεια προς ίδια κεφάλαια είναι υψηλότερος της άνω τεταρτημοριακής τιμής του Χρηματιστηρίου.



Μία εταιρεία χαρακτηρίζεται ως Crown Prince όταν ο δείκτης ίδια κεφάλαια προς ξένα κεφάλαια είναι υψηλότερος από την άνω τεταρτημοριακή τιμή του Χρηματιστηρίου και παράλληλα είναι υψηλότερος από το μέσο όρο του κλάδου. Αν οι δύο προηγούμενες συνθήκες είναι ψευδείς τότε η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως White Giant.

### 3.3.3 ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Κάθε επιχείρηση κατατάσσεται στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης για κάθε ένα από 6 κριτήρια. Η εφαρμοζόμενη μεθοδολογία για την τελική κατάταξη των επιχειρήσεων είναι η εξής:

1. Τα κριτήρια θεωρούνται ισοδύναμα μεταξύ τους.
2. Στις περιπτώσεις που 4 ή 5 ή 6 κριτήρια συμπίπτουν στον ίδιο χαρακτηρισμό, τότε η εν λόγω εταιρία χαρακτηρίζεται με αυτόν.
3. Στις περιπτώσεις που 3 κριτήρια συγκλίνουν σε έναν χαρακτηρισμό και 3 άλλα σε έναν άλλο, τότε η εταιρία κατατάσσεται στο ενδιάμεσο στάδιο μεταξύ των 2 χαρακτηρισμών. Το ίδιο συμβαίνει και όταν 3 κριτήρια συγκλίνουν σε έναν χαρακτηρισμό και 2 σε έναν άλλο με την προϋπόθεση ότι το μέγεθός της εταιρείας έχει απλά χαρακτηριστεί μεγάλο ("G" ή "W").
4. Στις περιπτώσεις που τα 6 κριτήρια δίνουν αντιφατικά αποτελέσματα, τότε η εταιρία δεν χαρακτηρίζεται. Εξαιρέση αποτελεί η περίπτωση όπου η εταιρεία Κεραμεία Αλλατίνη Α.Ε. που παρουσιάζει για τρία συναπτά έτη (περίοδος 2002 – 2004) ζημιές χαρακτηρίζεται ως Red Giant.

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι η χρήση λογικών συναρτήσεων για τη μετατροπή των ποσοτικών μεγεθών σε περιγραφικούς – ποιοτικούς χαρακτηρισμούς ασφαλώς είναι ένα εργαλείο που συμβάλλει στην κατά το μέγιστο αμερόληπτη διατύπωση συμπερασμάτων, δεν αποτελεί όμως πανάκεια. Σε πολλές περιπτώσεις χρειάζεται μελέτη και αναθεώρηση των αποτελεσμάτων, ειδικά σε περιπτώσεις, όπου μία επιχείρηση βρίσκεται μεταξύ δύο σταδίων του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Επιχείρησης.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 3<sup>ου</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αναστασάκης Ελευθέριος, Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας υπό το Πρίσμα της Θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, Πειραιάς 1997, σελ. 32 – 37, 50 – 71
2. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ.109, 118,
3. Γεωργόπουλος Νικόλαος, Πληροφοριακά Συστήματα για τη Διοίκηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2004, σελ. 236
4. Μπένος Βασίλειος, Μέθοδοι και Τεχνικές Δειγματοληψίας, Εκδόσεις Σταμούλης, Πειραιάς 1991, σελ. 114
5. Νιάρχος Νικήτας, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2002, σελ. 92, 60, 104, 107, 123, 162
6. Τσίμπος Κλέων & Γεωργιακώδης Φώτης, Περιγραφική και Διερευνητική Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.327, 331
7. Grant Thornton, 2006, "Οι Επιπτώσεις των I.F.R.S. κατά την πρώτη εφαρμογή τους στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες". Διαθέσιμο στην Καθημερινή:  
[http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_mc1\\_1\\_01/01/2006\\_140328](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc1_1_01/01/2006_140328)

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

8. Artikis G.P. and Artikis P.G. "Financial Life Cycle Theory of the Firm: An Extension", Volume of Essays in Honour of Professor V. Sarsentis, Piraeus University, 1998
9. Jay Heizer & Barry Render, Operations Management 8th edition, Pearson Prentice Hall, 2006, σελ. 286-287, 13

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4**

### **ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ**

#### **4.1 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΥΚΛΟ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2000 – 2002**

Η εξέταση των 312 επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών για την περίοδο 2000 – 2002 κατατάσσει 181 εταιρείες στα 3 στάδια του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής επιχείρησης, 121 σε κάποιο ενδιάμεσο στάδιο ενώ 10 εταιρείες δεν κατατάσσονται λόγω αντιφατικών αποτελεσμάτων. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικά στον πίνακα 4-1, ενώ στον πίνακα 4-2 που ακολουθεί παρατίθενται κατηγοριοποιημένα. Το διαγράμμα 7 απεικονίζει τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που εξάγονται από τον πίνακα 4-2.

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
1	ALBIO	W	R	R	C	R	W	W-R
2	ALFA ALFA ENERGY	W	W	R	W	W	R	W
3	ALFA ALFA HOLDINGS	G	R	C	W	R	W	W-R
4	ALPHA LEASING	G	W	R	W	W	W	W
5	ALSINCO	C-W	W	C	W	W	R	C-W
6	ALTEC	G	R	C	W	W	R	W-R
7	AS COMPANY	C-W	W	C	W	W	W	W
8	ASTIR PALACE	G	W	R	W	W	W	W
9	ATTICA GROUP ΣΥΜΜΕΤ.	G	R	C	C	W	W	C-W
10	AUTOHELLAS	G	C	R	W	W	R	W-R
11	AXON ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	W	W	R	W	W	W	W
12	BLUE STAR	G	R	W	C	R	W	W-R
13	BYTE	W	C	C	W	C-W	W	C-W
14	CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	C	W	C	W	W	R	C-W
15	CHIPITA	G	C	R	W	W	W	W
16	COCA COLA	G	R	C	W	W	W	W
17	COMPUCON	C	C	C	C	C	W	C
18	COSMOTE	W	C	R	C	C	R	W
19	CPI	C-W	C	C	W	C	R	C-W
20	CROWN HELLAS	G	R	C	W	W	W	W
21	CYCLON HELLAS	C	R	C	W	R	R	R
22	DELTA PLIROFORIKI	G	C	C	W	C	C	C
23	DELTA PROJECT	C	C	C	W	C	W	C
24	DIONIC	C-W	C	C	C	W	R	C-W
25	DROMEAS	G	R	W	W	W	C	W
26	ELBISCO	W	R	W	W	R	W	W
27	ELEPHANT	W	R	C	W	R	R	W-R
28	ELMEC SPORT	G	W	C	C	W	W	W
29	EMFASIS	C	C	C	C	C	R	C
30	EUROBROKERS	W	R	C	W	C-W	W	C-W
31	EURODRIP	G	R	W	W	R	C	W-R
32	EUROMEDICA	W	C	R	C	W	W	C-W
33	EVEREST	C	C	C	W	C	C	C
34	F.G. EUROPE	C	R	C	R	R	R	R
35	FASHION BOX	C	C	C	W	C	R	C
36	FHL MERMEREN COMBINAT	C-W	C	C	W	C	W	C-W
37	FIERATEX	W	R	C	R	R	W	W-R
38	FITCO	C-W	C	C	W	C-W	R	C-W
39	FLEXOPACK	W	R	C	W	W	W	W
40	FOLLI FOLLIE	W	W	W	W	W	W	W
41	FORTHNET	W	R	W	W	R	C	W-R
42	FOURLIS	W	R	R	W	W	W	W
43	GOODYS	G	W	W	C	C-W	C	C-W
44	GRIFOGLASS	G	W	W	C	W	C	W
45	HITECH SNT	C	C	C	C	C	W	C
46	ILYDA	C	C	C	C	C	W	C
47	IMAKO MEDIA	W	R	C	W	W	W	W
48	INFOQUEST	G	R	C	W	W	W	W
49	INFORM LYKOS	G	C	C	W	C	W	C-W
50	INFORMER	W	W	W	C	C-W	C	C-W
51	INTERFISH	C	C	R	C	W	R	W
52	INTERSONIC	W	R	R	W	W-R	W	W-R
53	INTRACOM	G	C	C	W	C	R	C-W
54	INTRALOT	G	C	W	C	C	W	C-W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
55	INTRAMET	W	C	R	W	C-W	W	C-W
56	INTRASOFT	G	C	W	C	W	C	C-W
57	ΙΠΙΡΟΤΙΚΙ	C	C	C	C	C	R	C
58	JUMBO	G	C	R	C	C	R	W
59	ΚΑΕ	G	C	C	W	C	W	C-W
60	KEGO	W	C	C	W	C-W	R	C-W
61	KERAMEIA ALLATINH	C-W	R	C	R	R	C	R
62	KLEEMAN HELLAS	C	C	C	C	C	R	C
63	LAMDA DEVELOPMENT	G	C	W	C	R	C	C-W
64	LANNET	W	R	W	W	W	C	W
65	LAVIPHARM	G	R	C	C	W	W	C-W
66	LOGICDIS	G	R	C	W	R	W	W-R
67	LOGISMOS	C	C	W	W	C	W	C-W
68	MARFIN FINANCIAL	C-W	R	R	W	W-R	W	W-R
69	MEDICON HELLAS	C	C	C	W	C	W	C
70	ΜΕΤΚΑ	G	C	C	C	W	W	C-W
71	MEVACO	C-W	W	W	W	W	C	W
72	MICROLAND	W	R	C	R	R	R	R
73	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	C	C	W	C	C	C	C
74	MODA BAGNO	W	R	R	W	R	W	W-R
75	MOTOR OIL	W	C	C	W	C	R	C-W
76	MULTIRAMA	C-W	R	R	R	R	R	R
77	NEWSPHONE	W	C	C	W	C	W	C-W
78	NEXANS	W	R	C	W	W	W	W
79	NOTOS COM	G	R	W	C	W	W	W
80	OLYMPIC CATERING	C-W	R	C	R	R	R	R
81	OTE	G	R	C	W	C-W	W	C-W
82	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ	W	R	C	C	W	W	C-W
83	PC SYSTEMS	W	W	C	W	W	R	W
84	PETROLA	W	W	C	W	W	W	W
85	PLIAS	W	R	R	R	R	W	R
86	PROFILE ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	C	C	C	W	C	W	C
87	QUALITY & REABILITY	C	C	W	W	C	W	C-W
88	RAINBOW	C	C	W	W	C	W	C-W
89	REDS	C	R	R	R	R	W	R
90	REVOIL	C	C	R	C	W	R	W
91	RIDENCO	G	W	C	W	W	W	W
92	ROKAS	G	W	W	W	C-W	C	W
93	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ	G	C	C	W	C	W	C-W
94	SANYO	C-W	R	R	W	R	W	W-R
95	SATO	G	R	R	W	W-R	W	W-R
96	SEX FORM	G	C	W	W	W	R	W
97	SPACE HELLAS	W	R	C	W	R	W	W-R
98	SPIDER	G	C	C	W	W	W	W
99	SPRIDER	W	C	R	W	C-W	R	
100	UNIBRAIN	C	R	W	W	W	C	C-W
101	UNISYSTEMS	G	C	C	W	C	W	C-W
102	VETERIN	G	W	W	W	W	W	W
103	VIVERE	C	R	W	W	W-R	C	
104	VODAFONE	W	C	R	W	C	W	C-W
105	ΥΑΛCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ	W	R	W	W	W	W	W
106	ZAMPA	W	C	W	W	C	C	C-W
107	ΑΒΑΞ	G	C	C	C	W	C	C
108	ΑΕΓΕΚ	G	W	W	W	W	C	W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
109	ΑΘΗΝΑ	G	C	W	C	W	W	W
110	ΑΚΡΙΤΑΣ	W	R	C	W	W	W	W
111	ΑΚΤΩΡ	G	C	W	C	C	W	C-W
112	ΑΛΚΟ	W	W	C	W	W	W	W
113	ΑΛΛΑΤΙΝΗ	W	R	C	C	R	W	
114	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ	W	R	C	W	W	W	W
115	ΑΛΟΥΜΙΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	W	C	C	C	W	W	C-W
116	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	G	C	W	W	C	C	C-W
117	ΑΛΤΕ	G	R	C	W	W	W	W
118	ΑΛΥΣΙΔΑ	C	R	W	R	R	C	R
119	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH	C-W	C	C	W	C	W	C-W
120	ΑΝΕΚ	W	W	C	C	R	R	
121	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	W	C	W	W	C	W	W
122	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	G	R	R	W	R	R	R
123	ΑΤΤΙΚΑΤ	G	R	W	W	W	W	W
124	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	W	C	C	W	C	R	C-W
125	ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	W	W	C	W	W	W	W
126	ΒΑΛΚΑΝ	W	R	W	C	R	C	
127	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	C	R	C	W	W	C	C-W
128	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	W	R	C	W	R	W	W-R
129	ΒΑΡΔΑΣ	W	C	R	W	W	R	W-R
130	ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	G	C	R	W	W	R	W-R
131	ΒΕΤΑΝΕΤ	W	C	C	C	W	W	C-W
132	ΒΙΟΣΩΛ	C	R	C	R	R	C	W
133	ΒΙΟΤΕΡ	W	C	R	C	W	W	C-W
134	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	G	R	C	W	W	C	C-W
135	ΒΙΣ	G	W	C	R	R	R	R
136	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	W	W	C	W	W	W	W
137	ΒΩΒΟΣ	G	C	R	C	C	R	C-W
138	ΓΑΛΑΞΙΔΙ	C	C	R	W	W	R	
139	ΓΕΚ	G	C	W	C	W	C	C-W
140	ΓΕΚΕ	W	C	W	W	C	W	W
141	ΓΕΝΕΡ	W	R	C	W	W	W	W
142	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ	W	W	C	W	W	W	W
143	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	W	C	C	W	W	W	W
144	ΓΚΑΛΗΣ ΝΙΚΟΣ	C	R	W	R	R	C	R
145	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ	G	W	C	W	W	R	W
146	ΓΡΗΓΟΡΗΣ	G	R	R	W	W	W	W
147	ΔΑΪΟΣ	W	W	W	W	W	C	W
148	ΔΑΡΙΝΓΚ	C-W	R	R	R	R	R	R
149	ΔΕΗ	W	R	R	C	W	W	W-R
150	ΔΕΛΤΑ SINGULAR	G	C	C	C	W	C	C
151	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓ.	G	C	R	C	C-W	W	C-W
152	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	G	R	R	W	W	W	W
153	ΔΙΑΣ	C	W	R	W	W	R	W-R
154	ΔΙΕΚΑΤ	W	C	C	W	W	W	W
155	ΔΟΛ	G	R	W	R	R	C	R
156	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	W	R	W	W	W	W	W
157	ΔΟΥΡΟΣ	C-W	R	C	W	W	C	C-W
158	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	W	R	W	W	W	W	W
159	ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	W	W	C	C	W	W	W
160	ΕΘΝΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	W	C	W	W	R	W	W
161	ΕΙΚΟΝΑ ΗΧΟΣ	W	R	R	W	R	R	R
162	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	W	R	W	W	W	W	W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002					ΚΑΤΑΤΑΞΗ	
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ		ΔΑΝΕΙΩΝ
163	ΕΚΤΕΡ	W	W	W	C	W	C	W
164	ΕΛΑΪΣ	G	C	C	W	C	W	C-W
165	ΕΛΒΑΛ	G	R	C	W	W	W	W
166	ΕΛΒΕ	C	W	C	W	W	W	W
167	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	C	R	W	R	R	W	W-R
168	ΕΛΓΕΚΑ	G	C	C	W	W	W	W
169	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΛΕΟΡΑΣΗ	W	R	C	W	W	W	W
170	ΕΛΙΝΟΙΛ	G	C	C	C	W	R	C-W
171	ΕΛΛΑΤΕΞ	G	R	R	W	R	R	R
172	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	G	W	C	W	W	W	W
173	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	G	R	W	W	W	W	W
174	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛ.	G	R	W	W	W	W	W
175	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧ.	G	R	C	W	W	C	C-W
176	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	G	W	W	W	W	W	W
177	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	G	W	C	C	W	W	W
178	ΕΛΠΕ	G	W	C	W	W	W	W
179	ΕΛΤΟΝ	W	W	R	W	W	W	W
180	ΕΛΤΡΑΚ	W	W	C	C	W	W	W
181	ΕΛΦΙΚΟ	C	R	C	W	W	W	C-W
182	ΕΜΠΕΔΟΣ	W	C	W	C	W	W	W
183	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	C	R	R	R	R	R	R
184	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	G	R	C	W	W	W	W
185	ΕΡΓΑΣ	W	R	C	W	W	W	W
186	ΕΤΕΜ	W	W	W	W	W	W	W
187	ΕΤΜΑ	G	R	R	R	R	W	R
188	ΕΥΑΘ	W	C	W	C	C	W	C-W
189	ΕΥΔΑΠ	W	C	C	W	C-W	W	C-W
190	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	G	R	W	C	W	W	W
191	ΕΥΡΟΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	C	C	W	C	C	W	C
192	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	W	R	C	W	R	W	W-R
193	ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	C-W	R	C	R	R	W	R
194	ΖΗΝΩΝ	W	C	C	W	C	W	C-W
195	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	W	W	C	W	W	R	W
196	ΗΡΑΚΛΗΣ	G	C	C	C	C	W	C
197	ΗΥΑΤΤ	W	C	R	C	C	W	C-W
198	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	G	R	W	C	W-R	C	C-W
199	Ι. ΚΟΥΚΛΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ	C-W	C	C	W	C	R	C-W
200	ΙΑΣΩ	G	W	W	W	C-W	C	W
201	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	G	R	C	W	W	W	W
202	ΙΚΤΙΝΟΣ	W	C	C	W	W	W	W
203	ΙΜΠΕΡΙΟ	W	C	W	W	C-W	W	W
204	ΙΝΤΕΡΤΕΚ	W	C	C	W	W	W	W
205	ΙΝΤΡΑΚΑΤ	W	C	W	W	C	W	W
206	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ	W	W	W	W	W	R	W
207	ΙΟΝ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	G	R	C	R	R	W	R
208	ΙΠΠΟΤΟΥΡ	C	R	W	W	R	C	
209	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	G	R	W	W	W	C	W
210	ΚΑΛΠΙΝΗΣ ΣΙΜΟΣ	G	W	C	W	W	W	W
211	ΚΑΝΑΚΗΣ	C-W	C	C	W	C	W	C-W
212	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	W	W	R	W	W	W	W
213	ΚΑΡΑΤΖΗΣ	W	R	C	W	W	W	W
214	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	G	W	C	W	W	R	W
215	ΚΑΡΕΛΙΑΣ	W	C	R	C	C	W	C-W
216	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	W	W	C	C	W	W	W



Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
217	ΚΕΚΡΟΥΣ	C	R	W	W	W	W	W
218	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	C-W	R	W	R	R	C	R
219	ΚΛΩΝΑΤΕΞ	C-W	R	R	R	R	W	R
220	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	G	R	R	R	W-R	C	R
221	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠ.	W	C	W	W	C	C	C-W
222	ΚΟΡΦΙΛ	C	W	C	R	R	W	
223	ΚΟΡΦΙΛ	C	W	C	C	R	W	C-W
224	ΚΟΥΜΠΑΣ	C-W	R	R	W	R	W	W-R
225	ΚΡΕΚΑ	W	W	C	W	W	W	W
226	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	W	W	R	W	W	W	W
227	ΚΡΙ - ΚΡΙ	C-W	C	C	W	C-W	C	C-W
228	ΚΤΗΜΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ	C	C	C	C	C	W	C
229	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ	W	W	C	W	W	R	W
230	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	W	C	C	C	W	W	C-W
231	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	G	R	C	W	W	W	W
232	ΛΑΜΨΑ ΑΝ. ΕΤ. ΕΛΛ. ΞΕΝ.	W	R	C	W	W-R	W	W-R
233	ΛΑΝΑΚΑΜ	C	R	W	W	W	C	C-W
234	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	C	R	W	R	R	C	R
235	ΛΙΒΑΝΗΣ	C	C	C	W	C	R	C
236	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	C-W	W	W	W	W	W	W
237	ΜΑΙΛΛΗΣ	G	R	W	W	W-R	W	W
238	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	W	R	W	W	R	C	W-R
239	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ	C	C	C	W	C	W	C
240	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	W	R	W	C	W	C	C-W
241	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	G	R	W	W	W	C	W
242	ΜΙΝΕΡΒΑ	W	W	C	C	W	W	W
243	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	G	R	R	R	R	W	R
244	ΜΟΥΖΑΚΗΣ	G	R	R	W	W	W	W
245	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ	C	R	C	R	R	W	W-R
246	ΜΟΧΛΟΣ	W	C	C	C	W	W	C-W
247	ΜΠΑΛΑΦΑΣ	G	R	W	W	W	W	W
248	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	C	C	W	C	C	W	C
249	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	W	C	C	W	W	W	W
250	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	W	W	C	C	W	W	W
251	ΜΠΗΤΡΟΣ	C-W	R	R	R	R	W	R
252	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	C-W	R	C	C	R	W	C-W
253	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	C-W	R	C	W	W	W	C-W
254	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	G	R	R	W	W	W	W
255	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	G	R	W	W	W	W	W
256	ΝΑΚΑΣ	W	W	C	W	W	W	W
257	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	W	C	W	W	C	C	C-W
258	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒ.	W	R	R	R	R	R	R
259	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ	W	C	R	C	C-W	R	W
260	ΝΕΩΡΙΟΝ ΣΥΡΟΥ	W	R	R	W	W	W	W
261	ΝΗΡΕΥΣ	G	R	C	W	W-R	W	W-R
262	ΝΙΚΑΣ	G	W	C	C	W	W	W
263	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	W	C	C	W	W	W	W
264	ΞΙΦΙΑΣ	C-W	R	R	W	R	R	R
265	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	C	W	C	W	W	W	W
266	ΟΛΘ	W	C	C	W	C-W	C	C-W
267	ΟΛΠ	G	C	W	C	C-W	W	C-W
268	ΟΠΑΠ	G	C	C	W	C	R	C-W
269	ΠΑΪΡΗΣ	C	W	R	W	W	W	W
270	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	G	W	C	C	W	W	W

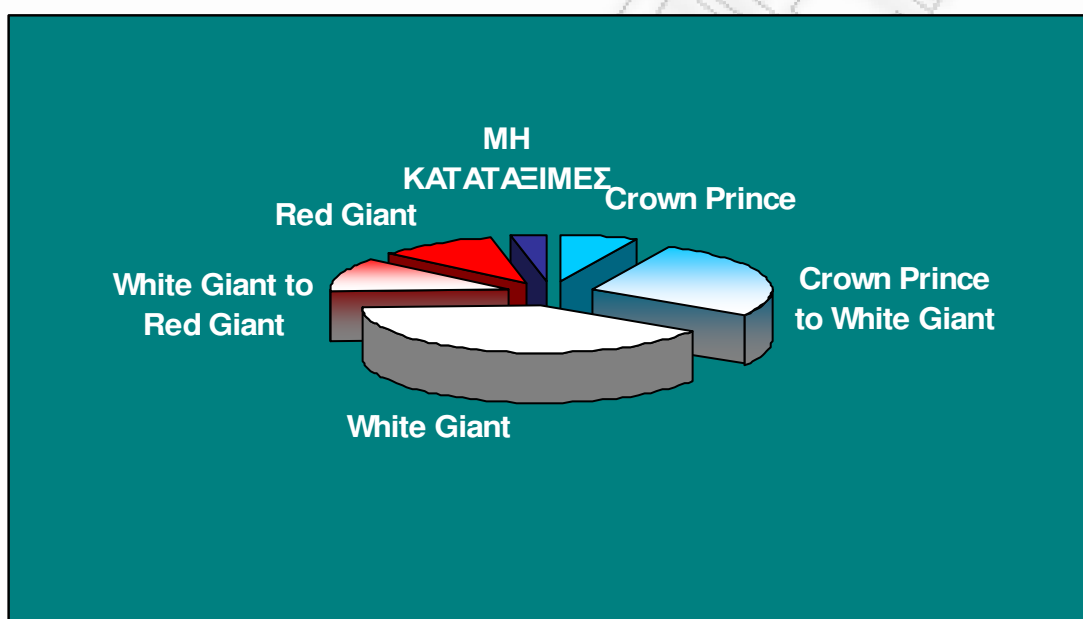
Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2000 - 2002						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
271	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	G	W	R	W	C-W	R	W-R
272	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	C-W	R	W	R	R	C	W-R
273	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	W	C	R	W	W	R	W-R
274	ΠΕΙΡΑΙΩΣ REAL ESTATE	G	C	C	W	W	C	C-W
275	ΠΕΡΣΕΥΣ	G	C	W	W	C	C	C-W
276	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	G	R	R	R	R	R	R
277	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	W	C	C	W	C	W	C-W
278	ΠΗΓΑΣΟΣ	G	R	W	R	R	C	R
279	ΠΛΑΙΣΙΟ	W	C	C	C	C	W	C
280	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	G	R	C	W	W	W	W
281	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	G	C	C	W	W	W	W
282	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	G	R	C	W	W	R	W-R
283	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	W	C	C	C	C	R	C
284	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	W	R	W	W	W	C	W
285	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	G	R	R	W	R	R	R
286	ΡΙΛΚΕΝ	G	C	W	W	C	W	W
287	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	G	R	W	W	W	W	W
288	ΣΕΛΜΑΝ	G	R	C	W	W	W	W
289	ΣΕΛΟΝΤΑ	G	R	C	W	W-R	C	C-W
290	ΣΙΔΕΝΟΡ	G	C	C	C	W	W	C-W
291	ΣΠΥΡΟΥ	G	R	W	W	W	W	W
292	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	G	R	C	W	W	R	W
293	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	W	R	R	W	R	R	R
294	ΤΑΣΟΓΛΟΥ	W	R	C	R	R	W	W-R
295	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	G	R	W	W	R	C	W-R
296	ΤΕΡΝΑ	G	C	C	C	W	W	C-W
297	ΤΕΧΑΠΡΕΤ	G	R	W	W	W-R	W	W
298	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	C	R	C	W	R	W	
299	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	G	R	W	W	R	W	W
300	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ	C-W	R	W	R	R	R	R
301	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ	W	R	C	W	R	W	W-R
302	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	G	C	C	W	W	R	C-W
303	ΤΙΤΑΝ	G	C	C	W	C	W	C-W
304	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	C	W	C	W	C-W	W	C-W
305	ΥΓΕΙΑ	G	C	R	W	C	R	C-W
306	ΦΑΝΚΟ	G	R	R	W	R	W	R
307	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	C-W	R	R	W	W	W	W-R
308	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	W	R	W	R	R	C	W-R
309	ΧΑΛΚΟΡ	G	W	C	W	W	W	W
310	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	C-W	R	C	W	R	W	W-R
311	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	W	C	R	C	R	W	
312	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	C	C	C	W	W	W	C-W

Πίνακας 4-1 Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002

Χαρακτηρισμός	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό
<i>Crown Prince</i>	22	7,05%
<i>Crown Prince to White Giant</i>	84	26,92%
<i>White Giant</i>	124	40,06%
<i>White Giant to Red Giant</i>	38	11,86%
<i>Red Giant</i>	34	10,90%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	10	3,21%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>312</b>	

Πίνακας 4-2 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002



Διάγραμμα 7 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2000 – 2002

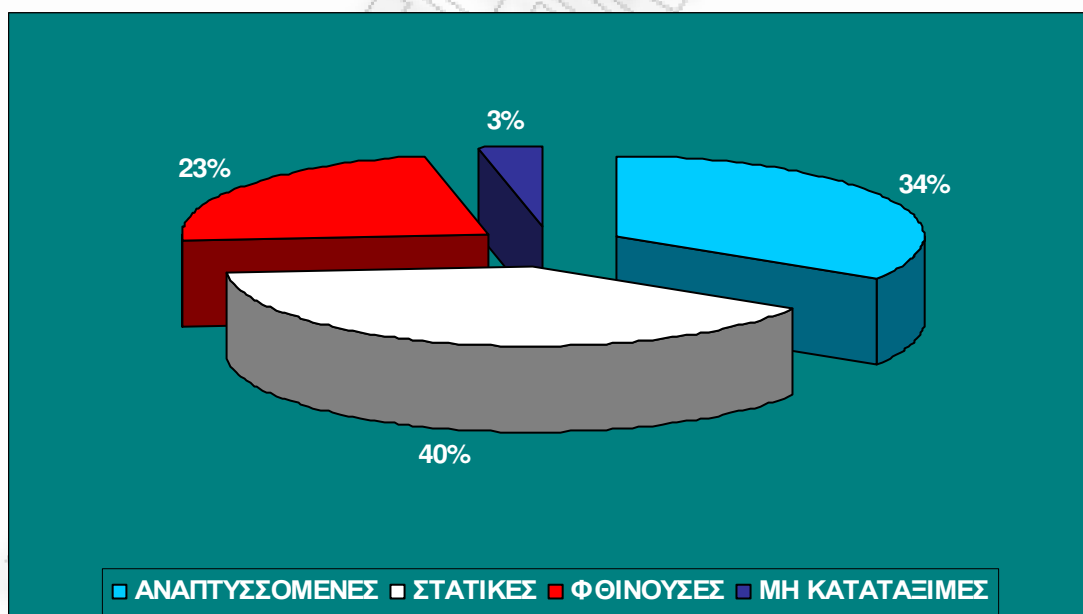
Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τους παραπάνω πίνακες είναι τα εξής:

1. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών είναι White Giant.
2. Το αμέσως επόμενο ποσοστό εταιρειών είναι στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant.
3. Το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό εταιρειών είναι το μεταβατικό στάδιο White Giant προς Red Giant.

Αν τώρα θεωρήσουμε ότι οι εταιρείες στα στάδια Crown Prince και Crown Prince προς White Giant είναι αναπτυσσόμενες εταιρείες, οι εταιρείες στο στάδιο White Giant είναι στατικές και ότι οι εταιρείες στα στάδια White Giant προς Red Giant και Red Giant είναι φθίνουσες (Πίνακας 4-3, και Διάγραμμα 8), τότε μπορούμε να κατατάξουμε τις εταιρείες του δείγματος στις παραπάνω 3 ευρύτερες υποκατηγορίες.

Χαρακτηρισμός	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό
<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ</b>	106	34%
<b>ΣΤΑΤΙΚΕΣ</b>	124	40%
<b>ΦΘΙΝΟΥΣΕΣ</b>	72	23%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	10	3%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	312	

Πίνακας 4-3 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2000 – 2002



Διάγραμμα 8 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2000 – 2002

Όπως φαίνεται, τόσο από τον πίνακα όσο και από το διάγραμμα οι περισσότερες επιχειρήσεις είναι στατικές (40%), ακολουθούν οι αναπτυσσόμενες (34%), ενώ οι φθίνουσες αποτελούν τη μειοψηφία του δείγματος (23%). Το συμπέρασμα που

βγαίνει από αυτήν την κατηγοριοποίηση είναι ότι μόνο το 34% των εισηγμένων επιχειρήσεων δείχνει τάσεις ανάπτυξης ενώ το υπόλοιπο 63% βρίσκεται σε σταθερή ή φθίνουσα κατάσταση. Από μία πιο λεπτομερή ανάλυση όμως (Πίνακας 4-4) προκύπτει ότι οι αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν ίδια κεφάλαια και ενεργητικό ίσο με το 34% του συνόλου, πραγματοποιούν το 39% των πωλήσεων, ενώ τα καθαρά τους κέρδη είναι το 47% του συνόλου. Οι στατικές εταιρείες έχουν το 44% των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου, το 36% του ενεργητικού, πραγματοποιούν το 38% των πωλήσεων και τα καθαρά τους κέρδη είναι το 27% του συνόλου. Τέλος οι φθίνουσες εταιρείες έχουν το 20% των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου, το 28% του ενεργητικού, πραγματοποιούν το 23% των πωλήσεων και τα καθαρά τους κέρδη είναι το 26% του συνόλου.

2000 - 2002 Χαρακτηρισμός	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΠΩΛΗΣΕΙΣ		ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ.	
	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%
<i>Crown Prince</i>	1.376.849	1%	2.036.843	1%	1.421.171	1%	202.867	0,02	224.229	2%
<i>Crown Pr. to W. Giant</i>	31.154.887	33%	58.982.448	33%	39.708.844	38%	5.896.477	45%	7.564.100	56%
<i>White Giant</i>	41.569.748	44%	63.874.534	36%	39.675.775	38%	3.481.801	27%	3.809.605	28%
<i>W. Giant to R. Giant</i>	13.390.546	14%	38.337.229	22%	18.909.946	18%	2.404.102	19%	1.326.196	10%
<i>Red Giant</i>	5.552.599	6%	11.850.499	7%	4.994.195	5%	921.045	7%	586.344	4%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΞΙΜΕΣ</b>	1.315.371	1%	2.681.977	2%	798.927	1%	64.479	0%	45.996	0%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>94.360.001</b>		<b>177.763.529</b>		<b>105.508.858</b>		<b>12.970.771</b>		<b>13.556.469</b>	
2000 - 2002 Χαρακτηρισμός	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΠΩΛΗΣΕΙΣ		ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ.	
	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%
<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ</b>	32.531.736	34%	61.019.290	34%	41.130.015	39%	6.099.344	47%	7.788.328	57%
<b>ΣΤΑΤΙΚΕΣ</b>	41.569.748	44%	63.874.534	36%	39.675.775	38%	3.481.801	27%	3.809.605	28%
<b>ΦΘΙΝΟΥΣΕΣ</b>	18.943.145	20%	50.187.728	28%	23.904.141	23%	3.325.147	26%	1.912.540	14%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΞΙΜΕΣ</b>	1.315.371	1%	2.681.977	2%	798.927	1%	64.479	0%	45.996	0%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>94.360.001</b>		<b>177.763.529</b>		<b>105.508.858</b>		<b>12.970.771</b>		<b>13.556.469</b>	

Πίνακας 4-4 Οικονομικά Στοιχεία κατά Στάδιο ΧΚΕ, 2000 – 2002

Βλέπουμε ότι παρόλο που οι αναπτυσσόμενες εταιρείες υστερούν σε αριθμό, τα μεγέθη τους σχηματίζουν τουλάχιστον το 1/3 των ιδίων κεφαλαίων, του ενεργητικού και των πωλήσεων του συνόλου, ενώ σε ό,τι αφορά τα καθαρά κέρδη (σε απόλυτες τιμές) σε αυτές αποδίδεται το 50% του συνόλου.

## **4.2 ΚΑΤΑΤΑΞΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΥΚΛΟ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 2002 – 2004**

Για την περίοδο 2002 – 2004, 177 εταιρείες κατατάσσονται στα 3 στάδια, 125 κατατάσσονται σε κάποιο ενδιάμεσο στάδιο και 10 δεν κατατάσσονται λόγω αντιφατικών αποτελεσμάτων. Τα αποτελέσματα παρουσιάζονται αναλυτικά στον πίνακα 4-5, ενώ στον πίνακα 4-6 που ακολουθεί παρατίθενται κατηγοριοποιημένα. Το διάγραμμα 9 απεικονίζει τα συγκεντρωτικά αποτελέσματα και τα συμπεράσματα που εξάγονται από τον πίνακα 4-6.

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
1	ALBIO	W	R	R	C	W	W	W-R
2	ALFA ALFA ENERGY	W	R	R	W	W-R	R	W-R
3	ALFA ALFA HOLDINGS	W	R	R	R	R	W	R
4	ALPHA LEASING	W	C	R	W	W	W	W
5	ALSINCO	C-W	R	C	C	W	R	C-W
6	ALTEC	G	R	W	W	W	R	W
7	AS COMPANY	C-W	C	C	W	W	W	C-W
8	ASTIR PALACE	G	R	C	W	W	C	C-W
9	ATTICA GROUP ΣΥΜΜΕΤ.	G	C	C	C	W	W	C-W
10	AUTOHELLAS	G	C	R	R	C	R	R
11	AXON ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	W	R	R	W	R	W	W-R
12	BLUE STAR	G	C	W	W	W	W	W
13	BYTE	W	C	C	W	C	W	C-W
14	CENTRIC ΠΟΛΥΜΕΣΑ	W	R	C	W	W	W	W
15	CHIPITA	G	R	R	W	W	W	W
16	COCA COLA	G	W	C	C	W	C	C-W
17	COMPUCON	C	W	W	W	W	W	W
18	COSMOTE	G	C	R	W	C	R	W
19	CPI	C-W	C	C	W	C-W	W	C-W
20	CROWN HELLAS	G	C	R	W	W	W	W
21	CYCLON HELLAS	W	R	C	W	W-R	R	W-R
22	DELTA PLIROFORIKI							
23	DELTA PROJECT	C	C	W	W	C	W	C-W
24	DIONIC	W	C	C	C	W	R	C-W
25	DROMEAS	G	C	W	C	W	C	C-W
26	ELBISCO	C-W	R	W	W	E	W	W-R
27	ELEPHANT	W	R	R	R	R	R	R
28	ELMEC SPORT	G	C	C	C	C	W	C
29	EMFASIS	W	C	W	C	C	R	C-W
30	EUROBROKERS	W	C	C	W	C-W	W	C-W
31	EURODRIP	G	R	C	W	W	W	W
32	EUROMEDICA	W	W	R	W	W	W	W
33	EVEREST	G	C	W	W	C	C	C-W
34	F.G. EUROPE	W	R	W	C	W	R	W-R
35	FASHION BOX	W	R	C	W	W	W	W
36	FHL MERMEREN COMBINAT	C-W	C	W	W	C	W	C-W
37	FIERATEX	W	R	C	R	R	W	W-R
38	FITCO	C-W	W	C	W	W	W	W
39	FLEXOPACK	W	W	C	W	W	C	W
40	FOLLI FOLLIE	W	W	W	C	W	W	W
41	FORTHNET	W	R	C	R	R	W	W-R
42	FOURLIS	W	C	R	C	W	W	C-W
43	GOODYS	G	C	C	W	C	C	C
44	GRIFOGLOSS	G	W	C	W	W	C	W
45	HITECH SNT	C	C	C	W	C	W	C
46	ILYDA	C	C	W	C	C	W	C
47	IMAKO MEDIA	C-W	R	C	C	W	R	C-W
48	INFOQUEST	G	R	C	R	R	R	R
49	INFORM LYKOS	W	C	W	W	C	C	C-W
50	INFORMER	W	W	W	W	C-W	C	W
51	INTERFISH	C-W	W	R	W	W	R	W-R
52	INTERSONIC	W	R	R	R	R	W	R
53	INTRACOM	G	C	C	C	C	R	C
54	INTRALOT	G	C	W	W	C	W	W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
55	INTRAMET	W	C	C	W	W-R	W	C-W
56	INTRASOFT	G	R	W	W	W	C	W
57	ΙΠΙΡΟΤΙΚΙ	C-W	C	C	C	C	W	C
58	JUMBO	G	C	R	C	C	R	W
59	ΚΑΕ	G	C	W	C	C	C	C
60	KEGO	W	W	C	W	C	R	C-W
61	KERAMEIA ALLATINH	C	R	C	R	R	C	
62	KLEEMAN HELLAS	C-W	C	C	C	C	R	C
63	LAMDA DEVELOPMENT	G	R	C	W	R	W	W-R
64	LANNET	W	R	C	R	R	W	W-R
65	LAVIPHARM	G	C	C	W	W	W	W
66	LOGICDIS	W	R	C	R	R	W	W-R
67	LOGISMOS	C	C	W	W	W	W	W
68	MARFIN FINANCIAL	W	C	W	C	R	W	C-W
69	MEDICON HELLAS	W	C	C	W	C	W	C-W
70	METKA	G	W	C	W	C	W	W
71	MEVACO	C-W	W	C	W	W	C	C-W
72	MICROLAND	C-W	R	R	R	R	R	R
73	MLS ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	C	C	W	W	C	C	C
74	MODA BAGNO	W	W	R	W	W	R	W
75	MOTOR OIL	W	C	R	C	C	R	C-W
76	MULTIRAMA	C-W	R	R	R	R	R	R
77	NEWSPHONE	W	C	C	C	C	W	C
78	NEXANS	W	R	C	W	R	W	W-R
79	NOTOS COM	G	C	R	W	C	R	C-W
80	OLYMPIC CATERING	C	R	C	W	R	R	R
81	OTE	G	R	C	W	W	W	W
82	PAPERPACK ΤΣΟΥΚΑΡΙΔΗΣ	W	R	C	R	R	R	R
83	PC SYSTEMS	W	R	C	W	W	R	W-R
84	PETROLA	W	R	C	W	W	W	W
85	PLIAS	C	R	R	R	R	W	R
86	PROFILE ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗΣ	C	W	W	W	C-W	W	W
87	QUALITY & REABILITY	C-W	C	W	C	W	C	C-W
88	RAINBOW	C	W	W	C	W	C	C-W
89	REDS	C	R	R	R	R	R	R
90	REVOIL	C	C	C	C	C	W	C
91	RIDENCO	G	C	C	C	W	W	C-W
92	ROKAS	G	W	W	W	W	C	W
93	S&B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ	G	R	R	W	W	W	W
94	SANYO	C-W	R	W	W	R	W	W-R
95	SATO	G	R	R	W	W	W	W
96	SEX FORM	G	W	W	W	W	W	W
97	SPACE HELLAS	C	R	C	R	R	W	R
98	SPIDER	G	W	C	W	W	W	W
99	SPRIDER	W	C	R	W	C	W	C-W
100	UNIBRAIN	C	R	W	W	R	C	
101	UNISYSTEMS	G	C	C	W	C	W	C-W
102	VETERIN	G	R	W	W	W	W	W
103	VIVERE	C	R	C	W	R	W	
104	VODAFONE	G	C	C	C	C	W	C
105	YALCO ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ	W	W	W	C	W	W	W
106	ZAMPA	C	R	W	R	W	C	
107	ΑΒΑΞ	G	C	C	C	C	W	C
108	ΑΕΓΕΚ	G	W	W	W	W	W	W



Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
109	ΑΘΗΝΑ	G	R	C	W	W	W	W
110	ΑΚΡΙΤΑΣ	W	R	C	R	R	W	W-R
111	ΑΚΤΩΡ	G	C	W	W	C	W	W
112	ΑΛΚΟ	W	R	C	C	W	W	C-W
113	ΑΛΛΑΤΙΝΗ	W	R	C	C	W	W	C-W
114	ΑΛΜΑ-ΑΤΕΡΜΩΝ	W	C	C	W	W	W	W
115	ΑΛΟΥΜΙΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	W	W	C	W	W	W	W
116	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	G	C	W	W	C-W	C	C-W
117	ΑΛΤΕ	G	W	C	W	W	W	W
118	ΑΛΥΣΙΔΑ	C	R	W	W	R	C	
119	ΑΛΦΑ ΓΚΡΙΣΙΝ INFOTECH	C	C	C	W	C	W	C
120	ΑΝΕΚ	G	C	C	C	W	W	C-W
121	ΑΣΤΙΚΑ ΑΚΙΝΗΤΑ	W	C	W	W	C	C	C-W
122	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	G	R	R	C	R	R	R
123	ΑΤΤΙΚΑΤ	G	W	W	W	W	W	W
124	ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	W	C	C	W	C	R	C-W
125	ΑΦΟΙ ΚΟΡΔΕΛΛΟΥ	W	C	C	C	W	W	C-W
126	ΒΑΛΚΑΝ	W	R	W	R	R	C	W-R
127	ΒΑΡΑΓΚΗΣ	C	C	C	C	W	C	C
128	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	W	R	C	R	R	W	W-R
129	ΒΑΡΔΑΣ	W	W	R	W	W	R	W
130	ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	G	C	R	W	W	R	W-R
131	ΒΕΤΑΝΕΤ	W	C	C	C	C	W	C
132	ΒΙΟΣΩΛ	C	R	C	R	R	W	R
133	ΒΙΟΤΕΡ	W	C	R	C	W	W	C-W
134	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	G	W	R	W	W	C	W
135	ΒΙΣ	G	R	C	W	R	W	W-R
136	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	W	C	W	C	W	W	W
137	ΒΩΒΟΣ	G	C	C	W	C	W	C-W
138	ΓΑΛΑΞΙΔΙ	C	C	R	C	W	R	C-W
139	ΓΕΚ	G	W	W	W	W	C	W
140	ΓΕΚΕ	W	C	W	C	C	W	C-W
141	ΓΕΝΕΡ	W	C	W	W	W	W	W
142	ΓΕΝΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΟΥ	W	C	C	C	W	W	C-W
143	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	W	C	C	W	C	W	C-W
144	ΓΚΑΛΗΣ ΝΙΚΟΣ	C	R	W	R	R	C	R
145	ΓΡ. ΣΑΡΑΝΤΗΣ	G	C	C	C	C	R	C
146	ΓΡΗΓΟΡΗΣ	G	R	R	R	R	W	R
147	ΔΑΪΟΣ	W	W	W	W	W	C	W
148	ΔΑΡΙΝΓΚ	W	W	R	C	W	R	W-R
149	ΔΕΗ	W	R	R	W	W	W	W
150	ΔΕΛΤΑ SINGULAR	G	R	W	W	W	C	W
151	ΔΕΛΤΑ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΓ.	G	R	C	W	W	R	W-R
152	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	G	C	R	C	W	W	C-W
153	ΔΙΑΣ	C	C	R	C	W	R	C-W
154	ΔΙΕΚΑΤ	W	W	R	W	W	W	W
155	ΔΟΛ	G	R	C	C	W	C	C-W
156	ΔΟΜΙΚΗ ΚΡΗΤΗΣ	W	C	W	W	W	W	W
157	ΔΟΥΡΟΣ	C	R	W	W	R	C	
158	ΕΒΡΟΦΑΡΜΑ	W	W	W	C	W	W	W
159	ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	W	W	C	W	W	W	W
160	ΕΘΝΙΚΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ	W	C	W	C	W	W	W
161	ΕΙΚΟΝΑ ΗΧΟΣ	C-W	R	R	R	R	R	R
162	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	W	R	C	W	W	W	W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
163	ΕΚΤΕΡ	W	C	W	C	C	W	C-W
164	ΕΛΑΪΣ	G	C	C	C	C	W	C
165	ΕΛΒΑΛ	G	W	C	W	W	W	W
166	ΕΛΒΕ	C	W	C	C	W	W	C-W
167	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	C	R	W	R	R	W	W-R
168	ΕΛΓΕΚΑ	G	W	C	W	W	W	W
169	ΕΛΕΥΘΕΡΗ ΘΛΕΟΡΑΣΗ	W	R	R	W	R	W	W-R
170	ΕΛΙΝΟΙΛ	G	C	C	W	W	R	C-W
171	ΕΛΛΑΤΕΞ	C	R	R	R	R	R	R
172	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	G	R	C	W	R	W	W-R
173	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑ	G	R	W	C	C-W	W	C-W
174	ΕΛΛΗΝΙΚΑΙ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛ.	G	C	C	W	W	W	W
175	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧ.	G	R	W	W	W	C	W
176	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	G	C	W	C	W	C	C-W
177	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	G	W	C	W	W	W	W
178	ΕΛΠΕ	G	W	C	C	W	C	C-W
179	ΕΛΤΟΝ	W	R	C	W	W	W	W
180	ΕΛΤΡΑΚ	W	C	C	W	W	W	W
181	ΕΛΦΙΚΟ	C	R	C	W	W	W	C-W
182	ΕΜΠΕΔΟΣ	G	R	C	W	R	W	W-R
183	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	C	R	W	W	W	W	W
184	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ	G	R	C	R	R	C	R
185	ΕΡΓΑΣ	W	R	W	C	W	W	W
186	ΕΤΕΜ	W	W	C	W	W	W	W
187	ΕΤΜΑ	W	R	R	R	R	W	R
188	ΕΥΑΘ	W	C	C	W	C	W	C-W
189	ΕΥΔΑΠ	G	C	C	W	C-W	C	C-W
190	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	G	R	C	W	R	W	W-R
191	ΕΥΡΟΣΥΜΒΟΥΛΟΙ	C	W	W	W	C	W	W
192	ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	W	R	R	W	R	W	W-R
193	ΕΥΡΩΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ	C-W	R	C	R	R	R	R
194	ΖΗΝΩΝ	W	W	C	W	C-W	W	W
195	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	W	W	C	W	W	R	W
196	ΗΡΑΚΛΗΣ	G	C	C	W	C	W	C-W
197	ΗΥΑΤΤ	W	C	W	W	C	W	W
198	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	G	R	C	C	W	W	C-W
199	Ι. ΚΟΥΚΛΙΝΑΣ - Ι. ΛΑΠΠΑΣ	W	C	C	W	C	W	C-W
200	ΙΑΣΩ	G	C	C	W	C	C	C
201	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	G	C	C	C	W	R	C-W
202	ΙΚΤΙΝΟΣ	W	W	C	W	W	W	W
203	ΙΜΠΕΡΙΟ	W	W	W	W	C-W	W	W
204	ΙΝΤΕΡΤΕΚ	W	C	C	W	C	W	C-W
205	ΙΝΤΡΑΚΑΤ	W	C	W	W	C	W	W
206	ΙΝΦΟΡΜΑΤΙΚΣ	W	W	W	W	W	W	W
207	ΙΟΝ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	G	R	C	R	R	R	R
208	ΙΠΠΟΤΟΥΡ	C	R	C	R	R	W	R
209	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	G	R	C	C	W	C	C-W
210	ΚΑΛΠΙΝΗΣ ΣΙΜΟΣ	G	C	C	C	W	W	C-W
211	ΚΑΝΑΚΗΣ	C-W	C	W	W	C	W	C-W
212	ΚΑΡΑΜΟΛΕΓΚΟΣ	W	W	C	C	W	W	W
213	ΚΑΡΑΤΖΗΣ	W	R	C	W	R	W	W-R
214	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	G	W	R	C	W	R	W-R
215	ΚΑΡΕΛΙΑΣ	W	C	C	W	C	W	C-W
216	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	W	C	C	W	W	W	W

Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
217	ΚΕΚΡΟΥΣ	C	W	C	W	W	W	W
218	ΚΕΡΑΝΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	C-W	R	W	R	R	C	R
219	ΚΛΩΝΑΤΕΞ	C-W	R	R	R	R	W	R
220	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	G	R	R	R	R	W	R
221	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠ.	W	R	W	W	W	C	W
222	ΚΟΡΦΙΛ	C	R	C	R	R	W	R
223	ΚΟΡΦΙΛ	C	R	C	R	R	W	R
224	ΚΟΥΜΠΑΣ	C-W	R	R	R	R	W	R
225	ΚΡΕΚΑ	W	R	C	W	W	W	W
226	ΚΡΕΤΑ ΦΑΡΜ	G	W	C	W	W	W	W
227	ΚΡΙ - ΚΡΙ	W	C	W	C	C-W	C	C-W
228	ΚΤΗΜΑ ΛΑΖΑΡΙΔΗ	C-W	W	C	W	W	W	W
229	ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ	W	W	W	W	W	R	W
230	ΚΥΡΙΑΚΟΥΛΗΣ	W	W	C	W	W	W	W
231	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	G	W	R	W	W	W	W
232	ΛΑΜΨΑ ΑΝ. ΕΤ. ΕΛΛ. ΞΕΝ.	W	R	W	R	R	W	W-R
233	ΛΑΝΑΚΑΜ	C	R	W	W	W	C	C-W
234	ΛΕΒΕΝΤΕΡΗΣ	C	R	W	R	R	C	R
235	ΛΙΒΑΝΗΣ	C	W	W	W	W	W	W
236	ΜΑΘΙΟΣ ΠΥΡΙΜΑΧΑ	C-W	R	C	W	W	C	C-W
237	ΜΑΙΛΛΗΣ	G	R	W	C	R	W	W-R
238	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	W	R	W	R	R	C	W-R
239	ΜΑΡΑΚ ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ	C	R	C	W	W	W	C-W
240	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗ	W	R	C	W	W	C	C-W
241	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	G	C	W	C	W	C	C-W
242	ΜΙΝΕΡΒΑ	W	W	C	W	W	W	W
243	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	G	R	R	W	R	R	R
244	ΜΟΥΖΑΚΗΣ	G	C	R	W	W	W	W
245	ΜΟΥΡΙΑΔΗΣ	C	R	W	R	R	C	R
246	ΜΟΧΛΟΣ	G	C	C	W	W	W	W
247	ΜΠΑΛΑΦΑΣ	W	R	W	W	R	W	W
248	ΜΠΑΛΛΗΣ ΧΗΜΙΚΑ	C	C	W	W	C	C	C
249	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	G	W	R	C	C	W	C-W
250	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	W	C	C	C	C	W	C
251	ΜΠΗΤΡΟΣ	C-W	R	C	W	R	W	
252	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	C-W	R	C	W	R	W	
253	ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ	W	R	C	W	W	W	W
254	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	G	R	C	R	R	W	R
255	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	G	C	C	C	W	W	C-W
256	ΝΑΚΑΣ	W	C	C	C	W	W	C-W
257	ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ	W	C	W	W	C	C	C-W
258	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒ.	W	W	R	W	W-R	R	W-R
259	ΝΕΟΧΗΜΙΚΗ ΛΑΥΡΕΝΤΙΑΔΗΣ	W	W	C	W	W	R	W
260	ΝΕΩΡΙΟΝ ΣΥΡΟΥ	G	R	R	W	W	W	W
261	ΝΗΡΕΥΣ	G	C	C	C	W	W	C-W
262	ΝΙΚΑΣ	G	C	C	C	C	W	C
263	ΝΤΡΟΥΚΦΑΡΜΠΕΝ	W	C	C	C	W	W	C-W
264	ΞΙΦΙΑΣ	C-W	R	R	R	R	R	R
265	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	C-W	W	C	W	W	W	W
266	ΟΛΘ	W	C	W	C	W	C	C-W
267	ΟΛΠ	G	C	W	W	C	W	W
268	ΟΠΑΠ	G	C	C	C	C	R	C
269	ΠΑΪΡΗΣ	C	W	R	W	W	R	W-R
270	ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	G	W	C	W	W	W	W

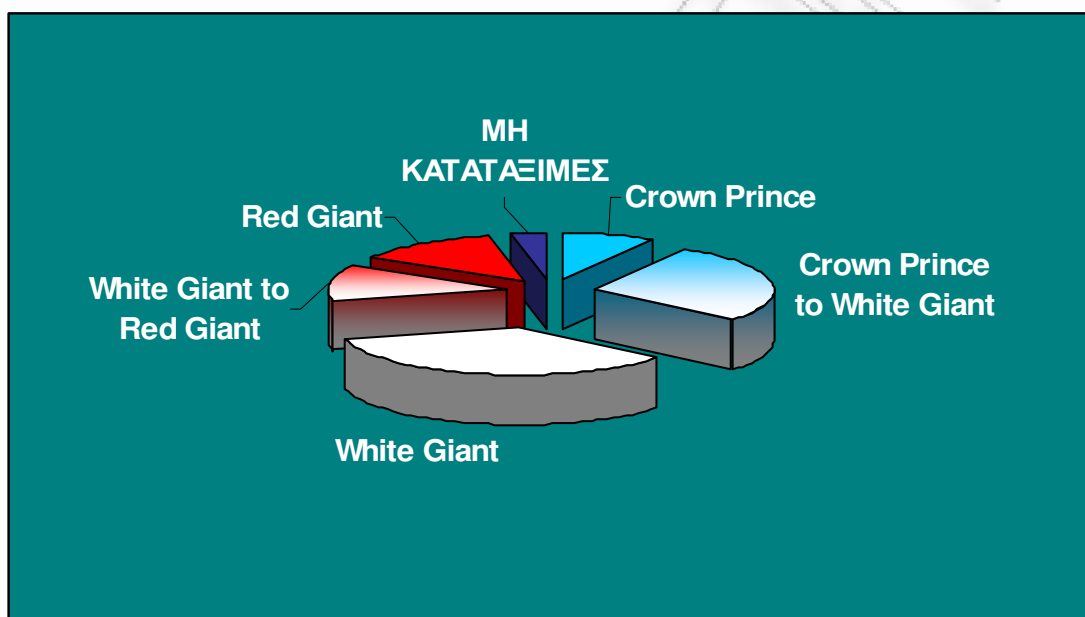
Κεφάλαιο 4 - Κατάταξη Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	2002 - 2004						ΚΑΤΑΤΑΞΗ
		ΜΕΓΕΘΟΥΣ	ΕΣΟΔΩΝ	ΤΑΜΙΑΚΟΥ	ΚΕΡΔΩΝ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	ΔΑΝΕΙΩΝ	
271	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	G	C	R	W	C	R	C-W
272	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	C-W	R	W	C	R	C	C-W
273	ΠΕΙΡΑΙΩΣ LEASING	G	W	R	W	W	R	W
274	ΠΕΙΡΑΙΩΣ REAL ESTATE	G	W	C	C	W	C	C-W
275	ΠΕΡΣΕΥΣ	G	W	C	W	W	W	W
276	ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ	G	R	R	R	R	R	R
277	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	W	C	C	C	C	W	C
278	ΠΗΓΑΣΟΣ	G	R	C	W	R	C	C-W
279	ΠΛΑΙΣΙΟ	G	C	C	C	C	W	C
280	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	G	W	C	C	W	W	W
281	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	G	W	C	W	W	W	W
282	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	G	C	C	W	R	R	R
283	ΠΡΟΜΟΤΑ ΕΛΛΑΣ	W	R	C	R	R	R	R
284	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	W	W	W	R	W	C	W
285	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ	G	R	R	R	R	R	R
286	ΡΙΛΚΕΝ	G	C	W	W	C	W	W
287	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	C	W	R	W	R	R	W-R
288	ΣΕΛΜΑΝ	G	R	C	R	R	W	R
289	ΣΕΛΟΝΤΑ	G	C	R	W	W	W	W
290	ΣΙΔΕΝΟΡ	G	W	C	W	W	W	W
291	ΣΠΥΡΟΥ	G	R	C	W	W	C	C-W
292	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	G	C	C	W	C-W	R	C-W
293	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	W	R	R	R	R	R	R
294	ΤΑΣΟΓΛΟΥ	W	R	W	W	R	W	W
295	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	G	R	W	C	W	C	C-W
296	ΤΕΡΝΑ	G	C	C	C	C	W	C
297	ΤΕΧΑΠΡΕΤ	G	R	W	C	R	W	W-R
298	ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ	C	R	C	W	R	W	
299	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	G	C	C	C	W	W	C-W
300	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ	C-W	R	W	W	R	W	W-R
301	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ ΠΡΟΦΙΛ	W	C	C	C	W	W	C-W
302	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	G	W	R	W	W	R	W
303	ΤΙΤΑΝ	G	C	C	W	C	W	C-W
304	ΤΡΙΑ ΑΛΦΑ	C	W	C	R	W	W	C-W
305	ΥΓΕΙΑ	W	R	C	W	W	W	W
306	ΦΑΝΚΟ	G	R	R	R	R	R	R
307	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	C-W	R	R	R	R	R	R
308	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ	W	R	C	W	R	C	
309	ΧΑΛΚΟΡ	G	W	C	W	W	W	W
310	ΧΑΛΥΒΔΟΦΥΛΛΩΝ	W	R	C	W	R	W	W-R
311	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	W	W	R	W	W	W	W
312	ΧΑΤΖΗΚΡΑΝΙΩΤΗ	C	R	W	C	W	W	C-W

Πίνακας 4-5 Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004

Χαρακτηρισμός	Αριθμός Εταιρειών	Ποσοστό
<i>Crown Prince</i>	26	8,33%
<i>Crown Prince to White Giant</i>	86	27,56%
<i>White Giant</i>	109	34,94%
<i>White Giant to Red Giant</i>	38	12,18%
<i>Red Giant</i>	43	13,78%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	10	3,21%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	312	

Πίνακας 4-6 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004



Διάγραμμα 9 Συνοπτική Κατάταξη Επιχειρήσεων, 2002 – 2004

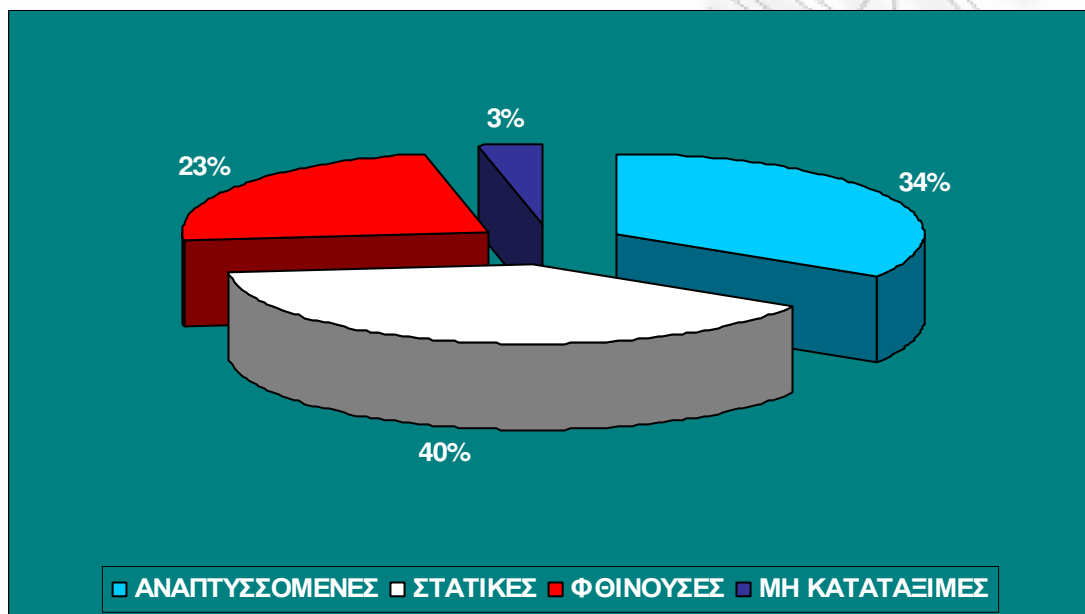
Τα συμπεράσματα που εξάγονται από τους παραπάνω πίνακες είναι τα εξής:

1. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών είναι White Giant.
2. Το αμέσως επόμενο ποσοστό εταιρειών είναι στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant.
3. Το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό εταιρειών είναι Red Giant.

Κατατάσσοντας τις επιχειρήσεις στις τρεις ευρύτερες υποκατηγορίες (αναπτυσσόμενες, στατικές και φθίνουσες) παρατηρούμε τα εξής (Πίνακας 4-7 και Διάγραμμα 10)

Χαρακτηρισμός	Αριθμός	Ποσοστό
	Εταιρειών	
<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ</b>	103	34%
<b>ΣΤΑΤΙΚΕΣ</b>	121	40%
<b>ΦΘΙΝΟΥΣΕΣ</b>	70	23%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	10	3%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	312	

Πίνακας 4-7 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2002 – 2004



Διάγραμμα 10 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 2002 – 2004

Οι πλειοψηφία των επιχειρήσεων και σε αυτήν την περίοδο είναι στατικές (40%), ακολουθούν οι αναπτυσσόμενες (34%) ενώ οι φθίνουσες αποτελούν τη μειοψηφία του δείγματος (23%). Όπως και στην προηγούμενη περίοδο (2000-2002) μόνο το 34% των εισηγμένων επιχειρήσεων δείχνει τάσεις ανάπτυξης ενώ το υπόλοιπο 63% βρίσκεται σε σταθερή ή φθίνουσα κατάσταση. Διερευνώντας τα οικονομικά στοιχεία των σταδίων (Πίνακας 4-8) βλέπουμε ότι οι αναπτυσσόμενες εταιρείες έχουν το 43% των ιδίων κεφαλαίων, ενεργητικό ίσο με το 46% του συνόλου, πραγματοποιούν το 46% των πωλήσεων, ενώ τα καθαρά τους κέρδη είναι το 51% του συνόλου. Οι στατικές εταιρείες έχουν το 44% των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου, το 48% του ενεργητικού, πραγματοποιούν το 41% των

πωλήσεων και τα καθαρά τους κέρδη είναι το 34% του συνόλου. Τέλος οι φθίνουσες εταιρείες έχουν το 12% των ιδίων κεφαλαίων του συνόλου, το 15% του ενεργητικού, πραγματοποιούν το 13% των πωλήσεων και τα καθαρά τους κέρδη είναι το 15% του συνόλου.

2002 - 2004 Χαρακτηρισμός	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΠΩΛΗΣΕΙΣ		ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ.	
	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%
<i>Crown Prince</i>	6.640.480	7%	13.766.882	7%	18.806.138	16%	2.915.970	22%	3.551.863	26%
<i>Crown Pr. to W. Giant</i>	35.662.927	36%	55.694.618	29%	35.953.288	30%	3.943.080	29%	3.791.097	27%
<i>White Giant</i>	42.994.522	44%	90.075.646	48%	48.411.038	41%	4.554.609	34%	5.493.717	39%
<i>W. Giant to R. Giant</i>	6.764.415	7%	13.942.413	7%	7.340.993	6%	561.600	4%	348.793	3%
<i>Red Giant</i>	5.445.164	6%	15.074.817	8%	7.814.232	7%	1.502.685	11%	701.386	5%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	601.497	1%	823.955	0%	205.841	0%	64.729	0%	22.606	0%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>98.109.005</b>		<b>189.378.332</b>		<b>118.531.532</b>		<b>13.542.674</b>		<b>13.909.461</b>	
2002 - 2004 Χαρακτηρισμός	ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		ΠΩΛΗΣΕΙΣ		ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ.	
	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%	Ποσό	%
<b>ΑΝΑΠΤΥΣΣΟΜΕΝΕΣ</b>	42.303.408	43%	69.461.500	37%	54.759.427	46%	6.859.050	51%	7.342.960	53%
<b>ΣΤΑΤΙΚΕΣ</b>	42.994.522	44%	90.075.646	48%	48.411.038	41%	4.554.609	34%	5.493.717	39%
<b>ΦΘΙΝΟΥΣΕΣ</b>	12.209.579	12%	29.017.231	15%	15.155.225	13%	2.064.286	15%	1.050.178	8%
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	601.497	1%	823.955	0%	205.841	0%	64.729	0%	22.606	0%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>98.109.005</b>		<b>189.378.332</b>		<b>118.531.532</b>		<b>13.542.674</b>		<b>13.909.461</b>	

Πίνακας 4–8 Οικονομικά Στοιχεία κατά Στάδιο ΧΚΕ, 2002 – 2004

Παρατηρούμε ότι και για αυτήν την περίοδο ο μεγαλύτερος όγκος των αποτελεσμάτων και των μεγεθών του συνόλου των εισηγμένων διαμορφώνεται από τις αναπτυσσόμενες εταιρείες.

## 4.3 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

### 4.3.1 ΠΟΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Συγκρίνοντας τους Πίνακες 4-1 και 4-5 βλέπουμε ότι 140 εταιρείες παρέμειναν αμετάβλητες, 82 παρουσίασαν άνοδο, 33 πτώση, 52 κινήθηκαν μεταξύ του μεταβατικού σταδίου Crown Prince προς White Giant και των σταδίων Crown Prince και White Giant, ενώ σε 5 εταιρείες παρατηρήθηκαν ακραίες μεταβολές από το μεταβατικό στάδιο του Crown Prince προς White Giant στο μεταβατικό στάδιο του White Giant προς Red Giant και αντίστροφα. Αναλυτικά τα αποτελέσματα φαίνονται στον παρακάτω Πίνακα 4-9.

	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
↑ Άνοδος	82	26%
▬ Αμετάβλητες	140	45%
↓ Πτώση	33	11%
↑ ↓ Crown Prince & White Giant	52	17%
Ακραίες Μεταβολές	5	2%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>312</b>	<b>100%</b>

Πίνακας 4-9 Πορεία Επιχειρήσεων

Από τις παραπάνω μεταβολές 79 επιχειρήσεις κινήθηκαν μεταξύ των μεταβατικών σταδίων του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής επιχείρησης και μία μόνο επιχείρηση παρουσίασε ακραία μεταβολή με το να μεταβεί από το στάδιο του Crown Prince στο στάδιο του Red Giant. Επιπλέον 6 επιχειρήσεις που έγιναν Red Giant από το στάδιο του White Giant, ενώ άλλες 9 που βρισκόνταν μεταξύ



του μεταβατικού σταδίου White Giant προς Red Giant έγιναν Red Giant. Αναλυτικά όλα τα αποτελέσματα (Πίνακας 4-10).

	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Άνοδος	82	26%
C-W → W	17	5%
W → C-W	35	11%
Αμετάβλητες	140	45%
W → W-R	18	6%
W → R	6	2%
W-R → R	9	3%
Ακραίες Μεταβολές	5	2%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>312</b>	<b>100%</b>

Πίνακας 4-10 Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων

Με μια πιο προσεκτική ματιά στα κριτήρια και στους χαρακτηρισμούς της κατάταξης παρατηρούμε ότι (Πίνακας 4-11) το κριτήριο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης, με το αποτέλεσμα της κατάταξης είναι κοινό στο 58% των περιπτώσεων για την περίοδο 2000 – 2002, 54% αντίστοιχα για την περίοδο 2002 – 2004, με το κριτήριο των αποτελεσμάτων να ακολουθεί (46% και 50% αντίστοιχα για τις περιόδους 2000 – 2002 και 2002 – 2004). Επιπρόσθετα το κριτήριο της διοίκησης φαίνεται να συσχετίζεται με το κριτήριο των αποτελεσμάτων (κοινά αποτελέσματα στο 54% των περιπτώσεων για τις δύο υπό εξέταση περιόδους) και των εσόδων (κοινά αποτελέσματα στο 56% των περιπτώσεων, 60% για την περίοδο 2002 – 2004). Το κριτήριο της δανειακής επιβάρυνσης από την άλλη φαίνεται να συσχετίζεται με το κριτήριο των αποτελεσμάτων καθώς έχουν κοινά αποτελέσματα στο 49% των περιπτώσεων και για τις δύο περιόδους, ενώ αν συγκρίνουμε τα αποτελέσματα του για την περίοδο 2000 – 2002 με τα αποτελέσματα του κριτηρίου των αποτελεσμάτων για την περίοδο 2002 – 2004 παρατηρούμε ότι έχουν κοινά αποτελέσματα στο 43% των περιπτώσεων.

ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΚΟΙΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕ					ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ			
	ΕΣΟΔΑ	ΤΑΜΕΙΟ	ΑΠΟΤΕΛ	ΔΙΟΙΚΗΣΗ	ΔΑΝΕΙΑ	ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΜΕ			
2000 - 2002						ΕΣΟΔΑ	ΤΑΜΕΙΟ	ΑΠΟΤΕΛ	ΔΑΝΕΙΑ
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	106	83	143	180	119	174	97	167	131
<b>ΠΟΣΟΣΤΟ</b>	34%	27%	46%	58%	38%	56%	31%	54%	42%
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ					ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ			
	ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕ					ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕ			
2000 - 2002	ΤΑΜΕΙΟ		ΑΠΟΤΕΛ			ΤΑΜΕΙΟ		ΑΠΟΤΕΛ	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	83		154			95		135	
<b>ΠΟΣΟΣΤΟ</b>	27%		49%			30%		43%	
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΚΟΙΝΟ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕ					ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ			
	ΕΣΟΔΑ	ΤΑΜΕΙΟ	ΑΠΟΤΕΛ	ΔΙΟΙΚΗΣΗ	ΔΑΝΕΙΑ	ΕΣΟΔΑ	ΤΑΜΕΙΟ	ΑΠΟΤΕΛ	ΔΑΝΕΙΑ
2002 - 2004									
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	123	86	156	168	112	201	101	170	128
<b>ΠΟΣΟΣΤΟ</b>	39%	28%	50%	54%	36%	64%	32%	54%	41%
ΠΕΡΙΟΔΟΣ	ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ					ΚΟΙΝΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΚΡΙΤΗΡΙΟΥ			
	ΔΑΝΕΙΩΝ ΜΕ					ΔΑΝΕΙΩΝ 2000-2002 ΜΕ			
2002 - 2004	ΤΑΜΕΙΟ		ΑΠΟΤΕΛ			ΤΑΜΕΙΟ		ΑΠΟΤΕΛ	
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	86		152			95		135	
<b>ΠΟΣΟΣΤΟ</b>	28%		49%			30%		43%	

Πίνακας 4-11 Κοινά Αποτελέσματα Κριτηρίων Χαρακτηρισμού και Κατάταξης

#### 4.3.2 ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Όπως είχε προαναφερθεί στο Κεφάλαιο 2, η μερισματική πολιτική στο στάδιο του **Bobby Dazzler** είναι ανύπαρκτη, καθώς η επιχείρηση έχει αναπτυξιακή πολιτική και χρησιμοποιεί τα μετρητά της για τη χρηματοδότηση της παραπάνω πολιτικής. Στο στάδιο **Crown Prince** η επιχείρηση διανέμει χαμηλό μέρισμα για τον ίδιο ακριβώς λόγο. Στο στάδιο **White Giant**, η μεγάλη ρευστότητα, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης και οι λιγοστές ευκαιρίες για ανάπτυξη οδηγούν την επιχείρηση στη διανομή υψηλού μερίσματος καθώς η επιχείρηση διαθέτει πολλά μετρητά που δεν μπορεί να τα αξιοποιήσει με άλλους τρόπους. Στο στάδιο **Red Giant** η επιχείρηση υφίσταται ζημιές και για αυτό το λόγο δεν μπορεί να διανέμει μέρισμα.

Συγκρίνοντας, τώρα, τα αποτελέσματα της κατάταξης με τη μερισματική πολιτική που ακολουθεί κάθε εταιρεία<sup>4</sup> παρατηρούμε τα εξής:

Για την πρώτη τριετία (2000-2002) η πράξη δεν ακολουθεί επακριβώς τη θεωρία και έτσι ενώ οι εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο White Giant πληρώνουν υψηλά μερίσματα, οι εταιρείες στο στάδιο Red Giant πληρώνουν μικρό ή καθόλου μέρισμα, οι εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο Crown Prince ή στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant πληρώνουν εξίσου υψηλά μερίσματα με τις επιχειρήσεις στο στάδιο White Giant. Πράγμα το οποίο σύμφωνα με τη θεωρία δεν θα έπρεπε να συμβαίνει. Σημειώνεται βεβαία εδώ ότι τα παραπάνω αποτελούν περισσότερο εμπειρική παρατήρηση και όχι τεκμηριωμένο συμπέρασμα, καθώς υπήρχε έλλειψη δεδομένων για τη μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων.

Τα ίδια αποτελέσματα είχαμε και για την δεύτερη τριετία (2002-2004) με τη διαφορά αυτή τη φορά ότι οι εταιρείες στο στάδιο Crown Prince πλήρωναν ακόμη μεγαλύτερα μερίσματα από την προηγούμενη τριετία αλλά και από τις εταιρείες στο στάδιο White Giant. Αναλυτικά τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 4-12.

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΣ	2000-2002 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	2002-2004 ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ
<i>Crown Prince</i>	0,24	0,37
<i>Crown Prince to White Giant</i>	0,42	0,35
<i>White Giant</i>	0,41	0,33
<i>White Giant to Red Giant</i>	0,23	0,15
<i>Red Giant</i>	0,11	0,07
<b>ΜΗ ΚΑΤΑΤΑΞΙΜΕΣ</b>	0,15	0,06

Πίνακας 4-12 Μερισματική Πολιτική στα Στάδια του ΧΚΕ

<sup>4</sup> Όπου αυτό ήταν δυνατό, λόγω έλλειψης στοιχείων

### 4.3.3 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΣΤΑ ΣΤΑΔΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ ΖΩΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Την περίοδο 1996 – 2005 έλαβαν χώρα περί τις 43 συγχωνεύσεις και εξαγορές μεταξύ εισηγμένων εταιριών και μη, σύμφωνα με στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς Αθηνών. Από αυτές τις συγχωνεύσεις, στη παρούσα ενότητα θα ασχοληθούμε με τις 21 από τις παραπάνω περιπτώσεις καθώς οι υπόλοιπες αφορούν είτε τράπεζες και ασφαλιστικούς οργανισμούς που δεν έχουν καταταχθεί στον χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής επιχείρησης, είτε επαναγορές μεριδίων και ενίσχυση ή πώληση μεριδίων (βλ. περίπτωση επαναγοράς μεριδίου Motor Oil από Aramco και περίπτωση πώλησης του μεριδίου που είχε η Intracom στη Forthnet, ύστερα από την αποτυχία εξαγοράς της από την τελευταία και ενίσχυσης της θέσης της Ισλανδικής Novator στη Forthnet).

ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ				ΕΤΟΣ
ΕΞΑΓΟΡΑΖΟΥΣΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ	ΣΤΟΧΟΣ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ	
ΣΕΛΟΝΤΑ	C	RIO PESCA	C-W	1998
SINGULAR	C	ΔΕΛΤΑ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ	C	2000
INFOQUEST	W	ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	-	2000
ALTEC	W-R	SYSWARE	-	2001
		UNISOFT	-	2001
NOTOS COM	W	ΛΑΜΠΡΟΠΟΥΛΟΣ κ.α.	-	2000
ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	W	ΙΑΤΡΙΚΟ Π. ΦΑΛΗΡΟΥ	-	2001
ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	W	ΤΕΒ	-	2002
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	C-W	ΝΕΣΤΟΣ	-	2002
ΕΜΠΕΔΟΣ	W	ΓΕΚΑΤ	-	2002
ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ	W	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	-	2002
ΑΤΤΙΚΑΤ	W	ΑΤΕΜΚΕ	-	2002
		ΣΙΓΑΛΑΣ	-	2002
ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	W	ΡΑΔΙΟ ΑΘΗΝΑΙ	-	2002
ΕΛ.ΠΕ.	C-W	ΠΕΤΡΟΛΑ	W	2003
ΛΑΝΝΕΤ	W-R	ΛΑΝΤΕΚ	-	2003
VODAPHONE GROUP	-	VODAPHONE HELLAS	C	2004
ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	C-W	CHIRITA	W	2005
COCA COLA 3E	C-W	Ξένες Επιχειρήσεις	-	2005
NESTLE	-	ΔΕΛΤΑ ΠΑΓΩΤΑ	W	2005
IBERDROLA (Spain)	-	ΡΟΚΑΣ	W	2005

Πίνακας 4-13 Συγχωνεύσεις & Εξαγορές στον ΧΚΕ

Από την εξέταση των δεδομένων του Πίνακα 4-13 βλέπουμε ότι η πλειοψηφία των εταιρειών που εξαγοράζουν είναι στο στάδιο του White Giant. Πράγμα το οποίο συνάδει με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης καθώς εταιρείες σε αυτό το στάδιο έχουν πλεόνασμα μετρητών και στερούνται ευκαιριών ανάπτυξης. Επίσης όπως φαίνεται από τον παραπάνω πίνακα σε εξαγορές προχώρησαν και αρκετές επιχειρήσεις που βρίσκονταν στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant. Οι εταιρίες αυτές συνδυάζουν στοιχεία και από τα δύο στάδια και για αυτό το λόγο βρίσκονται σε ιδεατή θέση από άποψη εξαγοράς καθώς έχουν μετρητά, υψηλή δανειοληπτική ικανότητα και πιθανότατα υψηλούς δείκτες P/E που τους επιτρέπουν να αμύνονται αποτρεπτικά αλλά και να μπορούν να περάσουν σε θέση επίθεσης. Η βελτίωση της εικόνας των ισολογισμών και η αύξηση μεριδίων αγοράς είναι τα κυριότερα κίνητρα για συγχωνεύσεις και εξαγορές για αυτές τις επιχειρήσεις.

Σε ότι αφορά τις εταιρείες στόχους Συγχωνεύσεων και εξαγορών λόγω έλλειψης στοιχείων για το στάδιο που βρίσκονται στον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής Επιχείρησης το μόνο που μπορούμε να πούμε είναι ότι έχουν σίγουρα μικρότερο μέγεθος από τις εξαγοράζουσες επιχειρήσεις καθώς δεν είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Για όσες δε υπάρχουν στοιχεία, εντύπωση δεν πρέπει να προκαλεί το γεγονός ότι βρίσκονται στο στάδιο του White Giant καθώς οι εταιρείες που τις εξαγοράζουν αποτελούν μεγαθήρια των κλάδων τους στο εξωτερικό (βλ. Vodafone, Iberdrola, Nestle). Οι συγχωνεύσεις των Δέλτα Πληροφορική με Singular, και Δέλτα Συμμετοχών με Chipita για τη δημιουργία ύστερα του ομίλου της Vivartia, έχουν ως κοινό χαρακτηριστικό ότι οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις δεν βρίσκονταν στο στάδιο του White Giant και αφορούσαν εταιρείες στόχους

που επίσης δεν άνηκαν στο στάδιο αυτό. Συγχωνεύσεις και εξαγορές αυτού του τύπου γίνονται με σκοπό την αύξηση του μεριδίου αγοράς, τη δημιουργία συνεργιών που θα μείωναν το κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων αυτών, τη διατήρηση υψηλών ρυθμών ανάπτυξης, τη διατήρηση θέσης και τη δημιουργία εμποδίων εισόδου στην αγορά.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5**

### **ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΧΚΕ 1993 - 1995**

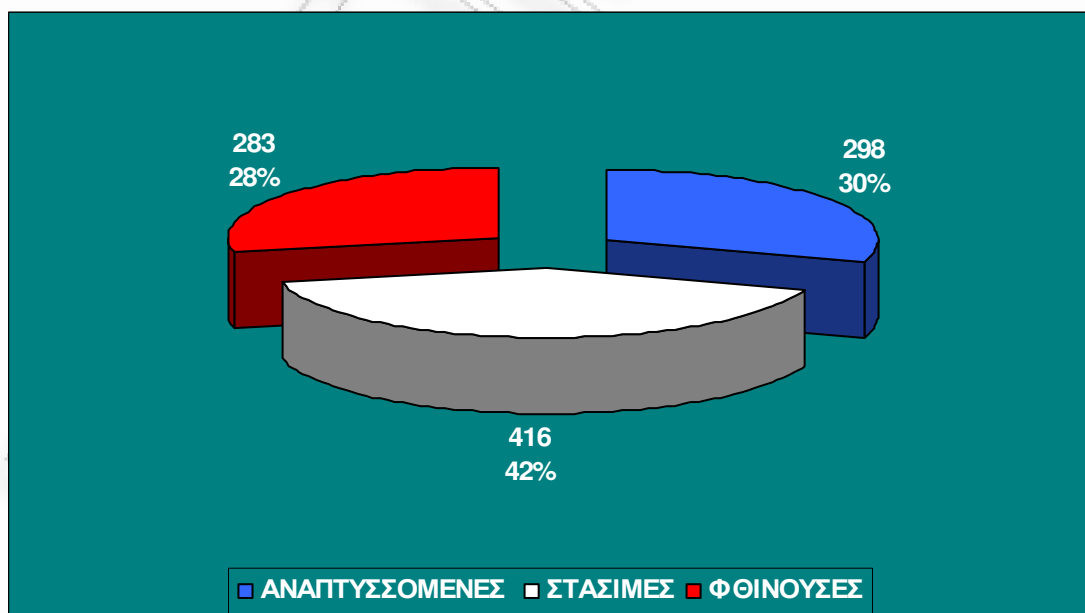
#### **5.1 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΜΕΛΕΤΗΣ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΥΠΟ ΤΟ ΠΡΙΣΜΑ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΧΚΖΕ 1993 – 1995**

Στην παράγραφο αυτή παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της κατάταξης που είχε γίνει για την περίοδο 1993 – 1995, σε προηγούμενη μελέτη από τον κ. Αναστασάκη Ελευθέριο. Η εξέταση εκείνου του δείγματος είχε κατατάξει 894 εταιρείες στα 4 στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης και 103 επιχειρήσεις σε κάποιο ενδιάμεσο στάδιο. Το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων ήταν White Giant, το αμέσως επόμενο ποσοστό Red Giant, ενώ το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό Crown Prince. Συνοπτικά τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 5-1:

ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΜΟΣ	ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ	%
Bobby Dazzler	91	9%
Bobby Dazzler to Crown Prince	4	0%
Crown Prince	181	18%
Crown Prince to White Giant	22	2%
White Giant	416	42%
White Giant to Red Giant	77	8%
Red Giant	206	21%

Πίνακας 5-1 Συνοπτική Κατάταξη 1.000 Επιχειρήσεων στα Στάδια του ΧΚΕ

Αν τώρα θεωρήσουμε ότι οι εταιρείες στα στάδια Bobby Dazzler, Bobby Dazzler προς Crown Prince, Crown Prince και Crown Prince προς White Giant είναι αναπτυσσόμενες εταιρείες, οι εταιρείες στο στάδιο White Giant είναι στατικές και ότι οι εταιρείες στα στάδια White Giant προς Red Giant και Red Giant είναι φθίνουσες (Διάγραμμα 11), τότε μπορούμε να κατατάξουμε τις εταιρείες του δείγματος στις παραπάνω 3 ευρύτερες υποκατηγορίες.



Διάγραμμα 11 Κατάταξη Επιχειρήσεων σε 3 Ευρύτερες Υποκατηγορίες, 1993 – 1995



Σύμφωνα με το διάγραμμα 11, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες ήταν 298, οι στατικές 416 και οι φθίνουσες 283. Φαίνεται ότι το 30% των μεγαλύτερων επιχειρήσεων εκείνου του δείγματος έδειχνε δυναμισμό, ενώ το υπόλοιπο 70% ήταν είτε στάσιμό είτε σε φθίνουσα κατάσταση. Από την ίδια μελέτη είχε προκύψει ότι οι φθίνουσες εταιρείες είχαν ενεργητικό ίσο με το 40% του συνόλου, Πάγια ίσα με το 44% του δείγματος και επιβαρύνονταν με το 50% του συνόλου των υποχρεώσεων. Οι ζημιές τους ξεπερνούσαν σε απόλυτες τιμές τα κέρδη των αναπτυσσόμενων, αλλά και των στάσιμων εταιρειών (Αναστασάκης, 1997).

Για εκείνη την περίοδο και για σύνολο 158 εισηγμένων εταιρειών τα αποτελέσματα είχαν ως εξής (Πίνακας 5-2):

	ΣΤΑΔΙΟ					ΣΥΝΟΛΟ
	C	C-W	W	W-R	R	
ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	34	4	90	8	22	158
ΠΟΣΟΣΤΟ	22%	3%	57%	5%	14%	100%

Πίνακας 5-2 Κατανομή Εισηγμένων στα Στάδια του ΧΚΕ την περίοδο 1993-1995

Οι περισσότερες εισηγμένες επιχειρήσεις εκείνη τη περίοδο βρίσκονταν στο στάδιο του White Giant, με το στάδιο του Crown Prince να ακολουθεί, ενώ τρίτο σε μέγεθος στάδιο ήτανε εκείνο του Red Giant (Αναστασάκης, 1997).

## **5.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΜΕΛΕΤΩΝ**

Η σύγκριση των δύο μελετών αφορά 147 εταιρείες, οι οποίες βρέθηκαν να είναι κοινές στις δύο μελέτες. Υπενθυμίζεται ότι οι δυο μελέτες δεν έχουν κοινό δείγμα, αλλά ακολουθούν την ίδια μεθοδολογία για την ανεύρεση των αποτελεσμάτων τους. Στον Πίνακα 5-3 που ακολουθεί παρατίθενται τα αποτελέσματα.






A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 1993-95	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2000-002
1	ALTEC	C	W-R
2	ASTIR PALACE	W-R	W
3	BLUE STAR	W	W-R
4	CHIPITA	W	W
5	COCA COLA	C	W
6	ELBISCO	W	W
7	ELMEC SPORT	C	W
8	ETMA	W	R
9	EURODRIP	W	W-R
10	FITCO	B	C-W
11	FOURLIS	W	W
12	GOODY'S	C	C-W
13	INFOQUEST	W	W
14	INFORM ΛΥΚΟΣ	C	C-W
15	INTRACOM	W	C-W
16	INTRAMET	C	C-W
17	KEGO	C	C-W
18	KLEEMAN	W	C
19	LAVIRHARM	C	C-W
20	MOTOR OIL	R	C-W
21	PETROLA	R	W
22	RAINBOW	C	C-W
23	REVOIL	B	W
24	RIDENCO	W	W
25	ROKAS	W	W
26	SANYO	W	W-R
27	SATO	W	W-R
28	SEX FORM	C	W
29	SPIDER	W	W
30	UNISYSTEMS	W	C-W
31	VETERIN	W	W
32	YALCO	W	W
33	ZAMPA	W	C-W
34	ΑΕΓΕΚ	C	W
35	ΑΘΗΝΑ	W	W
36	ΑΚΡΙΤΑΣ	C-W	W
37	ΑΚΤΩΡ	W	C-W
38	ΑΛΛΑΤΙΝΗ	W-R	C-W
39	ΑΛΟΥΜΙΛ ΜΥΛΩΝΑΣ	C	C-W
40	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟ ΕΛΛΑΔΟΣ	W	C-W
41	ΑΛΥΣΙΔΑ	W	R
42	ΑΝΕΚ	W	C-W
43	ΑΤΛΑΝΤΙΚ SUPER MARKET	W	R
44	ΑΤΤΙΚΑΤ	W-R	W
45	ΒΑΛΚΑΝ	R	W-R
46	ΒΑΡΒΑΡΕΣΟΣ	W-R	W-R
47	ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ	C	W-R
48	ΒΙΟΣΩΛ	R	W
49	ΒΙΣ	W	R
50	ΒΟΓΙΑΤΖΟΓΛΟΥ SYSTEMS	W	W
51	ΓΕΚ	C	C-W
52	ΓΕΝΕΡ	C	W
53	ΓΕΡΜΑΝΟΣ	C	W
54	ΔΑΡΙΝΓΚ	W	R

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 1993-95	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2000-002
55	ΔΕΛΤΑ	W	W
56	ΔΙΕΚΑΤ	C	W
57	ΔΟΛ	C	R
58	ΕΔΡΑΣΗ ΨΑΛΛΙΔΑΣ	C	W
59	ΕΙΚΟΝΑ ΗΧΟΣ	C	R
60	ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΛΥΜΠΕΡΗ	C	W
61	ΕΛΔΙΣ	W	C-W
62	ΕΛΔΙΣ	W	C-W
63	ΕΛΒΑΛ	C	W
64	ΕΛΒΙΕΜΕΚ	W	W-R
65	ΕΛΙΝΟΙΑ	W	C-W
66	ΕΛΛΑΤΕΞ	C	R
67	ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΑΛΩΔΙΑ	W	W
68	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΖΑΧΑΡΗΣ	W	C-W
69	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	C	W
70	ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	R	W
71	ΕΛΠΕ	W	W
72	ΕΛΤΟΝ	B	W
73	ΕΛΤΡΑΚ	W	W
74	ΕΜΠΟΡΙΚΟΣ ΔΕΣΜΟΣ	W	R
75	ΕΠΙΛΕΚΤΟΣ ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ	C-W	W
76	ΕΡΓΑΣ	C	W
77	ΕΤΕΜ	C	W
78	ΕΥΔΑΠ	R	C-W
79	ΕΥΚΛΕΙΔΗΣ	W	W
80	ΕΥΡΩΠΑΙΚΗ ΤΕΧΝΙΚΗ	C	W-R
81	ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΗ ΑΘΗΝΩΝ	C	W
82	ΗΡΑΚΛΗΣ	W	C-W
83	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ	C	W
84	ΙΝΤΕΡΤΕΚ	C	W
85	ΙΟΝ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	W	R
86	ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ	W	W
87	ΚΑΛΠΙΝΗΣ	W	W
88	ΚΑΡΔΑΣΙΛΑΡΗΣ	C	W
89	ΚΑΡΕΛΙΑΣ	W	C-W
90	ΚΑΤΣΕΛΗΣ	C	W
91	ΚΛΩΝΑΤΕΞ	W	R
92	ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΝΑΟΥΣΗΣ	W	R
93	ΚΛΩΣΤΟΥΦΑΝΤΟΥΡΓΙΑ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ	C	C-W
94	ΚΟΡΦΙΑ	R	C-W
95	ΚΡΕΚΑ	C	W
96	ΚΩΤΣΟΒΟΛΟΣ	C	W
97	ΛΑΜΨΑ ΑΝ. ΕΤ. ΕΛΛ. ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑ	R	W-R
98	ΜΑΙΛΛΗΣ	C-W	W
99	ΜΑΞΙΜ ΠΕΡΤΣΙΝΙΔΗΣ	W	W-R
100	ΜΕΤΚΑ	W	C-W
101	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	W	W
102	ΜΙΝΕΡΒΑ	W	W
103	ΜΙΝΩΙΚΕΣ ΓΡΑΜΜΕΣ	W	R
104	ΜΟΥΖΑΚΗΣ	C	W
105	ΜΠΑΡΜΠΑ ΣΤΑΘΗΣ	W	W
106	ΜΠΕΝΡΟΥΜΠΗ	W	W
107	ΜΠΗΤΡΟΣ	W	R
108	ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ	R	C-W

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 1993-95	ΚΑΤΑΤΑΞΗ 2000-002
109	ΜΥΛΟΙ ΛΟΥΛΗ	W	W
110	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ	C	W
111	ΝΑΚΑΣ	W	W
112	ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΛΕΣΒΟΥ	W	R
113	ΝΗΡΕΥΣ	C	W-R
114	ΝΙΚΑΣ	W	W
115	ΞΙΦΙΑΣ	W	R
116	ΞΥΛΕΜΠΟΡΙΑ	W	W
117	ΟΤΕ	C	C-W
118	ΠΑΪΡΗΣ	B	W
119	ΠΑΝΑΦΟΝ/ΒΟΔΑΦΟΝΕ	R	C-W
120	ΠΑΠΑΣΤΡΑΤΟΣ	W	W-R
121	ΠΑΡΝΑΣΣΟΣ	W-R	W-R
122	ΠΕΤΖΕΤΑΚΗΣ	R	R
123	ΠΕΤΡΟΠΟΥΛΟΣ	W	C-W
124	ΠΗΓΑΣΟΣ	W	R
125	ΠΛΑΙΣΙΟ	W	C
126	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ	W	W
127	ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΚΡΗΤΗΣ	C-W	W
128	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ	C	W-R
129	ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΗ	W	W
130	ΡΑΔΙΟ ΚΟΡΑΣΙΔΗ	C	R
131	ΡΙΛΚΕΝ	W	W
132	ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	W	W
133	ΣΕΛΜΑΝ	W	W
134	ΣΕΛΟΝΤΑ	C	C-W
135	ΣΙΔΕΝΟΡ	W	C-W
136	ΣΦΑΚΙΑΝΑΚΗΣ	C-W	W
137	ΣΩΛΗΝΟΥΡΓΕΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ	R	R
138	ΤΑΣΟΓΛΟΥ	W	W-R
139	ΤΕΓΟΠΟΥΛΟΣ	W	W-R
140	ΤΕΧΑΠΡΕΤ	W	W
141	ΤΕΧΝΟΔΟΜΗ	W	R
142	ΤΖΙΡΑΚΙΑΝ	W	W-R
143	ΤΗΛΕΤΥΠΟΣ	W	C-W
144	ΤΙΤΑΝ	W	C-W
145	ΦΙΝΤΕΞΠΟΡΤ	R	W-R
146	ΧΑΛΚΟΡ	C	W
147	ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ	W	W

Πίνακας 5-3 Σύγκριση Αποτελεσμάτων Μελετών

Από τον παραπάνω πίνακα συνάγεται το συμπέρασμα ότι στην πενταετία που μεσολάβησε 37 εταιρείες παρέμειναν αμετάβλητες, 54 παρουσίασαν άνοδο, 34 πτώση, 22 κινήθηκαν μεταξύ του μεταβατικού σταδίου Crown Prince προς White Giant και των σταδίων Crown Prince και White Giant, ενώ σε 13 εταιρείες παρατηρήθηκαν ακραίες μεταβολές από το στάδιο του Bobby Dazzler στο στάδιο του White Giant και από το στάδιο του Crown Prince στο μεταβατικό στάδιο του White Giant προς Red Giant και στο στάδιο του Red Giant. Η πρώτη εικόνα που σχηματίζεται είναι θετική καθώς οι περισσότερες εταιρείες σημείωσαν άνοδο, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των εταιρειών που έμειναν αμετάβλητες βρίσκονταν στο στάδιο του White Giant, δηλαδή στην ακμή τους. Βέβαια το πλήθος των εταιρειών σε στάσιμο και φθίνον επίπεδο ξεπερνά σε αριθμό εκείνο των αναπτυσσόμενων εταιρειών. Αναλυτικά τα αποτελέσματα (Πίνακας 5-4):

	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
 Άνοδος	54	37%
 Αμετάβλητες	37	25%
 Πτώση	34	23%
  Crown Prince & White Giant	22	15%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>147</b>	<b>100%</b>
	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Άνοδος	54	37%
$B \longrightarrow C-W$	1	1%
$B \longrightarrow W$	3	2%
$C-W \rightarrow W$	5	3%
$W \rightarrow C-W$	17	12%
Αμετάβλητες	37	25%
$W \rightarrow W-R$	10	7%
$W \rightarrow R$	15	10%
$C \rightarrow R$	4	3%
$C \rightarrow W-R$	5	3%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>147</b>	<b>103%</b>

Πίνακας 5-4 Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 5<sup>ου</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

### **ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

7. Αναστασάκης Ελευθέριος, Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας υπό το πρίσμα του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, 1997, σελ. 56-70, 73-78, 80-83

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6**

### **ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ – ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΜΕΛΕΤΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ – ECONOMIC VALUE ADDED**

#### **6.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Στο σημερινό κόσμο ο πιο σημαντικός στόχος του μάνατζμεντ μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας της. Και αυτό όχι μόνο γιατί αυξάνεται με αυτόν τον τρόπο η περιουσία των μετόχων, αλλά και κάτι πιο σημαντικό: ωφελείται το σύνολο της κοινωνίας (Κολυβάκης, 2006).

Στη πολυπλοκότητα του σημερινού περιβάλλοντος, όμως είναι δύσκολο να μετρήσει κανείς αν το μάνατζμεντ μιας εταιρίας έχει αυξήσει ή έχει μειώσει την αξία της επιχείρησης σε μια χρονική στιγμή, αφού η αξία αυτή επηρεάζεται από πολλούς παράγοντες. Στη σύγχρονη εποχή, οι τεχνικές που πρέπει να χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης, βασίζονται στις αρχές της χρηματοοικονομικής θεωρίας και της αποτίμησης, αν και υπάρχει σημαντική διαφορά μεταξύ των δύο μεθοδολογιών. Η αποτίμηση βασίζεται σε προσδοκίες, ενώ η μέτρηση της απόδοσης σε πραγματικά



αποτελέσματα. Η πιο διαδεδομένη μεθοδολογία σήμερα είναι αυτή της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added (ή του Οικονομικού Κέρδους) (Παπαδόπουλος, 2006).

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση, σε μία δεδομένη χρονική στιγμή και είναι η διαφορά μεταξύ των εσόδων και του κόστους, όπου το κόστος περιλαμβάνει όχι μόνο τις λειτουργικές δαπάνες αλλά και το κόστος χρήσης του συνολικού κεφαλαίου. Ο υπολογισμός της γίνεται σε νομισματικές μονάδες και χονδρικά έχει ως εξής (Young, O'Byrne, 2000):

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})^5$$

Η εξέλιξη του Οικονομικού Κέρδους ή της EVA – Economic Value Added® δεν αποτελεί νέα ανακάλυψη, αλλά έχει ιστορικές ρίζες που ανάγονται στη θεωρία του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) των κλασικών οικονομολόγων. Ο Alfred Marshall (1890) προσδιόρισε το κέρδος ως το καθαρό όφελος που μένει, αφού αφαιρεθεί η αμοιβή του επενδεδυμένου κεφαλαίου με το τρέχον επιτόκιο. (Κολυβάκης, 2006). Στις αρχές του 1920 η General Motors εφάρμοσε αυτή την έννοια και το 1950 η General Electric το ονόμασε «residual income» εφαρμόζοντάς το, σαν δείκτη απόδοσης για να μετρήσει την οικονομική επίδοση των αποκεντρωμένων της θυγατρικών (Stewart, 1994). Στα 200 χρόνια από την εισαγωγή της έννοιας στην οικονομική θεωρία, πολύ περιορισμένη είναι η βιβλιογραφία σχετικά με την αξιοπιστία της. Οι Solomons

<sup>5</sup> Όπου ROIC = Return On Invested Capital και WACC = Weighted Average Cost of Capital

(1965) πρότειναν τη χρήση του residual income σαν εσωτερικό μετρητή απόδοσης και ο Anthony (1973, 1982a, και 1982b) το πρότειναν και σαν εξωτερικό δείκτη.

Η ιδέα ότι η κύρια ευθύνη των στελεχών μιας εταιρίας είναι η αύξηση της αξίας της εταιρίας έγινε ευρέως δεκτή από την οικονομική κοινότητα το 1986 όταν και ο Rappaport δημοσίευσε το βιβλίο του *Creating Shareholder Value*. Ο Rappaport διατύπωσε ότι τα λογιστικά κέρδη αποτυγχάνουν να μετρήσουν τα οικονομικά κέρδη. Τα κύρια επιχειρήματά του ήταν ότι η χρησιμοποίηση διαφορετικών λογιστικών μεθόδων, η εξαίρεση των απαιτήσεων για επενδύσεις και ο μη υπολογισμός της διαχρονικής αξίας του χρήματος στα λογιστικά κέρδη αποτελούν τους λόγους για τους οποίους, τα τελευταία είναι αξιόπιστη πηγή μέτρησης των οικονομικών κερδών (Παπαδόπουλος, 2006).

Ειδικότερα, η Economic Value Added εκλαϊκεύτηκε και εμπορευματοποιήθηκε από την εταιρία συμβούλων Stern, Steward & Co (1991)<sup>6</sup> και από εμπορική άποψη, είναι η πιο επιτυχημένη μέθοδος μέτρησης απόδοσης που χρησιμοποιείται από τις εταιρείες και τους συμβούλους (Garrison/Noreen/Brewer, 2006). Πάντως, αν και ο όρος Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added (EVA®) είναι εμπορικό σήμα, και μεγάλο μέρος της δημοτικότητάς της είναι αποτέλεσμα της εμπορίας από τη Stern, Steward & Co, η μέθοδος αυτή δικαιολογείται από τη χρηματοοικονομική θεωρία και συνάδει με τις αρχές της αποτίμησης και αποτελεί μία παραλλαγή

---

<sup>6</sup> Αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι υπάρχουν διάφορα ακρωνύμια για το ίδιο concept της EVA. Παραδείγματα αποτελούν η SVA-Shareholder Value Added της BCG και το EP-Economic Profit από τη McKinsey & Co.

του υπολειμματικού εισοδήματος. Η βασική διαφορά του Economic Value Added από την απλή έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος έγκειται στον τρόπο υπολογισμού τόσο των κερδών όσο και των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Η Stern, Stewart & Co προτείνει διάφορες μετατροπές στις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης με σκοπό την αναίρεση παραμορφώσεων που θεωρεί ότι δημιουργούν ως προς την απεικόνιση της πραγματικής τους οικονομικής αξίας.

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added είναι ένας ακόμη τρόπος, μεταξύ άλλων για την μέτρηση της απόδοσης από την πλευρά των shareholders (Garrison/Noreen/Brewer, 2006). Μπορεί επίσης να χρησιμοποιηθεί για αξιολόγηση όπως και για έλεγχο διοικητικό, χρηματοοικονομικό και ποιοτικό.

## **6.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ**

### **6.2.1 ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ**

Το κυρίαρχο στοιχείο της επένδυσης είναι η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κίνδυνο, με την ελπίδα υψηλότερων αποδόσεων που ανταμείβουν την ανάληψη αυτού του κινδύνου. Αν επιτευχθεί αυτή η απόδοση που αποζημιώνει για τον επενδυτικό κίνδυνο, μπορεί κανείς να υποστηρίξει ότι έχει δημιουργηθεί οικονομική αξία (οικονομικό κέρδος).

Το παρών κεφάλαιο θα εξετάσει τη σημασία του οικονομικού κέρδους, τόσο σε ότι αφορά τη θεωρητική διάσταση της έννοιας όσο και την πρακτική εφαρμογή της σε περιβάλλον επιχείρησης που αναπτύσσεται στο μέλλον (going concern). Θα εξεταστεί λοιπόν τι σημαίνει και πώς επιτυγχάνεται με βάση τη θεωρία του οικονομικού κέρδους η αξία μιας εταιρείας για τους προμηθευτές του κεφαλαίου (τράπεζες και μετόχους), αλλά και τι μπορεί να σημαίνει για τους εργαζόμενους (σύστημα κινήτρων και αμοιβών). Θα πρέπει να σημειώσουμε ότι το οικονομικό κέρδος και η οικονομική προστιθέμενη αξία (EVA®) χρησιμοποιούνται εδώ εναλλακτικά, καθώς είναι έννοιες ταυτόσημες.

Το κέρδος από λογιστικής άποψης ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο τα έσοδα είναι μεγαλύτερα από τα έξοδα. Σε πολύ απλές μορφές επιχειρηματικής δραστηριότητας, αυτός ο προσδιορισμός της κερδοφορίας μπορεί να αρκεί για να εκφράσει και τη δημιουργία οικονομικής αξίας. Για παράδειγμα όταν κάποιος αγοράσει ένα προϊόν και την ίδια ημέρα το μεταπωλήσει σε υψηλότερη τιμή από αυτή που πλήρωσε για να το αποκτήσει, το κέρδος συμπίπτει με την οικονομική αξία.

Το οικονομικό κέρδος ορίζεται ως το ποσό κατά το οποίο οι ταμειακές εισφορές (cash inflows) ξεπερνούν το κόστος όλων των συντελεστών της παραγωγής. Αυτοί περιλαμβάνουν όχι τα έξοδα λειτουργίας της επιχείρησης αλλά και επιπρόσθετα το κόστος του επενδεδυμένου στην επιχείρηση κεφαλαίου.

Καθώς οι επιχειρήσεις γίνονται όλο και πιο πολύπλοκες, παράγοντες όπως η διαχρονική αξία του χρήματος, οι αποσβέσεις των παραγωγικών στοιχείων, οι

φορολογικές και λογιστικές διατάξεις και οι επενδύσεις (αποθέματα και χρεώστες) καθιστούν πολύ δύσκολη τη μέτρηση της πραγματικής κερδοφορίας.

Το Οικονομικό Κέρδος ή η Economic Value Added (EVA®) είναι ένας δείκτης χρηματοοικονομικής απόδοσης που συνδέει τη γνωστή ιδέα του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) με τις αρχές του σύγχρονου χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ – και ειδικότερα με την ιδέα ότι το κεφάλαιο έχει κόστος και πώς, μόνο αν η εταιρεία παράγει αποδόσεις πάνω από το κόστος του κεφαλαίου, δημιουργεί οικονομική αξία (Παπαδόπουλος, 2006).

### **6.2.2 ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑ ΑΞΙΑΣ**

Στην μέτρηση του οικονομικού κέρδους εταιρείας υπάρχουν πολυπλοκότητες. Για να υπάρξει δημιουργία αξίας, η επιχείρηση πρέπει να δημιουργήσει οικονομικό κέρδος. Αν η επιχείρηση έχει κερδοφορία από λογιστική άποψη, αλλά όχι από οικονομική τότε θα αξίζει λιγότερο από το ποσό που αρχικά έχει επενδυθεί σε αυτή και η οικονομική αξία θα έχει καταστραφεί. Αν είναι κερδοφόρα και παρέχει αποδεκτή απόδοση ίση με την αμοιβή του κινδύνου, η αξία της θα πρέπει να ισούται με την αποτίμηση του επενδεδυμένου κεφαλαίου και τίποτε περισσότερο. Μια επιπρόσθετη πολυπλοκότητα είναι η διάσταση της χρονικής αξίας του χρήματος. Το κέρδος μιας μόνο περιόδου δεν μπορεί να εκφράσει τη δημιουργία αξίας, γιατί αυτή είναι αποτέλεσμα επενδύσεων που αποδώσουν σε βάθος χρόνου.

Η Economic Value Added είναι εκείνο το πρακτικό εργαλείο το οποίο μετρά την περιοδική απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου σε αρμονία με τις αρχές της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας. Σε αντίθεση με τα λογιστικά κέρδη, η σύνδεση του οικονομικού κέρδους με τη δημιουργία αξίας είναι διαφανή. Σε επίπεδο αρχής, η καθαρή παρούσα αξία οποιασδήποτε εταιρείας ισούται με την προεξοφλημένη ταμειακή ροή του Οικονομικού Κέρδους που αναμένεται να δημιουργήσει η εταιρεία από τη σημερινή της λειτουργία.

Η ιδέα πίσω από το Οικονομικό Κέρδος είναι ότι οι επενδυτές θα πρέπει να κερδίζουν μία απόδοση που θα τους αποζημιώνει για τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Με άλλα λόγια, τα ίδια κεφάλαια θα πρέπει να κερδίζουν τουλάχιστον την ίδια απόδοση με αυτήν που προσφέρει η κεφαλαιαγορά για επενδύσεις παρόμοιου κινδύνου. Η μεθοδολογία αυτή που χρησιμοποιεί τη μέση απόδοση της αγοράς με αναπροσαρμογή στον κίνδυνο σαν ελάχιστη ζητούμενη απόδοση, δικαιολογείται από το γεγονός ότι η μέση αυτή απόδοση είναι αποτέλεσμα ενός καλά διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου επενδύσεων, που σε μέσους όρους εκφράζει τον επενδυτικό κίνδυνο της οικονομικής δραστηριότητας και μπορεί εύκολα να προσδιοριστεί. Η μέση αυτή μακροπρόθεσμη απόδοση της αγοράς εκφράζει τη μέση απόδοση που οι εισηγμένες εταιρείες δημιουργούν από τη λειτουργική τους δραστηριότητα – και που αποτελεί σημαντικό μέρος της συνολικής οικονομίας.

### **6.2.3 ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Για να εξετάσουμε τα στοιχεία της Economic Value Added και να μελετήσουμε λεπτομερέστερα τα σημεία του υπολογισμού της απαιτείται η κατανόηση κάποιων βασικών αρχών. Αρχικά, θα δούμε πώς έννοιες όπως η μέτρηση απόδοσης (performance measure) – που διακρίνεται από την έννοια της μέτρησης πλούτου (wealth measure) – συνδέεται στενά με Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) και θα καταλήξουμε με την παρουσίαση μιας πιο ολοκληρωμένης συνολικής εικόνας της Economic Value Added, δείχνοντας τους οικονομικούς υπολογισμούς που την περιβάλλουν.

Η Economic Value Added είναι ένας τρόπος μέτρησης απόδοσης (performance measure). Η διαφορά μεταξύ της μέτρησης απόδοσης και της μέτρησης πλούτου έγκειται στο γεγονός ότι η μέτρηση της απόδοσης μιας εταιρίας βρίσκεται υπό τον έλεγχο της όπως άλλωστε και ένας δείκτης όπως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά μια μέθοδος μέτρησης πλούτου (wealth measure), δεν βρίσκεται υπό τον έλεγχο της εταιρίας αλλά εξαρτάται από την συνολική και μακρόπνη προοπτική μιας χρηματιστηριακής αγοράς όπως κάνει π.χ. ο δείκτης P/E. Βέβαια παρ' όλο που αυτά τα δύο αυτά είδη είναι διακεκριμένα, συνδέονται έμμεσα.

Για κάθε δείκτη μέτρησης απόδοσης (performance measure) υπάρχει και ένας αντίστοιχος για τη μέτρηση του πλούτου (wealth measure). Θεωρητικά, σε μακροπρόθεσμο επίπεδο, ένας δείκτης μέτρησης απόδοσης μπορεί να

επηρεάσει τον αντίστοιχο μέτρησης του πλούτου. Για παράδειγμα, αναφέρουμε το εξής ζεύγος δεικτών: των κερδών ανά μετοχή ή EPS (performance measure) και του P/E (wealth measure). Οι μεταβλητές που καθορίζουν τον δείκτη EPS – κέρδη και μετοχές – είναι αριθμοί που επηρεάζονται μόνο από τις ενέργειες και αποφάσεις της εταιρείας. Από την άλλη πλευρά, ο δείκτης P/E, ο οποίος καθορίζεται από την τιμή των μετοχών της εταιρείας, εξαρτάται από την αξία αυτών των ενεργειών και των αποφάσεων όπως αυτές αποτιμώνται από τη χρηματιστηριακή αγορά.

Το βασικό κριτήριο για την αντιστοίχιση των δεικτών μέτρησης απόδοσης και πλούτου είναι η συνέπεια μεταξύ των στοιχείων που τους απαρτίζουν. Κάθε στοιχείο του ενός δείκτη θα πρέπει να αναφέρεται στην ίδια ομάδα των ενδιαφερομένων ή κατόχων κεφαλαίου και τους αντίστοιχους ισχυρισμούς - λογαριασμούς «περί εταιρικής περιουσίας». Για παράδειγμα, ο δείκτης EPS εξ ορισμού αφορά την κατανομή των κερδών σε κοινούς μετόχους, ο δείκτης P/E αναφέρεται στο πόσο πολλαπλασιάζει τα κέρδη της μετοχής η αγορά, δηλαδή ποια είναι η αξία που κατέχουν οι μέτοχοι.

Στον παρακάτω Πίνακα 6-1 παρουσιάζονται ορισμένοι δείκτες μέτρησης απόδοσης και οι αντίστοιχοι δείκτες μέτρησης πλούτου (David Harper, 2008).



Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης (Performance Measure's )	Δείκτες Μέτρησης Πλούτου (Wealth measure's)
ROE, EPS	P/E
Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας Economic Value Added	Αγοραία Προστιθέμενη Αξία Market Value Added
Free Cash Flow – Ελεύθ. Ταμειακές Ροές	Χρημ/κή Τιμή x Κοινές Μετοχές

Πίνακας 6-1 Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης και Πλούτου

Η Economic Value Added αποτελεί μία μέθοδο μέτρησης απόδοσης με βάση την υπολειμματική αξία της επιχείρησης υπολογιζόμενη σε ταμειακή βάση, ύστερα από την αφαίρεση όλων των υποχρεώσεων της επιχείρησης. Όπως φαίνεται και από τον παρακάτω πίνακα (Πίνακας 6-2):

		Επίπεδο Ανάλυσης →			
Μέθοδοι Μέτρησης Απόδοσης		Σύνολο Επιχείρησης**		Μέτοχοι	Υπολειμματική Αξία
	Λογιστική Βάση	EBITDA	EBIT	Net Income	CVA* or EVA
	Ταμειακή Βάση	CFO	FCFF	FCFE	
	Απόδοση	ROGIC	ROIC	ROE	Economic Spread***
	Πλούτος (Wealth)	Enterprise Multiples		P/E	MVA

*CFO = Cash from Operations*  
*CVA = Cash Value Added*  
*Economic Spread = ROGA - WACC*  
*ROGIC = Return on Gross Invested Capital*  
*ROGA = Return on Gross Assets*

Πίνακας 6-2 Δείκτες Μέτρησης Απόδοσης και Πλούτου ανά Επίπεδο Ανάλυσης

Στον πίνακα φαίνεται γιατί η Economic Value Added αποτελεί ένα πολύ χρήσιμο αναλυτικό εργαλείο για τους επενδυτές, συγκριτικά με άλλες μεθόδους μέτρησης απόδοσης και αποτίμησης. Καθορίζοντας τα επίπεδα ανάλυσης: δημιουργία

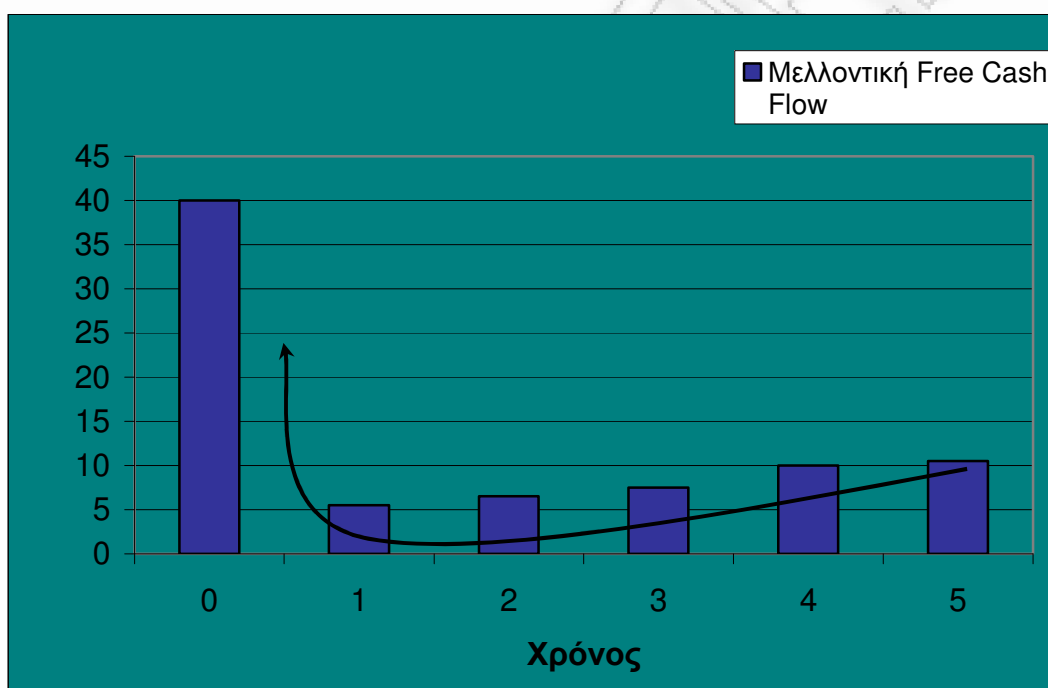
κέρδους για την επιχείρηση, για τους μετόχους ή και για τους δανειστές. Ο πίνακας 6-2 συνοψίζει για κάθε ένα από τα παραπάνω επίπεδα ανάλυσης τις διαφορετικές μεθόδους μέτρησης απόδοσης και αποτίμησης που ενδείκνυται να χρησιμοποιηθούν και καταδεικνύει ποιες από αυτές είναι μονάδες μέτρησης απόδοσης και ποιες πλούτου.

Στον πίνακα βλέπουμε στις στήλες τα διάφορα επίπεδα ανάλυσης και στις γραμμές τα αντίστοιχες μεθόδους μέτρησης απόδοσης και πλούτου. Η πρώτη σειρά δείχνει τις μετρήσεις απόδοσης σε λογιστική βάση, ενώ από κάτω από κάθε μέθοδο μέτρησης βρίσκονται οι αντίστοιχες σε ταμειακή βάση για το ίδιο επίπεδο ανάλυσης. Για παράδειγμα, η ταμειακή ροή προς την επιχείρηση (FCFF) είναι αναλογική προς τα EBIT. Τα κέρδη προ φόρων και τόκων EBIT είναι τα κέρδη που συσσωρεύονται τόσο στους μετόχους όσο και στους δανειστές (το σύνολο δηλαδή των κερδών που αποκομίζει ο φορέας της επιχείρησης) και οι ελεύθερες ταμιακές ροές προς την επιχείρηση (FCFF) είναι η αντίστοιχη αξία σε χρηματικές ροές.

Ο πίνακας δείχνει επίσης πως οι μέθοδοι μέτρησης απόδοσης, έχουν αντίστοιχες μεθόδους μέτρησης απόδοσης (σε διαφορετική βάση) και μεθόδους μέτρησης πλούτου. Η απόδοση επί του ακαθάριστου επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROGIC), για παράδειγμα, αντιστοιχεί στα EBITDA διότι προσθέτει πίσω την απόσβεση κεφαλαίου στον παρονομαστή.

Στη χρηματοοικονομική θεωρία το μοντέλο αποτίμησης προεξοφλημένων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow - DCF) λέει ότι η εσωτερική αξία μιας

επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών. Με άλλα λόγια, αν γνωρίζουμε τις μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές, μπορούμε να τις προεξοφλήσουμε σε μία ενιαία παρούσα αξία. Η ιδέα αυτή απεικονίζεται στο παρακάτω Διάγραμμα 12 όπου οι μελλοντικές ταμειακές ροές (πέντε ετών) είναι να προεξοφλούνται για την συνολική αξία μιας εταιρείας 40€.

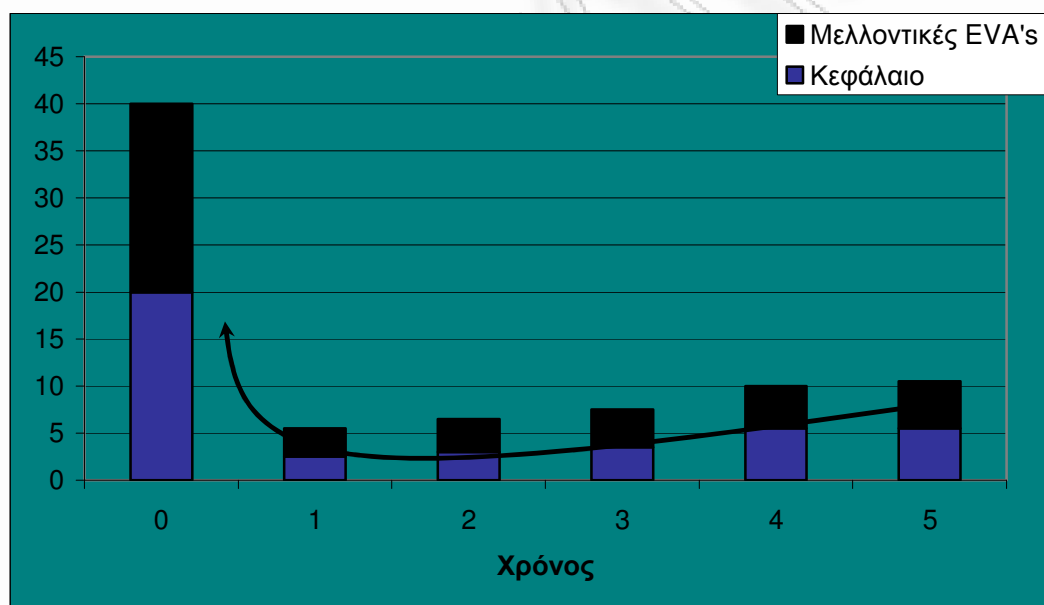


Διάγραμμα 12 Προεξόφληση Free Cash Flow σε Παρούσα Αξία

Η Economic Value Added βασίζεται στην ίδια ιδέα με τη διαφορά ότι, η εσωτερική αξία της επιχείρησης είναι κατανεμημένη σε δύο μέρη: στο επενδεδυμένο κεφάλαιο και στην παρούσα αξία των μελλοντικών EVA's. Δηλαδή σύμφωνα με την Economic Value Added:

$$\text{Intrinsic Value} = \text{Invested Capital} + \text{Present Value of Future EVA's}$$

Δεδομένου ότι η εσωτερική αξία διασπάται σε δύο μέρη, μπορούμε επίσης να καταλάβουμε γιατί η Economic Value Added ονομάζεται και υπολειμματικό κέρδος. Στο Διάγραμμα 13 χρησιμοποιούμε τις ίδιες υποθέσεις με το προηγούμενο παράδειγμα ότι δηλαδή η αξία του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας παραμένει 40€. Στην περίπτωση αυτή, ωστόσο, οι μαύρες στήλες αντιπροσωπεύουν τις μελλοντικές EVA's, οι οποίες με τη σειρά τους αντιπροσωπεύουν ένα μέρος των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών και θα είναι πάντα μικρότερες από αυτές.



Διάγραμμα 13 EVA και FCF

Οι EVA's που αντιπροσωπεύουν το μέρος των ελεύθερων ταμειακών ροών μετά την επιβάρυνση κεφαλαίου αφαιρούνται. Σε αυτό το παράδειγμα, οι μελλοντικές EVA's είναι προεξοφλημένες στην παρούσα αξία των 20€, όπως εκπροσωπείται από την μαύρη στήλη πάνω από τη σκούρο μπλε, η οποία αντιπροσωπεύει τη μερίδα του επενδεδυμένου κεφαλαίου ύψους 20€. Μαζί οι

δύο στήλες δείχνουν πώς η EVA χωρίζει την εσωτερική αξία μιας εταιρείας σε δύο κομμάτια.

Το κλειδί για την κατανόηση της σχέσης ανάμεσα στα δύο αυτά κομμάτια αφορά την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), η οποία αντιπροσωπεύει τον τρόπο με τον οποίο η αγορά προεξοφλεί την επιχείρηση πέρα από το επενδεδυμένο της κεφάλαιο. Στο παράδειγμά μας είναι απλά το όνομα που δόθηκε προς την παρούσα αξία των μελλοντικών οικονομικών κερδών – η μαύρη στήλη 20€. Αν, τώρα, για παράδειγμα, η εταιρεία αυτή έκανε μελλοντικά EVA's ίσα με μηδέν, η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) της θα είναι μηδενική, και η συνολική αξία της επιχείρησης θα μπορούσε απλώς να είναι ίση με το κεφάλαιο που επενδύθηκε.

Βεβαία, η αγορά δεν μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές ταμειακές ροές (EVA's) άψογα, με αποτέλεσμα να μπορούμε να μιλάμε για Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), με δύο διαφορετικούς τρόπους:

1. την Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA), όπως αυτή καθορίζεται από την αγορά και
2. την θεωρητική Αγοραία Προστιθέμενη Αξία, που αναμένεται από τις μελλοντικές EVA's.

Αλλά, όπως ακριβώς, σύμφωνα με το παραδοσιακό μοντέλο αποτίμησης, η αποτίμηση της εταιρείας στην αγορά αναμένεται να συγκλίνει με τις

προεξοφλημένες ελεύθερες ταμειακές ροές, η Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) αναμένεται να συγκλίνει με την προεξοφλημένη αξία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added. Και εδώ, με τον όρο Market Value Added (MVA) εννοούμε το μετοχικό κεφάλαιο που είναι εισηγμένο σε μία χρηματιστηριακή αγορά, αφαιρουμένου του επενδεδυμένου κεφαλαίου (David Harper, 2008).

Οι σχέσεις αυτές παρουσιάζονται ως εξής : Η Market Value Added (MVA) είναι ο δείκτης μέτρησης του πλούτου που το Μάνατζμεντ της εταιρείας έχει δημιουργήσει για τους επενδυτές. Στην πράξη η MVA δείχνει τη διαφορά μεταξύ αυτού που τοποθέτησαν οι επενδυτές – σε αξία – στη συγκεκριμένη εταιρεία και αυτού που δικαιούνται να πάρουν σήμερα. Η EVA είναι «το καύσιμο που προκαλεί ανάφλεξη στην MVA». Η εταιρεία που έχει θετικό EVA διαχρονικά, θα πρέπει να έχει αυξημένη MVA και αντίστροφα (καθώς αρνητικό EVA θα μειώσει την MVA και η αγορά θα αμφιβάλλει για το αν η εταιρεία είναι σε θέση να παράσχει αξιοπρεπείς επενδύσεις στο επενδεδυμένο κεφάλαιο).

Η MVA αποτελεί σωρευτικό μετρητή της εταιρικής απόδοσης, ο οποίος δείχνει το ποσό που η μετοχή της εταιρείας έχει προσθέσει ή, αντίθετα, έχει αφαιρέσει από τις «τσέπες» των επενδυτών διαχρονικά. Ταυτόχρονα συγκρίνει το ποσό αυτό με το κεφάλαιο που οι ίδιοι οι επενδυτές τοποθέτησαν στην εταιρεία. Όταν η MVA είναι θετικό, η εταιρεία έχει κάνει πλουσιότερους τους μετόχους.

Ο υπολογισμός της MVA ξεκινά με τον συνολικό κεφάλαιο που η εταιρεία έχει απορροφήσει στη διάρκεια της ζωής της. Προσδιορίζεται δε με τη πρόσθεση

των δανειακών και των ίδιων κεφαλαίων σωρευτικά. Στη συνέχεια, μερικές αναπροσαρμογές κεφαλαιοποιούν δαπάνες που αποτελούν επένδυση έναντι μελλοντικής κερδοφορίας και όχι έξοδα (π.χ. δαπάνες R&D). Το αναπροσαρμοσμένο ύψος του επενδεδυμένου κεφαλαίου συγκρίνεται με την τρέχουσα αξία της επιχείρησης – στην περίπτωση εισηγμένης εταιρείας – που αποτελεί την τρέχουσα αξία του μετοχικού κεφαλαίου και των δανείων, για να υπολογισθεί η MVA, δηλαδή, η διαφορά μεταξύ του τι μπορούν να λάβουν οι προμηθευτές του κεφαλαίου σήμερα (τρέχουσα συνολική αξία) και του ποσού που έχουν τοποθετήσει στην εταιρία (επενδεδυμένο κεφάλαιο).

Η MVA θα πρέπει να τείνει να κινείται με παράλληλα με την εταιρική αξία. Η EVA αποτελεί το δείκτη που μας φανερώνει τι έχει συμβεί στην αξία της εταιρείας. Οι επιτυχημένες εταιρείες προσθέτουν MVA (πριμ υπεραξίας) και επομένως, αυξάνουν την αξία του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Το αν η εταιρεία προσθέτει (ή όχι) πριμ υπεραξίας, εξαρτάται από το επίπεδο της απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Αν η πραγματική απόδοση είναι πάνω από το κόστος του κεφαλαίου, η εταιρεία θα έχει προσθέσει πριμ στο αρχικό επενδεδυμένο κεφάλαιο και άρα, θα έχει αυξήσει την αξία της (ή, αντίστροφα, θα βρίσκεται σε discount).

Η παραπάνω σχέση είναι πολύ ισχυρή και στην αγορά των ομολόγων και ισχύει για την απόδοση και την τιμή της ομολογίας. Όταν η απόδοση του ομολόγου (yield) είναι πάνω από το τρέχον επιτόκιο της αγοράς (κόστος κεφαλαίου), το ομόλογο πωλείται με πριμ (δηλαδή σε αναλογία με την αγορά των μετοχών η εταιρεία έχει θετική EVA και επομένως, θετική MVA).

Η αποτίμηση μιας εταιρείας στη βάση Οικονομικού Κέρδους θα μας δίνει πάντοτε την ορθολογική, από οικονομική άποψη, αξία, αδιάφορα με το ποια είναι η λογιστική αξία της καθαρής θέσης των μετόχων. Αυτό ισχύει και για την περίπτωση που το επενδεδυμένο κεφάλαιο (στα Βιβλία) δεν αποτελεί αμερόληπτη αποτίμηση της τρέχουσας αξίας του ενεργητικού και η απόδοση του κεφαλαίου δεν αποτελεί αμερόληπτη απόδοση της πραγματικής απόδοσης. Αυτό συμβαίνει λόγω του μαθηματικού τρικ ότι μια αύξηση της λογιστικής αξίας (Book Value) μειώνει την περιοδική μέτρηση του Οικονομικού Κέρδους (EVA) και αντίστροφα. Επομένως οι μεταβολές αυτές σε παρούσα αξία αλληλοαναιρούνται. Επιπρόσθετα αξίζει να σημειωθεί εδώ ότι η αποτίμηση στη βάση του Οικονομικού κέρδους θα είναι πάντοτε ταυτόσημη με την αποτίμηση της προεξόφλησης των ταμιακών ροών (DCF) και της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV) που αποτελεί το πρότυπο αποτίμησης οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου το οποίο παράγει ταμιακές ροές στο μέλλον. (Παπαδόπουλος, 2006)

Παρατηρούμε, έτσι ότι μεταξύ της προστιθέμενης αγοραίας προστιθέμενης αξίας (MVA) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA) υπάρχει έμμεση και όχι άμεση σχέση. Αυτό συμβαίνει διότι η MVA έχει ως κύριο παράγοντα καθορισμού της, την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία όμως εξαρτάται περισσότερο από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές ελεύθερες ταμιακές ροές που θα παράγει η επιχείρηση.

Έτσι για παράδειγμα, σε μια οικονομική χρήση είναι δυνατόν να παράγεται οικονομική προστιθέμενη αξία ίση με € 1,3 εκατ. αλλά η χρηματιστηριακή αξία



να ανεβαίνει κατά 2,8€ διότι οι αγορές προεξοφλούν μεγαλύτερες προσδοκίες για τις μελλοντικές αποδόσεις της επιχείρησης.

Μόνο στην περίπτωση που δεν μεταβληθούν οι προσδοκίες της αγοράς για τις μελλοντικές αποδόσεις (δηλαδή η παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμιακών ροών παραμένει η ίδια) τότε η αύξηση της MVA θα είναι ίση με το ποσό της EVA που αντιστοιχεί στους μετόχους.

Η ισοδυναμία των μεθόδων προεξόφλησης ελεύθερων ταμιακών ροών και προεξόφλησης Economic Value Added προκύπτει και μαθηματικά.

$$\begin{aligned}
 V_{OP} &= C_0 + \frac{EVA}{k-g} = C_0 + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} = \frac{C_0 \times (k-g)}{k-g} + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k_0}{k-g} \Rightarrow \\
 \Rightarrow V_{OP} &= \frac{C_0 \times k - C_0 \times g}{k-g} + \frac{NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} = \frac{C_0 \times k - C_0 \times g + NOPAT_1 - C_0 \times k}{k-g} \Rightarrow \\
 \Rightarrow V_{OP} &= \frac{NOPAT_1 - C_0 \times g}{k-g} = \frac{NOPAT_1 - CAPEX}{k-g} \Rightarrow V_{OP} = \frac{FCF_1}{k-g} = \frac{FCF_0 \times (1+g)}{k-g}
 \end{aligned}$$

Σημ.:

(1) η απόδοση επενδυσμένου κεφαλαίου (ROIC) ισούται με  $ROIC = NOPAT_1 / C_0$ , άρα  $C_0 \times ROIC = NOPAT_1$

(2) ισχύει πως  $C_1 = C_0 \times (1+g) \Rightarrow C_1 = C_0 + C_0 \times g \Rightarrow C_1 - C_0 = C_0 \times g \Rightarrow CAPEX = C_0 \times g$

Πολύ σημαντικό γεγονός είναι, πως η ισοδυναμία μεταξύ των δύο μεθόδων είναι ανεξάρτητη από τις λογιστικές αρχές που χρησιμοποιούνται για τη δημιουργία των οικονομικών καταστάσεων από την επιχείρηση. Όπως φαίνεται και στην πιο πάνω απόδειξη, χρησιμοποιήθηκαν γενικές σχέσεις, που δεν αντιστοιχούν σε κάποιο συγκεκριμένο λογιστικό σύστημα.

Συμπερασματικά, η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης ακόμα και σε εποχές που τα στελέχη της εταιρίας δεν είχαν καν γεννηθεί. Αντίθετα η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μιας χρονικής περιόδου. Σημαντικό είναι επίσης πως η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) μπορεί να εφαρμοσθεί και σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας ενώ η προστιθέμενη αγοραία αξία (MVA) εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης (Κελεπούρης, 2005).

Σε ότι αφορά τη σχέση μεταξύ Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added, Αγοραία Προστιθέμενη Αξία – Market Value Added (MVA) και διάφορων λογιστικών δεικτών όπως οι EPS, ROA, ROE κ.α. με μια σύντομη βιβλιογραφική ανασκόπηση έχουμε να παρατηρήσουμε τα εξής.

Πρώτος ο Stewart (1991) προσκόμισε αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με την αντιστοιχία μεταξύ EVA και MVA. Ακολούθησαν οι Lehn και Makhija (1996) εξέτασαν τις EVA και MVA και απέδειξαν ότι συσχετίζονται θετικά με τις αποδόσεις των μετοχών και ότι αυτή η συσχέτιση ήταν ελαφρώς καλύτερη από ότι με παραδοσιακά μέτρα όπως οι δείκτες ROA, ROE και ROS.

Οι Milunovich και Tseui (1996) διαπίστωσαν ότι η MVA συσχετίζεται σε πιο μεγάλο βαθμό με την EVA, παρά με τους δείκτες ανάπτυξης EPS, EPS growth, ROE, FCF. Ο O'Byrne (1996) εξέτασε τη σύνδεση μεταξύ αγοραίας αξίας και δύο μέτρων απόδοσης: την EVA και τα NOPAT. Βρήκε ότι τα δύο μέτρα είχαν παρόμοια επεξηγηματική ισχύ, όταν δεν συμπεριλήφθηκαν μεταβλητές ελέγχου

στην ανάλυση παλινδρόμησης, αλλά και ότι μια τροποποιημένη EVA είχε μεγαλύτερη επεξηγηματική δύναμη από τα NOPAT.

Ο Uyemura (1996) μελέτησε τη σχέση μεταξύ της MVA και τεσσάρων παραδοσιακών μέτρων επίδοσης: EPS, NI, ROE και ROA. Παρουσίασε στοιχεία ότι η συσχέτιση μεταξύ MVA και των παραπάνω δεικτών είναι: EVA 40% , ROA 13%, ROE 10%, NI 8% και το EPS 6%. Οι Lehn και Makhija (1997) διαπίστωσαν επίσης ότι οι αποδόσεις των μετοχών κατά τη διάρκεια μιας δεκαετούς περιόδου ήταν πιο υψηλά συσχετισμένες με μία μέση EVA κατά το ίδιο χρονικό διάστημα από ό, τι με το μέσο όρο των ROA, ROS και ROE.

Από τον Biddle (1997) παρέχεται η πιο περιεκτική μελέτη της αξίας της EVA, μέχρι σήμερα. Σε αντίθεση με τις μελέτες που υποστηρίζουν την ανωτερότητα της EVA διαπίστωσε ότι οι παραδοσιακοί λογιστικοί δείκτες έχουν, γενικότερα, καλύτερες επιδόσεις από την EVA στο να εξηγήσουν τις αποδόσεις των μετοχών. Τα ίδια αποτελέσματα προήλθαν και από τους Worthington και West (2001) για την αυστραλιανή χρηματαγορά.

Τέλος ο Turvey (2000) μελέτησε τη σχέση μεταξύ EVA και αποδόσεων μετοχών για ένα δείγμα 17 εισηγμένων εταιρειών τροφίμων στον Καναδά. Το κύριο συμπέρασμα ήταν ότι δεν θα μπορούσε να βρεθεί σχέση μεταξύ των δύο. Οι Keef και Rush (2003) εξέτασαν η σχέση μεταξύ EVA και την αντίδραση των χρηματιστηριακών τιμών. Ανακάλυψαν παρόμοια αποτελέσματα με τον Turvey (2000) (David Harper, 2008).

Η EVA είναι μια μέθοδος μέτρησης δημιουργίας αξίας που αποφεύγει τα μειονεκτήματα που παρουσιάζουν παραδοσιακές μέθοδοι μέτρησης δημιουργίας αξίας όπως ο δείκτης κέρδη ανά μετοχή (EPS) και το λογιστικό ποσοστό απόδοσης επί των απασχολούμενων κεφαλαίων (ROI) που εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων. Στοιχεία που μπορούν να χειραγωγηθούν από τη Διοίκηση της επιχείρησης και εξαρτώνται από την αγοραία τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να επηρεάζεται από παράγοντες που είναι άσχετοι με την απόδοση της εταιρίας. Η Economic Value Added δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, αφού στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (Παπαδόπουλος, 2006).

### **6.3 ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΑΞΙΑΣ – ECONOMIC VALUE ADDED<sup>7</sup>**

Επειδή από τον σκοπό της παρούσας εργασίας διαφεύγει η λεπτομέρεια ανάλυση του υπολογισμού της EVA στο υποκεφάλαιο αυτό θα παρατεθεί ο χονδρικός υπολογισμός της μαζί με ένα μικρό πρακτικό παράδειγμα. Η Economic Value Added βασίζεται στη κλασική οικονομική θεωρία, και για το λόγο αυτό, δεν είναι εντελώς διαφορετική από τις παραδοσιακές μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούσαν τις ελεύθερες ταμειακές ροές. Τρεις είναι οι πυλώνες στήριξης της:

---

<sup>7</sup> Το υποκεφάλαιο αυτό βασίζεται στο κεφάλαιο 5 της διπλωματικής εργασίας του κ. Κελεπούρη Ευθύμιου, «Διοίκηση επιχειρήσεων με βάση την οικονομική προστιθέμενη αξία», 2005

1. Οι ταμειακές ροές είναι πιο αξιόπιστες από τη λογιστική των δεδουλευμένων (λογιστική βάση).
2. Ορισμένες δαπάνες αποτελούν στην οικονομική πραγματικότητα μακροπρόθεσμες επενδύσεις.
3. Η εταιρεία δεν δημιουργεί αξία παρά μέχρι ένα όριο όπου αρχίζει να δημιουργείται απόδοση για τους μετόχους.

Η Economic Value Added υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC})$$

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) \rightarrow$$

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times \text{ROIC} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

Ισχύει όμως, πως  $\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{Operating Capital}$

Έτσι:

$$\text{EVA} = \text{Operating Capital} \times \text{NOPAT} / \text{Operating Capital} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

Δηλαδή:

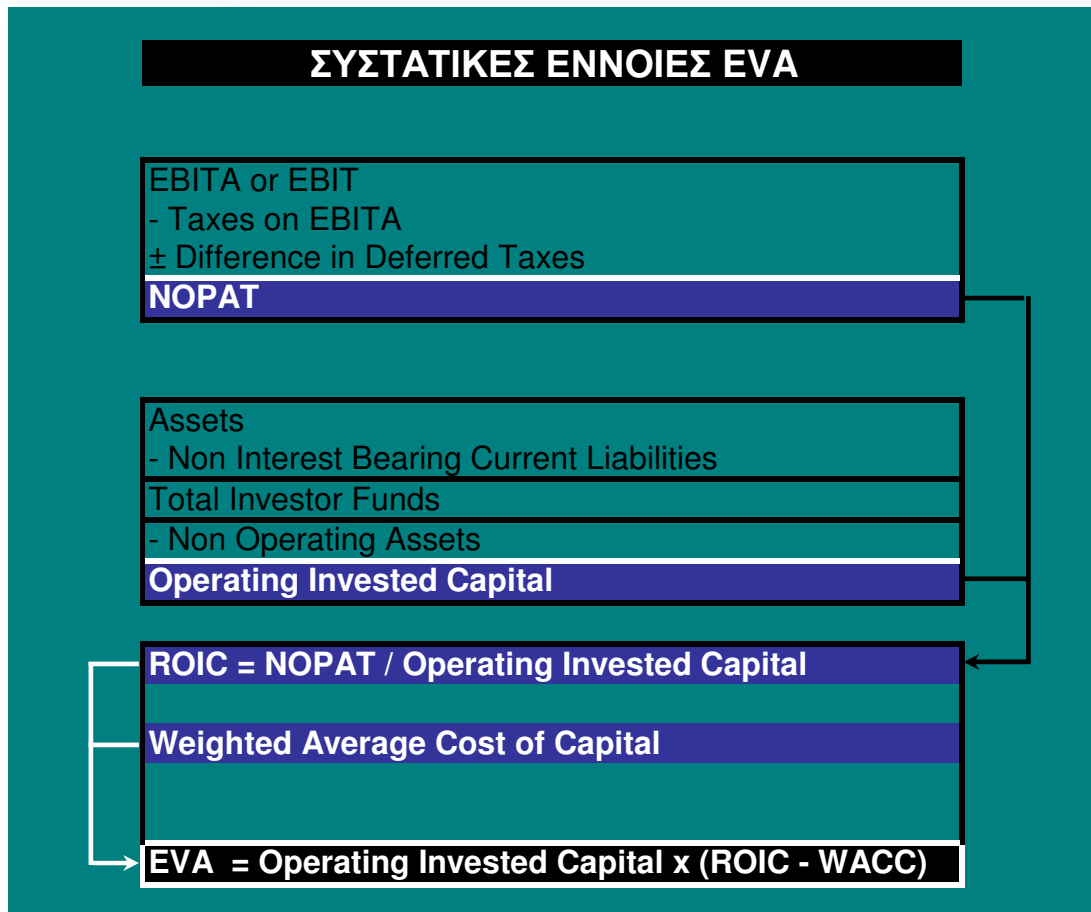
$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - \text{Operating Capital} \times \text{WACC}$$

Όμως:  $\text{NOPAT} = \text{EBIT} \times (1 - \text{corporate tax rate})$

Έτσι:

$$\text{EVA} = \text{EBIT} \times (1 - \text{corporate tax rate}) - (\text{Operating Capital}) \times (\text{WACC})$$

Πιο παραστατικά ο υπολογισμός της Economic Value Added έχει ως εξής:



Διάγραμμα 14 Υπολογισμός Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA)

### 6.3.1 ΠΡΑΚΤΙΚΟ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

<b>ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ</b>			
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>		<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	
<b>Κυκλοφορούν</b>		<b>Β/Π Υποχρεώσεις</b>	
Ταμείο	21	Προμηθευτές	510
Πελάτες	68	Δάνεια	104
Αποθέματα	852	Accruals	190
Προπληρωμές	33	<b>Σύνολο</b>	<b>804</b>
Χρεόγραφα	26	<b>Μ/Π Υποχρεώσεις</b>	
<b>Σύνολο</b>	<b>1.600</b>	Δάνειο	496
<b>Πάγια</b>		<b>Σύνολο</b>	<b>496</b>
Εξοπλισμός	76	<b>Ίδια κεφάλια</b>	
Μηχανήματα	157	Μετοχικό κεφ.	25
Έπιπλα	15	Αποθεματικά	575
Μεταφορικά Μέσα	30	<b>Σύνολο</b>	<b>600</b>
Διάφορα πάγια	22		
Σύνολο	300		
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>1.900</b>	<b>Σύνολο Παθητικού</b>	<b>1.900</b>

<b>ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ</b>	
Πωλήσεις	5.620
Κόστος Πωληθέντων	(3.513)
Έξοδα Διοίκησης και Διάθεσης	(1.743)
Κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)	364
Τόκοι	(44)
Κέρδη προ φόρων	320
Φόροι (40%)	(128)
Καθ. Κέρδη	192

#### Επενδεδυμένο Κεφάλαιο

Προσδιορισμός επενδεδυμένου κεφαλαίου. Το επενδεδυμένο κεφάλαιο μπορεί να υπολογισθεί μετά την αφαίρεση των μη τοκοφόρων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων από τις συνολικές υποχρεώσεις (ή το σύνολο του ενεργητικού) ή να υπολογισθεί με το άθροισμα όλων των πηγών χρηματοδότησης.

Σύνολο Υποχρεώσεων: 1.900	B/Π Δάνεια: 104 (σε ποσοστό 9%)
Μείον	M/Π Δάνεια: 496 (σε ποσοστό 41%)
Προμηθευτές: 510	Ίδια Κεφάλαια: 600 (σε ποσοστό 50%)
Accruals: 190	
<b>Επενδεδυμένο Κεφάλαιο: 1.200</b>	<b>Επενδεδυμένο Κεφάλαιο: 1.200</b>

Αν υποθεθεί ότι οι λογιστικές αξίες είναι κοντά στις τρέχουσες, για λόγους απλοποίησης του παραδείγματος, δεν θα γίνουν άλλες αναπροσαρμογές για τον υπολογισμό του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

### Κόστος Κεφαλαίου

Επιτόκιο Δανείων (B/Π και M/Π)	9%
<b>Κόστος Δανεισμού</b>	<b>9%</b>
Απόδοση 10ετούς ομολόγου R <sub>p</sub>	5%
	7%
<b>Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>12%</b>
<b>Συνολικό Κόστος Κεφαλαίου</b>	$9\% \times [600 / (600+600)] \times (1-0.4) + 12\%[600 / (600+600)] =$
	$= 2.7\% + 6\% =$
	<b>8.7%</b>

### Υπολογισμός Καθαρών Λειτουργικών Κερδών Μετά Από Φόρους

Στόχος των διάφορων αναπροσαρμογών είναι να εξαλειφθούν οι χρηματοδοτικές και λογιστικές στρεβλώσεις των οικονομικών δεδομένων. Μια σημαντική αναπροσαρμογή είναι ο συνυπολογισμός των τόκων. Τα NOPAT μετρούν την ικανότητα της εταιρείας να δημιουργεί ταμειακές ροές από επαναλαμβανόμενη λειτουργική δραστηριότητα. Αν η επιχείρηση δεν είχε καθόλου δανεισμό δεν θα πλήρωνε τόκους και η φορολογική ωφέλεια των τόκων θα είχε χαθεί. Σε περίπτωση δανεισμού, τα κέρδη αυξάνονται κατά τους τόκους μείον την φορολογική ωφέλεια των τόκων. Η φορολογική ωφέλεια των τόκων μπορεί να υπολογισθεί με το γινόμενο των τόκων επί τον φορολογικό



συντελεστή. Επιπρόσθετα ο ιδιοκτήτης θεωρεί ότι πρέπει να αμειφθεί για τις υπηρεσίες του στην εταιρεία με το ποσό των 50.000€ τον χρόνο.

$$\text{NOPAT} = \text{Καθαρά κέρδη μετά από φόρους} + \text{Αναπροσαρμογές} - \text{Φορολογική Ωφέλεια} = 192 + (44+50) - [(44+50)*0,4] = 248,4$$

### **Υπολογισμός EVA**

**EVA= Operating Capital x (ROIC – WACC)**

$$\text{ROIC} = 248,4 / 1.200 = 20,7\%$$

$$\text{EVA} = 1.200 \times (20,7\% - 8,7\%) = 144$$

**EVA = NOPAT – Χρέωση Χρήσης Κεφαλαίου**

$$248,4 - (1200 \times 8,7\%) = 248,4 - 104,4 = 144$$

### **6.4 Η EVA ΩΣ ΜΕΤΡΗΤΗΣ ΑΞΙΑΣ**

Η Economic Value Added μπορεί να υπολογιστεί για κάθε οντότητα (entity) της επιχείρησης, όπως τμήματα, θυγατρικές, γεωγραφική περιοχή, μάρκα, προϊόν κ.λ.π. Ορισμένοι όμως δείκτες, όπως η αγοραία προστιθέμενη αξία, εξαρτώνται από τις αγοραίες τιμές της μετοχής και κατά συνέπεια μπορούν να υπολογισθούν μόνο για τα τμήματα (όπως για θυγατρικές) της επιχείρησης που διαπραγματεύονται σε αγορά κεφαλαίου. Παράλληλα, για την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία ισχύει και η ιδιότητα της προσθετικότητας, δηλαδή

αθροίζοντας τα EVA's των επιμέρους στοιχείων ενός συνόλου, προκύπτει η EVA του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν τα EVA's για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η EVA ολόκληρης της επιχείρησης (Κελεπούρης, 2005).

Το γεγονός της ισοδυναμίας της μεθόδου της προεξόφλησης ταμιακών ροών με την προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι πάρα πολύ σημαντικό διότι δείχνει ακριβώς πως ο δείκτης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας βρίσκεται σε απόλυτη ευθυγράμμιση με την αξία της επιχείρησης. Έτσι, όταν προσδιορίζεται ο δείκτης αυτός, πράγματι μπορούμε να ξέρουμε την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.

Ενώ τόσο οι ελεύθερες ταμιακές ροές όσο και η Economic Value Added είναι συμβατές με την αξία της επιχείρησης, ενδείκνυται, όταν πρόκειται να μετρηθεί η απόδοση της επιχείρησης, η χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας διότι η ελεύθερη ταμιακή ροή μπορεί εύκολα να χειραγωγηθεί από τη διοίκηση της επιχείρησης. Αρκεί η αναβολή μιας επένδυσης, ώστε να μην πραγματοποιηθεί ταμιακή εκροή και κατά συνέπεια να εμφανισθεί βελτιωμένη η απόδοση της επιχείρησης (Παπαδόπουλος, 2006).

Η οικονομική προστιθέμενη αξία έχει ένα επιπλέον πλεονέκτημα ως μέγεθος αποτίμησης της παραγόμενης αξίας από την επιχείρηση. Δεν χρησιμοποιεί ιδιαίτερα μαθηματικά ενώ παράλληλα εντοπίζει τους κύριους οδηγούς αξίας (value drivers) σε μία επιχείρηση. Έτσι αν τα στελέχη εστιάσουν τη προσοχή τους στους παράγοντες που προσδιορίζουν τους οδηγούς αξίας εξασφαλίζουν

πως μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Οι οδηγοί αξίας μεταξύ άλλων είναι (Κελεπούρης, 2005):

1. Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού
2. Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)
3. Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC)
4. Η περίοδος διατήρησης του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος

Προφανώς, μια επιχείρηση που κερδίζει υψηλότερο κέρδος για κάθε ευρώ που έχει επενδυθεί, θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Όμοια, μια εταιρία με μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (με την προϋπόθεση πως οι εταιρίες έχουν ίδιο πριμ  $(ROIC - WACC)$  και το οποίο είναι μεγαλύτερο του μηδενός).

Συμπερασματικά, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου) και ο ρυθμός ανάπτυξης είναι οι παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Για να αυξήσει λοιπόν η διοίκηση μιας επιχείρησης τον πλούτο των μετόχων πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.
- Να εξασφαλίσει πως η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της, είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της.
- Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης της μόνο όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου.

Στην αντίθετη περίπτωση, η αύξηση των μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων

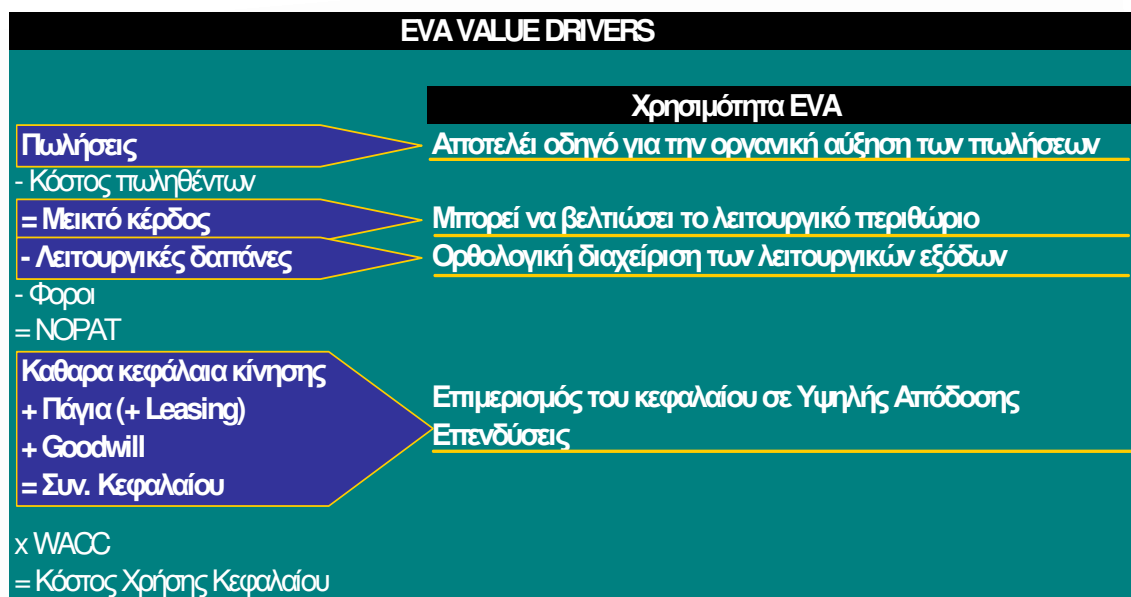
- Να μειώσει το κόστος κεφαλαίου της.

Η EVA αποτελεί ένα σύστημα Χρηματοοικονομικού Μάνατζμεντ που συνδέεται με τη δημιουργία αξίας. Κατά τη χρήση του συστήματος, το μάνατζμεντ – αλλά και οι εργαζόμενοι στην εταιρεία – εστιάζει στη χρήση του κεφαλαίου και στο πώς δημιουργείται το cash flow από τη χρήση του. Η εστίαση στη μεγέθυνση της EVA έχει διπλή ωφέλεια:

- Στρέφει την προσοχή του μάνατζμεντ προς τον πρωταρχικό στόχο που έχει, που είναι η αύξηση της αξίας της εταιρείας και την ωφέλεια για όλους τους stakeholders και
- Αποτρέπει το μάνατζμεντ από το να διοικεί την εταιρεία κοιτάζοντας πίσω στη βάση των πληροφοριών και των στρεβλώσεων της λογιστικής του ιστορικού κόστους.

Η EVA μετρά το ποσό της αξίας που η εταιρεία δημιουργεί σε συγκεκριμένη – οσοδήποτε μικρή – περίοδο από τις λειτουργικές της αποφάσεις που αφορούν τη βελτίωση των περιθωρίων και της διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης, την αποτελεσματική χρήση των παραγωγικών της εγκαταστάσεων και την ανακατανομή των χαμηλής αποδοτικότητας παραγωγικών της πόρων. Επομένως η EVA προάγει την υπευθυνότητα για τη χρήση των παραγωγικών πόρων, ανεξάρτητα αν αυτοί καταχωρούνται στον ισολογισμό ή στη κατάσταση αποτελεσμάτων.

- Κάποιες πρόσθετες ωφέλειες της EVA για την εταιρεία είναι ότι:
- Δημιουργεί μια κοινή γλώσσα επικοινωνίας για τη λήψη αποφάσεων, κυρίως στρατηγικής φύσεως.
- Βοηθά στην επίλυση προβλημάτων προϋπολογισμού.
- Αξιολογεί την απόδοση των στρατηγικών επιχειρηματικών μονάδων (SBU's – Strategic Business Units) και των διοικήσεων τους.
- Μετρά τη δυναμική ανάπτυξη νέων ευκαιριών που αυξάνουν την εταιρική αξία. Αποτέλεσμα της δημιουργίας ενός τέτοιου περιβάλλοντος αποφάσεων είναι η αύξηση της ποιότητας των αποφάσεων και ο προσανατολισμός προς μακροπρόθεσμο ορίζοντα στρατηγικούς στόχους
- Η EVA μπορεί να χρησιμοποιηθεί και για λειτουργικές αποφάσεις και ιδιαίτερα τη χρήση των μετρητών. Δίνει μεγαλύτερη έμφαση στο λειτουργικό περιθώριο που δικαιολογεί τις δαπάνες κεφαλαίου και ευνοεί τη δημιουργία πρόσθετου πριμ υπεραξίας.
- Η EVA αποτελεί κλειδί για τη λήψη αποφάσεων. Με τη χρήση μετρητών προστιθέμενης αξίας (value drivers) στο επίπεδο της επιχειρηματικής μονάδας, οι εταιρείες είναι σε θέση να διαπιστώσουν που μπορεί να επενδυθεί το κεφάλαιο αποτελεσματικότερα και ποια είναι η συνεισφορά κάθε επιχειρηματικής μονάδος στη συνολική αξία της εταιρείας. Οι μάνατζερ στη συνέχεια μπορούν να αμειφθούν στη βάση αυτής της συνεισφοράς.



Διάγραμμα 15 EVA – Value Drivers

Στο σημείο αυτό μπορεί να παρατεθεί ως παράδειγμα ότι ένας αποτελεσματικός τρόπος να αυξηθεί η EVA είναι η αύξηση του δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων που μειώνει το ύψος των μετρητών που δεσμεύεται σε πρώτες ύλες. Ταυτόχρονα, το αποτέλεσμα της αύξησης του δείκτη μπορεί να αποτιμηθεί έναντι του κόστους έλλειψης υλών ή καθυστέρησης παραγγελιών. Σε χαμηλότερο επίπεδο, οι εργάτες της παραγωγής μπορούν εύκολα να αντιληφθούν ότι με μείωση της «φύρας» αυξάνουν αυτόματα την EVA (Κολυβάκης, 2006).

Η EVA βοηθά τις εταιρείες να πάρουν αποφάσεις σε όλα τα επίπεδα, είτε στο στρατηγικό (εξαγορές, νέες αγορές κ.λπ.) είτε στο καθημερινό λειτουργικό. Υπάρχουν τρία βασικά μέσα αύξησης της EVA:

1. Με τη αύξηση του επιπέδου των λειτουργικών κερδών, χωρίς αύξηση του επενδυτικού κεφαλαίου (μείωση κόστους).

2. Με τη χρήση λιγότερου κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει βελτιώσεις στον τρόπο που διοικείται η εταιρεία (καινοτομία, εκσυγχρονισμός).
3. Με την επένδυση κεφαλαίου σε υψηλής αποδοτικότητας επενδύσεις

Τα πλεονεκτήματα και αδυναμίες της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added είναι τα εξής (Κελεπούρης, 2005):

### **ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ**

- Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added ουσιαστικά ενσωματώνει στοιχεία του ισολογισμού σε μία προσαρμοσμένη κατάσταση αποτελεσμάτων.
- Αναγνωρίζει ότι το κεφάλαιο δεν είναι δωρεάν και ενσωματώνει το κόστος αυτό.
- Βοηθά τα στελέχη καθώς διευκρινίζει πώς θα δημιουργήσουν αξία. (Τα κεφάλαια πρέπει να έχουν απόδοση μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου).
- Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added λειτουργεί καλύτερα για εταιρείες των οποίων οι ενσώματες ακινητοποιήσεις (ενεργητικό του ισολογισμού) συσχετίζονται με την αγοραία αξία των στοιχείων ενεργητικού – κάτι που συμβαίνει συχνά με τις ώριμες βιομηχανικές εταιρείες.

### **ΑΔΥΝΑΜΙΕΣ**

- Υπάρχουν εταιρείες που δεν μπορούν να προσαρμοστούν εύκολα για τη χρήση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας – Economic Value Added. Τέτοιες εταιρείες είναι αυτές που έχουν υψηλή ανάπτυξη, εταιρείες της νέας οικονομίας και της υψηλής τεχνολογίας, στις οποίες τα στοιχεία του ενεργητικού είναι «εκτός ισολογισμού» (off balance sheet) ή άυλα.
- Κίνδυνος υποεπένδυσης.
- Επειδή στηρίζεται επί του επενδεδυμένου κεφαλαίου, είναι περισσότερο κατάλληλη για την ανάλυση εταιριών έντασης στοιχείων ενεργητικού (εκείνα των οποίων η αξία προέρχεται σε μεγάλο βαθμό από τις ενσώματες ακινητοποιήσεις του ισολογισμού) που παρουσιάζουν κάπως προβλέψιμο τάσεις ανάπτυξης. Η καλύτερη αξιοποίηση του οικονομικού κέρδους τείνει να είναι το παραδοσιακό και ώριμες βιομηχανίες. Ως εκ τούτου, έχει λιγότερη σημασία για τις επιχειρήσεις που έχουν πολλές ασώματες ακινητοποιήσεις και εκτός ισολογισμού στοιχεία. Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία – Economic Value Added έχει δείξει περιορισμένη επιτυχία στην υψηλή τεχνολογία και στις εταιρείες παροχής υπηρεσιών.

Το κυρίαρχο συστατικό ενός ολοκληρωμένου στρατηγικού σχεδιασμού δυνητικής αύξησης της οικονομικής υπεραξίας της εταιρείας που οδηγεί σε ένα καλύτερο μέλλον, είναι να καταφέρει το μάνατζμεντ με τις αποφάσεις του να συντονίσει την αποτίμηση της εταιρείας με την ανάλυση του κινδύνου.

Η συνολική αξία της εταιρείας θα είναι το πριμ της υπεραξίας της (αναμενόμενη αξία EVA) συν την τρέχουσα αξία (τρέχουσα EVA). Επομένως για να είναι



αποτελεσματικός ο στρατηγικός σχεδιασμός, θα πρέπει το μάνατζμεντ να πάρει αποφάσεις συνυπολογίζοντας δύο παραμέτρους εξίσου σημαντικές:

- τη συμμόρφωση της εταιρείας στο διαρκώς μεταβαλλόμενο εξωτερικό περιβάλλον και
- τον επιμερισμό των πόρων και των δεξιοτήτων με στόχο τη βελτίωση της ανταγωνιστικής θέσης (SWOT Analysis, Balanced Scorecards).

Το σημείο εκκίνησης του Στρατηγικού Σχεδιασμού είναι η τρέχουσα αξία που αποτελεί τον «οδηγό» για τον Μακροπρόθεσμο Στρατηγικό Σχεδιασμό. Η εταιρική αξία είναι συνάρτηση των δυνητικών μελλοντικών χρηματοροών και του κινδύνου (risk), που ποσοτικοποιείται με τον συντελεστή προεξόφλησης (WACC), για να αναχθούν οι χρηματοροές σε σημερινές αξίες, συνυπολογίζοντας με αυτόν τον τρόπο την χρονική αξία του χρήματος, ώστε να κάνουμε ομοιόμορφες συγκρίσεις.

Οι χρηματοροές σύμφωνα με τον Porter εξαρτώνται από τον κλάδο και την δομή του, από το μείγμα των προϊόντων, το επίπεδο του ανταγωνισμού, το διατηρήσιμο ανταγωνιστικό πλεονέκτημα, τις τάσεις της ζήτησης και από την ικανότητα της εταιρείας να εκμεταλλεύεται τις ευκαιρίες που τις παρουσιάζονται. Οι παράγοντες κινδύνου περιλαμβάνουν τη χρηματοοικονομική θέση της εταιρείας, τη δομή του κόστους της, τη δομή των κεφαλαίων της, την ικανότητα του μάνατζμεντ για κερδοφορία, την εξέλιξη και τις τάσεις του κλάδου, τις ανταγωνιστικές δυνάμεις (Porter's Competitive Forces) και γενικότερα το μακροοικονομικό και θεσμικό περιβάλλον. Ο στρατηγικός σχεδιασμός θα

πρέπει να ποσοτικοποιηθεί στη βάση των ταμειακών ροών, του κινδύνου και της περιόδου διατήρησης ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος για τη δημιουργία οικονομικής αξίας (Κολυβάκης, 2006).

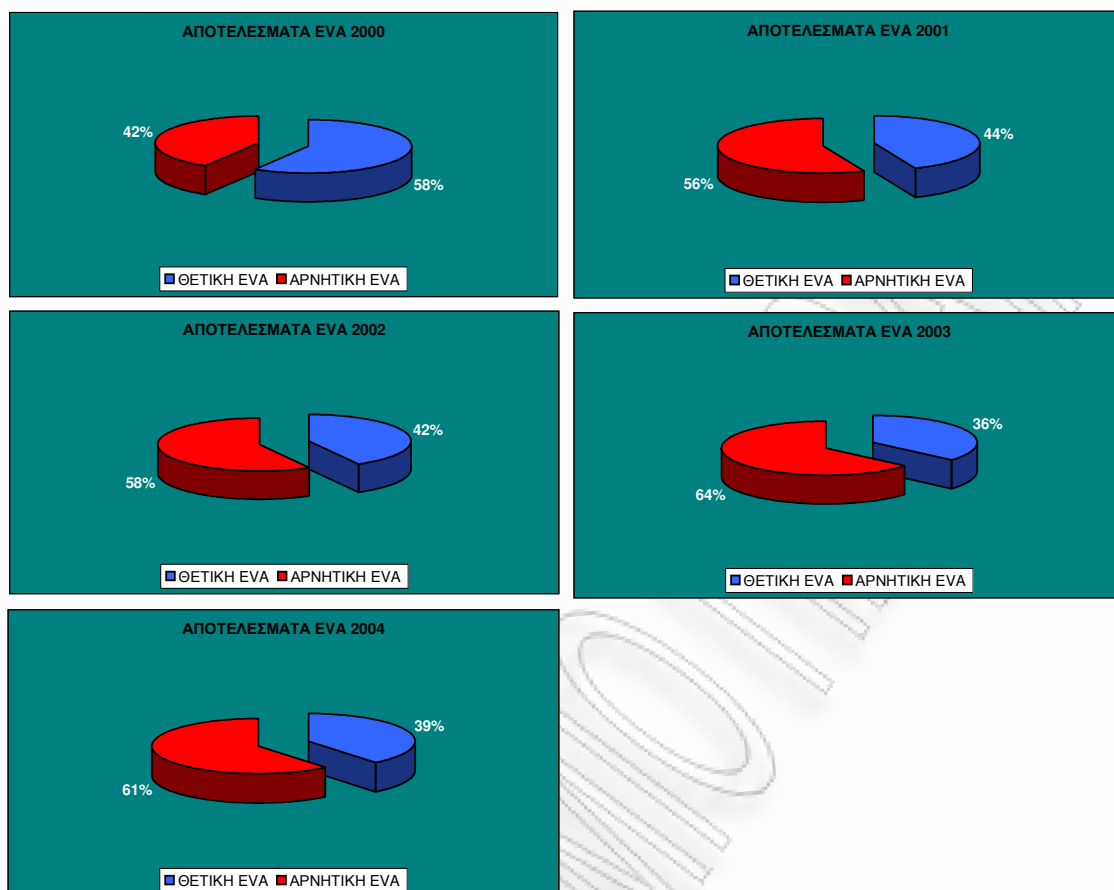
## 6.5 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕΛΕΤΩΝ

Σε αυτό το υποκεφάλαιο θα γίνει σύγκριση μεταξύ των αποτελεσμάτων της κατάταξης των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής Επιχείρησης και των αποτελεσμάτων σε όρους Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας.

Προηγούμενη μελέτη που εκπονήθηκε από των κ. Κελεπούρη Ευθύμιο είχε ως στόχο τον υπολογισμό της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 2000 – 2004. Σύμφωνα με εκείνη τη μελέτη για το έτος 2000, 148 εταιρείες δημιούργησαν αξία ενώ 105 καταστρέψανε αξία, για τα έτη 2001 – 2004 η πλειοψηφία των επιχειρήσεων κατάστρεψε αξία και μάλιστα σε συντριπτικό ποσοστό για τα δύο τελευταία έτη. Αναλυτικά τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 6-7 και στο Διάγραμμα 16.

	2000	2001	2002	2003	2004
<b>Value Creators</b>	148	111	107	93	100
<b>Value Destroyers</b>	105	144	148	162	155

Πίνακας 6-3 Value Creators & Destroyers, 2000 – 2004



Διάγραμμα 16 Αποτελέσματα EVA για την περίοδο 2000 – 2004

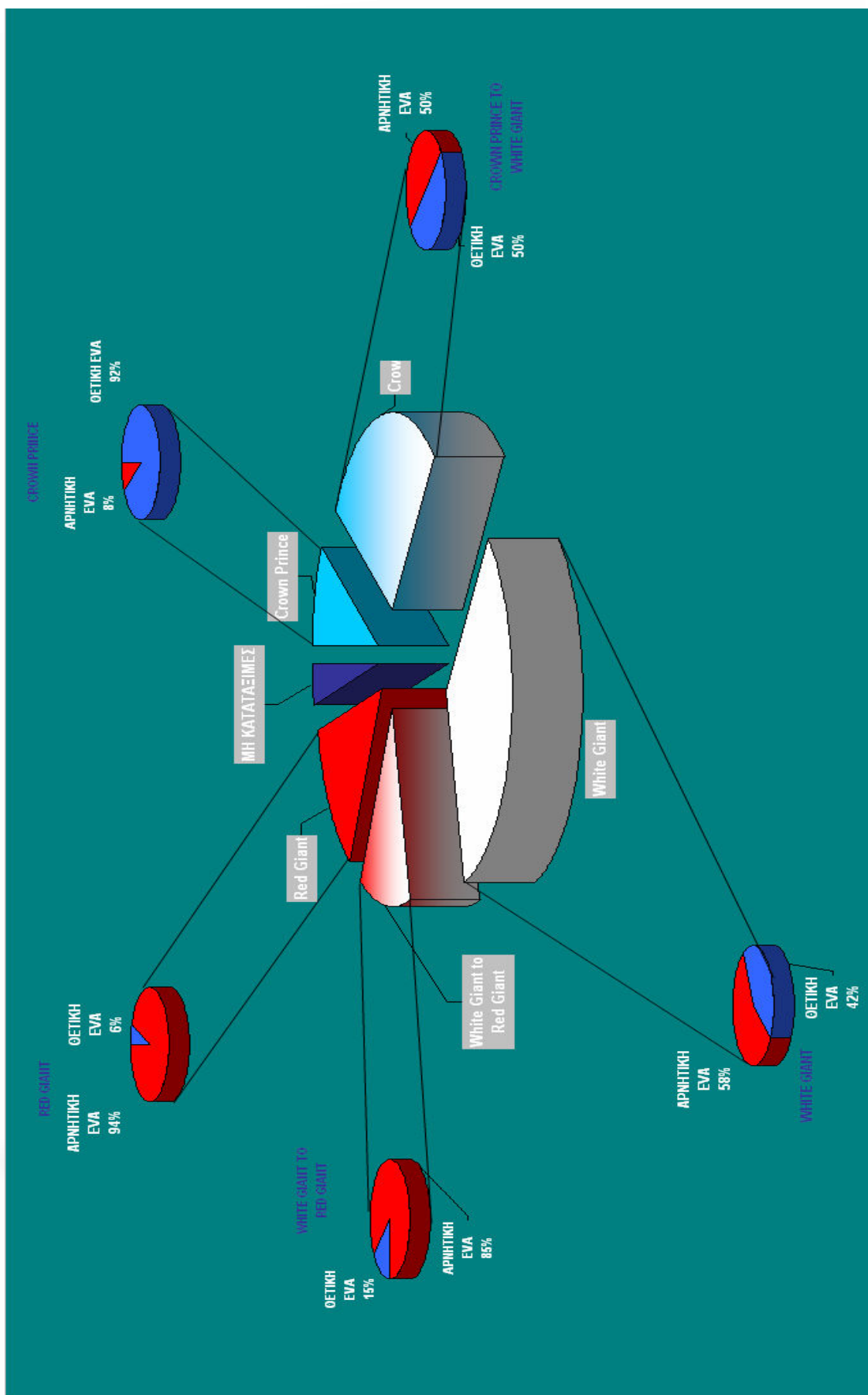
Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα αυτά (θετική ή αρνητική EVA) με τα αποτελέσματα της κατάταξης των εισηγμένων στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης, βλέπουμε ότι όσες επιχειρήσεις έχουν καταταχθεί στο στάδιο του Crown Prince έχουν παράλληλα και θετική EVA όλα τα έτη σε ποσοστό πάνω από 90% με ελάχιστες εξαιρέσεις. Αντίστοιχα οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο του Red Giant έχουν σε συντριπτικό ποσοστό αρνητική EVA, με εξαίρεση το έτος 2000. Σε ότι αφορά τα υπόλοιπα στάδια του σταδίου του χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης, μπορούμε να παρατηρήσουμε τα εξής: οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο μεταβατικό στάδιο μεταξύ Crown Prince και White Giant έχουν σε μεγάλο ποσοστό θετική EVA (μεταξύ 50% - 60%), οι επιχειρήσεις που είναι

στο στάδιο του White Giant στη πλειοψηφία τους έχουν αρνητική EVA, όπως άλλωστε και οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στο μεταβατικό στάδιο μεταξύ White Giant και Red Giant. Αναπόφευκτο είναι να μην παρατηρήσει κανείς ότι εταιρείες σε φθίνον στάδιο παράγουν θετική EVA. Ένας πιθανός λόγος για αυτό το γεγονός είναι η περίπτωση, οι εταιρείες ενώ παράγουν αξία για τους μετόχους τους ή/και για τους πελάτες τους, καταφέρνουν να το κάνουν αυτό με μη παραγωγικό τρόπο, με αποτέλεσμα να ζημιώνεται η επιχείρηση στο τέλος. Τα αποτελέσματα φαίνονται στον Πίνακα 6-8, ενώ τα Διαγράμματα 17 και 18 δείχνουν πιο παραστατικά τα παραπάνω αποτελέσματα.

CROWN PRINCE										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	15	100%	15	94%	14	88%	20	95%	18	86%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	0	0%	1	6%	2	12%	1	5%	3	14%
ΣΥΝΟΛΟ	15	100%	16	100%	16	100%	21	100%	21	100%
CROWN PRINCE TO WHITE GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	46	69%	40	59%	41	60%	36	49%	44	59%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	21	31%	28	41%	27	40%	38	51%	30	41%
ΣΥΝΟΛΟ	67	100%	68	100%	68	100%	74	100%	74	100%
WHITE GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	63	57%	45	41%	43	39%	31	33%	31	33%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	47	43%	65	59%	67	61%	63	67%	63	67%
ΣΥΝΟΛΟ	110	100%	110	100%	110	100%	94	100%	94	100%
WHITE GIANT TO RED GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	12	46%	7	27%	5	19%	4	15%	4	15%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	14	54%	19	73%	21	81%	22	85%	22	85%
ΣΥΝΟΛΟ	26	100%	26	100%	26	100%	26	100%	26	100%
RED GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	9	33%	2	7%	2	7%	1	3%	2	6%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	18	67%	25	93%	25	93%	32	97%	31	94%
ΣΥΝΟΛΟ	27	100%	27	100%	27	100%	33	100%	33	100%

Πίνακας 6-4 Αποτελέσματα EVA για τα Στάδια του ΧΚΕ





Διάγραμμα 18 Ανάλυση Σταδίων ΧΚΕ σε EVA, 2002 – 2004

Πρέπει να τονιστεί σε αυτό το σημείο ότι άμεση σύγκριση μεταξύ των δύο μεθοδολογιών (της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας και του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης), δεν μπορεί να γίνει καθώς η μεν Οικονομική Προστιθέμενη Αξία υπολογίζεται κυρίως σε ταμειακή βάση, η δε θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης σε λογιστική βάση. Επιπλέον, σύμφωνα με όσα παρατέθηκαν στο υποκεφάλαιο 6.2.3 για της μεθόδους μέτρησης αξίας, βασικό κριτήριο για την αντιστοίχιση των δεικτών μέτρησης απόδοσης και πλούτου είναι η συνέπεια μεταξύ των στοιχείων που τους απαρτίζουν. Κάθε στοιχείο του ενός δείκτη θα πρέπει να αναφέρεται στην ίδια ομάδα των ενδιαφερομένων ή κατόχων κεφαλαίου και τους αντίστοιχους ισχυρισμούς - λογαριασμούς «περί εταιρικής περιουσίας». Η EVA μπορεί να αντιστοιχιστεί σε επίπεδο ανάλυσης με την MVA, καθώς και οι δύο αναφέρονται στην υπολειμματική αξία της επιχείρησης, ενώ σε ταμειακή βάση η EVA μπορεί να συσχετιστεί μόνο με τα NOPAT, καθώς όχι μόνο στηρίζεται σε αυτά αλλά και γιατί δεν υπάρχει άλλο μέγεθος ή δείκτης απόδοσης ο οποίος να περιλαμβάνει φόρους αλλά όχι τόκους και αποσβέσεις. Πέραν τούτων, για να γίνει κατάταξη στα στάδια του ΧΚΕ, τα ποσοτικά δεδομένα μετατράπηκαν σε ποιοτικά, ενώ η EVA υπολογίζεται σε ποσοτικά μεγέθη. Το μόνο κοινό σημείο που έχουν οι δύο μέθοδοι είναι το αποτέλεσμα που παράγουν, δηλαδή την αξιολόγηση/αποτίμηση της εταιρείας και για αυτό το λόγο πάνω σε αυτό, το σημείο, γίνεται η σύγκριση.

Έχει γίνει σαφές από τα εισαγωγικά του κεφαλαίου ότι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA) είναι μία μέθοδος που μετρά την αξία της επιχείρησης ή αλλιώς την ικανότητα του μανατζμεντ να παράγει αξία ή όχι για την

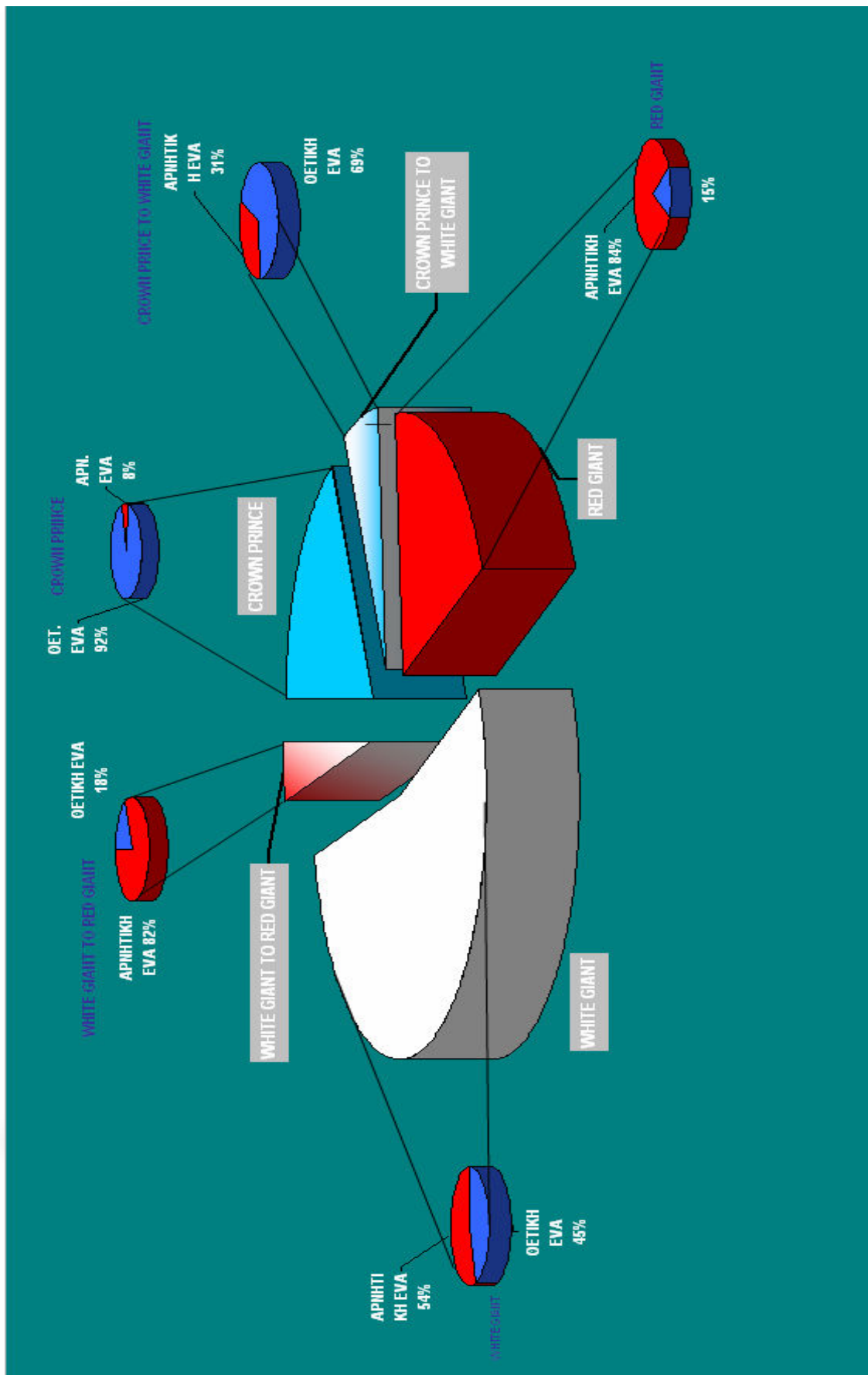
επιχείρηση. Με αυτό το κριτήριο σαν γνώμονα κρίνεται απαραίτητη η σύγκριση των αποτελεσμάτων των εισηγμένων επιχειρήσεων σε όρους EVA, με τα αποτελέσματα που προέκυψαν για το κριτήριο της αποδοτικότητας της διοίκησης του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης. Με αυτό τον τρόπο θα μπορέσουμε να δούμε αν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων παίρνοντας αποφάσεις που θα μεγιστοποιήσουν τα (λογιστικά) κέρδη (λαμβάνοντας υπόψη το κόστος παραγωγής και λειτουργίας, σύμφωνα με τον ορισμό της αποδοτικότητας και κατ' επέκταση του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης), παίρνουν ταυτόχρονα και αποφάσεις που μεγιστοποιούν την οικονομική αξία της επιχείρησης (λαμβάνοντας υπόψη το κόστος κεφαλαίου που έχει αυτή, σύμφωνα με τη θεωρία της EVA).

Στον Πίνακα 6-9 και στα Διαγράμματα 19 και 20 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της σύγκρισης του αποτελέσματος της EVA (θετική ή αρνητική) με τα αποτελέσματα του κριτηρίου της διοίκησης (ιδιαίτερα αποδοτική – Crown Prince, γραφειοκρατική – White Giant, αρνητική – Red Giant). Από αυτή τη σύγκριση παρατηρούμε ότι οι ιδιαίτερα αποδοτικές διοικήσεις του σταδίου Crown Prince έχουν θετική EVA, με εξαίρεση ελάχιστες περιπτώσεις, οι γραφειοκρατικές διοικήσεις του σταδίου White Giant έχουν στη πλειοψηφία τους αρνητική EVA και οι αναποτελεσματικές ή αρνητικές διοικήσεις του σταδίου Red Giant έχουν αρνητική EVA με εξαίρεση ελάχιστες περιπτώσεις. Ο λόγος για τον οποίο συμβαίνει κάτι τέτοιο στις επιχειρήσεις του σταδίου Red Giant είναι γιατί οι διοικήσεις τους ενώ φαίνεται να παράγουν αξία για τους μετόχους τους, καταφέρνουν να το κάνουν αυτό με μη παραγωγικό τρόπο, με αποτέλεσμα να ζημιώνεται η επιχείρηση στο τέλος.

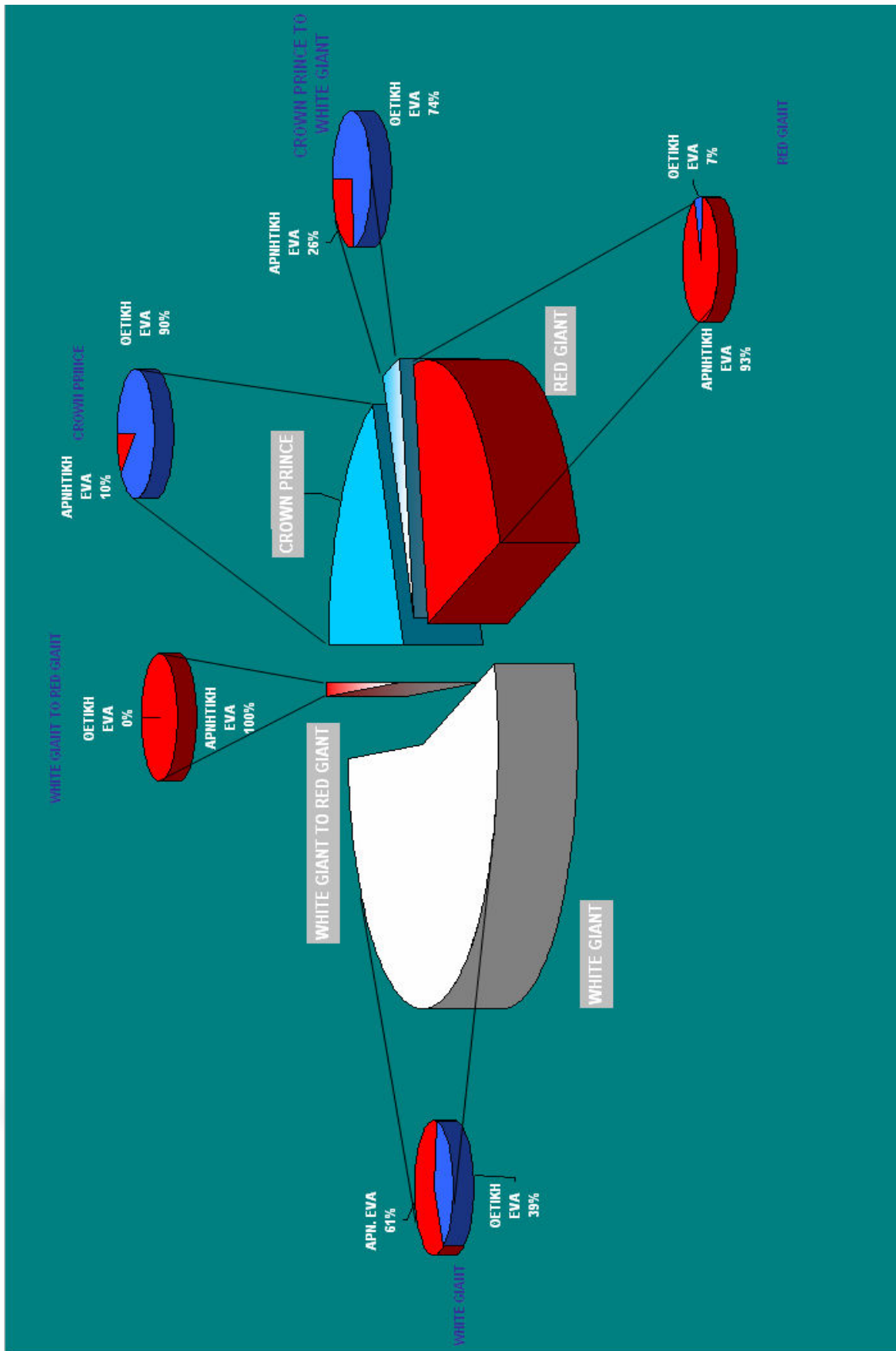


CROWN PRINCE										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	41	100%	41	93%	38	86%	44	94%	41	87%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	1	0%	3	7%	6	14%	3	6%	6	13%
ΣΥΝΟΛΟ	42	100%	44	100%	44	100%	47	100%	47	100%
CROWN PRINCE TO WHITE GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	13	81%	0,625	600%	10	63%	7	78%	6	67%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	3	19%	0,375	0%	6	37%	2	22%	3	33%
ΣΥΝΟΛΟ	16	1	1	600%	16	100%	9	100%	9	100%
WHITE GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	75	56%	56	41%	53	39%	38	28%	49	36%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	60	44%	79	59%	82	61%	100	72%	89	64%
ΣΥΝΟΛΟ	135	100%	135	100%	135	100%	138	100%	138	100%
WHITE GIANT TO RED GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	4	44%	0	0%	1	11%	0	0%	0	0%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	5	56%	9	100%	8	89%	2	100%	2	100%
ΣΥΝΟΛΟ	9	100%	9	100%	9	100%	2	100%	2	100%
RED GIANT										
	2000		2001		2002		2003		2004	
	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%	Εταιρείες	%
ΘΕΤΙΚΗ EVA	14	28%	4	8%	4	8%	4	7%	4	7%
ΑΡΝΗΤΙΚΗ EVA	36	72%	46	92%	46	92%	55	93%	55	93%
ΣΥΝΟΛΟ	50	100%	50	100%	50	100%	59	100%	59	100%

Πίνακας 6-5 Αποτελέσματα EVA για το Κριτήριο Αποδοτικότητας Διοίκησης του ΧΚΕ



Διάγραμμα 19 Ανάλυση Κριτηρίου Αποδοτικότητας Διοίκησης σε EVA, 2000 – 2002



Διάγραμμα 20 Ανάλυση Κριτηρίου Αποδοτικότητας Διοίκησης σε EVA, 2002 – 2004

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ 6<sup>ου</sup> ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

8. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003, σελ. 338 – 361
9. Ν. Κολυβάκης, "Value Based Management Systems", ΕΨΙΛΟΝ 7 Τεύχος 10. 2006, σελ. 513 - 516
10. Δ. Παπαδόπουλος, "Παραδοσιακές Μέθοδοι Μέτρησης Δημιουργίας Αξίας", ΕΨΙΛΟΝ 7 Τεύχος 04, 2006, σελ. 133 – 142
11. Κελεπούρης Ευθύμιος, «Διοίκηση επιχειρήσεων με βάση την οικονομική προστιθεμένη αξία», 2005, σελ. 70 – 110

### ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

10. Young S. David, O' Byrne F. Stephen, EVA and Value Based Management Mc Graw Hill Education, 2000, σελ. 85 - 95
11. Garrison / Noreen / Brewer, Managerial Accounting 11<sup>th</sup> edition, Mc Graw – Hill, 2006, σελ. 562 – 563
12. David Harper, Economic Value Added (2008-07-03), available at <http://www.investopedia.com/university/EVA>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΙΘΑΝΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

#### 7.1 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

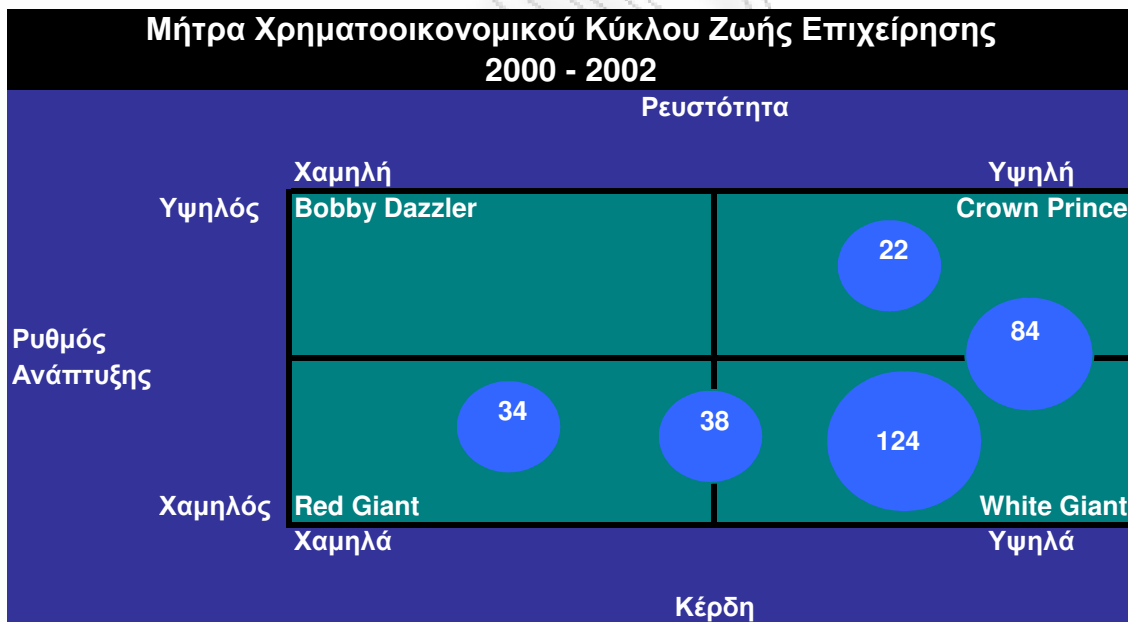
Όπως έχει προαναφερθεί στο 1ο Κεφάλαιο πρώτος στόχος της παρούσας μελέτης είναι η κατάταξη των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιρειών στα τέσσερα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής. Η εξέταση των παραπάνω εταιρειών υπό το πρίσμα του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης για την περίοδο 2000 – 2002 μας έδωσε τα εξής συμπεράσματα:

4. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών είναι White Giant.
5. Το αμέσως επόμενο ποσοστό εταιρειών είναι στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant.
6. Το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό εταιρειών είναι το μεταβατικό στάδιο White Giant προς Red Giant.

Με άλλα λόγια το μεγαλύτερο μέρος των εισηγμένων βρίσκεται στο στάδιο της ωριμότητας, το αμέσως μεγαλύτερο ποσοστό βρίσκεται στο μεταβατικό στάδιο

από την ανάπτυξη προς την ωριμότητα, ενώ το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό βρίσκεται μεταξύ της ωριμότητας και της παρακμής. Ακολουθούν οι επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται στο στάδιο της παρακμής και η μειοψηφία των επιχειρήσεων βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης.

Παρόλο που η μειοψηφία των επιχειρήσεων είναι οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, τα μεγέθη τους σχηματίζουν τουλάχιστον το 1/3 των ιδίων κεφαλαίων, του ενεργητικού και των πωλήσεων του συνόλου, ενώ σε ότι αφορά τα καθαρά κέρδη σε αυτές αποδίδεται το 50% του συνόλου.



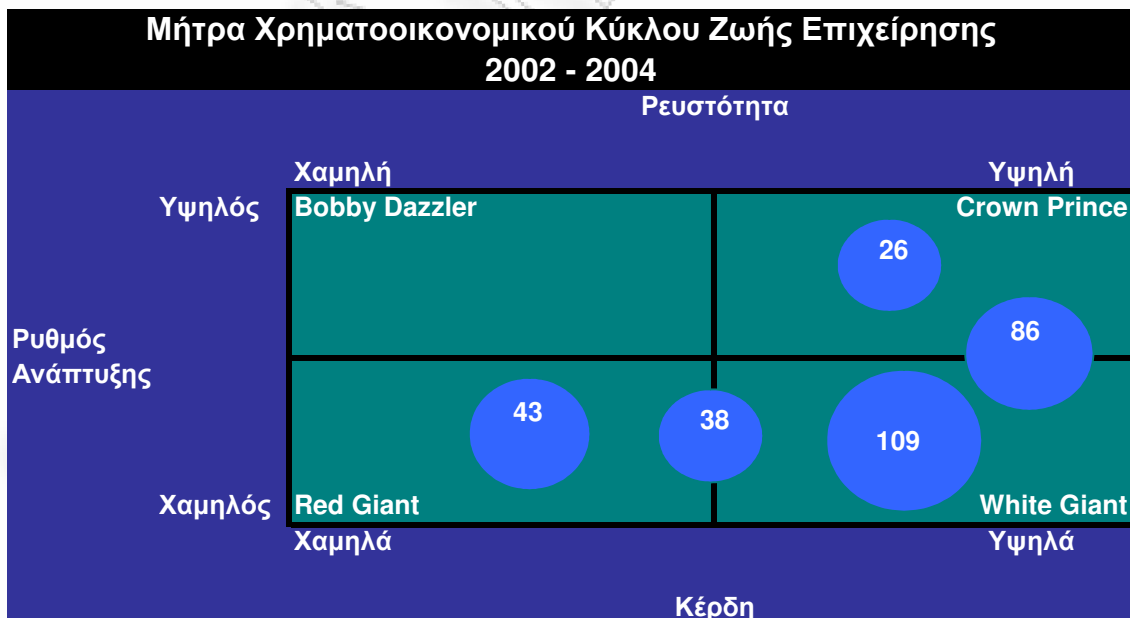
Διάγραμμα 21 Μήτρα ΧΚΕ για την περίοδο 2000 – 2002

Για την περίοδο 2002 – 2004 από την εξέταση των εισηγμένων επιχειρήσεων προέκυψαν τα εξής:

7. Το μεγαλύτερο ποσοστό των εταιρειών είναι White Giant.

8. Το αμέσως επόμενο ποσοστό εταιρειών είναι στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant.
9. Το τρίτο μεγαλύτερο ποσοστό εταιρειών είναι Red Giant.

Βλέπουμε ότι και για αυτήν την τριετία το μεγαλύτερο ποσοστό των επιχειρήσεων είναι στη φάση της ωριμότητας, ακολουθούν σε ποσοστό οι εταιρείες που βρίσκονται στο μεταβατικό στάδιο από την ανάπτυξη προς την ωριμότητα και τρίτο σε μέγεθος ποσοστό είναι εκείνο που αντιστοιχεί στις εταιρείες που βρίσκονται σε παρακμή. Μετά έρχονται οι εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο μεταξύ της ωριμότητας και της παρακμής, ενώ και για αυτήν την τριετία η μειοψηφία των εισηγμένων είναι οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις, οι οποίες και εδώ διαμορφώνουν τον μεγαλύτερο όγκο των αποτελεσμάτων και των μεγεθών του συνόλου των εισηγμένων.



Διάγραμμα 22 Μήτρα ΧΚΕ για την περίοδο 2002 – 2004

Από την σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο περιόδων παρατηρήσαμε ότι:

10. 140 εταιρείες παρέμειναν αμετάβλητες,
11. 82 παρουσίασαν άνοδο, 33 πτώση,
12. 52 κινήθηκαν μεταξύ του μεταβατικού σταδίου Crown Prince προς White Giant και των σταδίων Crown Prince και White Giant, ενώ
13. 5 εταιρείες είχαν ακραίες μεταβολές, από το μεταβατικό στάδιο του Crown Prince προς White Giant στο μεταβατικό στάδιο του White Giant προς Red Giant και αντίστροφα.

	ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Άνοδος	82	26%
C-W → W	17	5%
W → C-W	35	11%
Αμετάβλητες	140	45%
W → W-R	18	6%
W → R	6	2%
W-R → R	9	3%
Ακραίες Μεταβολές	5	2%
<b>ΣΥΝΟΛΟ</b>	<b>312</b>	<b>100%</b>

Πίνακας 7-1 Αναλυτική Πορεία Επιχειρήσεων

14. Μελετώντας τα κριτήρια και για της δύο τριετίες μπορούμε να πούμε ότι, το πιο σημαντικό κριτήριο είναι εκείνο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης, καθώς με πιθανότητα 54% - 58% το αποτέλεσμα που θα βγει από εκείνο, θα είναι και το αποτέλεσμα της κατάταξης.
15. Επίσης το κριτήριο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης φαίνεται να σχετίζεται με τα αποτελέσματα των κριτηρίων του ρυθμού αύξησης των εσόδων και του οικονομικού αποτελέσματος.

Η μερισματική πολιτική των επιχειρήσεων και τα ζητήματα εξωτερικής ανάπτυξης αν και αποτελούν μέρος της θεωρίας του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης δεν εξετάστηκαν στην παρούσα εργασία ως κριτήρια χαρακτηρισμού και κατάταξης των επιχειρήσεων. Ο λόγος ήταν αφενός η βούληση του συγγραφέα να μπορεί άμεσα να συγκρίνει τη μελέτη του με τη



μελέτη του κ. Αναστασάκη Ελευθέριου, με τα ίδια κριτήρια που χρησιμοποίησε και εκείνος και αφετέρου η χρονοβόρα διαδικασία ανεύρεσης όλων των δεδομένων και πληροφοριών που θα έβγαζε εκτός χρονοδιαγράμματος την παρούσα εργασία. Για αυτούς τους λόγους η σύγκριση των αποτελεσμάτων της μελέτης με τη μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες έγινε με όσα στοιχεία ήταν διαθέσιμα στον συγγραφέα και αποτελούν περισσότερο εμπειρικές παρατηρήσεις. Έτσι συνοπτικά έχουμε να παρατηρήσουμε ότι:

16. Η μερισματική πολιτική που ακολουθούν οι εταιρείες δεν συνάδει απόλυτα με τη θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης και επιβεβαιώνεται μόνο για τις εταιρείες που βρίσκονται στα στάδια White Giant και Red Giant. Οι εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο Crown Prince και στο μεταβατικό στάδιο Crown Prince προς White Giant ενώ δεν θα έπρεπε να σύμφωνα με τη θεωρία να πληρώνουν υψηλά μερίσματα – για να χρησιμοποιούν τα μετρητά τους για τη χρηματοδότηση των αναπτυξιακών τους πολιτικών – πράττουν το αντίθετο, πληρώνοντας μερίσματα τα οποία ξεπερνούν ακόμη και εκείνα που πληρώνουν εταιρείες σε στάδιο ωρίμανσης.
17. Σε θέματα εξωτερικής ανάπτυξης (συγχωνεύσεων και εξαγορών) η θεωρία του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης επαληθεύεται πλήρως καθώς οι εξαγοράζουσες επιχειρήσεις βρίσκονταν είτε σε στάδιο ανάπτυξης είτε σε στάδιο ωρίμανσης, ενώ οι εταιρείες στόχοι ήταν είτε μικρότερες εταιρείες είτε εταιρείες σε αναζήτηση στρατηγικών εταίρων.

Δεύτερος στόχος της παρούσας μελέτης ήταν η σύγκριση της με προηγούμενη μελέτη που έχει γίνει πάνω στον Χρηματοοικονομικό Κύκλο Ζωής και πιο συγκεκριμένα με τη μελέτη του κ. Αναστασάκη Ελευθέριου που είχε τίτλο: Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας υπό το πρίσμα του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης (1997). Από τη σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο μελετών για τις 147 εταιρείες που βρέθηκαν κοινές μπορούμε να εξάγουμε τα εξής:

- 18.** 37 εταιρείες παρέμειναν αμετάβλητες,
- 19.** 54 παρουσίασαν άνοδο,
- 20.** 34 πτώση,
- 21.** 22 κινήθηκαν μεταξύ του μεταβατικού σταδίου Crown Prince προς White Giant και των σταδίων Crown Prince και White Giant, ενώ σε
- 22.** 13 εταιρείες παρατηρήθηκαν ακραίες μεταβολές, από το στάδιο του Bobby Dazzler στο στάδιο του White Giant και από το στάδιο του Crown Prince στο μεταβατικό στάδιο του White Giant προς Red Giant και στο στάδιο του Red Giant.
- 23.** Η εκτίμηση των παραπάνω μεταβολών είναι θετική καθώς οι περισσότερες εταιρείες σημείωσαν άνοδο, ενώ το μεγαλύτερο μέρος των εταιρειών που έμειναν αμετάβλητες βρίσκονταν στο στάδιο του White Giant, δηλαδή στο κορύφωμα της ακμής τους.

Τρίτος στόχος της μελέτης ήταν η σύγκριση με το υπόδειγμα της Οικονομική Προστιθέμενης αξίας (EVA®) και ειδικότερα με τη μελέτη του κ. Κελεπούρη Ευθύμιου που υπολόγισε την Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (EVA®) των

εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χ.Α.Α. για την περίοδο 2000 – 2004, για την εξαγωγή συμπερασμάτων. Η σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο μελετών έγινε σε δύο επίπεδα. Το πρώτο αφορούσε τη σύγκριση των αποτελεσμάτων EVA (θετικά/αρνητικά) με εκείνα της κατάταξης των εταιριών στα στάδια του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης και το δεύτερο τη σύγκριση των αποτελεσμάτων EVA (θετικά/αρνητικά) με τα αποτελέσματα του κριτηρίου της αποδοτικότητας της διοίκησης. Από αυτές τις συγκρίσεις βρέθηκε ότι:

24. Οι εταιρίες που βρίσκονταν σε φάση ανάπτυξης και στο μεταβατικό στάδιο ανάπτυξης και ωρίμανσης (στάδια Crown Prince και Crown Prince προς White Giant αντίστοιχα) παρουσίαζαν θετική EVA. Οι εταιρείες που βρίσκονταν στο στάδιο της ωρίμανσης (White Giant) είχαν επί το πλείστον αρνητική EVA και τέλος οι εταιρείες στο στάδιο της παρακμής και στο μεταβατικό στάδιο της ωρίμανσης και παρακμής (Red Giant και White Giant προς Red Giant) είχαν επίσης αρνητική EVA.
25. Οι εταιρείες με ιδιαίτερα αποδοτική διοίκηση ή με ιδιαίτερα αποδοτική διοίκηση που έτεινε προς γραφειοκρατική (στάδιο Crown Prince και Crown Prince προς White Giant αντίστοιχα), είχαν θετική EVA, ενώ οι εταιρείες με γραφειοκρατική διοίκηση η/και με αρνητική διοίκηση είχαν αρνητική EVA.

## 7.2 ΠΙΘΑΝΕΣ ΠΡΟΕΚΤΑΣΕΙΣ

Ως πιθανές προεκτάσεις της μελέτης μπορούν να καταγραφούν οι ακόλουθες:

- Συσχετισμός των ευρημάτων της μελέτης με τα συμπεράσματα άλλων χρηματοοικονομικών αναλύσεων που προέκυψαν από μελέτες της μερισματικής πολιτικής των επιχειρήσεων.
- Στατιστικός έλεγχος των κριτηρίων που χρησιμοποιήθηκαν για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης.
- Χρήση στοιχείων εσωτερικής πληροφόρησης, όπως οι αλλαγές στη διοίκηση μιας εταιρείας. Μια χρήση του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής Επιχείρησης θα μπορούσε να είναι η αξιολόγηση της απερχόμενης διοίκησης.
- Συσχετισμός των αποτελεσμάτων της μελέτης με εργασίες πάνω στο κύκλο ζωής προϊόντος, την καμπύλη εμπειρίας τον πίνακα του Strategic Planning Institute (SPI) με σκοπό τη παρουσίαση ενός μοντέλου το οποίο θα αντιμετωπίζει ολοκληρωμένα τα προβλήματα των επιχειρήσεων και τις αγωνίες τους για διατήρηση θέσης και αύξηση μεριδίου αγοράς, όχι μόνο με την απόλυτη αντιμετώπιση των αριθμών αλλά και εξετάζοντας την γενικότερη εικόνα ενός οργανισμού (βλ. Εικόνα 4 Συνδυασμός Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής και Κύκλου Ζωής Προϊόντος στο Κεφάλαιο 2).

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αναστασάκης Ελευθέριος, Μελέτη της Ελληνικής Οικονομίας υπό το πρίσμα του Χρηματοοικονομικού Κύκλου Ζωής της Επιχείρησης, 1997
2. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003
3. Αρτίκης Γεώργιος, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2003
4. Γεωργόπουλος Νικόλαος, Στρατηγικό Μάνατζμεντ, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 2004
5. Κολυβάκης Ν. "Value Based Management Systems" ΕΨΙΛΟΝ 7 Τεύχος 10. 2006
6. Μπένος Βασίλειος, Μέθοδοι και Τεχνικές Δειγματοληψίας, Εκδόσεις Σταμούλης, Πειραιάς 1991
7. Παπαδόπουλος Δ. "Παραδοσιακές Μέθοδοι Μέτρησης Δημιουργίας Αξίας" ΕΨΙΛΟΝ 7 Τεύχος 04. 2006
8. Πετροπούλου Αγγελική-Ευγενία, Επισκόπηση εμπειρικών μελετών για τις συνέπειες των τραπεζικών εξαγορών και συγχωνεύσεων και παρουσίαση των επιχειρηματικών αυτών συμπράξεων σε Ευρώπη και Ελλάδα, 2005
9. Σαρσέντης Βασίλειος, Επιχειρησιακή Στρατηγική και Πολιτική, Εκδόσεις Γ. Μπένου, Αθήνα 1996
10. Τσίμπος Κλέων & Γεωργιακώδης Φώτης, Περιγραφική και Διερευνητική Στατιστική Ανάλυση Δεδομένων, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 1999, σελ.327, 331
11. Χουλιάρα Λουκία, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, 2003
12. Grant Thornton, 2006, "Οι Επιπτώσεις των I.F.R.S. κατά την πρώτη εφαρμογή τους στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες". Διαθέσιμο στην Καθημερινή:  
[http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/\\_w\\_articles\\_mc1\\_1\\_01/01/2006\\_140328](http://portal.kathimerini.gr/4dcgi/_w_articles_mc1_1_01/01/2006_140328)

## ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Jay Heizer & Barry Render, Operations Management 8<sup>th</sup> edition, Pearson Prentice Hall, 2006
2. John E. Swan and David R. Rink, “Fitting Market Strategy to Varying Product Life Cycle” Business Horizons, January-February 1982 σελ. 72-76
3. Garrison / Noreen / Brewer, Managerial Accounting 11<sup>th</sup> edition, Mc Graw – Hill
4. Gerald J. Tellis and C. Merle Crawford, “An Evolutionary Approach to Product Growth theory”, Journal of Marketing, July 1986, σελ. 125-134
5. Levitt Theodore, “Marketing Myopia”, Harvard Business Review, July-August 1960
6. Young S. David, O’ Byrne F. Stephen, EVA and Value Based Management Mc Graw Hill Education, 2000
7. Phillip Kotler & Kevin Lane Keller, Marketing Management 12<sup>th</sup> edition, Pearson Prentice Hall, 2006
8. Salvatore Dominick, Managerial Economics in a Global Economy, Thomson South-Western, 2004
9. David Harper, Economic Value Added (2008-07-03), available at <http://www.investopedia.com/university/EVA>