



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική εργασία

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ – ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ

**Επιβλέπων Καθηγητής :
κ. Ιωάννης Σώρρος**

**Φοιτητής :
Θεόδωρος Ι. Ανδρόνικος**

Πειραιάς, 2008

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ – ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ & ΕΞΑΓΟΡΕΣ

Φοιτητής : Ανδρόνικος Θεόδωρος

Σημαντικοί όροι : Αξία επιχείρησης, Αποτίμηση, Προεξόφληση Ταμιακών Ροών, Προστιθέμενη Οικονομική Αξία, Συγχωνεύσεις & Εξαγορές

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η αξία της επιχείρησης πρέπει να υπολογιστεί με μια προοπτική στο μέλλον. Ο σκοπός είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τις μελλοντικές επιπτώσεις των σημερινών αποφάσεων και να μπορεί να απαντήσει στο κρίσιμο ερώτημα : «Για πόσο καιρό μπορεί η επιχείρηση να διατηρήσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα ;».

Είναι ευρέως γνωστό ότι οι προβλέψεις εμπεριέχουν μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας και υπάρχουν πολλοί παράγοντες που επηρεάζουν τις επιδόσεις οι οποίοι βρίσκονται πέραν του ελέγχου της Διοίκησης. Επιπλέον όλοι οι συγκεκριμένοι κίνδυνοι πρέπει να αναλύονται σαν ξεχωριστά σενάρια.

Αυτή η εργασία αποτελεί μία περιγραφή σύγχρονων μεθοδολογιών αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης με εκτενή ανάλυση των κυριότερων και πιο συχνά χρησιμοποιούμενων από αυτές. Στη συνέχεια αναλύεται ο βασικότερος λόγος για τον οποίο γίνεται μία αποτίμηση, δηλαδή οι Συγχωνεύσεις και οι Εξαγορές μεταξύ επιχειρήσεων, οι οποίες αποτελούν ένα οικονομικό φαινόμενο που εμφανίσθηκε λόγω της ανάγκης για ολοένα και μεγαλύτερη αξία της κάθε εταιρίας και των μετόχων της.

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επιβλέποντα Καθηγητή της Διπλωματικής, κ. Ιωάννη Σώρρο, για την καθοδήγηση και υποστήριξη κατά τη συγγραφή της παρούσας εργασίας, καθώς και για την ευκαιρία που μου έδωσε να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον αλλά και επίκαιρο θέμα.

Στην προετοιμασία της εργασίας αυτής, σημαντική βοήθεια επίσης έλαβα από τον κύριο Πέτρο Πέτρουλα, ο οποίος υπήρξε Διευθυντικό Στέλεχος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος (Γενικός Διευθυντής Εταιρείας Factoring) και θα ήθελα να τον ευχαριστήσω για τη συμβολή του στη συλλογή των δεδομένων.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω ολόψυχα τους γονείς μου, για την απεριόριστη αγάπη τους και τη διαρκή υποστήριξή τους, η οποία στάθηκε οδηγός σε κάθε μου βήμα.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	Σελίδα
Περίληψη	2
Ευχαριστίες	3
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ	8
ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ – ΓΡΑΦΗΜΑΤΩΝ	8
ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ	
1.1. Αντικειμενικός σκοπός εργασίας	10
1.2. Διάρθρωση εργασίας	10
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	
2.1. Εισαγωγή	12
2.1.1. Εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.....	13
2.2. Ενδιαφερόμενα μέρη αποτίμησης.....	13
2.3. Λόγοι αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης.....	16
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	
3.1. Εισαγωγή.....	19
3.2. Μέθοδοι αποτίμησης	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ	
4.1. Εισαγωγή	22
4.1.1 Η επίδραση των ΔΛΠ στη μέθοδο	22
4.1.2. Εκτίμηση της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού.....	23
4.1.3. Αποτίμηση επιχείρησης και κυβερνητική πολιτική.....	23
4.1.4. Φορολογία και αξία επιχείρησης	25
4.1.5. Καθαρή Περιουσιακή Θέση σε επιχειρήσεις υπό εκκαθάριση.....	25
4.2. Μέθοδος υπολογισμού της Καθαρής Θέσης.....	26
4.3. Εφαρμογή της μεθόδου	26

4.3.1. Τρόποι εφαρμογής.....	26
4.3.1.1 Εφαρμογή με βάση πρωτογενείς πληροφορίες.....	26
4.3.1.2 Εφαρμογή με τροποποίηση – διόρθωση του ισολογισμού.....	27
4.4. Συμπεράσματα	28

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

5.1. Εισαγωγή	30
5.2. Βασικές αρχές της μεθόδου.....	30
5.2.1. Πλεονεκτήματα της χρήσης των ταμιακών ροών.....	30
5.2.2. Λόγοι χρησιμοποίησης των ταμιακών ροών	32
5.2.3. Η δημιουργία της αξίας με βάση τις ταμιακές ροές	35
5.3. Χρήσιμοι όροι	35
5.4. Ανάλυση των μεθόδων που βασίζονται στις ταμιακές ροές και η επιλογή της σωστής για την αποτίμηση	37
5.4.1. Πραγματικές ταμιακές ροές.....	39
5.4.2. Η προεξόφληση ταμιακών ροών με βάση τύπους	39
5.5. Βασικοί παράγοντες της διαδικασίας αποτίμησης	
5.5.1. Εισαγωγή	40
5.5.2. Δείκτες αξιολόγησης ταμιακών ροών	40
5.6. Εφαρμογή της μεθόδου	41
5.6.1. Ταμιακά Πλεονάσματα	41
5.6.2. Ο συντελεστής προεξόφλησης	42
5.6.3. Χρονική περίοδος πρόβλεψης	44
5.6.3.1. Προσδιορισμός χρονικής περιόδου πρόβλεψης	44
5.6.4. Η Υπολειμματική Αξία	44
5.6.4.1.Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας	46
5.7. Σύγκριση ΚΠΑ και ΕΠΑ.....	48
5.8. Τελικός υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης	48

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡ-ΠΡΟΣΟΔΟΥ

6.1. Εισαγωγή	50
6.2. Παραδοχές στις οποίες βασίζεται η αποτίμηση	51
6.3. Εφαρμογή της μεθόδου	52

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (ECONOMIC VALUE ADDED Ή ECONOMIC PROFIT)

7.1. Εισαγωγή.....	55
7.2. Πλεονεκτήματα ΠΟΑ	55

7.3. Παράγοντες που επηρεάζουν την ΠΟΑ	56
7.4. Τρόποι υπολογισμού της ΠΟΑ	57
7.4.1. Μειονεκτήματα της ΠΟΑ	60
7.4.2. Προτάσεις για βελτίωση της μεθόδου	62
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΟΡΓΑΝΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ	
8.1. Εισαγωγή	64
8.2. Μειονεκτήματα της μεθόδου	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ	
9.1. Εισαγωγή	66
9.2. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής	66
9.3. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων	68
9.4. Η μέθοδος του P/E – EPS	69
9.5. Η μέθοδος της συνολικής απόδοσης μετόχου (Total Return to Shareholder–TRS)	70
9.6. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς	70
9.7. Η μέθοδος της αγοραίας προστιθέμενης αξίας (Market Value Added – MVA)	71
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ	
10.1. Εισαγωγή	73
10.2. Στάδια της μεθόδου	75
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ	
11.1. Εισαγωγή	78
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12 : ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – WACC (ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ)	
12.1. Εισαγωγή	81
12.1.1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)	82
12.1.2. Arbitrage Pricing Model (APM)	84
12.1.3. Μοντέλο Μεγέθυνσης Μερισμάτων	85
12.2. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)	85
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13 : ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ (Ε&Σ)	
13.1. Γενικά	91
13.2. Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων.....	95
13.3. Λόγοι πραγματοποίησης Ε&Σ	98

13.4. Κίνητρα που στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης	102
13.5. Κίνητρα που δε στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.....	102
13.6. Εξαγορές με έκδοση νέων μετοχών ή με μετρητά	103
13.7. Λόγοι αποτυχίας Ε&Σ	105
13.8. Βήματα για μία επιτυχημένη εξαγορά – συγχώνευση	106
13.9. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα Ε&Σ	107
13.10. Ανακεφαλαίωση	108
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ	
14.1. Συμπεράσματα.....	111
14.2. Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.....	112
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	113

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Σελίδα

Πίνακας 2.1 : Χρήστες και μέθοδοι αποτίμησης	14
Πίνακας 2.2 : Καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης	16
Πίνακας 13.1 : Οι δέκα μεγαλύτερες Ε&Σ σύμφωνα με την αξία συναλλαγής	92

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΣΧΕΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Σχεδιάγραμμα 3.1 : Ρόλος και πηγές πληροφοριών και μεθοδολογίας αποτίμησης	19
Σχεδιάγραμμα 7.1 : Σχέση μεταξύ βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών και ΠΟΑ	58
Σχεδιάγραμμα 9.1 : Η αξία των μετοχών σε σχέση με το ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.....	69
Σχεδιάγραμμα 10.1 : Αριθμοδείκτες ως μέθοδοι αποτίμησης και τα ποσοστά χρήσης τους από τους αναλυτές αγοράς	74
Σχεδιάγραμμα 10.2 : Εντοπισμός προβλημάτων εκτίμησης με τη χρήση δύο αριθμοδεικτών.....	74
Σχεδιάγραμμα 12.1 : WACC & Αξία της επιχείρησης	89
Σχεδιάγραμμα 13.1. : Συνολική αξία Ε&Σ στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1980 – 2005	91
Σχεδιάγραμμα 13.2. : Συνολική αξία Ε&Σ στην Ευρώπη για την περίοδο 1980 – 2005	92

ΣΥΝΤΟΜΟΓΡΑΦΙΕΣ

ΚΒΣ :	Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων
DFC :	Discounted Cash Flow
ΝΟΡΑΤ :	Net Operating Profit After Taxes
ROI :	Return On Investment
TRS :	Total Return to Shareholder
WACC :	Weighted Average Cost of Capital
ΔΛΠ :	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
ΕΓΛΣ :	Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
ΕΠΑ :	Εσωτερικό Ποσοστό Απόδοσης
ΚΛΚΜΦ :	Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά από Φόρους
ΚΠΑ :	Καθαρά Παρούσα Αξία
ΚΠΘ :	Καθαρή Περιουσιακή Θέση
ΜΟΚ :	Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας
ΠΚ :	Πολλαπλασιαστής Κερδών
ΠΑ :	Παρούσα Αξία
ΠΑΥ :	Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων
ΠΟΑ :	Προστιθέμενη Οικονομική Αξία
ΠΤΠ :	Προεξόφληση Ταμιακών Πλεονεσμάτων
ΠΥΑ :	Προεξόφληση Υπολειμματικής Αξίας
ΥΑ :	Υπολειμματική Αξία

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενικός σκοπός εργασίας

Η αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων έχει απασχολήσει το σύνολο, σχεδόν, της ακαδημαϊκής κοινότητας, όπως επίσης και το σύνολο των διοικήσεων των επιχειρήσεων. Επίσης, είναι γεγονός ότι πολλές ερευνητικές εργασίες και διατριβές έχουν αναλύσει τις διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης, οι οποίες εφαρμόζονται κατά κύριο λόγο στις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο εταιρίες. Στην παρούσα εργασία, αναλύονται και περιγράφονται οι μέθοδοι, οι οποίες μπορούν να χρησιμοποιηθούν και από μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που αποτελούν, τουλάχιστον στην Ελλάδα, το μεγαλύτερο ποσοστό επί του συνόλου των επιχειρήσεων. Αφορμή για την ενασχόλησή μου με το συγκεκριμένο αντικείμενο αποτέλεσε η μικρή εμπειρία που έχω αποκομίσει στον τομέα της αγοράς που αφορά τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, λόγω και της προϋπηρεσίας μου στο Τμήμα Χορήγησης Δανείων σε αυτές, σε μεγάλο χρηματοπιστωτικό όμιλο στην Ελλάδα.

Η αξία της επιχείρησης πρέπει να υπολογιστεί με μια προοπτική στο μέλλον. Ο σκοπός είναι να μπορεί κανείς να αποτιμήσει τα μελλοντικά αποτελέσματα των σημερινών αποφάσεων της διοίκησης της επιχείρησης. Ουσιαστικά δηλαδή, η αποτίμηση βασίζεται κατά κύριο λόγο στην πρόβλεψη, κυρίαρχο στοιχείο της οποίας είναι η αβεβαιότητα. Για αυτό το λόγο πρέπει να ληφθούν υπόψη όλοι οι παράγοντες που παίζουν ρόλο στην πορεία και την κατάσταση μίας επιχείρησης, έτσι ώστε το αποτέλεσμα της αποτίμησης να αποτελεί μία ρεαλιστική εικόνα για την αποτίμηση στο μέλλον.

Στη σημερινή εποχή και μπροστά στις προκλήσεις, τις ευκαιρίες αλλά και τις απειλές που παρουσιάζονται λόγω της παγκοσμιοποίησης και του διεθνούς ανταγωνισμού, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές, οι οποίες αποτελούν και το βασικότερο λόγο για τον οποίο γίνονται οι αποτιμήσεις της αξίας των επιχειρήσεων, αντιμετωπίζονται ως κάτι αναπόφευκτο.

Αντικειμενικός σκοπός της συγκεκριμένης διπλωματικής εργασίας είναι να αναπτύξει μεθοδολογικά και να περιγράψει τις πιο σύγχρονες, αναγνωρισμένες και πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μεθόδους αποτίμησης με την προοπτική να αποτελέσει έναν εύχρηστο και πρακτικό οδηγό για όλους όσοι θέλουν να ασχοληθούν με αυτόν τον τομέα, δίνοντας τους τη δυνατότητα να μπορούν να επιλέξουν και να καταλήξουν στην καταλληλότερη από αυτές. Προέκταση όλων αυτών είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές μεταξύ των επιχειρήσεων, οι οποίες είναι ο βασικός τρόπος υλοποίησης στρατηγικών επέκτασης και ανάπτυξης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων. Κάθε μία επιχείρηση προσπαθεί να επωφεληθεί από αυτές τις μεθόδους επέκτασης των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και να κυριαρχήσει, γεγονός που

καθιστά την αποτίμηση, επιτακτική ανάγκη για την κάθε οικονομική μονάδα που πρόκειται να υποβληθεί σε αυτή τη σύμπραξη.

1.2. Διάρθρωση της εργασίας

Η δομή της διπλωματικής εργασίας έχει ως εξής :

Στο κεφάλαιο 2 δίνεται ο ορισμός της αξίας της επιχείρησης καθώς και οι κυριότεροι εξωτερικοί παράγοντες που την επηρεάζουν. Στη συνέχεια παρουσιάζονται τα ενδιαφερόμενα μέρη και οι λόγοι αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης.

Στο κεφάλαιο 3 παρατίθεται μία προσέγγιση της έννοιας της αποτίμησης και γίνεται μία αναφορά των μεθόδων αποτίμησης που θα παρουσιαστούν στη συγκεκριμένη διπλωματική εργασία.

Στα κεφάλαια 4 – 11 αναλύονται εκτενώς οι μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες είναι οι εξής : Καθαρής περιουσιακής θέσης, Προεξόφλησης ταμιακών ροών, Υπερ-προσόδου, Προστιθέμενης οικονομικής αξίας, Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών, Χρηματοσηριακές Μέθοδοι, Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς, Συγκριτικών συναλλαγών.

Στο κεφάλαιο 12 περιγράφεται το Κόστος Κεφαλαίου, καθώς και οι τρόποι υπολογισμού του.

Τέλος, το κεφάλαιο 13 είναι αφιερωμένο στις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές και ειδικότερα στα είδη, τους λόγους πραγματοποίησης, τους λόγους αποτυχίας, στα βήματα για μια επιτυχημένη συγχώνευση – εξαγορά και στα πλεονεκτήματα – μειονεκτήματα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

2.1. Εισαγωγή

Είναι γνωστό ότι δεν υπάρχει μόνο ένας ενιαίος και αποδεκτός τρόπος για να υπολογιστεί η αξία μίας επιχείρησης. Όσοι ασχολούνται με αυτόν τον τομέα χρησιμοποιούν διαφορετικά εργαλεία και μεθόδους, ανάλογα είτε με το τι γνωρίζουν είτε με το τι τους συμφέρει καλύτερα, ώστε να φτάσουν στο επιθυμητό αποτέλεσμα. Η βιβλιογραφία είναι εκτενής και είναι γεγονός ότι με τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης δεν ασχολούνται μόνο οι άνθρωποι των χρηματοοικονομικών, αλλά και άλλοι μελετητές οι οποίοι έχουν καταλήξει στο ότι η αξία της επιχείρησης τους ενδιαφέρει άμεσα. Είναι αλήθεια ότι με τις παρούσες συνθήκες και την έξαρση των συγχωνεύσεων και των εξαγορών μεταξύ των εταιριών, είναι πολύ δύσκολο, κάθε άνθρωπος που ασχολείται με τον ευρύτερο τομέα των οικονομικών, να μην γνωρίζει για την αξία της επιχείρησης στην οποία εργάζεται.

Αρχικά θα πρέπει να γίνει σαφής διάκριση ανάμεσα στην αξία της επιχείρησης και την αξία του μετοχικού κεφαλαίου, ανάλογα με το ενδιαφερόμενο μέρος που δίνει εντολή ή χρησιμοποιεί μία μελέτη αποτίμησης.

Όταν αναφερόμαστε στον όρο “αξία της επιχείρησης” εννοούμε την αξία ολόκληρης της οικονομικής μονάδας με βάση την χρηματοοικονομική της κατάσταση και τις προσδοκίες για αυτήν (προσδοκίες για κέρδη, ταμιακές ροές κλπ.) και είναι άμεσα συνδεδεμένη με την λειτουργία της επιχείρησης και τις μελλοντικές αποδόσεις.

Όταν αναφερόμαστε στην αξία του μετοχικού κεφαλαίου ουσιαστικά εννοούμε το τίμημα που πρέπει να πληρώσει ένας αγοραστής για να εξαγοράσει το μετοχικό κεφάλαιο μίας επιχείρησης και η μέτρησή του γίνεται με διάφορες μεθόδους (συνήθως με τη μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης ή με χρηματιστηριακές μεθόδους, η ανάλυση των οποίων παρουσιάζεται στα επόμενα κεφάλαια).

Αξία της επιχείρησης + Αγοραία αξία μη λειτουργικών κεφαλαίων - Αγοραία αξία μη λειτουργικών υποχρεώσεων + Παρούσα αξία συμμετοχών που δεν ενοποιούνται στις προβλέψεις - Αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων = Αξία μετοχικού κεφαλαίου

Πρέπει να επισημανθεί ότι είναι απαραίτητος ο έλεγχος των αποτιμήσεων που θα προκύψουν, ώστε να μειωθεί η πιθανότητα σφάλματος και το αποτέλεσμα να είναι όσον το δυνατόν πιο κατανοητό από τον εκάστοτε ενδιαφερόμενο.

2.1.1. Εξωτερικοί παράγοντες που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από διάφορους εξωτερικούς παράγοντες, σημαντικότεροι των οποίων είναι οι εξής : **α)** ο πληθωρισμός, **β)** η ρευστότητα της αγοράς και της μετοχής της επιχείρησης και **γ)** τα επιτόκια. Και οι τρεις αυτοί παράγοντες σχετίζονται μεταξύ τους και παίζουν σημαντικό ρόλο και επιρροή στις προσδοκίες των επενδυτών, μετόχων κλπ. Μεγαλύτερη συσχέτιση εμφανίζεται μεταξύ του πληθωρισμού και των επιτοκίων, αλλά και κάθε ένα ξεχωριστά επηρεάζει διαφορετικά την αξία της επιχείρησης.

Αυτοί οι παράγοντες παίζουν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην αποτίμηση των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Αυτό συμβαίνει γιατί έστω και μία ανακοίνωση για αύξηση ή μείωση των επιτοκίων ή του πληθωρισμού είναι βέβαιο πως θα επιφέρει μεταβολή στην τιμή της μετοχής και κατ' επέκταση και στην αξία της επιχείρησης.

2.2. Ενδιαφερόμενα μέρη αποτίμησης

Η αποτίμηση είναι γεγονός ότι πρέπει να ενδιαφέρει όλους όσους έχουν άμεσο ή έμμεσο συμφέρον από την εταιρία, δηλαδή τον επιχειρηματία, τους δανειστές της, τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους εργαζόμενους, τους μετόχους της εταιρίας, την κοινωνία, τους εποπτικούς και φορολογικούς φορείς και γενικότερα αυτούς που θέλουν να εξαγοράσουν την εταιρία.

Βέβαια ο καθένας αντιλαμβάνεται με διαφορετικό τρόπο την κάθε πληροφορία και συνεπώς παίρνει και διαφορετικές αποφάσεις, σταθμίζοντας διάφορους παράγοντες και πράττοντας ανάλογα με τις γνώσεις του και τις προσδοκίες του. Με λίγα λόγια τα κριτήρια δεν είναι τα ίδια για όλους.

Πίνακας 2.1 : Χρήστες και μέθοδοι αποτίμησης

Μέθοδος	Ορ. Ελεγκτές - Λογιστές	Μέτοχοι	Θεσμικοί και άλλοι επενδυτές	Αναλυτές	Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς	Συμμετοχολογία και ανάδοχοι έκδοσης	Άλλοι stakeholders	Διευθυντές	Εσωτερικοί ελεγκτές
Καθαρής περιουσιακής θέσης									
Προεξόφλησης των Ταμιακών Ροών									
Υπερπροσόδου									
Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας									
Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών									
Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς									
Χρηματιστηριακής τιμής, προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS και Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς									
Συγκριτικών Συναλλαγών									

Πηγή : Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη σελ. 75-76

Η ανάπτυξη των χρηματιστηρίων τα τελευταία χρόνια έχει δημιουργήσει ακόμα μεγαλύτερη ανάγκη για παρουσίαση λογιστικών κερδών, τα οποία πολλές φορές είναι προϊόντα λογιστικών χειρισμών και δεν αντικατοπτρίζουν απόλυτα την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της εκάστοτε επιχείρησης.

Σε θεωρητικό και πρακτικό επίπεδο, οι μέθοδοι αποτίμησης δεν εμφανίζουν μεγάλες διαφορές σε σχέση με τις μεθόδους που ακολουθούνται από τους αναλυτές για την αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων για νέες επιχειρήσεις ή για την αποτίμηση υπαρχόντων ή νέων δραστηριοτήτων σε επιχειρήσεις που βρίσκονται ήδη σε λειτουργία. Οι βασικές διαφορές είναι οι εξής :

1. Τα επενδυτικά σχέδια αξιολογούνται αποκλειστικά α) με βάση την αναμενόμενη κερδοφορία τους και β) με βάση τις μελλοντικές τους αποδόσεις, ενώ
2. Οι μέθοδοι αποτίμησης, τουλάχιστον ορισμένες από αυτές, χρησιμοποιούν α) λογιστικές μεθόδους προκειμένου να υπολογιστεί η περιουσία των επιχειρήσεων και β) ιστορικά στοιχεία, δηλαδή στοιχεία που προέρχονται από το παρελθόν

Τα συμπεράσματα στα οποία καταλήγουν οι διάφορες μέθοδοι, πολλές φορές είναι διαφορετικά, καθώς πολλές φορές διαφορετική μπορεί να είναι και η τελική αξία. Έτσι αυτό που τελικά θα αποτελέσει τον κυρίαρχο παράγοντα, ώστε τα διαπραγματευόμενα μέρη να βρουν τη χρυσή τομή και να καταλήξουν στην κοινά αποδεκτή αξία, είναι ο νόμος της προσφοράς και της ζήτησης. Οι μελέτες αποτίμησης, δεν λαμβάνουν υπόψη ορισμένες παραμέτρους που είναι σημαντικές στον προσδιορισμό της πραγματικής αξίας. Οι παράγοντες αυτοί μπορεί να μην μπορούν άμεσα να αξιολογηθούν - αποτιμηθούν σε νομισματικές μονάδες, αλλά μπορούν να προσαρμόσουν την αρχική εκτιμώμενη αξία της επιχείρησης. Τέτοιοι παράγοντες μπορεί να είναι:

- Οι προθέσεις και οι επιθυμίες του πωλητή να πραγματοποιηθεί η συναλλαγή (π.χ. ανάγκες ρευστότητας)
- Η μεγάλη ρευστότητα του αγοραστή
- Η ανάγκη για ολοκλήρωση και υλοποίηση της στρατηγικής της επιχείρησης
- Η ανάγκη συμπλήρωσης του εύρους των προϊόντων της επιχείρησης με σκοπό την αντιμετώπιση του ανταγωνισμού,
- Η ανάγκη για αξιοποίηση των στοιχείων του ενεργητικού μέσω της εκμετάλλευσης των οικονομιών κλίμακας
- Νομοθετικό πλαίσιο στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση
- Φορολογικά κίνητρα συγχωνεύσεων - εξαγορών
- Ιδιαιτερότητες που υφίστανται στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως διοικητικές ανωμαλίες που οδηγούν σε διάλυση του οργανωτικού μηχανισμού ή του ιδιοκτησιακού κατεστημένου.

Είναι σαφές ότι η αξία της εταιρίας είναι μία πληροφορία η οποία είναι χρήσιμη σε πολλούς, αλλά ο καθένας την αντιλαμβάνεται διαφορετικά και δεν είναι εύκολο να βρεθεί μία τιμή που να αντιπροσωπεύει και να καλύπτει τις ανάγκες και τις προσδοκίες όλων.

2.3. Λόγοι αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης

Οι κυριότεροι λόγοι που οδηγούν στην αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης είναι οι εξής:

- Όσο και αν θεωρούμε ότι ισχύει η αποτελεσματικότητα των αγορών, αυτή η έννοια ουσιαστικά δεν υφίσταται για τις ιδιωτικές, μη εισηγμένες επιχειρήσεις, πράγμα που καθιστά πολύ δύσκολο τον προσδιορισμό της αξίας της.
- Όταν επίκειται μία συμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, προκειμένου να συνεργαστούν (συγχώνευση – εξαγορά), το κάθε μέρος από την πλευρά του θα πρέπει να γνωρίζει επακριβώς την αξία της επιχείρησης του, προκειμένου αυτή η συμφωνία να είναι συμφέρουσα για αυτόν και να εξασφαλίσει ότι η τιμή π.χ. πώλησης, που θα επιτύχει δεν θα είναι μικρότερη από την επιθυμητή, αλλά ούτε και μικρότερη από την πραγματική. Μόνο τότε θα είναι σε θέση να ακολουθήσει και να χαράξει μία σωστή στρατηγική διαπραγμάτευσης.
- Αποτελεί ένα μέσο το οποίο διευκολύνει σημαντικά τον επιχειρησιακό σχεδιασμό
- Βοηθάει στον προσδιορισμό των σταθερών αλλά και των έκτακτων αμοιβών (bonus), των ανώτατων στελεχών, οι οποίες είναι συνδεδεμένες και σχετίζονται άμεσα με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης. Σε καμία όμως περίπτωση δεν πρέπει να γίνονται υπερβολές σε αυτόν τον τομέα (π.χ. Golden Boys, τα οποία πλούτισαν γιατί κατάφεραν να αυξήσουν την αξία των επιχειρήσεων αλλά μόνο σε βραχυχρόνιο επίπεδο, χωρίς να σκέφτονται και να ενδιαφέρονται για τις συνέπειες σε έναν μακροπρόθεσμο ορίζοντα) και να επιδιώκεται, αλλά και να επιβραβεύεται η αύξηση της αξίας της επιχείρησης, η οποία όμως θα συνεχιστεί και στο μέλλον.
- Αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα προσέλκυσης κεφαλαίων

Στον παρακάτω Πίνακα 2, εμφανίζονται οι μέθοδοι αποτίμησης και οι περιπτώσεις που θεωρείται κατάλληλη η χρήση τους.

Πίνακας 2.2 : Καταλληλότητα των μεθόδων αποτίμησης

Μέθοδος	Περίπτωση
Καθαρής περιουσιακής θέσης	<ul style="list-style-type: none">• Διακοπή εργασιών - λειτουργίας• Πραγματοποίηση μικρών κερδών ή ζημιών
Προεξόφλησης των Ταμιακών Ροών	<ul style="list-style-type: none">• Αυξημένα ή αυξανόμενα κέρδη
Κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών	<ul style="list-style-type: none">• Σταθερά διαχρονικά κέρδη
Υπερπροσόδου	<ul style="list-style-type: none">• Κερδοφορία την τελευταία πενταετία

	<ul style="list-style-type: none"> • Επιχειρήσεις με μεγάλη καθαρή περιουσιακή θέση (π.χ. Βιομηχανικές)
Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας	<ul style="list-style-type: none"> • Κερδοφορία την τελευταία πενταετία
Συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς	<ul style="list-style-type: none"> • Υπάρχουν ομοειδείς επιχειρήσεις και επάρκεια στοιχείων για τη σύγκριση
Χρηματιστηριακής τιμής ή TRS	<ul style="list-style-type: none"> • Όταν η εταιρία είναι εισηγμένη και δεν παρουσιάζονται εξαιρετικά μεγάλες διακυμάνσεις στην τιμή της και επομένως μπορεί να θεωρηθεί ότι η αγορά έχει προεξοφλήσει όλα τα γεγονότα , δεδομένα, καταστάσεις και συνθήκες που πρόκειται ή επηρεάζουν την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης
Συγκριτικών Συναλλαγών	<ul style="list-style-type: none"> • Ομοειδείς και άμεσα συγκρίσιμες επιχειρήσεις
Προεξόφλησης μερισμάτων, P/E, TRS	<ul style="list-style-type: none"> • Όταν η επιχείρηση παράγει και διανέμει σταθερά ή αυξανόμενα μερίσματα στους μετόχους της (προεξόφληση μερισμάτων) • Όταν η επιχείρηση είναι εισηγμένη και παράγει σταθερές υπεραξίες στην κεφαλαιαγορά (P/E, TRS)
Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	<ul style="list-style-type: none"> • Μετοχές μη εισηγμένων εταιριών

Πηγή : Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη σελ. 65-66

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μυθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

GARRISON / NOREEN / BREWER : “MANAGERIAL ACCOUNTING”, McGRAW-HILL (Eleventh Edition, 2006)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων»,
INTERBOOKS (2002)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων»,
INTERBOOKS (2002)

BREALY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, McGRAW-
HILL (Fifth Edition, 2007)

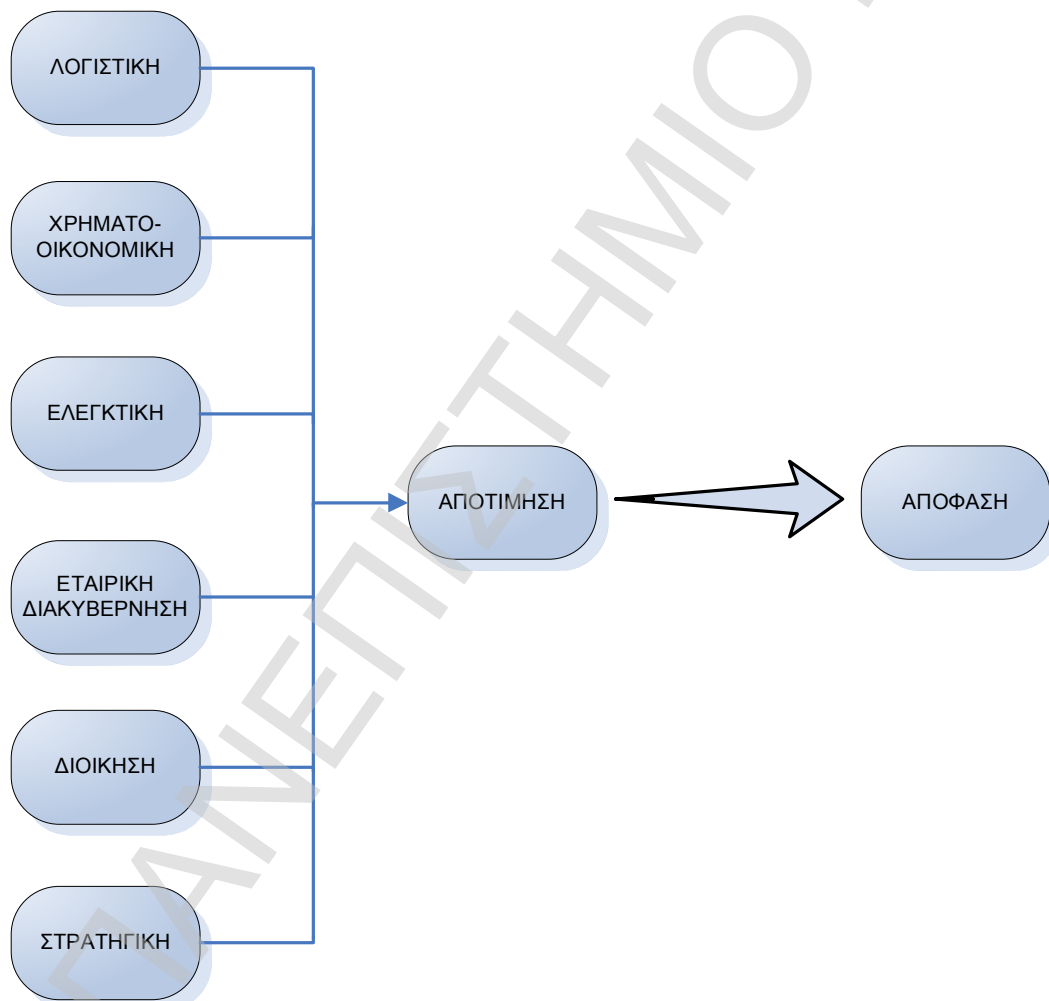
ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

3.1. Εισαγωγή

Οι απόψεις σχετικά με τον χαρακτηρισμό της διαδικασίας της αποτίμησης ως τεχνική ή επιστήμη δίστανται. Σύμφωνα με τον ορισμό που δίνει ο Θ. Λαζαρίδης, «Τεχνική είναι το σύνολο των μεθόδων και κανόνων με τους οποίους επιτυγχάνεται συγκεκριμένο αποτέλεσμα καθώς και η ικανότητα της χρήσης των μεθόδων αυτών, ενώ Επιστήμη είναι το σύνολο των συστηματικών γνώσεων που αναφέρονται σε ορισμένο κύκλο φαινομένων».¹ Παρά το γεγονός ότι οι όροι τεχνική και επιστήμη συχνά σχετίζονται μεταξύ τους, είναι αλήθεια ότι παρουσιάζουν και σημαντικές διαφορές. Ο ρόλος και οι πηγές πληροφοριών και μεθοδολογίας παρουσιάζονται στο παρακάτω διάγραμμα.

Διάγραμμα 3.1 : Ο ρόλος των εσωτερικών διεργασιών στη διαδικασία αποτίμησης



Πηγή : Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη σελ. 55

¹. Θ. Λαζαρίδης, «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», 2005

Η ολοκληρωμένη γνώση της χρηματοοικονομικής και της λογιστικής επιστήμης είναι σαφές ότι αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για τον εκάστοτε μελετητή στη διεκπεραίωση της εργασίας της αποτίμησης. Παρόλα αυτά όμως, δεν είναι αρκετή η ολοκληρωμένη γνώση των παραπάνω επιστημών. Είναι σαφές ότι απαιτείται η διαμόρφωση ενός συνόλου κανόνων και διαδικασιών που θα καθοδηγήσει τον μελετητή κατά την εκτέλεση της εργασίας του. Από τον ορισμό της τεχνικής προκύπτει ότι πέραν των μεθόδων και των κανόνων η τεχνική συμπεριλαμβάνει και το στοιχείο της εμπειρίας. Η εμπειρία, αν λάβουμε υπόψη μας το περιορισμένο χρονικό διάστημα που έχει ο μελετητής στη διάθεσή του καθώς και τους περιορισμένους πόρους, μπορεί να αποτελέσει το συνδυαστικό κρίκο ανάμεσα στις επιστήμες που θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν για να έρθει εις πέρας το δύσκολο έργο της αποτίμησης.

Πρέπει να ξεκαθαριστεί το γεγονός ότι η αποτίμηση δεν μπορεί να στηρίζεται μόνο στην καταγραφή ή μόνο στην πρόβλεψη. Για να φτάσει κάποιος στο επιθυμητό αποτέλεσμα θα πρέπει να στηριχθεί τόσο σε λογιστικά δεδομένα όσο και στην πρόβλεψη, για την οποία απαιτείται η γνώση της στατιστικής αλλά και της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Γι' αυτό, όπως θα αναλυθεί και παρακάτω, οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται πιο συχνά και κατά γενική ομολογία δίνουν και καλύτερο αποτέλεσμα, είναι οι πιο περίπλοκες που συνδυάζουν πιο πολλά δεδομένα και λαμβάνουν υπόψη περισσότερους παράγοντες.

Το συμπέρασμα συνεπώς είναι πως απαραίτητα συστατικά της αποτίμησης είναι τόσο η επιστήμη όσο και η τεχνική και όχι κάθε μία από αυτές ξεχωριστά. Προκειμένου να καταλήξουμε στο καλύτερο αποτέλεσμα είναι αναγκαίο να αντληθούν στοιχεία μέσω επιστημονικής προσέγγισης χωρίς να παραβλέπεται το τεχνικό και εμπειρικό μέρος, το οποίο μπορεί να αποτελέσει και την ειδοποιό διαφορά ανάμεσα στα αποτελέσματα των κοινά χρησιμοποιούμενων μεθόδων αποτίμησης,

3.2. Μέθοδοι αποτίμησης

Οι πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι αποτίμησης, οι οποίες και θα αναλυθούν στα επόμενα κεφάλαια είναι οι εξής:

- Η μέθοδος της καθαρής περιουσιακής θέσης
- Οι μέθοδοι των ταμιακών ροών
- Η μέθοδος των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών
- Η μέθοδος της υπερπροσόδου (καθαρή περιουσιακή θέση προσαυξημένη με την κεφαλαιοποιημένη υπερπρόσοδο των τελευταίων ή των επομένων 5 ετών)
- Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

- Η μέθοδος της συγκριτικής ανάλυσης εισηγμένων εταιριών και χρήσης δεικτών κεφαλαιαγοράς
- Η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών
- Η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας

Κάθε μέθοδος, όπως θα δούμε και στα επόμενα κεφάλαια, έχει πλεονεκτήματα, σε ορισμένες περιπτώσεις, έναντι άλλων. Βέβαια το ποια μέθοδος είναι η καταλληλότερη επηρεάζεται από τις οικονομικές συνθήκες που επικρατούν την περίοδο της αποτίμησης, τη χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης καθώς και σε ποια φάση βρίσκεται στον οικονομικό κύκλο (ανάπτυξη, ύφεση, σταθερότητα).

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

BREALY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

www.naftemporiki.gr

www.investopedia.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

4.1. Εισαγωγή

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει ως βάση τον ισολογισμό της επιχείρησης. Όταν αναφερόμαστε στην καθαρή περιουσιακή θέση ουσιαστικά εννοούμε τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι ένας αποτιμητής δεν είναι κάποιος που ακολουθεί μόνο την πιστή τήρηση των λογιστικών αρχών και κανόνων, αλλά λαμβάνει υπόψη του και την οικονομική αξία των στοιχείων του ενεργητικού και του παθητικού και την πληροφόρηση που μπορεί να κρύβουν αυτά.

Ο εκάστοτε εκτιμητής έχει τη δυνατότητα να επιλέξει κατά τον υπολογισμό :

- να υπολογίσει τη Λογιστική Καθαρή Θέση (ΛΚΘ), το οποίο σημαίνει ουσιαστικά να ταυτίσει την καθαρή περιουσιακή θέση με τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Σε αυτήν την περίπτωση το μεγάλο πλεονέκτημα είναι η ευκολία στον προσδιορισμό, αλλά δεν είναι χρήσιμη, διότι όλα τα περιουσιακά στοιχεία λαμβάνονται με τη λογιστική τους αξία και όχι με την τρέχουσα, αξίες που έχουν πολύ μεγάλη διαφορά. Είναι γεγονός ότι σε όλες τις αγοραπωλησίες εταιριών (συγχωνεύσεις – εξαγορές) λαμβάνεται υπόψη η τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων και όχι η λογιστική.
- να υπολογίσει τα στοιχεία του ισολογισμού με βάση τις τρέχουσες αγοραίες αξίες ή τις αξίες αντικατάστασης.

4.1.1. Η επίδραση των ΔΛΠ στην μέθοδο

Το σημαντικότερο στοιχείο για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης είναι ο ισολογισμός, καθώς θεωρεί ότι αυτή ισούται με την καθαρή περιουσιακή θέση, γεγονός που κάνει αυτή τη μέθοδο μία από τις πιο εύκολες στη χρήση της.

Με την εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (ΔΛΠ) ο υπολογισμός της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού γίνεται δυσκολότερος, καθώς θα πρέπει να ελεγχθεί :

- 1) ποια από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης έχουν δοθεί σε άλλες επιχειρήσεις (ή πρόσωπα) για χρήση και δεν χρησιμοποιούνται πλέον από αυτήν
- 2) ποια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία ανήκουν σε άλλες επιχειρήσεις (ή πρόσωπα), έχουν δοθεί στην επιχείρηση για χρήση

Αυτή είναι μια σημαντική διαφορά, η οποία επηρεάζει σημαντικά τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης, καθώς λαμβάνονται υπόψη περισσότεροι παράγοντες κατά τον υπολογισμό της, αναφορικά με τα περιουσιακά της στοιχεία.

4.1.2. Εκτίμηση της αξίας των στοιχείων του ισολογισμού

Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης είναι πολύ σημαντικό να επιλεγθεί η τιμή που θα αντιπροσωπεύει καλύτερα την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, η οποία θα πρέπει είτε να προσεγγίζει καλύτερα την τιμή που είναι διατεθειμένος να πληρώσει ο εκάστοτε αγοραστής για το κάθε στοιχείο (επιθυμητή τιμή ή τιμή στόχος) είτε να αναφέρεται στην τρέχουσα αξία τους. Αυτή η παράμετρος είναι πολύ σημαντική ώστε να καταλήξουμε στο πιο ρεαλιστικό και συνάμα επιθυμητό αποτέλεσμα για την αξία της επιχείρησης.

Λόγω του γεγονότος ότι σύμφωνα με το ισχύον λογιστικό σχέδιο και τις λογιστικές πρακτικές, τα ίδια κεφάλαια δεν μπορούν να ταυτιστούν με την περιουσιακή θέση της επιχείρησης, ο μελετητής θα πρέπει να αναλύσει προσεκτικά και πιθανώς να αναπροσαρμόσει πολλούς από τους λογαριασμούς του ισολογισμού ώστε να απεικονισθεί καλύτερα η αξία των στοιχείων της επιχείρησης. Πριν από οποιαδήποτε ανάλυση και αναπροσαρμογή θα πρέπει να προηγηθούν ορισμένες εκτιμήσεις και να γίνουν οι απαραίτητες προβλέψεις, οι οποίες είναι :

- Πρόβλεψη της κερδοφορίας της επιχείρησης
- Εκτίμηση της ικανότητάς της να εκμεταλλεύεται στο έπακρο τους παραγωγικούς συντελεστές της προκειμένου να επιτύχει τη μέγιστη δυνατή παραγωγικότητα με το ελάχιστο δυνατό κόστος
- Εκτίμηση της ικανότητάς της να διαβλέπει και να εκμεταλλεύεται τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά και κατόπιν να τις μετατρέψει σε κερδοφόρες δραστηριότητες
- Αντικατάσταση της λογιστικής αρχής του ιστορικού κόστους με εκείνη του κόστους αντικατάστασης ή της καθαρής ρευστοποιήσιμης αξίας

Πρέπει να σημειωθεί ότι μεγαλύτερη σημασία θα δοθεί στην αποτίμηση του ενεργητικού, χωρίς ωστόσο να παραβλεφθεί και η αποτίμηση του παθητικού, αφού είναι γνωστά τα προβλήματα (νομικά, φορολογικά, κλπ.) που μπορεί να προκύψουν από την εξαγορά μόνο του ενεργητικού μίας επιχείρησης.

4.1.3. Αποτίμηση επιχείρησης και κυβερνητική πολιτική

Η αναπτυξιακή πολιτική που ακολουθείται από την κυβέρνηση επηρεάζει σημαντικά την

αποτίμηση μιας επιχείρησης. Κάτι τέτοιο μπορεί να γίνει, κυρίως, μέσω των αναπτυξιακών νόμων και ρυθμίσεων και αφορά μεταβολές σε τρία βασικά στοιχεία του ισολογισμού :

1. Των αφορολόγητων αποθεματικών
2. Των αυξημένων αποσβέσεων και
3. Των επιδοτήσεων της αγοράς πάγιων στοιχείων ενεργητικού (υλικά ή άυλα).

Τα αφορολόγητα αποθεματικά μειώνουν σημαντικά τη φορολογική επίδραση σε βραχυχρόνιο επίπεδο, δηλαδή κατά την τρέχουσα ή και τις αμέσως επόμενες χρήσεις, ενώ την αυξάνουν σε επόμενες χρήσεις (αναβαλλόμενος φόρος). Λαμβάνοντας υπόψιν το γεγονός αυτό, θα πρέπει να γίνουν οι κατάλληλες προσαρμογές, ώστε τα κέρδη που αποτυπώνονται στον ισολογισμό και που επηρεάζονται από αυτή τη φορολογική επιβάρυνση να προσεγγίζουν καλύτερα τα πραγματικά κέρδη.

Αντίστοιχες προσαρμογές θα πρέπει να γίνουν και όσον αφορά τις αυξημένες αποσβέσεις. Αυτές αλλοιώνουν σημαντικά την αναπόσβεστη αξία των παγίων στην τρέχουσα οικονομική χρήση, και κατά συνέπεια τη φορολογία στις επόμενες χρήσεις (αναβαλλόμενος φόρος). Ειδικά, όμως, στην περίπτωση των αποσβέσεων θα πρέπει να γίνει ο υπολογισμός τους με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή των παγίων και όχι με βάση το νομικό πλαίσιο της χώρας, στην οποία λειτουργεί η επιχείρηση, που προβλέπει την απόσβεση των παγίων σε συγκεκριμένο χρονικό διάστημα.

Τέλος, οι επιδοτήσεις μεταβάλλουν την αξία των στοιχείων ενεργητικού, μειώνοντας τις ετήσιες αποσβέσεις². Κατά συνέπεια, αυξάνεται η αναπόσβεστη αξία των παγίων, καθώς και τα ίδια κεφάλαια, λόγω του γεγονότος ότι οι επιδοτήσεις εμφανίζονται ως αποθεματικά κεφάλαια, διαταράσσοντας την αρχή της αποτίμησης με βάση την ωφέλιμη οικονομική ζωή των πάγιων στοιχείων ενεργητικού.

Στις περιπτώσεις που αφορούν τις αυξημένες αποσβέσεις και τις επιδοτήσεις, ο μελετητής θα πρέπει να στηριχθεί περισσότερο στο κόστος αντικατάστασης των συγκεκριμένων παγίων στοιχείων ενεργητικού και όχι να προσαρμόσει το ιστορικό κόστος κτήσης τους, όπως αυτό καταγράφεται στον ισολογισμό της επιχείρησης.

² Οι επιδοτήσεις για επενδύσεις δεν προσαυξάνουν τα έσοδα, αλλά μειώνουν την αποσβεστέα αξία των παγίων [αποσβέσεις = (κόστος κτήσης - επιδοτήσεις) * συντελεστή απόσβεσης] στοιχείων και αυξάνουν τα αποθεματικά κεφάλαια της επιχείρησης

4.1.4. Φορολογία και αξία επιχείρησης

Με βάση τα προηγούμενα, κατέστη σαφές ότι η αναπτυξιακή πολιτική επιδρά στη φορολογία, που με τη σειρά της επηρεάζει την αξία της επιχείρησης. Οι φορολογικές, όμως, επιδράσεις, δεν αφορούν αποκλειστικά την αναπτυξιακή πολιτική, αλλά μπορεί να είναι και αποτέλεσμα της φορολογικής πολιτικής της χώρας. Τέτοιες περιπτώσεις είναι οι εξής:

- Οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται σε κάθε χώρα με βάση το φορολογικό καθεστώς που επικρατεί σε αυτήν. Κάτι τέτοιο έχει σαν αποτέλεσμα η αξία μιας επιχείρησης να αποτιμάται με διαφορετικό τρόπο σε δύο χώρες με διαφορετική φορολογική πολιτική. Η διαφοροποίηση επέρχεται σχεδόν σε όλες τις βασικές κατηγορίες λογαριασμών του ισολογισμού, αλλά και των αποτελεσμάτων χρήσεως.
- Οι προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες είναι ένας λογαριασμός, ο οποίος εναπόκειται στις διαθέσεις κάθε κυβέρνησης. Για παράδειγμα, σύμφωνα με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αναφορικά με τη δανειοδότηση των επιχειρήσεων, ως επισφαλείς απαιτήσεις θεωρούνται ποσά άνω των 50 € και ληξιπρόθεσμα για μεγαλύτερο διάστημα των 90 ημερών, κάτι που διαφέρει από χώρα σε χώρα.
- Τέλος, δεν προβλέπεται ο σχηματισμός προβλέψεων για πιθανές υποχρεώσεις (όπως αυτή του αναβαλλόμενου φόρου, απαιτήσεις πελατών, υπαλλήλων) ή κινδύνους

Απώτερος σκοπός της φορολογικής νομοθεσίας με τις παραπάνω ρυθμίσεις είναι η μείωση των εσόδων, έτσι ώστε να παρουσιάζεται αυξημένη η φορολογική υποχρέωση των επιχειρήσεων.

4.1.5. Καθαρή Περιουσιακή Θέση σε επιχειρήσεις υπό εκκαθάριση

Είναι λογικό ότι η αποτίμηση μίας επιχείρησης υπό εκκαθάριση ή που έχει διακόψει την λειτουργία της δεν μπορεί να ταυτίζεται με αυτή μίας επιχείρησης που λειτουργεί. Οι κανόνες αποτίμησης σε αυτή την περίπτωση διαφοροποιούνται για τις περισσότερες κατηγορίες λογαριασμών του ισολογισμού, με κύριες αιτίες τον περιορισμένο για την διεκπεραίωση των απαραίτητων από το νόμο διαδικασιών και τις πιέσεις που ασκούνται από τα ενδιαφερόμενα μέρη. Πιο συγκεκριμένα, σημαντική μεταβολή επέρχεται στην αξία των παγίων στοιχείων, η οποία θα είναι πολύ μικρότερη από την αξία κτήσεως, λόγω του γεγονότος ότι αν και τα πάγια στοιχεία δεν ρευστοποιούνται άμεσα και εύκολα, η ανάγκη άμεσης ρευστοποίησης τους έχει το ανωτέρω αποτέλεσμα. Επίσης, αναφορικά με τα αποθέματα, αυτά αποτιμώνται σε μικρότερες τιμές από το κόστος παραγωγής. Άλλη κατηγορία λογαριασμού είναι οι απαιτήσεις, οι οποίες αν δεν είναι άμεσα απαιτητές, δεν εισπράττονται. Τέλος, οι υποχρεώσεις προς το προσωπικό αποτιμώνται με βάση τη λογιστική αξία, καθώς προτεραιότητα έχουν οι υποχρεώσεις προς το δημόσιο.

Είναι σαφές ότι η επιχείρηση που έχει διακόψει τις λειτουργίες της ή τελεί υπό εκκαθάριση θα αποτιμηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα από ότι εάν λειτουργούσε κανονικά.

4.2. Μέθοδος Υπολογισμού της Καθαρής Θέσης

Βάση της μεθόδου αυτής είναι ο ισολογισμός της επιχείρησης. Η καθαρή θέση (ή ίδια κεφάλαια) προκύπτει ως εξής:

1. $K\Theta = \Sigma E - \text{Πρ} - \text{ΥΠ}$ (Καθαρή Θέση = Σύνολο Ενεργητικού – Προβλέψεις – Υποχρεώσεις)

2. $K\Theta = (\text{ΠΕ} - \text{ΜΥ}) + (\text{ΚΕ} - \text{ΒΥ})$ [Καθαρή Θέση = (Πάγιο Ενεργητικό – Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις) + (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)]

3. $K\Theta = \text{ΜΚ} + \text{Απ} + \text{ΑΧ} + \text{ΑΝ}$ (Καθαρή Θέση = Μετοχικό Κεφάλαιο + Σύνολο Αποθεματικών + Αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων + Αποτελέσματα χρήσεως εις νέον)

Είναι πιθανό να υπολογισθεί αρνητική Καθαρή Θέση σε ορισμένες περιπτώσεις. Οι δύο πρώτοι τρόποι αναταποκρίνονται καλύτερα στον υπολογισμό της Καθαρής Θέσης.

4.3. Εφαρμογή της Μεθόδου

Προϋπόθεση για τη σωστή εφαρμογή και την εξαγωγή ορθών αποτελεσμάτων είναι η αξιοπιστία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Ο υπολογισμός και η αποτίμηση των στοιχείων του ισολογισμού θα πρέπει να γίνει σε τρέχουσες και πραγματικές αξίες. Η εφαρμογή της μεθόδου μπορεί να γίνει με δύο εναλλακτικούς τρόπους, αφού προηγουμένως θα έχουν ληφθεί υπόψη οι περιορισμοί και οι επιφυλάξεις σχετικά με την αξιοπιστία που αναφέρθηκαν παραπάνω.

4.3.1. Τρόποι εφαρμογής

4.3.1.1. Εφαρμογή με βάση πρωτογενείς πληροφορίες

Η συγκεκριμένη εναλλακτική προϋποθέτει τη χρησιμοποίηση πρωτογενών πληροφοριών του λογιστηρίου και να καταρτισθεί ένας νέος ισολογισμός ο οποίος θα έχει μεγαλύτερη αξιοπιστία και χρησιμότητα, εφόσον θα έχει καταρτισθεί από την αρχή, από τον ίδιο τον μελετητή. Συγκεκριμένα,

κάθε στοιχείο του ισολογισμού θα πρέπει να αποτιμηθεί χωριστά και να αξιολογηθεί από τον μελετητή, λαμβάνοντας υπόψη τον κλάδο, την δραστηριότητα, την σύνθεση της εταιρίας, την χρονική στιγμή, τον κύκλο ζωής των παραγόμενων προϊόντων της, το στάδιο ανάπτυξής της, τις στρατηγικές και τακτικές της (όπως αυτές ορίζονται από τις αποφάσεις του Δ.Σ.). Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα αυτού του εναλλακτικού τρόπου παρουσιάζονται παρακάτω.

Πλεονεκτήματα :

- Ο μελετητής εφόσον θα καταρτίσει τον ισολογισμό ο ίδιος, μπορεί να εμπιστευθεί τα δεδομένα που έχει χρησιμοποιήσει.
- Η βάση του ισολογισμού είναι τα πρωτογενή στοιχεία και οι προσαρμογές γίνονται με βάση αυτά. Έτσι οι υπολογισμοί έχουν μεγαλύτερη ακρίβεια .
- Ο μελετητής μπορεί να λάβει υπόψη του όλες τις αρχές λογιστικής έτσι ώστε να υπολογίσει προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις και υποχρεώσεις.

Μειονεκτήματα :

- Το κόστος είναι πολύ μεγάλο, καθώς θα πρέπει να απασχοληθούν πολλά άτομα και για μεγάλο χρονικό διάστημα.
- Απαιτείται μεγάλο χρονικό διάστημα για την εκτέλεση της διαδικασίας, γεγονός που ενέχει τον κίνδυνο ο υπολογισμός και τα συμπεράσματα της μελέτης να χάσουν την αξία τους, καθώς μπορεί η απομάκρυνση από το σημείο σύγκρισης να είναι μεγάλη.
- Η αμφισβήτηση των καταστάσεων που θα καταρτιστούν είτε από την ίδια την εταιρία είτε από τρίτους.

Τέλος, το μόνο που απομένει, είναι ο μελετητής να εφαρμόσει την εξίσωση υπολογισμού των ιδίων κεφαλαίων.

4.3.1.2. Εφαρμογή με τροποποίηση – διόρθωση του ισολογισμού

Στις περιπτώσεις που η προηγούμενη εναλλακτική δεν είναι εφικτό να χρησιμοποιηθεί, τότε ο μελετητής μπορεί να διορθώσει ή να τροποποιήσει τον ήδη κατατεθειμένο ισολογισμό, ώστε να υπολογίσει τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.

Μειονεκτήματα

- Το κόστος και το χρονικό διάστημα αυτής της εναλλακτικής είναι πολύ μικρότερο, αλλά απαραίτητη προϋπόθεση είναι ότι τα κατατεθειμένα στοιχεία του ισολογισμού, τουλάχιστον στην πλειοψηφία τους, είναι αξιόπιστα. Αυτό είναι και το μεγάλο μειονέκτημα αυτής της εναλλακτικής.
- Ένα ακόμη μειονέκτημα της εναλλακτικής αυτής είναι το γεγονός ότι ο μελετητής δεν έχει την δυνατότητα να ελέγξει σε βάθος την διαδικασία σύνταξης του ισολογισμού, μέσω της δικής του επεξεργασίας των πρωτογενών δεδομένων. Το μειονέκτημα αυτό περιορίζεται σημαντικά με την κατάθεση και έλεγχο του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή.

Πλεονεκτήματα

- Το μεγάλο πλεονέκτημά της είναι ότι μπορεί να εκτελεστεί και από μη «ειδικούς» στην αποτίμηση, καθώς ο μελετητής (ειδικός ή μη) μπορεί να βασιστεί απλώς στις προσαρμογές που διέκρινε ο ορκωτός ελεγκτής και με αυτόν τον εύκολο σχετικά τρόπο να παραχθεί ο τροποποιημένος ισολογισμός με βάση τον οποίο θα υπολογισθούν και τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας.

Ανάμεσα στους δύο αυτούς τρόπους εφαρμογής που προαναφέρθηκαν, η προσαρμογή των στοιχείων του ισολογισμού είναι η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μέθοδος. Η ευκολία που παρουσιάζει στην εφαρμογή της, την καθιστά ελκυστική για τους μελετητές, με την προϋπόθεση της πιστής εφαρμογής της μεθοδολογίας προσαρμογής των ισολογισμών και του ελέγχου του πιστοποιητικού του ορκωτού ελεγκτή.

4.4. Συμπεράσματα

Ενώ έχει καταρτισθεί από την αρχή ή έχουν προσαρμοσθεί κάποια στοιχεία του ισολογισμού, θα είναι δυνατή στη συνέχεια η σύγκριση της αξίας της επιχείρησης με άλλες επιχειρήσεις που παρουσιάζουν κάποια κοινά στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα :

Αφού έχει ολοκληρωθεί ο υπολογισμός της αξίας των ιδίων κεφαλαίων (καθαρά θέση) της εταιρίας θα πρέπει να γίνει σύγκριση με αντίστοιχες εταιρίες. Η σύγκριση, προκειμένου να έχει αποτέλεσμα, θα πρέπει να γίνει με εταιρίες που να παρουσιάζουν τα ίδια χαρακτηριστικά, να ανήκουν στον ίδιο κλάδο, να έχουν περίπου τα ίδια προϊόντα, να έχουν υιοθετήσει τις ίδιες περίπου αρχές και πολιτικές λογιστικής παρακολούθησης των συναλλαγών, κλπ.

Με την σύγκριση των χρηματοοικονομικών δεικτών μεταξύ των δύο ή περισσότερων εταιριών, ο μελετητής είναι σε θέση να εξαγάγει ασφαλέστερα συμπεράσματα. Επίσης, ο μελετητής θα πρέπει να αναφέρει οποιεσδήποτε παρεκκλίσεις έχει παρατηρήσει από τις βασικές αρχές λογιστικής παρακολούθησης, καθώς και τις πιθανές προσπάθειες.

Ένα γεγονός που πρέπει να τονισθεί είναι ότι η επιχείρηση πέρα από το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της ή την τρέχουσα αξία της περιουσίας της, είναι και η οργάνωσή της, το ανθρώπινο δυναμικό της, το πελατολόγιό της, το κεφάλαιο γνώσεων που έχει σωρευτεί, η θέση της στην αγορά, τα ανταγωνιστικά και συγκριτικά πλεονεκτήματά της, η ηγεσία - διοίκησή της, κλπ. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα οι περισσότεροι μελετητές να υπολογίζουν και ένα επιπλέον ποσό (premium) πέραν του ποσού που υπολογίζουν από την διόρθωση του ισολογισμού έτσι ώστε το αποτέλεσμα να είναι πιο αξιόπιστο.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ

BREALY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 : ΜΕΘΟΔΟΙ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗΣ ΤΑΜΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

5.1. Εισαγωγή

Είναι γεγονός ότι οι ταμιακές ροές αποτελούν, ιδιαίτερα τα τελευταία χρόνια, ένα από τα πιο κύρια εργαλεία και μία από τις πιο συχνά χρησιμοποιούμενες μεθόδους υπολογισμού της απόδοσης και της αξίας μίας επιχείρησης.

5.2. Βασικές αρχές της μεθόδου

Οι βασικότερες αρχές των μεθόδων των ταμιακών ροών είναι οι εξής :

- Επιχείρηση είναι το σύνολο των παραγωγικών συντελεστών και όχι μόνο τα πάγια στοιχεία ενεργητικού. Η λογιστική αξία των παγίων δεν μπορεί να συμπεριλάβει τα συγκριτικά πλεονεκτήματα, τις ευκαιρίες, την δυναμικότητα, την επιχειρηματικότητα και τέλος την οργάνωση και λειτουργία της ίδιας της επιχείρησης.
- Η αξία της επιχείρησης ισούται με τις προεξοφλημένες καθαρές ταμιακές ροές της (πλεονάσματα).
- Δίνεται η δυνατότητα να υπολογιστεί ένας ή περισσότεροι ή ακόμα και συνδυασμός συντελεστών προεξόφλησης.
- Παρέχεται ευχέρεια για πρόβλεψη των ταμιακών ροών (με την προβολή και την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης στο μέλλον)

Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών δίνουν περισσότερες πληροφορίες, οι οποίες παρέχουν και καλύτερη ποιότητα από ότι υπόλοιπες, ιδιαίτερα στις περιπτώσεις που υπάρχει μεγάλη χρονοσειρά. Ιδιαίτερα για τους μετόχους, όπως θα αποδειχθεί και παρακάτω, η κατάσταση των ταμιακών ροών είναι ιδιαίτερα αποκαλυπτική καθώς τους βοηθάει στον έλεγχο της διοίκησης, στην εξασφάλιση εισοδήματος (μέρισμα) από την εταιρία στην εξασφάλιση ότι η αξία της επιχείρησης θα αυξάνει και στο μέλλον, κοκ.

5.2.1. Πλεονεκτήματα της χρήσης των ταμιακών ροών

Αυτό που απασχολεί ουσιαστικά τις περισσότερες κατηγορίες των ενδιαφερομένων μερών (stakeholders), όπως επίσης και των μετόχων, είναι η ικανότητα και δυνατότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί άμεσα τις απαιτήσεις της, δηλαδή να «παράγει» χρήματα . Αυτός είναι και ο βασικός παράγοντας για την αποκοπή μερίσματος στους μετόχους, για την εξασφάλιση της αξίας της επιχείρησης, αλλά είναι και ένας καλός κοινός παρανομαστής σύγκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ τους.

Στο άμεσο ενδιαφέρον τους δεν είναι ούτε η δραστηριότητα της επιχείρησης, ούτε η τεχνολογία που χρησιμοποιεί, ούτε εάν η επιχείρηση έχει πολλά ή λίγα υλικά και παύλα στοιχεία ενεργητικού, ούτε εάν η καθαρή περιουσιακή θέση είναι μεγάλη ή μικρή, ούτε η υπερπρόσδοος ή η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής.

Με τις καταστάσεις των ταμιακών ροών μπορεί να διαπιστωθεί εάν οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης δημιουργούν θετική ταμιακή ροή καθώς επίσης και εάν οι συνολικές δραστηριότητες της επιχείρησης, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται επενδυτικές, χρηματοδοτικές και λειτουργικές δραστηριότητες της, δημιουργούν θετική ή όχι ταμιακή ροή. Τέλος μπορούν να καθοριστούν οι πηγές (δανεισμός ίδια κεφάλαια, έκδοση τίτλων κλπ) και οι χρήσεις των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των κεφαλαιακών δαπανών της.

Οι καταστάσεις των ταμιακών ροών παίζουν πολύ σημαντικό ρόλο σε κάθε επιχείρηση καθώς μέσω αυτών μπορεί να αξιολογηθεί η ικανότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί τα κέρδη της, να πληρώνει τα μερίσματα, να χρηματοδοτεί νέες επενδύσεις, να εξυπηρετεί τις υποχρεώσεις της, καθώς και να συνεχίζει τις λειτουργικές της δραστηριότητες.

Τα πλεονεκτήματα των ταμιακών ροών είναι πολλά και σημαντικά. Ένα σημαντικό πλεονέκτημα των ταμιακών ροών είναι ότι μπορούν να αποκαλύψουν την ροή των μετρητών εντός της επιχείρησης καθώς επίσης ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα εργαλείο σύγκρισης μεταξύ επιχειρήσεων που εφαρμόζουν με διαφορετικό τρόπο τις λογιστικές αρχές για την απεικόνιση των καταστάσεων τους. Επίσης με βάση τις ταμιακές ροές μπορεί ο χρήστης να ερμηνεύσει την χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης, να προσδιορίσει την φερεγγυότητά της και τέλος την ικανότητά της να προσαρμόζεται στις αλλαγές του περιβάλλοντός της και της αγοράς.

Τα συμπεράσματα που εξάγονται από την ανάλυση των ταμιακών ροών είναι εξαιρετικά σημαντικά, τόσο για τα στελέχη των επιχειρήσεων, όσο και για τους λοιπούς ενδιαφερόμενους, καθώς μπορεί να προσδιοριστεί ο τρόπος δημιουργίας κερδών, αλλά επιπλέον και ο τρόπος συνεισφοράς σε αυτά και άλλων παραγόντων, οι οποίοι δεν είναι άμεσα μετρήσιμοι και δεν εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Ενδεικτικά μπορούμε να αναφέρουμε σαν τέτοιους παράγοντες την επιχειρηματικότητα, το ανθρώπινο δυναμικό και την κουλτούρα της επιχείρησης.

Λαμβάνοντας υπόψη τα προαναφερόμενα, καταλήγουμε στο ότι οι μέθοδοι της καθαρής περιουσιακής θέσης και της προεξόφλησης των ταμιακών ροών διαφέρουν ως προς κάποια βασικά χαρακτηριστικά. Πιο συγκεκριμένα, η καθαρή περιουσιακή θέση έχει ως βασική αρχή της τη χρήση στοιχείων (οικονομικών και μη), τα οποία προέρχονται από την παρελθούσα και την

παρούσα κατάσταση της επιχείρησης, ενώ αντίθετα η μέθοδος της προεξόφλησης των ταμιακών ροών βασίζεται στην προβολή των στοιχείων αυτών στο μέλλον, δηλαδή ουσιαστικά σε προβλέψεις. Επιπλέον, με τη μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης, τα αποτελέσματα της επιχείρησης (κέρδη ή ζημιές) δεν εμφανίζονται άμεσα στον ισολογισμό της, και συγκεκριμένα στα ίδια κεφάλαιά της, πράγμα που μειώνει την αξιοπιστία της σε σύγκριση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών.

Η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με :

Λογιστική Αξία του μετοχικού κεφαλαίου + Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμιακών Ροών

5.2.2. Λόγοι χρησιμοποίησης των ταμιακών ροών

Υπάρχουν διάφορα μέτρα αποτίμησης, όπως η περιουσιακή θέση, τα λογιστικά κέρδη, οι ταμιακές ροές, τα μερίσματα, η χρηματιστηριακή τιμή, κλπ.

Για ορισμένες κατηγορίες ενδιαφερομένων μερών (στελέχη επιχειρήσεων, μμετόχους, επενδυτές, κλπ.) τα σημαντικότερα είναι τα λογιστικά κέρδη, οι ταμιακές ροές, τα μερίσματα και η χρηματιστηριακή τιμή. Από αυτά τα τελευταία δύο έχουν ορισμένες ιδιαιτερότητες.

Τα μερίσματα δεν εξαρτώνται μόνο από τα λογιστικά κέρδη και τις ταμιακές ροές, αλλά εξαρτώνται, επίσης, από την στρατηγική της επιχείρησης (business plan), την πολιτική μερισμάτων που έχει υιοθετήσει η επιχείρηση, την διαπραγματευτική δύναμη των μετόχων, κ.α., δηλαδή από παράγοντες που δεν έχουν άμεση σχέση με την αξία της επιχείρησης. Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής έχει το μειονέκτημα ότι μπορεί να είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη, ανάλογα με τις προσδοκίες των κερδοσκόπων και ανάλογα με τη χρονική στιγμή που και τις συγκυρίες που επικρατούν.

Δεν είναι όλες οι εταιρίες εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Έτσι, από τα τέσσερα σημαντικότερα μέτρα σύγκρισης και αποτίμησης παραμένουν τα δύο πρώτα.

Μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη και να μην παράγει ταμιακές ροές και το αντίθετο. Το παράδοξο αυτό συμβαίνει συχνά. Επίσης, πολλές επιχειρήσεις μπορεί να παράγουν κέρδη χωρίς να έχουν αυξημένες λειτουργικές ταμιακές ροές, λόγω διάφορων παραγόντων όπως είναι οι επιδοτήσεις, οι μειώσεις ή οι επιστροφές φόρων, οι πωλήσεις παγίων στοιχείων, τα κέρδη από μετοχικούς τίτλους κλπ., τα οποία δεν προέρχονται από τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως επίσης πολλές επιχειρήσεις που έχουν αυξημένες ταμιακές ροές μπορεί να μην εμφανίζουν λογιστικά κέρδη, λόγω αυξημένων αποσβέσεων, αύξησης των αποθεμάτων, μείωσης των

υποχρεώσεων, αύξησης των φόρων, καταστροφών, συναλλαγματικών διαφορών.

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή κερδών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων
2. Οι αυξημένες πωλήσεις
3. Η επενδυτική πολιτική
4. Η διαχείριση του κόστους παραγωγής προϊόντων και υπηρεσιών

Οι παράγοντες που επηρεάζουν την παραγωγή ελεύθερων ταμιακών ροών είναι:

1. Η διαχείριση των διαθεσίμων και του κεφαλαίου κίνησης.
2. Η πιστωτική πολιτική και η δυνατότητα της επιχείρησης να μετατρέπει τις πωλήσεις σε ταμιακή ροή, γεγονός πολύ σημαντικό όχι μόνο για την ανάπτυξη της επιχείρησης αλλά και για τη βιωσιμότητά της
3. Η επενδυτική πολιτική
4. Η πολιτική αποσβέσεων
5. Η φορολογία
6. Το κόστος χρήματος

Πρέπει να τονιστεί ότι το σημαντικότερο για την επιχείρηση δεν είναι μόνο οι ταμιακές ροές ή μόνο τα λογιστικά κέρδη. Πρέπει να γίνει σαφές ότι είναι και τα δύο. Αυτοί που υποστηρίζουν τις ταμιακές ροές θεωρούν, ότι λόγω διαφόρων λογιστικών χειρισμών, πράγμα που αλλοιώνει την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης, τα λογιστικά κέρδη αποδίδουν μία εικόνα που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα. Υπάρχουν άλλωστε πολλά παραδείγματα, όπου μεγάλες επιχειρήσεις που παρήγαγαν υψηλά κέρδη δεν επιβίωσαν γιατί δεν μπορούσαν να μετατρέψουν τα κέρδη σε μετρητά. Όσοι υποστηρίζουν τα λογιστικά κέρδη τονίζουν το γεγονός ότι οι αυξημένες ταμιακές ροές δεν σημαίνουν απαραίτητα ότι η επιχείρηση είναι υγιής ή ότι η επιχείρηση έχει αυξημένη αξία για τον επενδυτή. Τελικά, η απάντηση είναι και τα δύο γιατί ο τρόπος με τον οποίο υπολογίζονται θα πρέπει να τύχει μελέτης, έτσι ώστε να προσδιορισθεί με ακρίβεια η μέθοδος παραγωγής αξίας για την ίδια την επιχείρηση, αλλά και γιατί μακροχρόνια τείνουν τα δύο αυτά οικονομικά μεγέθη να εξομοιωθούν (για αυτό κατά την διαδικασία υπολογισμού της αξίας με βάση τις ταμιακές ροές προτείνονται δύο χρονικά διαστήματα το βραχυχρόνιο (όπου υπάρχουν σημαντικές, ίσως, διαφορές από τα λογιστικά κέρδη) και το μακροχρόνιο, (όπου η κατάσταση θεωρείται ότι θα είναι σχετικά σταθερή και τα λογιστικά κέρδη θα είναι τα ίδια περίπου με τις ταμιακές ροές).

Ένας διαφορετικός ορισμός των λογιστικών κερδών είναι ότι τα κέρδη προκύπτουν από την καθαρή αύξηση των στοιχείων του ενεργητικού από μία χρονική στιγμή σε μία άλλη. Η αύξηση

αυτή μπορεί να ρευστοποιηθεί (χρήσεις ταμιακών ροών) ή να δεσμευθεί σε άλλα στοιχεία ενεργητικού (αγορά άυλων στοιχείων ενεργητικού, αύξηση του λογαριασμού πελατών - χρεωστών, αύξηση των αποθεμάτων, μείωση των υποχρεώσεων).

Αυτό που πρέπει να επισημανθεί είναι ότι μία επιχείρηση που καταφέρνει να αυξάνει τις ταμιακές της ροές, έχει μεγάλες πιθανότητες να παράγει και αυξημένα κέρδη και να έχει και μεγαλύτερη αξία από ότι η αξία των ιδίων κεφαλαίων της. Συνεπώς καταλήγουμε στο γεγονός ότι υπάρχει υψηλή θετική συσχέτιση μεταξύ των λογιστικών κερδών και των ταμιακών ροών.

Οι βασικές διαφορές μεταξύ λογιστικών κερδών και ταμιακών ροών είναι οι εξής:

- Τα λογιστικά κέρδη υπολογίζονται χρησιμοποιώντας τα έσοδα και τα έξοδα που δημιουργήθηκαν μέσα στη χρήση, χωρίς να είναι απαραίτητο ότι εισπράχθηκαν, δηλαδή χωρίς να γνωρίζουμε αν πραγματοποιήθηκε η συναλλαγή, σε αντίθεση με τις ταμιακές ροές που αποτυπώνουν μόνο την πληρωμή και είσπραξη μετρητών. Η χρονική αυτή υστέρηση ανάμεσα στην συμφωνία συναλλαγής και την είσπραξη ή πληρωμή της αντίστοιχης απαίτησης ή υποχρέωσης είναι η βασική πηγή κόστους χρήματος, σύμφωνα και με τα ΔΛΠ. Το «σφάλμα» της αναγνώρισης του εσόδου-εξόδου με την πώληση ή την τιμολόγηση δημιουργεί αυτό το χρονικό κενό.
- Τα λογιστικά κέρδη επηρεάζονται άμεσα από τις αποσβέσεις των παγίων στοιχείων (λόγω κάποιας επενδυτικής δραστηριότητας) καθώς υπολογίζονται και αφαιρούνται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Στον υπολογισμό των λογιστικών κερδών, σημαντικό ρόλο παίζει και η μέθοδος αποσβέσεων που χρησιμοποιείται, καθώς μπορεί να εμφανισθούν είτε διογκωμένα είτε συρρικνωμένα κέρδη τα οποία να μην απεικονίζουν την πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο εμφανίζονται μεγαλύτερα λογιστικά κέρδη. Έτσι, ενώ τα λογιστικά κέρδη απεικονίζονται απαλλαγμένα από τις αποσβέσεις, οι ταμιακές ροές υπολογίζονται απαλλαγμένες των κεφαλαιουχικών δαπανών.

Είναι γεγονός ότι οι περισσότεροι οικονομολόγοι θεωρούν τις ταμιακές ροές ως ένα πιο αξιόπιστο μέσο για τη σύγκριση και την αποτίμηση των επιχειρήσεων. Οι λόγοι για τους οποίους τις θεωρούν προτιμότερες είναι οι εξής :

- Δεν επηρεάζονται και δεν «αλλοιώνονται» εύκολα από λογιστικούς χειρισμούς
- Δεν επηρεάζονται από τις στρεβλώσεις στη φορολογία, τις αποσβέσεις, την αποτίμηση των αποθεμάτων, κλπ.
- Δίνουν περισσότερες πληροφορίες.
- Είναι περισσότερο κατανοητό ως μέτρο αποτίμησης
- Η κατάσταση των ταμιακών ροών δίνει ένα καλύτερο αποτέλεσμα στα ενδιαφερόμενα μέρη

για το εάν πραγματοποιήθηκαν οι στόχοι και οι προσδοκίες τους

Ενδεικτικό της σημασίας που δίνουν οι αναλυτές - μελετητές και οι μέτοχοι στις ταμιακές ροές ότι μία αναγγελία υψηλών λογιστικών κερδών δεν θα έχει τον ίδιο αντίκτυπο με την αναγγελία υψηλών ταμιακών ροών. Αυτό αποδεικνύεται και από το γεγονός ότι από την ανάλυση της ελκυστικότητας της κεφαλαιαγοράς που έγινε, διαπιστώθηκε ότι η Ελληνική Κεφαλαιαγορά δεν είναι ελκυστική γιατί, παρόλο τις ελκυστικές αποτιμήσεις (P/E, Τιμή προς λογιστική αξία), τις μεγάλες αποδόσεις στο Χρηματιστήριο (ποσοστιαία απόδοση 12 μηνών) και την υψηλή μερισματική απόδοση, οι ταμιακές ροές παραμένουν στον μέσο όρο με τις λεγόμενες ώριμες αγορές, πράγμα που δεν καθιστά την Ελληνική αγορά ως ραγδαίως αναπτυσσόμενη και αποτελεί εμπόδιο στις επενδύσεις από επενδυτές του εξωτερικού³.

5.2.3. Η δημιουργία της αξίας με βάση τις ταμιακές ροές

Οι σημαντικότεροι χρηματοοικονομικοί δείκτες που οδηγούν στις αυξημένες ταμιακές ροές και στη δημιουργία αξίας είναι οι εξής :

- Ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων, των κερδών και του κεφαλαίου. Οι αυξημένες πωλήσεις και τα αυξημένα κέρδη, θα μετασχηματιστούν σε ταμιακές ροές.
- Η μεγάλη απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Κάθε χρηματική μονάδα που επενδύεται αποδίδει πολλαπλάσια.

Αυτοί οι δύο δείκτες μπορούν να αποτελέσουν και μέτρα σύγκρισης μεταξύ επιχειρήσεων που έχουν είτε τον ίδιο ρυθμό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων, αλλά δεν παρουσιάζουν τους ίδιους μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης πωλήσεων και κερδών είτε και το αντίθετο.

5.3. Χρήσιμοι όροι

Στην παράγραφο αυτή θα δοθούν οι ορισμοί των οικονομικών εννοιών που θα χρησιμοποιηθούν παρακάτω :

³ Θ. Λαζαρίδης, Αποτίμηση επιχειρήσεων 2005

Μετρητά είναι το ποσό των χρημάτων που βρίσκονται στο ταμείο της επιχείρησης και οι τραπεζικές καταθέσεις, όπως είναι οι καταθέσεις όψεως, που μπορούν να είναι άμεσα διαθέσιμα.

Ισοδύναμα μετρητών ή επενδύσεις άμεσης ρευστοποίησης είναι οι βραχυπρόθεσμες και εξαιρετικά ρευστές επενδύσεις, όπως τα κρατικά ομόλογα, οι πιστωτικοί τίτλοι και τα αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων που χρησιμοποιούνται αποκλειστικά και μόνο για να επιτευχθεί μια απόδοση για προσωρινώς αδρανή κεφάλαια. Δεν συμπεριλαμβάνονται οι επενδύσεις σε μετοχές, εκτός αν κατ' ουσία θεωρούνται ταμιακά ισοδύναμα, όπως π.χ. προνομιούχες μετοχές οι οποίες αγοράστηκαν για μικρό χρονικό διάστημα πριν από την ημερομηνία λήξεως τους και πρόκειται να μετατραπούν σε ταμιακά διαθέσιμα. Οι περισσότερες εταιρίες αντί να διατηρούν μετρητά, επενδύουν τα πλεονάζοντα ταμιακά διαθέσιμά τους σε αυτής της μορφής τα τοκοφόρα στοιχεία ενεργητικού που μπορούν εύκολα να ρευστοποιηθούν.

Ταμιακές ροές είναι τόσο οι εισροές όσο και οι εκροές ταμιακών διαθέσιμων και ταμιακών ισοδυνάμων.

Επιχειρηματικές (Λειτουργικές) δραστηριότητες είναι εκείνες οι δραστηριότητες που υπεισέρχονται στον προσδιορισμό του καθαρού κέρδους. Από τεχνική άποψη η επιτροπή FASB ορίζει ως λειτουργικές δραστηριότητες όλες τις συναλλαγές που δεν θεωρούνται επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές. Γενικά περιλαμβάνει όλες τις συναλλαγές που επηρεάζουν το κυκλοφορούν ενεργητικό καθώς επίσης και όλες τις συναλλαγές που επηρεάζουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις εκτός από την έκδοση και την εξόφληση ενός πληρωτέου γραμματίου. Στις λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνονται ακόμα οι μεταβολές στους λογαριασμούς παγίων του ισολογισμού που επηρεάζουν άμεσα το καθαρό κέρδος (π.χ. λογαριασμός σωρευτικές αποσβέσεις).

Επενδυτικές δραστηριότητες είναι σε γενικές γραμμές οι συναλλαγές που αφορούν αγορά ή πώληση μη κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού (παγίων). Οι συναλλαγές αυτές περιλαμβάνουν την απόκτηση ή πώληση γηπέδων, εργοστασιακών εγκαταστάσεων και μηχανημάτων, την αγορά ή πώληση τίτλων που διατηρούνται για μακροχρόνια επένδυση, όπως τα ομόλογα και οι μετοχές άλλων εταιριών και το δανεισμό χρημάτων σε κάποια άλλη επιχείρηση (π.χ. θυγατρική) και η μετέπειτα είσπραξη του δανείου.

Χρηματοδοτικές δραστηριότητες χαρακτηρίζονται γενικά ο δανεισμός από πιστωτές ή η αποληρωμή τους, καθώς και οι συναλλαγές με τους ιδιοκτήτες της εταιρίας, για παράδειγμα όταν μια εταιρία δανείζεται χρήματα εκδίδοντας ομόλογα, όπως επίσης και η πληρωμές μερισμάτων στους μετόχους της επιχείρησης.

Ελεύθερες Ταμιακές Ροές είναι το ποσό των μετρητών το οποίο παρήχθη στη διάρκεια της οικονομικής περιόδου και είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας (μετόχους και δανειστές), αφού όμως πρωτίτερα έχουν πραγματοποιηθεί όλες οι απαραίτητες επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού (πάγια στοιχεία, κεφάλαιο κίνησης κλπ.) ώστε η επιχείρηση να συνεχίσει την παραγωγική της δραστηριότητα.

Το τι μπορεί να θεωρηθεί ισοδύναμο μετρητών είναι κάτι που δεν είναι απολύτως ξεκάθαρο. Προβληματισμό επίσης μπορεί να προκαλέσει ο υπολογισμός του κινδύνου, ο οποίος είναι πολύ δύσκολος, καθώς και ο ορισμός του βραχυπρόθεσμου., γενικά.

5.4. Ανάλυση των μεθόδων που βασίζονται στις ταμιακές ροές και η επιλογή της σωστής για την αποτίμηση

Η κατάσταση των ταμιακών ροών χρησιμοποιείται για την αποτίμηση με την χρήση αρκετών παραλλαγών. Η κάθε μία από αυτές τις παραλλαγές προτιμάται ανάλογα με τις υποθέσεις και τα δεδομένα που μπορούν να γίνουν αποδεκτές ή είναι διαθέσιμα αντίστοιχα.

Η πρώτη ενέργεια που πρέπει να γίνει για να υπολογιστούν οι ταμιακές ροές είναι ο υπολογισμός των λειτουργικών ταμιακών ροών.

Ουσιαστικά οι λειτουργικές ταμιακές ροές (operating cash flow) είναι το ποσό των μετρητών που είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της επιχείρησης πριν από οποιαδήποτε επένδυση σε ενεργητικό και ισούται με τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (NOPAT) συν τις αποσβέσεις.

Υπολογισμός των υπό προεξόφληση ταμιακών ροών

Λειτουργική ταμιακή ροή ονομάζεται το ποσό των μετρητών το οποίο είναι διαθέσιμο στους επενδυτές της εταιρίας πριν από οποιαδήποτε επένδυση σε ενεργητικό. Ο προσδιορισμός της είναι απαραίτητος προκειμένου να υπολογιστούν οι υπό προεξόφληση ταμιακές ροές.

Η Λειτουργική ταμιακή ροή ισούται με τα Καθαρά Κέρδη μετά από φόρους συν τις αποσβέσεις, δηλαδή :

Καθαρά Κέρδη προ Φόρων Τόκων και Αποσβέσεων
(-) Αποσβέσεις
(-) Φόροι

(=) Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά Φόρων
(+) Αποσβέσεις

(=) **Λειτουργική ταμιακή ροή**

1. Ταμιακές ροές συνολικού κεφαλαίου (Free Cash Flow to Capital or Firm – FCFE)

Λειτουργικές ταμιακές ροές - Πραγματικοί Φόροι

Όπου :

Πραγματικοί Φόροι = [Φορολογικός Συντελεστής * (καθαρά κέρδη προ τόκων και φόρων – τόκοι)]

Και για την προεξόφλησή τους ως συντελεστής χρησιμοποιείται η Προβλεπόμενη Απόδοση Ενεργητικού (πριν από φόρους).

2. Ταμιακές ροές Μετοχικού Κεφαλαίου (Free Cash Flow to Equity – FCFE)

Λειτουργικές ταμιακές ροές - Πραγματικοί Φόροι - Τόκοι - Πληρωμές δανείων + Αυξήσεις Κεφαλαίου

Και για την προεξόφλησή τους χρησιμοποιείται ως συντελεστής η Προβλεπόμενη Απόδοση Μετοχικού Κεφαλαίου (K_e).

3. Ελεύθερες Ταμιακές Ροές (FCF)

Λειτουργικές Ταμιακές Ροές – Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι

Όπου :

Υποθετικοί ή Προβλεπόμενοι Φόροι = (Φορολογικός Συντελεστής * Καθαρά Κέρδη προ τόκων και φόρων)

Και για την προεξόφλησή τους χρησιμοποιείται ως συντελεστής το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (μετά από φόρους).

Οι παραπάνω μέθοδοι μπορούν να χρησιμοποιηθούν με τον ίδιο συντελεστή μεταβολής των ταμιακών ροών ή με την χρήση δύο ή/και τριών συντελεστών κατά την περίοδο πρόβλεψης, πράγμα που αυξάνει την πολυπλοκότητα των υπολογισμών, αλλά ταυτόχρονα προσεγγίζει καλύτερα την πραγματικότητα.

Η πιο εκτεταμένη παραλλαγή της μεθόδου προεξόφλησης των ταμιακών ροών είναι η αυτή των ελεύθερων ταμιακών ροών.

5.4.1 Πραγματικές Ταμιακές Ροές

Η χρήση πραγματικών (αποπληθωρισμένων) ταμιακών ροών και συντελεστών προεξόφλησης μπορεί να χρησιμοποιηθεί από τις επιχειρήσεις για να διευκολυνθεί η σύγκριση. Παρόλα αυτά πιο συχνά χρησιμοποιούνται οι ονομαστικές τιμές, στις οποίες δίνονται και όλα τα ιστορικά στοιχεία, πράγμα που αποτελεί πρόβλημα, διότι θα πρέπει να αναπροσαρμοσθούν σε πραγματικές τιμές.

5.4.2. Η Προεξόφληση Ταμιακών Ροών με βάση τύπους

Στους υπολογισμούς χρησιμοποιούνται πιο συχνά οι ταμιακές ροές μετά από τους φόρους. Η μεταβολή που επιφέρει η αφαίρεση των φόρων στο τελικό αποτέλεσμα των ταμιακών ροών δεν είναι αλγεβρικά η ίδια με την αφαίρεση των φόρων από τις ταμιακές ροές που έχουν υπολογισθεί με την χρήση των κερδών προ φόρων ως βάση υπολογισμού. Ιδιαίτερα στην Ελλάδα οι φόροι παίζουν σημαντικό ρόλο στον προσδιορισμό των τελικών καθαρών κερδών και αποτελούν σημαντικό ποσοστό των ταμιακών ροών μίας επιχείρησης.

Ο υπολογισμός των ταμιακών ροών και η προεξόφλησή τους απαιτεί το σταθερό ρυθμό αύξησης των εσόδων και το σταθερό περιθώριο κέρδους.

Μία από τις παραλλαγές με βάση έναν τύπο είναι αυτή των Miller - Modigliani.

Αξία της Επιχείρησης = Αξία των στοιχείων ενεργητικού + Αξία της ανάπτυξης =

$$\frac{\text{NOPLAT}}{\text{WACC}} + K * \text{NOPLAT} * N * \frac{\text{ROIC} - \text{WACC}}{\text{WACC} * (1 + \text{WACC})}$$

Όπου :

NOPLAT (Net Operating Profits Less Adjusted Taxes)

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

K (Το ποσοστό των καθαρών λειτουργικών κερδών που επενδύεται)

N (Ο προσδοκώμενος αριθμός ετών που η επιχείρηση θα συνεχίζει να επενδύει για να πετυχαίνει την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων)

ROIC (Return On Invested Capital)

5.5. Βασικοί παράγοντες της διαδικασίας αποτίμησης

5.5.1. Εισαγωγή

Η αποτίμηση με βάση τις ταμιακές ροές παρουσιάζει μερικά προβλήματα :

- Θα πρέπει να μελετηθεί το χρονικό στάδιο και οι συνθήκες που επικρατούν , όπως η εποχικότητα, ο κύκλος ζωής της επένδυσης, οι συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο κλπ
- Θα πρέπει να αναλυθεί η στρατηγική της εταιρείας και το στάδιο ανάπτυξης της
- Θα πρέπει να ελεγχθεί η αξιοπιστία των λογιστικών στοιχείων και των υποθέσεων που έγιναν από τη διοίκηση
- Θα πρέπει να προσδιορισθεί ο σκοπός της μελέτης αποτίμησης.
- Δεν υπολογίζονται στη μελέτη, ταμιακές ροές από **πιθανές** ευκαιρίες, εργασίες ή προϊόντα. Αυτό γίνεται προκειμένου να μειωθεί η αβεβαιότητα.

Οι καταστάσεις ταμιακών ροών παράγουν πληροφορίες για τον μηχανισμό παραγωγής αξίας για την επιχείρηση, ενώ η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης είναι μία μέθοδος υπολογισμού των κερδών μίας περιόδου χωρίς να λαμβάνει υπόψη τις ενέργειες που δεν αφορούν αυτή την περίοδο, έστω και αν έχουν ξεκινήσει μέσα σε αυτήν (αρχή δεδουλευμένων).

Οι ταμιακές ροές μπορεί να αποτελέσουν τον καθοριστικό παράγοντα για την υλοποίηση μίας επένδυσης. Σε αυτήν την περίπτωση θα πρέπει να υπολογισθούν οι σχετικές ταμιακές ροές :

Σχετικές TP = TP εάν η επένδυση υλοποιηθεί - TP εάν η επένδυση απορριφθεί

Όπου TP = Ταμιακές Ροές

Ο υπολογισμός των σχετικών ταμιακών ροών διευκολύνει σημαντικά την διαδικασία της λήψης απόφασης στις περιπτώσεις της αγοράς ενός παγίου ή της πραγματοποίησης ενός μικρού επενδυτικού σχεδίου.

5.5.2. Δείκτες αξιολόγησης ταμιακών ροών

Οι αριθμοδείκτες που βοηθούν σημαντικά την αξιολόγηση των ταμιακών ροών μίας επιχείρησης είναι οι εξής :

Ποιότητα Κερδών = Καθαρή ροή μετρητών από Λειτουργικές Δραστηριότητες / Κέρδη από Λειτουργικές Δραστηριότητες

Εάν είναι μεγαλύτερος του ένα (>1) τότε η επιχείρηση μετατρέπει τα λογιστικά κέρδη σε μετρητά, ενώ αν είναι μικρότερος του ένα (>1), το αντίθετο.

Κάλυψη Μερισμάτων και Τόκων (ΚΜΤ) = Καθαρή ροή μετρητών από Λειτουργικές Δραστηριότητες / Μερίσματα + Τόκοι

Εάν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος του ένα (>1) τότε η επιχείρηση παράγει κέρδη από λειτουργικές δραστηριότητες και αμείβει τους επενδυτές και τους μετόχους, ενώ εάν είναι μικρότερος του ένα (>1), το αντίθετο.

Είναι σαφές ότι πρέπει να ληφθεί οπωσδήποτε υπόψη η αρχή του κόστους ευκαιρίας. Όλοι οι πάροχοι κεφαλαίου μίας επιχείρησης (μέτοχοι, δανειστές, προμηθευτές, κλπ.) θα πρέπει να αξιολογήσουν και να εκτιμήσουν το κόστος ευκαιρίας της συμμετοχής τους στην επιχείρηση. Το κόστος ευκαιρίας είναι ένα μέτρο σύγκρισης και καλό σημείο αναφοράς για τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης που θα χρησιμοποιηθεί για την προεξόφληση των ταμιακών ροών.

5.6. Εφαρμογή της μεθόδου

Η συγκεκριμένη μέθοδος παρουσιάζει δυσκολίες στην εφαρμογή της. Αρχικά θα πρέπει να υπολογιστούν οι ταμιακές ροές (άμεση και έμμεση μέθοδος).

Η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα. Εναλλακτικός τρόπος αξιολόγησης της επιχείρησης με βάση τις ταμιακές ροές είναι ο υπολογισμός του εσωτερικού ποσοστού απόδοσής τους και η σύγκρισή του με το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο ή με το αντίστοιχο ποσοστό μίας εναλλακτικής επένδυσης ή με τον κλαδικό δείκτη απόδοσης κεφαλαίου.

Υπάρχουν κάποιες δυσκολίες κατά την εφαρμογή της μεθόδου. Ο τρόπος υπολογισμού των ταμιακών πλεονασμάτων, ο υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης, ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας και η οικονομική ζωή της επένδυσης, άρα ο υπολογισμός της περιόδου αξιολόγησης. Τα παραπάνω προβλήματα αναλύονται παρακάτω.

5.6.1. Ταμιακά πλεονάσματα

Για να υπολογιστούν οι ταμιακές ροές θα πρέπει αρχικά να προεξοφλήσουμε τα ταμιακά πλεονάσματα (ΠΤΠ) μέχρι το τέλος της περιόδου εκτίμησης και στη συνέχεια να προεξοφλήσουμε

την Υπολειμματική Αξία (ΠΥΑ). Οι ταμιακές ροές που θα προεξοφληθούν θα πρέπει να είναι καθαρές (μετά την αφαίρεση των αποσβέσεων, των τόκων και των φόρων).

Ο υπολογισμός των ΠΤΠ δεν είναι εύκολος. Κατά τον υπολογισμό είναι προτιμότερη η χρησιμοποίηση της άμεσης μεθόδου, γιατί στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα που είναι ευκολότερο να υπολογισθούν. Στα έσοδα υπάρχουν στοιχεία που μπορούν να αμφισβητηθούν (όπως είναι η ικανότητα της επιχείρησης να εισπράξει τα χρήματα, η ικανότητα της επιχείρησης να επιβάλλει τις τιμές που επιθυμεί, η ικανότητα της επιχείρησης να πουλήσει τον όγκο προϊόντων που επιθυμεί, η ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στον ανταγωνισμό, κλπ.). Τα υπόλοιπα στοιχεία μπορούν να ελεγχθούν από την επιχείρηση. Εάν πρόκειται για επιχειρηματικό όμιλο οι ταμιακές ροές θα πρέπει να υπολογιστούν για κάθε επιχείρηση ή μονάδα ξεχωριστά.

5.6.2. Ο Συντελεστής Προεξόφλησης

Ο πιο συνηθισμένος συντελεστής προεξόφλησης είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου⁴ (WACC, Weighted Average Cost of Capital). Ο συντελεστής προεξόφλησης εξαρτάται από τρεις κυρίως παράγοντες :

1. Πληθωρισμός
2. Φορολογία
3. Κίνδυνος

1. Πληθωρισμός

Ο πληθωρισμός μειώνει την πραγματική αξία των χρημάτων και συνεπώς των ταμιακών ροών. Η διακύμανση του πληθωρισμού έτος με έτος και η άμεση σχέση του με την συνολική οικονομική κατάσταση της χώρας μπορούν να επηρεάσουν σημαντικά (θετικά ή αρνητικά) το αποτέλεσμα της αποτίμησης μίας επιχείρησης. Για παράδειγμα η αποτίμηση των επιχειρήσεων σε εποχές υψηλού πληθωρισμού ή εποχές υψηλής διακύμανσης είναι δυσχερής και τα αποτελέσματά της αμφισβητήσιμα. Συνεπώς πρέπει να γίνει πρόβλεψη του επιπέδου του πληθωρισμού και στη συνέχεια να αυξηθεί αντίστοιχα ο συντελεστής προεξόφλησης, προκειμένου οι ταμιακές ροές κάθε έτους να είναι συγκρίσιμες με αυτές του προηγούμενου και του επόμενου.

Κατά τον υπολογισμό μπορεί να επιλεγεί είτε να αποπληθωριστούν οι ταμιακές ροές και στη συνέχεια να γίνει η αποτίμηση με βάση τον πραγματικό συντελεστή προεξόφλησης είτε να χρησιμοποιηθεί άμεσα ο ενισχυμένος συντελεστής προεξόφλησης στις ταμιακές ροές χωρίς να αποπληθωριστούν πρώτα.

⁴ Για τον υπολογισμό του βλ. Σχετικό κεφάλαιο

Σημαντικό πρόβλημα στην εφαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης σε εποχές πληθωρισμού ή μεγάλης διακύμανσής του είναι το γεγονός ότι δεν επηρεάζονται όλες οι ταμιακές εισροές και εκροές στον ίδιο βαθμό από αυτόν. Παραδείγματα διαφορετικής επιρροής του πληθωρισμού στις ταμιακές ροές είναι ότι συνήθως οι προμηθευτές προσαρμόζουν τις τιμές τους στον πληθωρισμό με χρονική υστέρηση, ενώ οι εργαζόμενοι έχουν την τάση να προσαρμόζουν στις αμοιβές τον πληθωρισμό άμεσα. Αντίστοιχα στο τμήμα των εισροών η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να προβεί σε συχνές αλλαγές της τιμολογιακής της πολιτικής για να ενσωματώσει τον πληθωρισμό.

2. Φορολογία

Η επίδραση της φορολογίας στον υπολογισμό των ταμιακών ροών, μπορεί να εμφανισθεί πολλές φορές με την έκπτωση φόρου στις περιπτώσεις δανεισμού ή με την αύξησή της στην περίπτωση των αυξημένων ταμιακών ροών. Το φορολογικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση επηρεάζει σημαντικά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων όπως π.χ. η επιλογή τόπου εγκατάστασης, η επιλογή του προσωπικού κλπ, καθώς επίσης και τη διαμόρφωση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

3. Κίνδυνος

Ο υπολογισμός των ταμιακών πλεονασμάτων μίας εταιρίας είναι δύσκολος ακόμα και αν πρόκειται για βραχυχρόνια περίοδο, διότι δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια οι συνθήκες που διαμορφώνονται στην αγορά. Η αβεβαιότητα οδηγεί στο συμπέρασμα ότι θα πρέπει να υπολογισθεί ο κίνδυνος αυτός και να συνυπολογισθεί στον συντελεστή προεξόφλησης.

Η έννοια του κινδύνου είναι σχετικά πολύπλοκη και υποκειμενική. Ο καθένας έχει την δική του προσέγγιση στον κίνδυνο. Θεωρητικά ο κίνδυνος με βάση το μοντέλο CAPM χωρίζεται σε συστηματικό και μη συστηματικό κίνδυνο.

Προκειμένου να περιοριστεί η αβεβαιότητα που προκύπτει από τον κίνδυνο, πρέπει στον υπολογισμό του να ληφθούν υπόψη διάφορες πληροφορίες που δεν είναι άμεσα λογιστικές, αλλά αφορούν περισσότερο την αγορά, όπως είναι οι εξής :

- Το μέγεθος της αγοράς στο οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση
- Το μερίδιο αγοράς που κατέχει
- Η ένταση του ανταγωνισμού
- Οι προοπτικές εξέλιξης της παραγωγής του προϊόντος ή της υπηρεσίας
- Το θεσμικό πλαίσιο της συγκεκριμένης αγοράς
- Η δυνατότητα εφαρμογής καινοτομιών σε νέα προϊόντα ή υπηρεσίες, από την εταιρία
- Η παραγωγικότητα και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά του ανθρώπινου δυναμικού της εταιρίας

- Η σύνθεση των δανειστών και προμηθευτών της
- Η ελαστικότητα ζήτησης του προϊόντος
- Η ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων
- Η επιρροή της τεχνολογίας στην παραγωγή του προϊόντος
- Ο κύκλος ζωής προϊόντος

Εάν συνεκτιμηθούν όλα τα παραπάνω κατά τον υπολογισμό του συντελεστή προεξόφλησης, τότε αυξάνεται η ακρίβειά του και κατά συνέπεια η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων της μεθόδου.

5.6.3. Χρονική περίοδος πρόβλεψης

Ο χρόνος, ιδιαίτερα κατά την εφαρμογή της μεθόδου της προεξόφλησης των ταμιακών ροών, έχει μεγάλη σημασία διότι :

- Επηρεάζεται ο συντελεστής προεξόφλησης
- Η επιχειρηματική συμπεριφορά δεν μπορεί να προβλεφθεί σε μακροπρόθεσμο επίπεδο
- Οι επιχειρήσεις δεν κάνουν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό πέραν των 5 ετών.
- Ο κύκλος ζωής των προϊόντων έχει μειωθεί σημαντικά με αποτέλεσμα οι προβλέψεις για τη λειτουργία της επιχείρησης να είναι επισφαλείς
- Ο οικονομικός κύκλος επηρεάζει την χρηματοοικονομική συμπεριφορά των επιχειρήσεων.
- Επηρεάζει τις προσδοκίες των ιδιοκτητών, επενδυτών, της κεφαλαιαγοράς

5.6.3.1. Προσδιορισμός χρονικής περιόδου πρόβλεψης

- Η περίοδος πρόβλεψης θα πρέπει να είναι τόσο μεγάλη ώστε στο τέλος της περιόδου να μπορεί να θεωρηθεί ότι η επιχείρηση έχει αποκτήσει μία σταθερότητα στον τρόπο που λειτουργεί (παραγωγικά, χρηματοοικονομικά, κλπ.), η οποία διαπιστώνεται από τη διακύμανση των κερδών, των ταμιακών ροών κλπ., και αν αυτή είναι μεγάλη τότε πρέπει να επιλεγεί μεγάλο χρονικό διάστημα
- Η περίοδος πρόβλεψης θα πρέπει να ταυτίζεται κατά το δυνατόν με τη χρονική περίοδο στην οποία οι υποθέσεις που έγιναν δεκτές έχουν μεγάλη πιθανότητα ισχύος
- Όσο μεγαλύτερη η χρονική περίοδος πρόβλεψης τόσο μικρότερη είναι η υπολειμματική αξία ως ποσοστό της συνολικής
- Η αύξηση της χρονικής περιόδου πρόβλεψης, αυξάνει και το πληροφοριακό περιεχόμενο της μελέτης.

5.6.4. Η Υπολειμματική Αξία

Η υπολειμματική αξία αντιστοιχεί στην περίοδο σταθερότητας της επιχείρησης, κατά την οποία οι ταμιακές ροές αυξάνονται με σταθερό ρυθμό κάθε χρόνο και ουσιαστικά είναι η αξία της επιχείρησης μετά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης των ταμιακών ροών. Το χρονικό διάστημα για το οποίο γίνονται προβλέψεις ταμιακών ροών είναι σχετικά μικρό. Έτσι η υπολειμματική αξία αποτελεί μεγάλο ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης, όταν αυτή υπολογίζεται με βάση την προεξόφληση των ταμιακών ροών. Η σημασία της υπολειμματικής αξίας, ως ποσοστό της συνολικής αξίας της επιχείρησης, εξαρτάται από τον κλάδο, το παραγόμενο προϊόν, το στάδιο του οικονομικού κύκλου που διανύει η οικονομία, τον κύκλο ζωής προϊόντος, κ.α. Όσο μικρότερος είναι ο χρόνος εκτίμησης τόσο μεγαλύτερη είναι η υπολειμματική αξία και το αντίθετο.

Η υπολειμματική αξία μπορεί να οριστεί επίσης ως εξής το υπόλοιπο μεταξύ της αξίας που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές για την επιχείρηση και της αξίας των προεξοφλημένων ροών κατά το χρονικό διάστημα πρόβλεψης, το πολλαπλάσιο ορισμένων συντελεστών, όπως είναι το P/E ή ως την καθαρή περιουσιακή θέση στο τέλος της περιόδου πρόβλεψης, η Καθαρή περιουσιακή θέση μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης, η αξία ρευστοποίησης της επιχείρησης μετά το τέλος της περιόδου πρόβλεψης, το κόστος αντικατάστασης των στοιχείων ενεργητικού και τέλος ο λόγος της αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία επί την λογιστική αξία της επιχείρησης

Η καλύτερη αντιμετώπιση με βάση τις ταμιακές ροές θα ήταν ο υπολογισμός τους για όλο το χρονικό διάστημα ζωής της επιχείρησης (π.χ. 30 έτη). Η προβολή και πρόβλεψη στοιχείων πέραν του εύλογου διαστήματος των 5 ετών είναι εξαιρετικά παρακινδυνευμένη και κανένας από τα ενδιαφερόμενα μέρη δεν θα δεχόταν να γίνουν προβλέψεις πέραν του συγκεκριμένου διαστήματος.

Όσον αφορά την περίοδο μετά τον χρονικό ορίζοντα πρόβλεψης, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας αναπροσαρμόζονται. Η αναπροσαρμογή γίνεται με διάφορους τρόπους και εργαλεία (συγκρίσεις με τα κλαδικά στοιχεία, προβλεπόμενος ρυθμός ανάπτυξης εργασιών, απαλοιφή των έκτακτων - ανόργανων και λοιπών εσόδων δραστηριότητας, κλπ.).

Κατά τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας γίνονται συχνά τα εξής λάθη :

- στην επιλογή του έτους, βάσει του οποίου θα υπολογισθεί η υπολειμματική αξία ορισμένοι λογαριασμοί παρουσιάζουν μεγάλες ποσοστιαίες μεταβολές που επηρεάζουν άμεσα τα ταμιακά πλεονάσματα της επιχείρησης.
- η επιλογή λάθους τύπου υπολογισμού

- η υποεκτίμηση του ρυθμού αύξησης των βασικών μεγεθών με αποτέλεσμα την μείωση της υπολογιζόμενης αξίας της επιχείρησης.

5.6.4.1. Υπολογισμός Υπολειμματικής Αξίας

Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται με πολλούς και διαφορετικούς τύπους. Παρακάτω παρουσιάζονται αυτοί που χρησιμοποιούνται περισσότερο σε μελέτες αποτίμησης στην πράξη και οι οποίοι δεν παρουσιάζουν σημαντικές δυσκολίες στον υπολογισμό τους.

1. Ο τύπος της σταθερής ανάπτυξης

Η επιχείρηση :

- έχει επιτύχει μία σταθερότητα ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της, του κύκλου εργασιών και των κερδών της
- έχει σταθερά περιθώρια κέρδους και διατηρεί ένα σταθερό ρυθμό απόδοσης κεφαλαίων (λειτουργικές δραστηριότητες).
- έχει έσοδα τα οποία αυξάνονται με τον ίδιο σταθερό ρυθμό και επενδύει το ίδιο ποσοστό των ταμιακών ροών κάθε έτος (επενδυτικές δραστηριότητες).
- κερδίζει ένα συγκεκριμένο και σταθερό ποσοστό από τις τοποθετήσεις των διαθεσίμων της (χρηματοοικονομικές δραστηριότητες).
- έχει σταθερό (απαιτούμενο) επιτόκιο απόδοσης (προσδοκίες) στο διηνεκές.

$$YA = \frac{ETP_n}{r-g} * (1+r)^n$$

Όπου :

ETP (Ελεύθερες Ταμιακές Ροές)

g (Μακροπρόθεσμος ρυθμός ανάπτυξης)

r (απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης)

n (Τελευταίο έτος του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης)

Το πλεονέκτημα του παραπάνω τύπου είναι η ευκολία υπολογισμού. Όπου **r** μπορεί να χρησιμοποιηθεί το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (**WACC**).

2. Ο τύπος των εξομαλυμένων Καθαρών Λειτουργικών Κερδών

- η επιχείρηση έχει επιτύχει μία σταθερότητα ανάπτυξης των δραστηριοτήτων της, του κύκλου εργασιών και των κερδών της.
- τα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μπορούν να θεωρηθούν ότι στην περίοδο ωριμότητας μπορούν να χρησιμοποιηθούν στον υπολογισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών. Όσο μεγαλύτερη η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων, τόσο περισσότερο τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετασχηματίζονται σε ελεύθερες ταμιακές ροές.
- Το απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης παραμένει σταθερό (προσδοκίες) στο διηνεκές.
- Η επιχείρηση έχει σταθερά περιθώρια κέρδους και διατηρεί ένα σταθερό ρυθμό απόδοσης κεφαλαίων (λειτουργικές δραστηριότητες).
- Τα έσοδα της επιχείρησης αυξάνονται με τον ίδιο σταθερό ρυθμό και η επιχείρηση επενδύει το ίδιο ποσοστό των ταμιακών ροών κάθε έτος (επενδυτικές δραστηριότητες).
- Η επιχείρηση κερδίζει ένα συγκεκριμένο και σταθερό ποσοστό από τις τοποθετήσεις των διαθεσίμων της (χρηματοοικονομικές δραστηριότητες).

$$YA = \frac{NOPLAT_{T-1} * (1-g / ROIC_1)}{WACC - g}$$

Όπου :

NOPLAT_{T-1} (Εξομαλυμένα ή Κανονικοποιημένα Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη το έτος μετά το τέλος της αναλυτικής περιόδου πρόβλεψης)

WACC (Weighted Average Cost of Capital)

ROIC₁ (Return on Invested Capital)

Ο αριθμητής ισούται με τις ελεύθερες ταμιακές ροές το έτος μετά το τέλος της αναλυτικής περιόδου πρόβλεψης, δηλαδή :

$$YA = ETP_n / WACC - g$$

3. Ο τύπος με την χρήση του P/E

Ο παρακάτω τύπος υπολογίζει την υπολειμματική αξία κάνοντας χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών άλλης επιχείρησης. Με αυτό τον τρόπο λαμβάνονται υπόψη και κλαδικά στοιχεία και υπάρχει η πιθανότητα να εξαλειφθούν τυχόν «ανωμαλίες» στους υπολογισμούς των επιμέρους ανεξάρτητων μεταβλητών υπολογισμού της YA. Ο τύπος, όμως παρουσιάζει και σημαντικά

μειονεκτήματα γιατί οι υποθέσεις που θα πρέπει να γίνουν δεκτές είναι αρκετές και σύνθετες.

$$YA = P/E * KK_n * (1+r)^n$$

Όπου :

P/E (Δείκτης τιμής προς κέρδη μίας ομοειδούς, με τα ίδια περίπου οικονομικά μεγέθη και προοπτικές ανάπτυξης, επιχείρησης)

ΚΚ (Καθαρά Κέρδη του τελευταίου έτους του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης)

r (Απαιτούμενο επιτόκιο απόδοσης), όπου **r** μπορεί να χρησιμοποιηθεί το **WACC**

n (Τελευταίο έτος του χρονικού ορίζοντα πρόβλεψης)

5.7. Σύγκριση ΚΠΑ και ΕΠΑ

Η σύγκριση γίνεται με την χρήση των εργαλείων της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ) ή του Εσωτερικού Ποσοστού Απόδοσης (ΕΠΑ). Για να συγκριθούν οι δύο μέθοδοι πρέπει να γνωρίζουμε εάν η απόφαση της διοίκησης αφορά αποκλειστικά μία και μόνο επένδυση, επενδύσεις που αποκλείονται αμοιβαία ή επενδύσεις με πολλαπλές αποδόσεις.

Στην πρώτη περίπτωση μπορούν να χρησιμοποιηθούν και η ΚΠΑ και το ΕΠΑ, αφού εάν η επένδυση έχει θετική ΚΠΑ, τότε και το εσωτερικό ποσοστό απόδοσης είναι μεγαλύτερο από το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης. Στη δεύτερη όμως περίπτωση παρουσιάζονται ορισμένες ιδιαιτερότητες αφού οι δύο μέθοδοι δεν δίνουν τα ίδια αποτελέσματα. Η διαφορά προκύπτει από το γεγονός ότι η αξία χρήματος με τον χρόνο μεταβάλλεται. Έτσι, η ΚΠΑ μπορεί να υπολογίζει απόδοση μεγαλύτερη στη μία περίπτωση, ενώ το ΕΠΑ να υπολογίζει απόδοση μεγαλύτερη στην άλλη.

Ο μελετητής θα ελέγξει την αξία της εταιρίας και με τις δύο μεθόδους. Στη συνέχεια θα πρέπει να προσέξει τις παραμέτρους υπολογισμού και των δύο και τέλος θα πρέπει να ελέγξει εάν υπάρχουν πέραν του ενός ΕΠΑ. Αν συμβαίνει κάτι τέτοιο, θα επιλέξει ως πιο αξιόπιστη την μέθοδο της ΚΠΑ, γιατί έτσι δεν χρειάζεται η τεκμηρίωση της επιλογής ενός από τα πολλά ΕΠΑ που θα έχουν υπολογισθεί.

5.8. Τελικός υπολογισμός της αξίας της επιχείρησης

Η αξία της επιχείρησης τελικά προκύπτει από το άθροισμα των δύο επιμέρους προεξοφλημένων μεγεθών, που αναλύθηκαν παραπάνω, και είναι η Προεξόφληση των Ταμιακών Πλεονασμάτων (ΠΤΠ) και η Προεξόφληση της Υπολειμματικής Αξίας (ΠΥΑ), δηλαδή :

Αξία Επιχείρησης = ΠΤΠ + ΠΥΑ

Αξίζει να σημειωθεί ότι προτιμότερος συντελεστής προεξόφλησης είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), το οποίο αναλύεται εκτενώς σε επόμενο κεφάλαιο.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», INTERBOOKS (2002)

ΔΡ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ Γ. ΠΡΩΤΟΨΑΛΤΗΣ : «Καταστάσεις Ταμιακών Ροών», Εκδόσεις Σταμούλης, (1999)

KOLLER TIM, GOEDHART MARC, WESSELS DAVID : “Measuring and Managing the Value of Companies”, MCKINSEY & COMPANY (Fourth Edition, 2005)

GARRISON / NOREEN / BREWER : “MANAGERIAL ACCOUNTING”, MCGRAW-HILL (Eleventh Edition, 2006)

BACIDORE, J.M., J.A. BOQUIST, T.T. MILBOURN, A.V. THAKOR : “THE SEARCH FOR THE BEST FINANCIAL PERFORMANCE MEASURE”, Financial Analysts Journal, June 1997

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

www.jstor.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡ-ΠΡΟΣΟΔΟΥ

6.1. Εισαγωγή

Όλες οι επιχειρήσεις έχουν ως αντικειμενικό είναι τη μεγιστοποίηση των κερδών και τη δημιουργία υπερπροσόδων μέσα από τις δραστηριότητές της. Υπερπρόσοδος ή Υπερκέρδος θεωρείται το κέρδος που πραγματοποιεί η επιχείρηση επιπλέον της κανονικής απόδοσης των κεφαλαίων που είναι επενδυμένα σε αυτήν και είναι αποτέλεσμα πολλών παραγόντων (υπεροχή στο management, ποιότητα προϊόντων, καλές σχέσεις με τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους δανειστές, επιτυχημένο marketing κλπ). Το Υπερκέρδος αυτό δημιουργεί στην επιχείρηση μια υπεραξία ("goodwill"⁵ ή «αξία υπερπροσόδου», «υπεραξία επιχείρησης», «αέρας» ή «φήμη και πελατεία»).

Τα οργανικά κέρδη είναι το αλγεβρικό άθροισμα των οργανικών εσόδων μείον τα οργανικά έξοδα. Η εξαίρεση των τόκων των δανειακών κεφαλαίων μπορεί να διευκολύνει τους υπολογισμούς, αλλά αφαιρεί και έναν σημαντικό παράγοντα χρηματοδότησης της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο δημιουργείται ένα κενό στην εκτίμηση της αξίας ιδιαιτέρως όταν :

1. Η επιχείρηση βασίζεται σε μεγαλύτερο βαθμό στα δανειακά κεφάλαια,
2. Η εξυπηρέτηση των δανείων απαιτεί μεγάλες ταμιακές εκροές τα οργανικά κέρδη να μην δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης και συνεπώς η εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης με την μέθοδο αυτή να μην είναι ακριβής.

Εάν μία επιχείρηση που δεν παράγει υπερπροσόδους ή ακόμη περισσότερο κέρδη δεν μπορεί να αποτιμηθεί με αυτή τη μέθοδο.

Αρχικά θα πρέπει να υπολογιστεί η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης και στη συνέχεια να γίνει το άθροισμα της παρούσας αξίας των υπερπροσόδων που έχει υπολογιστεί.

Το πλεονέκτημα της μεθόδου αυτής σε σχέση με τη μέθοδο της καθαρής περιουσιακής θέσης είναι ότι για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης λαμβάνονται υπόψη όλοι οι παραγωγικοί συντελεστές (ακόμη και η «επιχειρηματικότητα»).

⁵ Οι επιχειρήσεις δαπανούν συνήθως σημαντικά ποσά με στόχο τη δημιουργία "goodwill" ή με την ελπίδα ότι θα δημιουργήσουν σ'αυτές κάποιο πλεονέκτημα που δεν έχουν οι ανταγωνιστές τους. Επειδή όμως δεν είναι δυνατόν να εξακριβωθεί η άμεση σχέση μεταξύ των δαπανών αυτών και του δημιουργούμενου "goodwill", οι δαπάνες αυτές θεωρούνται ως έξοδα της τρέχουσας περιόδου και βαρύνουν τα αποτελέσματα της χρήσεως στην οποία πραγματοποιούνται.

Τα κύρια χαρακτηριστικά της μεθόδου είναι τα εξής:

- Η φορολογία αποκλείεται ως παράγοντας που επηρεάζει την εκτίμηση και τείνει να ευνοήσει τις επιχειρήσεις που έχουν υψηλότερο συντελεστή (κυρίως εμπορικές).
- Τα δανειακά κεφάλαια αποτελούν ολοένα το σημαντικότερο στήριγμα των επιχειρήσεων για άντληση κεφαλαίων, πράγμα που δεν λαμβάνεται υπόψη σε αυτή τη μέθοδο και επηρεάζει άμεσα την αξία της επιχείρησης.
- Η μέθοδος λαμβάνει υπόψη της τον παράγοντα επιχειρηματικότητα.
- Στην περίπτωση που μεγάλο τμήμα των κεφαλαίων της επιχείρησης δεν απασχολείται (έλλειψη επιχειρηματικότητας) τότε η εκτίμηση εξαρτάται αποκλειστικά και μόνο σε ένα τμήμα των συνολικών κεφαλαίων. Η διαπίστωση αυτή μειώνει σημαντικά, επίσης, και την εκτίμηση των μελλοντικών υπερπροσόδων.
- Δεν λαμβάνονται υπόψη στον υπολογισμό των οργανικών κερδών έκτακτα έσοδα και έξοδα με αποτέλεσμα η μέθοδος να παρουσιάζει αποκλίσεις από την πραγματικότητα.
- Η μέθοδος δεν λαμβάνει υπόψη τον οικονομικό, επιχειρηματικό και επενδυτικό κύκλο. Με συνέπεια την διαφορά στην αφετηρία υπολογισμού των μελλοντικών υπερπροσόδων (μια εκτίμηση μπορεί να ξεκινά από το χρονικό σημείο της ύφεσης, ενώ μία άλλη από το χρονικό σημείο της ωρίμανσης της επένδυσης).
- Η πενταετία μπορεί να είναι μικρό σχετικά χρονικό διάστημα για την ασφαλή εκτίμηση του μέσου όρου των υπερπροσόδων. Έτσι αν οι επενδύσεις που έχει κάνει μία επιχείρηση αρχίσουν να αποδίδουν από το τέταρτο έτος και μετά, οι υπερπρόσοδοι που θα υπολογισθούν θα είναι σχετικά μικρές, ενώ εάν οι επενδύσεις έχουν υψηλές αποδόσεις τα πρώτα έτη και στην συνέχεια οι αποδόσεις πέφτουν, τότε οι υπερπρόσοδοι θα είναι μεγάλες.

6.2. Παραδοχές στις οποίες βασίζεται η αποτίμηση

Θα πρέπει, όπως προαναφέρθηκε, να υπολογιστεί πρώτα, η καθαρή περιουσιακή θέση.

Στη συνέχεια θα πρέπει να υπολογιστεί η υπερπρόσοδος. Οι υποθέσεις που γίνονται δεκτές και τα δεδομένα που θα πρέπει να είναι διαθέσιμα είναι τα παρακάτω:

1. Η εταιρία παράγει υπερκανονικά κέρδη.
2. Το επιτόκιο είναι γνωστό στην διάρκεια του χρόνου και μπορεί να προβλεφθεί με σχετική ασφάλεια για την επόμενη πενταετία.
3. Έχει περατωθεί η διαδικασία αποτίμησης της καθαρής περιουσιακής θέσης της επιχείρησης.

4. Οι λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης είναι σταθερές και σαφώς προσδιορισμένες. Ειδικά οι πολιτικές που αφορούν την επιμέτρηση των οργανικών εσόδων και εξόδων.
5. Η επιχείρηση υπολογίζει τα οργανικά κέρδη της, εξαιρουμένων των εκτάκτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων (κανονική λειτουργία) και των τόκων των δανειακών κεφαλαίων. Οι τόκοι δεν συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των οργανικών κερδών γιατί οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό των τόκων των απασχολούμενων κεφαλαίων

Συνολικοί τόκοι = Τόκοι μετοχικού κεφαλαίου και τόκοι δανειακού κεφαλαίου

6. Τα οργανικά κέρδη θα πρέπει να συμπεριλαμβάνουν και τις αποσβέσεις (με την λογική ότι οι αποσβέσεις είναι άμεσα συνυφασμένες με την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης και μεγάλο τμήμα τους λογίζεται ως ενσωματωμένο στο κόστος παραγωγής, καθώς και με το γεγονός ότι η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης παραμένει η ίδια στην πορεία του χρόνου).
7. Η επιχείρηση είναι σε λειτουργία τα τελευταία 5 έτη τουλάχιστον.
8. Η επιχείρηση μπορεί να διακρίνει τα πάγια ή άλλα στοιχεία του ενεργητικού της που δεν απασχολούνται άμεσα στην παραγωγική διαδικασία.
9. Στον υπολογισμό των εσόδων - εξόδων δεν περιλαμβάνονται τα έκτακτα και ανόργανα έσοδα - έξοδα. Τον μελετητή των ενδιαφέρει η κανονική λειτουργία της επιχείρησης και όχι η ασυνεχής πραγματοποίηση εσόδων και εξόδων.
10. Το επιτόκιο καταθέσεων ή ομολόγων είναι ένας καλός δείκτης για τον προσδιορισμό του συντελεστή προεξόφλησης. Το επιτόκιο, όμως, δεν είναι σε καμία περίπτωση ο μοναδικός δείκτης - παράγοντας προσδιορισμού του συντελεστή προεξόφλησης. Σε εποχές που ο πληθωρισμός είναι υψηλός το επιτόκιο δίνει ψευδή εικόνα (μπορεί το πραγματικό επιτόκιο να είναι αρνητικό).

6.3. Εφαρμογή της μεθόδου

Οι βασικοί τρόποι χρήσης της μεθόδου είναι :

- Χρήση αποκλειστικά και μόνο ιστορικών στοιχείων
- Χρήση προβλεπόμενων στοιχείων

Στην περίπτωση που η αποτίμηση θα στηριχθεί αποκλειστικά στα ιστορικά στοιχεία, η διαδικασία είναι η εξής :

- Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την προηγούμενη πενταετία.

- Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης.
- Υπολογισμός των τόκων απασχολούμενου κεφαλαίου.
- Υπολογισμός της υπερπροσόδου (αφαίρεση από τα οργανικά κέρδη των τόκων).
- Υπολογισμός του μέσου όρου των υπερπροσόδων.
- Υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής, τόσο για την προεξόφληση της καθαρής περιουσιακής θέσης, όσο και των υπερπροσόδων).
- Υπολογισμός της παρούσας αξίας από τον τύπο :

$$\text{Παρούσα Αξία Υπερπροσόδων (Υπεραξία)} = \frac{\text{Μέσος όρος Υπερπροσόδων}}{\text{Συντελεστής Προεξόφλησης}} =$$

$$= [K - (i \cdot \Lambda K \Theta)] \alpha \cdot i / n$$

Όπου :

K = Μέσο μελλοντικό Κέρδος της επιχείρησης

i = κανονικό ποσοστό απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου

i' = επιτόκιο προεξόφλησης υπερπροσόδου

n = αριθμός ετών στα οποία προβλέπεται η επιχείρηση να πραγματοποιεί υπερπρόσοδο

ΛΚΘ = Λειτουργική Καθαρή Θέση επιχείρησης

Ο παραπάνω τύπος υπολογίζει το σύνολο των υπερπροσόδων στο διηνεκές. Στην ΠΑΥ προστίθεται και η καθαρή περιουσιακή θέση της επιχείρησης και έτσι προκύπτει το συνολικό ποσό της αξίας της επιχείρησης. Δηλαδή η μέθοδος μπορεί να απεικονιστεί με τον τύπο :

Αξία επιχείρησης = Π.Κ.Θ. + ΠΑΥ (Υπεραξία)

Στην περίπτωση που χρησιμοποιηθούν στοιχεία που θα προέλθουν και θα στηριχθούν σε προβλέψεις, τότε η διαδικασία που θα ακολουθηθεί έχει και κάποια επιπλέον βήματα, τα οποία είναι τα εξής :

- Υπολογισμός των προβλεπόμενων προσαρμοσμένων καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσεως.
- Προσαρμογή των ισολογισμών.
- Υπολογισμός των οργανικών κερδών για την περίοδο πρόβλεψης
- Υπολογισμός του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης

- Υπολογισμός των τόκων του απασχολούμενου κεφαλαίου ή των προσαρμοσμένων ιδίων κεφαλαίων
- Υπολογισμός της υπερπροσόδου (αφαίρεση των τόκων από τα οργανικά κέρδη).
- Υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης (χρησιμοποιείται ο ίδιος συντελεστής, τόσο για την προεξόφληση της καθαρής περιουσιακής θέσης, όσο και της προεξόφλησης των υπερπροσόδων).
- Υπολογισμός της παρούσας αξίας των υπερπροσόδων με συντελεστή προεξόφλησης

Η μέθοδος είναι σχετικά απλή. Ο μελετητής πρέπει να πάρει τρεις αποφάσεις, έτσι ώστε να καθοριστεί και το σύνολο των υποθέσεων που θα πρέπει να γίνουν δεκτές για να περατωθεί η εργασία της αποτίμησης. Οι βασικές δυσκολίες είναι, όπως και στις ταμιακές ροές, η δημιουργία προβλέψεων που να μην μπορούν να αμφισβητηθούν και η προσαρμογή των λογιστικών καταστάσεων.

Ο δεύτερος τρόπος είναι προτιμότερος, καθώς είναι πιο δυναμικός από αυτόν που λαμβάνει υπόψη μόνο τα στοιχεία του παρελθόντος.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)

BREALY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

BACIDORE, J.M., J.A. BOQUIST, T.T. MILBOURN, A.V. THAKOR : “THE SEARCH FOR THE BEST FINANCIAL PERFORMANCE MEASURE”, Financial Analysts Journal, June 1997

www.investopedia.com

www.jstor.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7 : ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (ECONOMIC VALUE ADDED OR ECONOMIC PROFIT)

7.1. Εισαγωγή

Η προστιθέμενη οικονομική αξία (ΠΟΑ – EVA) υπολογίζει την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση σε μία δεδομένη χρονική περίοδο. Είναι ένα αξιόπιστο μέτρο μέτρησης της αξίας μίας επιχείρησης. Η μέθοδος της ΠΟΑ μαζί με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών θεωρούνται σήμερα οι πιο αξιόπιστες μεθοδολογίες επιμέτρησης της αξίας μίας επιχείρησης. Η ΠΟΑ είναι ένα χρηματοοικονομικό εργαλείο που στηρίζεται σε ιστορικά λογιστικά στοιχεία και συνεπώς έχει τους περιορισμούς που έχουν όλα τα συναφή εργαλεία.

Οι σχέσεις υπολογισμού της είναι :

ΠΟΑ = Λειτουργικά Έσοδα Μετά από Φόρους - (Επενδυμένα Κεφάλαια * Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου)

Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού είναι με τον τύπο:

ΠΟΑ = (ROI – WACC) * Επενδυμένο Κεφάλαιο

Ο πρώτος τύπος ονομάζεται λειτουργικός, ενώ ο δεύτερος χρηματοοικονομικός.

Η ΠΟΑ είναι ένα χρηματικό ποσό. Η ΠΟΑ μπορεί να είναι θετική, αλλά και αρνητική. Όπως φαίνεται από τις παραπάνω σχέσεις, μία επιχείρηση έχει θετική ΠΟΑ, δηλαδή παράγει αξία, όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Εάν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι μεγαλύτερο από την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (αρνητική ΠΟΑ), οποιοσδήποτε νέες επενδύσεις θα επιφέρουν επιπλέον μείωση της αξίας για την επιχείρηση.

Η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με :

Λογιστική Αξία του μετοχικού κεφαλαίου + Παρούσα Αξία των Μελλοντικών ΠΟΑ

7.2. Πλεονεκτήματα ΠΟΑ

Η οικονομική προστιθέμενη αξία, έχει ορισμένα χαρακτηριστικά που την καθιστούν τον ενδεδειγμένο δείκτη μέτρησης της απόδοσης σε μια επιχείρηση. Τα χαρακτηριστικά αυτά, είναι:

1. Η οικονομική προστιθέμενη αξία δεν εξαρτάται από την αγορά ενώ δεν επηρεάζεται και από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, αφού στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων. Κατά συνέπεια δεν εξαρτώνται από τα λογιστικά κέρδη και από τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων που είναι στοιχεία που μπορούν να χειραγωγηθούν από τη Διοίκηση της επιχείρησης, ούτε και την αγοραία τιμή της μετοχής, η οποία μπορεί να επηρεάζεται από παράγοντες που είναι άσχετοι με την απόδοση της εταιρίας.
2. Η οικονομική προστιθέμενη αξία στηρίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό. Δηλαδή, λαμβάνει υπόψη και το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης.
3. Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι απόλυτα συμβατή με τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης ταμιακών ροών. Η μέθοδος της προεξόφλησης της οικονομικής προστιθέμενης αξίας, δίνει ακριβώς την ίδια αξία για την επιχείρηση με τη μέθοδο της προεξόφλησης των ταμιακών ροών. 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 όπως αυτή προσδιορίσθηκε με τη μέθοδο προεξόφλησης των ταμιακών ροών. Έτσι, όταν προσδιορίζεται ο δείκτης αυτός, πράγματι μπορούμε να ξέρουμε την αξία που παρήχθη από την επιχείρηση στη διάρκεια της οικονομικής χρήσης.
4. Ενώ τόσο η ελεύθερη ταμιακή ροή όσο και η οικονομική προστιθέμενη αξία 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.
5. Η οικονομική προστιθέμενη αξία μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο 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 τις ΠΟΑ των επιμέρους στοιχείων ενός συνόλου, προκύπτει η ΠΟΑ του συνόλου. Έτσι, αν υπολογισθούν οι ΠΟΑ για κάθε γεωγραφική περιοχή που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, μπορεί να προκύψει η ΠΟΑ ολόκληρης της επιχείρησης.

7.3. Παράγοντες που επηρεάζουν την ΠΟΑ

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 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 είναι:

- Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού.
- Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC)
- Το κόστος κεφαλαίου (WACC)

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 αυξησει λοιπόν η διοίκηση μιας επιχείρησης τον πλούτο των μετόχων πρέπει να κάνει τα ακόλουθα:

- Να αυξήσει την απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της.
- Να εξασφαλίζει 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 του κεφαλαίου της.

7.4. Τρόποι υπολογισμού της ΠΟΑ

Η μέθοδος αυτή βασίζεται στην ίδια κεντρική ιδέα με την μέθοδο της προεξόφλησης των υπερπροσόδων, αλλά και με αυτή των προεξοφλημένων ταμιακών ροών, δηλαδή η σύγκριση γίνεται με το εναλλακτικό κόστος - κέρδος του κεφαλαίου που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για να λειτουργήσει και να παράγει έσοδα (ταμιακές ροές) και κέρδη. Για αυτό και οι μέθοδοι παρουσιάζουν αρκετές ομοιότητες, όσον αφορά τις υποθέσεις που θα πρέπει να γίνουν δεκτές, αλλά και την καταλληλότητά τους στις διάφορες συνθήκες. Μαθηματικά η ΠΟΑ δίνει τα ίδια αποτελέσματα με την προεξόφληση των ταμιακών ροών ή την καθαρά παρούσα αξία. Οι ταμιακές ροές και η καθαρά παρούσα αξία δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την μέτρηση της απόδοσης γιατί εξαρτώνται αποκλειστικά από τις ταμιακές ροές.

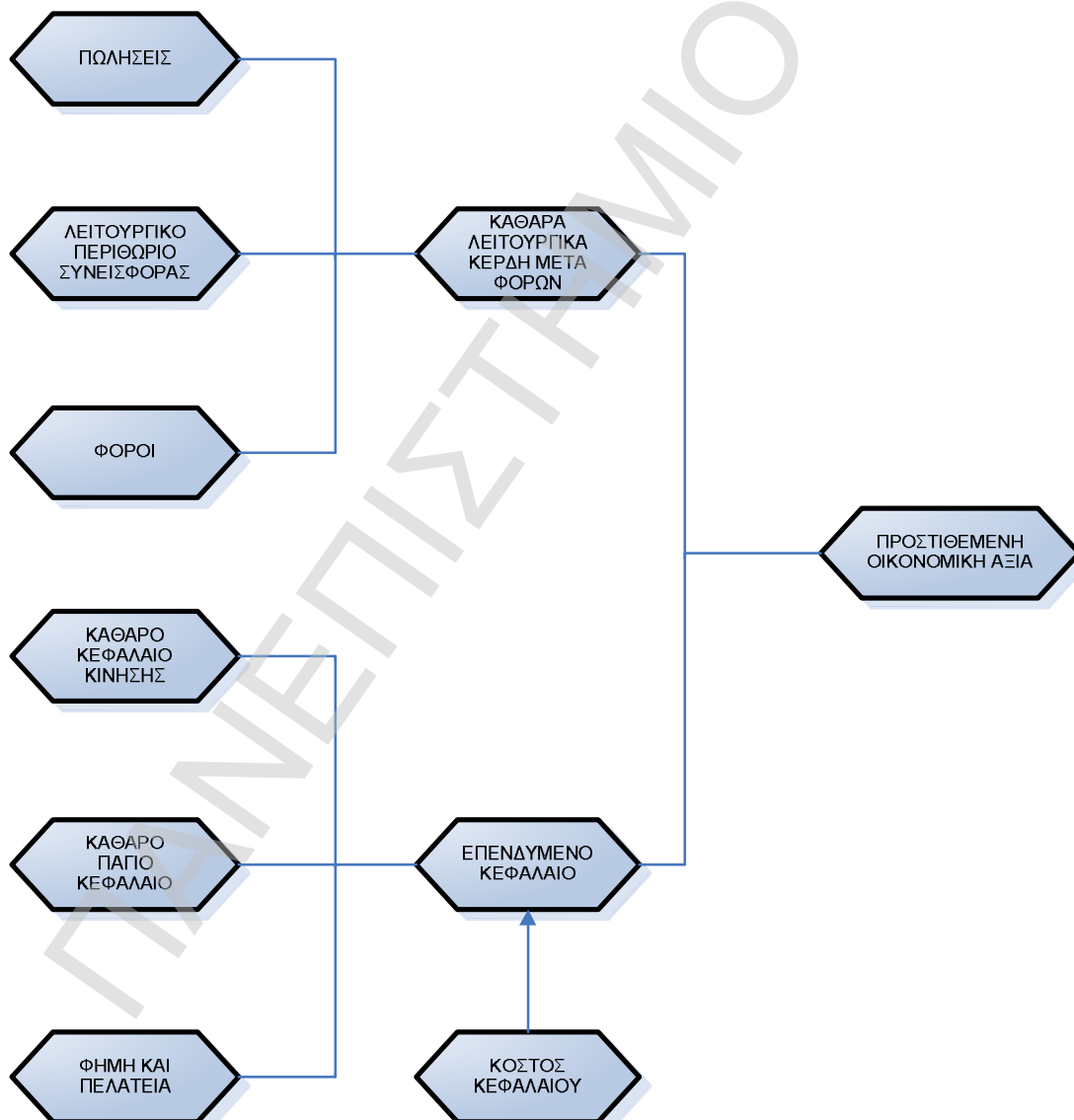
Οι διαφορές με την μέθοδο των υπερπροσόδων βρίσκονται κυρίως στον τρόπο που ορίζεται το

έσοδο και το κεφάλαιο.

Η προσέγγιση της ΠΟΑ με βάση τον λειτουργικό τύπο ξεκινά με τα στοιχεία ενεργητικού για να καταλήξει στο επενδεδυμένο κεφάλαιο. Η προσέγγιση της ΠΟΑ με βάση τον χρηματοοικονομικό τύπο ξεκινά από τις υποχρεώσεις (δανεισμός) και προσθέτει το μετοχικό κεφάλαιο και όλα τα στοιχεία που είναι ισοδύναμα του μετοχικού κεφαλαίου για να καταλήξει στο επενδεδυμένο κεφάλαιο. Στη συνέχεια, χρησιμοποιείται το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, για να υπολογισθεί το κόστος κεφαλαίου. Τέλος, το ποσό του κόστους κεφαλαίου αφαιρείται από τα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά από φόρους. Το αποτέλεσμα είναι η ΠΟΑ.

Σχηματικά η σχέση μεταξύ των βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών που λαμβάνουν μέρος στον υπολογισμό της ΠΟΑ δίνεται στο παρακάτω γράφημα :

Σχεδιάγραμμα 7.1 Σχέση μεταξύ βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών και ΠΟΑ



Πηγή : Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη σελ.175

Η ΠΟΑ υπολογίζεται με δύο τρόπους οι οποίοι αντιστοιχούν στους δύο τύπους, που προαναφέρθηκαν, το λειτουργικό και το χρηματοοικονομικό.

1) Όσον αφορά το λειτουργικό τύπο, η ΠΟΑ υπολογίζεται ως εξής :

Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη μετά από φόρους (ΚΛΚΜΦ ή ΝΟΡΑΤ) – Κόστος Κεφαλαίου = Προστιθέμενη Οικονομική Αξία

Όπου :

Κόστος Κεφαλαίου = Επενδυμένα Κεφάλαια * Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου

Επενδυμένα Κεφάλαια = Σύνολο στοιχείων Ενεργητικού – Βραχυχρόνιες υποχρεώσεις (μη τοκισόμενες)

Τα ΚΛΚΜΦ είναι τα λειτουργικά έσοδα μετά από αποσβέσεις και μετά από τις προσαρμογές (απαλοιφή των λογιστικών και άλλων στρεβλώσεων). Το κόστος, όμως, σε χρόνο και χρήμα για να γίνουν οι προσαρμογές αυτές κάνουν την αποτίμηση με την μέθοδο αυτή μη ελκυστική.

Μερικές από τις προσαρμογές που μπορούν να γίνουν είναι οι εξής:

- Προσθήκη των εξόδων των τόκων μετά από φόρους. Τα έξοδα περιλαμβάνουν όλες τις μορφές δανεισμού, ακόμη και αυτές των μακροχρόνιων μισθώσεων (leasing). Οι μακροχρόνιες μισθώσεις θεωρούνται, με βάση τα ΔΛΠ, ότι είναι δανεισμός κεφαλαίου και για αυτό το πάγιο στοιχείο κεφαλαιοποιείται και γίνεται αναγνώριση της υποχρέωσης ως δανεισμός. Το μίσθωμα θεωρείται ότι είναι ο τόκος δανεισμού.
- Πρόσθεση των κεφαλαιοποιημένων εξόδων έρευνας και ανάπτυξης. Τα μόνα έξοδα με βάση τα ΔΛΠ που μπορούν να κεφαλαιοποιηθούν είναι τα έξοδα ανάπτυξης. Οι δαπάνες έρευνας, εφόσον η έρευνα γίνεται εντός της επιχείρησης, θεωρούνται έξοδα και μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης.
- Πρόσθεση των μεταβολών στα αποθέματα.
- Πρόσθεση των εσόδων από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες της επιχείρησης, αφού τις περισσότερες φορές είναι τμήμα των οργανικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Στις βιομηχανικές επιχειρήσεις, τα ποσά αυτά είναι πολύ μικρά και συνεπώς δεν επηρεάζουν το τελικό αποτέλεσμα.
- Υπολογισμός και απομείωση της φήμης και πελατείας (goodwill). Η ετήσια απομείωση της φήμης και πελατείας θα πρέπει να προστίθεται για την μέτρηση των κερδών και παράλληλα οι συσσωρευμένες απομειώσεις θα πρέπει να προστίθενται στο μετοχικό κεφάλαιο.
- Τα έκτακτα έσοδα και έξοδα τα οποία θα πρέπει να συνυπολογίζονται στα ΝΟΡΑΤ (ΚΛΚΜΦ).

2) Όσον αφορά το χρηματοοικονομικό τύπο, η ΠΟΑ υπολογίζεται ως εξής :

$$\text{ΠΟΑ} = (\text{ROI} - \text{WACC}) * \text{Επενδυμένα Κεφάλαια}$$

Η βασική διαφορά είναι ο τρόπος υπολογισμού των επενδυμένων κεφαλαίων. Έτσι :

$$\text{Επενδυμένα Κεφάλαια} = \text{Μετοχικό Κεφάλαιο} + \text{Αποθεματικά} + \text{Υποχρεώσεις}$$

Η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να γίνει με την χρήση είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας. Ο υπολογισμός των υποχρεώσεων, επίσης, μπορεί να γίνει με την χρήση, είτε της λογιστικής αξίας, είτε της αγοραίας αξίας.

7.4.1. Μειονεκτήματα της ΠΟΑ

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού του Επενδυμένου Κεφαλαίου όπως επίσης και του κόστους του Μετοχικού Κεφαλαίου. Έτσι αν υπολογιστούν διαφορετικές τιμές για αυτό, είναι σαφές ότι θα έχουμε και διαφορετικές ΠΟΑ. Πιο συγκεκριμένα και όσον αφορά το κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου, ο υπολογισμός του με βάση τον αριθμητικό μέσο μερικών ομοειδών επιχειρήσεων μπορεί να δώσει λανθασμένα αποτελέσματα και δεν ελέγχεται έτσι το κόστος συμμετοχής σε άλλες επιχειρήσεις ή κλάδους. Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού του είναι με την χρήση όλων των επιχειρήσεων που είναι εισηγμένες, για μεγάλο χρονικό διάστημα και με διαφορετικό στατιστικό (π.χ. γεωμετρικός μέσος). Επιπρόσθετα ο υπολογισμός του βήτα έχει αντίστοιχα προβλήματα.

Η ΠΟΑ μπορεί να χειραγωγηθεί με την κεφαλαιοποίηση των λογαριασμών που εμφανίζονται στα αποτελέσματα χρήσης. Κάθε λογαριασμός που «μεταφέρεται» στον ισολογισμό, αντί να εμφανίζεται σαν έξοδο στα αποτελέσματα χρήσης (π.χ. έξοδα ίδρυσης και εγκατάστασης, ζημιές από χρεόγραφα, αρνητική αγορασθείσα φήμη και πελατεία, κ.α.), αυξάνει σημαντικά τα λειτουργικά κέρδη. Η «μεταφορά» στον ισολογισμό θα αυξήσει, παράλληλα, τα απασχολούμενα - επενδυμένα κεφάλαια. Η μεταβολή, όμως, της μεταφοράς είναι πολύ μεγαλύτερη στα λειτουργικά κέρδη, από ότι στα επενδυμένα κεφάλαια (λόγω της στάθμισης με το κόστος κεφαλαίου).

Ένας παράγοντας που παίζει πολύ σημαντικό ρόλο και έχει σημαντικές επιπτώσεις στον υπολογισμό της ΠΟΑ, είναι η μέθοδος της απόσβεσης που θα χρησιμοποιηθεί. Η χρήση της σταθερής μεθόδου και μάλιστα, όπως συμβαίνει στην Ελλάδα, με υπολογισμό των συντελεστών απόσβεσης από το κράτος και όχι από την ίδια την επιχείρηση με βάση την ωφέλιμη οικονομικά ζωή του παγίου, δεν δίνει σωστά αποτελέσματα. Η χρήση διαφορετικών μεθόδων απόσβεσης αυξάνει ή μειώνει τα επενδυμένα κεφάλαια και αντίστοιχα αυξάνει ή μειώνει τα λειτουργικά κέρδη.

Η ΠΟΑ δεν μετρά τις ταμιακές ροές και χρησιμοποιεί λογιστικά μέτρα, με αποτέλεσμα η τιμή της να μπορεί να εξαρτάται από λογιστικούς χειρισμούς και να χάνει την αξιοπιστία της. Επίσης, δεν θα ήταν απαραίτητος, από την πλευρά των στελεχών, ο μακροπρόθεσμος σχεδιασμός, γιατί οι αμοιβές είναι συνδεδεμένες με την βραχυχρόνια μεταβολή της ΠΟΑ.

Άλλα μειονεκτήματα της ΠΟΑ και τα οποία αφορούν λογοστικές προσαρμογές και διαφορετικούς τρόπους απεικόνισης των λογαριασμών είναι τα εξής :

- Η φήμη και πελατεία θα πρέπει να κεφαλαιοποιείται και να αποσβένεται κανονικά. Εάν η φήμη και πελατεία μειώνει την φορολογητέα βάση, τότε θα πρέπει η προσαρμογή του ενεργητικού να γίνει με το ποσό που αντιστοιχεί μετά από την αφαίρεση των φόρων. Η προσαρμογή και αναγνώριση της μη επιμετρημένης (μέσω μίας εξαγοράς - συγχώνευσης) φήμης και πελατείας μπορεί να γίνει. Το πρόβλημα είναι ο τρόπος της επιμέτρησης της φήμης και πελατείας εξ'αρχής. Η αγοραία αξία της, όπως αυτή προκύπτει ως υπολειμματικό μέγεθος του ποσού της εξαγοράς - συγχώνευσης από την λογιστική αξία της επιχείρησης, έχει τα μειονεκτήματα που αναφέρονται στην αποτίμηση στοιχείων που στηρίζονται αποκλειστικά στον μηχανισμό διαμόρφωσης αξιών από την αγορά (κεφαλαιαγορά). Επιπλέον η ΠΟΑ απαιτεί να κεφαλαιοποιούνται οι δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης. Με βάση τα ΔΛΠ (ΔΛΠ 38), όμως, έχουμε μία εντελώς διαφορετική λογιστική προσέγγιση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης (τα έξοδα έρευνας μεταφέρονται απευθείας στα αποτελέσματα χρήσης, ενώ τα έξοδα ανάπτυξης κεφαλαιοποιούνται μόνο εάν ισχύουν οι προϋποθέσεις που ορίζει το πρότυπο).
- Το λογιστικό πλαίσιο (ΓΛΣ, ΚΒΣ) υποθέτει ότι οι υποχρεώσεις και απαιτήσεις αναγνωρίζονται όταν γίνει η συναλλαγή. Τα ΔΛΠ, από την άλλη έχουν μία εντελώς διαφορετική προσέγγιση των στοιχείων αυτών.
- Οι διαφορετικοί τρόποι αποτίμησης των αποθεμάτων (π.χ. FIFO, LIFO) ή η λογιστική απεικόνιση των αναβαλλόμενων φόρων, επηρεάζουν σημαντικά τα λειτουργικά κέρδη και τα επενδυμένα κεφάλαια και συνεπώς στην ΠΟΑ.
- Η ΠΟΑ επιτρέπει την χρήση μεταβατικών λογαριασμών με αποτέλεσμα την αλλοίωση (αρχή του δεδουλευμένου) των λειτουργικών κερδών.
- Οι αυξημένες επενδύσεις των πρώτων χρήσεων, όσον αφορά τις νέες επενδύσεις, μειώνουν σημαντικά την ΠΟΑ, εκτός από τις περιπτώσεις που η απόδοση των επενδύσεων είναι πολύ υψηλή από τις πρώτες χρήσεις. Κατά συνέπεια η ΠΟΑ δεν αντιμετωπίζει με αντικειμενικό τρόπο αυτές τις νέες επενδύσεις.
- Η ΠΟΑ δεν μετρά την αποδοτικότητα των πόρων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή αξίας.
- Η χρήση της ΠΟΑ για την μέτρηση της αξίας επιχειρηματικών μονάδων ή τμημάτων μπορεί να γίνει μόνο με την χρήση διαφορετικών συντελεστών κινδύνου και κόστους

κεφαλαίου.

- Οι επιχειρήσεις που είναι εντάσεως κεφαλαίου (υψηλού επίπεδο των απασχολούμενων - επενδυμένων κεφαλαίων, υψηλές αποσβέσεις, κλπ.) καθώς και οι βιομηχανικές επιχειρήσεις που βρίσκονται στο στάδιο της ωρίμανσης στον επιχειρησιακό κύκλο και στον κύκλο ζωής προϊόντος, δεν υπολογίζονται σωστά με αυτή τη μέθοδο.

7.4.2. Προτάσεις για βελτίωση της μεθόδου

Κάποιες προτάσεις ώστε να βελτιωθεί η συγκεκριμένη μέθοδος είναι :

- Επιλογή των επενδυτικών ευκαιριών που αποδίδουν περισσότερο από το κόστος κεφαλαίου.
- Αύξηση της αποδοτικότητας και αύξηση των λειτουργικών κερδών, χωρίς αύξηση των κεφαλαίων.
- Από την υπάρχουσα δραστηριότητα επιλέγονται οι δραστηριότητες που δεν αποδίδουν και τα στοιχεία ενεργητικού που απασχολούνται σε αυτές μεταβιβάζονται σε άλλες επιχειρήσεις (πώληση).
- Μείωση των μη απασχολούμενων κεφαλαίων.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», INTERBOOKS (2002)

YOUNG S. DAVID, O'BRYNE F. STEPHEN : "EVA and VALUE-BASED MANAGEMENT", McGraw-Hill (2001)

BREALEY / MYERS / MARCUS : "FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE", McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

BACIDORE, J.M., J.A. BOQUIST, T.T. MILBOURN, A.V. THAKOR : "THE SEARCH FOR THE BEST FINANCIAL PERFORMANCE MEASURE", Financial Analysts Journal, June 1997

www.naftemporiki.gr

www.investopedia.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΜΕΝΩΝ ΟΡΓΑΝΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ

8.1. Εισαγωγή

Σύμφωνα με αυτή τη μέθοδο κεφαλαιοποιούνται τα κέρδη που προβλέπονται ότι θα πραγματοποιηεί η επιχείρηση στο μέλλον με βάση ένα ποσοστό που θεωρείται ότι ανταποκρίνεται στην τρέχουσα μέση επενδυτική απόδοση. Δηλαδή, κατά τη μέθοδο αυτήν η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται με τον τύπο :

$$\text{Αξία επιχείρησης} = \frac{\text{Προβλεπόμενα ετήσια μελλοντικά κέρδη}}{i}$$

8.2. Μειονεκτήματα της μεθόδου

1. Η κεφαλαιακή και περιουσιακή θέση της επιχείρησης δεν συνυπολογίζεται στην αξία της επιχείρησης.
2. Τα πάγια στοιχεία του ενεργητικού (και ιδιαίτερα αυτά που εμφανίζονται στον ισολογισμό ως πλήρως αποσβεσμένα), Δεν λαμβάνονται υπόψη και συνεπώς δεν υπάρχει αντιστοίχιση στοιχείων ενεργητικού και οικονομικής απόδοσης.
3. Δεν συνυπολογίζεται η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης
4. Τα οργανικά κέρδη υπολογίζονται προ φόρων και συνεπώς λαμβάνεται υπόψη η διάσταση της φορολογικής επιβάρυνσης της επιχείρησης.
5. Ο συντελεστής κεφαλαιοποίησης που χρησιμοποιείται είναι, συνήθως, ο μέσος όρος απόδοσης της αγοράς.
6. Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας γίνεται με τρόπο που είναι ιδιαίτερα απλουστευτικός (η Υ.Α. ορίζεται ότι είναι η παρούσα αξία του μέσου όρου των οργανικών κερδών κατά την περίοδο πρόβλεψης ή την ιστορική περίοδο εξέτασης).
7. Η μέθοδος βασίζεται σε διάφορες υποθέσεις και παραδοχές, γεγονός που περιορίζει σημαντικά το εύρος των επιχειρήσεων που μπορεί να χρησιμοποιηθεί και συνεπώς τη συγκριτική δύναμη της μεθόδου σε σχέση με άλλες.
8. Δεν υπάρχει τυποποίηση της μεθόδου και συνεπώς δεν διευκολύνεται η σύγκριση.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9 : ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ

9.1. Εισαγωγή

Οι μέθοδοι αυτές ονομάζονται χρηματιστηριακές, διότι τις χρησιμοποιούν οι χρηματιστηριακές εταιρίες και τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για τις εισηγμένες στην κεφαλαιαγορά επιχειρήσεις. Οι χρηματιστηριακές μέθοδοι είναι οι παρακάτω :

1. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής
2. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων
3. Η μέθοδος του P/E - EPS
4. Η μέθοδος Συνολική Απόδοση Μετόχου [Total Return to Shareholder (TRS)]
5. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς.

Οι χρηματιστηριακές εταιρίες, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και οι θεσμικοί επενδυτές χρησιμοποιούν αυτές τις μεθόδους για την καθημερινή παρακολούθηση των εταιριών που είναι εισηγμένες στις κεφαλαιαγορές. Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποιούνται παράλληλα ως συνθετικά στοιχεία της μεθόδου «συγκριτική ανάλυση εισηγμένων εταιριών και χρήση δεικτών κεφαλαιαγοράς» που θα παρουσιασθεί σε επόμενο κεφάλαιο.

9.2. Η μέθοδος της χρηματιστηριακής τιμής

Βασική αρχή αυτής της μεθόδου είναι αυτή της αποτελεσματικής αγοράς. Ως αποτελεσματική, ορίζεται η αγορά κεφαλαίου στην οποία οι τιμές των μετοχών προσαρμόζονται άμεσα σε κάθε νέα ποσοτική (π.χ. κέρδη τριμήνου) ή ποιοτική πληροφορία (π.χ. νέα στρατηγική), που έχει ανακοινωθεί ή πρόκειται να ανακοινωθεί, με αποτέλεσμα να αντικατοπτρίζουν κάθε στιγμή την δίκαιη και σωστή αξία της επιχείρησης. Οι δυνάμεις της προσφοράς και ζήτησης είναι αυτές που αξιολογούν τις πληροφορίες και διαμορφώνουν την τιμή της μετοχής. Αυτή η υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς έχει αμφισβητηθεί για διάφορους λόγους, οι κυριότεροι των οποίων είναι:

- Η κεφαλαιαγορά εξαρτάται από αντικειμενικούς παράγοντες όπως είναι, προοπτικές της εθνικής και της διεθνούς οικονομίας, από τα επιτόκια, τη ρευστότητα της κεφαλαιαγοράς, η οποία διαμορφώνει τα εμπόδια εισόδου και εξόδου και από αυτή. Σε μία αγορά που είναι ρευστή, δηλαδή όπου μεγάλο ποσοστό των μετοχών είναι διαθέσιμες για διαπραγμάτευση, δεν υπάρχουν εμπόδια εισόδου, το νομικό πλαίσιο φορολόγησης των υπεραξιών που παράγονται στην κεφαλαιαγορά.

- Η κεφαλαιαγορά εξαρτάται από ορισμένους υποκειμενικούς παράγοντες και κυρίως από τις προσδοκίες των επενδυτών για την πορεία της αγοράς και γενικότερα της οικονομίας.

Ιστορικά, παρατηρούνται κυκλικότητες στην πορεία των μετοχών και μετακίνηση σε διαφορετικά επίπεδα τιμών, ενώ παράλληλα υπάρχουν διάφορα ημερολογιακά φαινόμενα ή ανωμαλίες όπως λέγονται (calendar effects or market anomalies) στις αποδόσεις των μετοχών των εισηγμένων εταιριών. Η ύπαρξη τέτοιων φαινομένων δηλώνει την δυνατότητα να αποκτά κάποιος επενδυτής υπεραποδόσεις με την ανάλογη στρατηγική του συγχρονισμού της αγοράς (market timing), γεγονός όμως που ανατρέπει τη θεωρία της αποτελεσματικότητας των αγορών. Για το λόγο αυτό έχουν ονομαστεί ανωμαλίες της κεφαλαιαγοράς, και διακρίνονται κυρίως στα εξής φαινόμενα:

1. Το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδας (the day-of-the week effect),
2. Το φαινόμενο του Ιανουαρίου (the January effect) και
3. Το φαινόμενο του μεγέθους των εταιριών (the size effect). Έχουν παρατηρηθεί επίσης το φαινόμενο της ημέρας αργίας (the holiday effect), το φαινόμενο της Παρασκευής και 13 (the Friday the 13th effect) όπου εξετάστηκε μόνο για την αγορά των ΗΠΑ μέχρι σήμερα, το φαινόμενο του λόγου κέρδη ανά μετοχή προς τιμή μετοχής (E/P) και άλλα.

Οι παράγοντες της ρευστότητας και της διαφάνειας στην κεφαλαιαγορά είναι πολύ σημαντικοί για την υιοθέτηση της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς.

Κάθε ενδιαφερόμενη ομάδα θέλει να χρησιμοποιεί τον λογαριασμό κερδών (EBIT, EBITDA, κλπ.) που αυτή θέλει, προκειμένου να καταλήξει στο πιο συμφέρον για αυτή αποτέλεσμα.

Η πρόγνωση και πρόβλεψη της χρηματιστηριακής τιμής μπορεί να γίνει με δύο τρόπους. Ο πρώτος είναι η θεμελιώδης ανάλυση (λογιστικά χρηματοοικονομικά δεδομένα) και η δεύτερη η τεχνική ανάλυση (ανάλυση διαγραμμάτων, σχηματισμών και δεικτών). Βασική υπόθεση για την τεχνική ανάλυση είναι ότι η «συμπεριφορά» των μετοχών επαναλαμβάνεται. Για αυτό χρησιμοποιούνται :

- Γραμμές τάσης,
- Κινητοί μέσοι όροι,
- Σχηματισμοί τιμών και όγκων,
- Δείκτες συμπεριφοράς τιμών,
- Ταλαντωτές.

Η τεχνική ανάλυση χρησιμοποιείται σχεδόν αποκλειστικά από χρηματιστηριακούς και χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς για την πρόβλεψη των τιμών, έχοντας ως σκοπό την

κερδοσκοπία στην κεφαλαιαγορά μέσω της βραχυπρόθεσμης πρόβλεψης της τεχνικής ανάλυσης.

9.3. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών μερισμάτων

Βασική αρχή της μεθόδου είναι ότι ο επενδυτής είναι μακροχρόνιος και βασίζει την επιλογή της επένδυσης αποκλειστικά στα μερίσματα που θα εισπράττει από την επιχείρηση.

Βασικές παραδοχές είναι ότι η επιχείρηση θα έχει σχεδόν σταθερά κέρδη και ταμιακές ροές, θα συνεχίσει να έχει την ίδια πολιτική μερισμάτων, θα είναι σταθερή και δεν θα παρουσιάζει μεγάλες διακυμάνσεις.

Οι τρόποι εφαρμογής αυτής της μεθόδου είναι ο εξής :

- Προεξόφληση των μερισμάτων που προκύπτουν από την ανάλυση και την πρόβλεψη των χρηματοοικονομικών στοιχείων.
- Προεξόφληση μερισμάτων που παρουσιάζουν σταθερή άνοδο (τύπος Gordon).

$$P_0 = D_1 / r - g$$

Όπου :

D_1 = το μέρισμα

r = το επιτόκιο κινδύνου

g = ο ρυθμός μεταβολής ανόδου

- Προεξόφληση μερισμάτων σε δύο στάδια. Στην περίπτωση αυτή γίνεται η υπόθεση ότι υπάρχει μία περίοδος όπου τα μερίσματα παρουσιάζουν μεγάλη άνοδο και στην συνέχεια επιστρέφουν σε κανονικούς ρυθμούς ανάπτυξης.

$$P_0 = D_0 [1 + g_H / r - g_H] [1 - (1 + g_H / 1 + r)^n] + D_0 (1 + g_H)^n * (1 + g_L) / (r - g_L) * (1 + r)^n$$

Όπου :

D_1 = το μέρισμα

g_H = ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της μεγάλης αύξησης του ρυθμού

g_L = ο ρυθμός μεταβολής (ανόδου) κατά την περίοδο της σταθερότητας

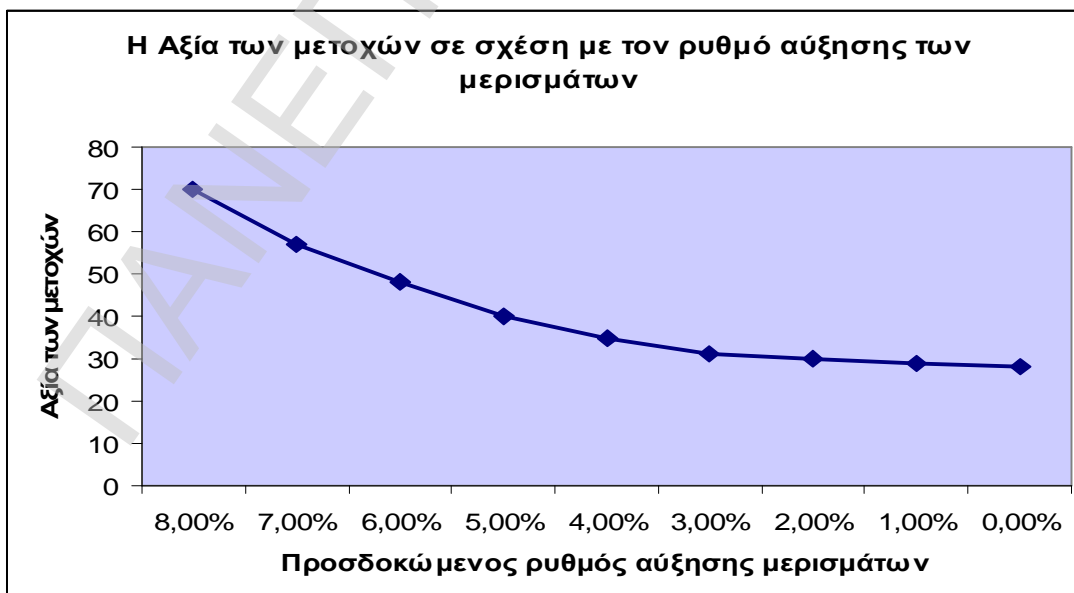
- Προεξόφληση μερισμάτων σε τρία στάδια. Ως επιτόκιο κινδύνου ή προεξόφλησης οι περισσότεροι μελετητές χρησιμοποιούν και σε αυτή τη μέθοδο το μεσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου. Η αξία της επιχείρησης είναι άμεσα συσχετιζόμενη με τον προσδοκώμενο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

9.4. Η μέθοδος του P/E - EPS

Ο δείκτης τιμής μετοχής προς κέρδη (P/E) περιέχει δύο βασικές χρηματοοικονομικές πληροφορίες, την αγοραία αξία της μετοχής και τα κέρδη. Εάν μία επιχείρηση έχει P/E 10 σημαίνει ότι η αξία της επιχείρησης είναι ίση με τα κέρδη 10 ετών. Ο συγκεκριμένος δείκτης θα πρέπει να συνδυάζεται με ορισμένες ποιοτικές πληροφορίες, όπως είναι ο κλάδος που ανήκει η επιχείρηση, οι προοπτικές ανάπτυξής της, οι συνθήκες ανταγωνισμού, αλλά και ορισμένες ποσοτικές, όπως είναι η μερισματική πολιτική της επιχείρησης, τη σύνθεση του μετοχικού κεφαλαίου, κλπ.

Οι δείκτες και τα οικονομικά μεγέθη που απαιτούνται για τον υπολογισμό των μεθόδων (μερισματική απόδοση, P/E, κλπ.) για τις εισηγμένες επιχειρήσεις είναι διαθέσιμα σε όλες τις οικονομικές εφημερίδες και περιοδικά. Επιπλέον τεχνικές αναλύσεις και προβλέψεις εκδίδουν σχεδόν καθημερινά οι χρηματιστηριακές εταιρίες, οι τράπεζες και οι θεσμικοί επενδυτές (ΑΕΔΑΚ, ΑΕΕΧ). Κατά τον υπολογισμό του P/E παρουσιάζονται ορισμένα προβλήματα, όπως το ποια τιμή (η τελευταία, ο μέσος όρος του τελευταίου μήνα, κοκ.) και το ποια κέρδη (τα κέρδη προ φόρων, τα λειτουργικά κέρδη, τα αναπροσαρμοσμένα, κοκ) θα επιλεγθούν.

Σχεδιάγραμμα 9.1



Από τη στιγμή που αλλάζει καθημερινά η τιμή μιας μετοχής εισηγμένης στην κεφαλαιαγορά, είναι πολύ λογικό το γεγονός ότι και το P/E της αλλάζει καθημερινά. Χαμηλό P/E δε σημαίνει και ότι είναι ελκυστική η μετοχή. Μπορεί επιχειρήσεις με υψηλά P/E να είναι περισσότερο ελκυστικές. Το γεγονός αυτό απορρέει από την τάση που έχουν οι επενδυτές να εξαρτούν τις αποφάσεις τους από την τάση αύξησης των τιμών και όχι από το απόλυτο μεγεθός τους σήμερα (το P/E υπολογίζεται με βάση τα ιστορικά κέρδη και τις ιστορικές τιμές). Επιπρόσθετα, όλοι οι κλάδοι δεν παρουσιάζουν τον ίδιο ρυθμό ανάπτυξης κερδών και πωλήσεων. Γι'αυτό και το P/E θα πρέπει να συγκρίνεται μεταξύ επιχειρήσεων αντίστοιχου κλάδου. Το P/E εξαρτάται κατά μεγάλο βαθμό από τη χρηματιστηριακή συγκυρία και συνεπώς θα πρέπει να μελετάται σε βάθος χρόνου και έχοντας λάβει υπόψη τους χρηματιστηριακούς κλάδους και τάσεις

9.5. Η μέθοδος της Συνολικής Απόδοσης Μετόχου [Total Return to Shareholder(TRS)]

Η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα της αγοραίας τιμής του μετοχικού κεφαλαίου και των μερισμάτων της. Οι προβλέψεις για τις χρηματιστηριακές μεθόδους, όσον αφορά τις τιμές των μετοχών, γίνονται με τη χρήση της τεχνικής ανάλυσης και όσον αφορά τα κέρδη γίνονται με τη χρήση των κλασικών μεθόδων προβλέψεων των χρηματοοικονομικών στοιχείων.

9.6. Η μέθοδος της επιτροπής κεφαλαιαγοράς

Η επιτροπή κεφαλαιαγοράς χρησιμοποιεί έναν αριθμοδείκτη ώστε να υπολογίζει την αξία της κάθε εταιρίας. Ο αριθμοδείκτης αυτός, βασίζεται στα αποτελέσματα της μεθόδου της καθαρής περιουσιακής θέσης και της μεθόδου των κεφαλαιοποιημένων οργανικών κερδών, γεγονός που την καθιστά άμεσα εξαρτώμενη από αυτές, με αποτέλεσμα να στηρίζεται σεκάποις από τις βασικές αρχές τους.

Με βάση την επιτροπή κεφαλαιαγοράς η αξία της επιχείρησης δίνεται από τον παρακάτω αριθμοδείκτη.

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \frac{\text{ΚΠΘ} + \text{ΜΟΚ} * \text{ΠΚ}}{2}$$

Όπου:

ΚΠΘ : Καθαρή Περιουσιακή Θέση

ΜΟΚ : Μέσο Οργανικό Κέρδος της τελευταίας πενταετίας

ΠΚ : Πολλαπλασιαστής Κερδών

Ανάλογα με την οικονομική κατάσταση (επιτόκια, πληθωρισμός, ρυθμοί ανάπτυξης ΑΕΠ και του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση) αλλάζει ο πολλαπλασιαστής κερδών έτσι ώστε να προσαρμόζεται καλύτερα ο αριθμοδείκτης στην πραγματικότητα.

9.7. Η μέθοδος της Αγοραίας Προστιθέμενης Αξίας (Market Value Added)

Η MVA έχει ως κύριο παράγοντα καθορισμού της, τη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία εξαρτάται περισσότερο από τις προσδοκίες για τις μελλοντικές ελεύθερες ταμιακές ροές που θα παράξει η επιχείρηση.

MVA = Αγοραία αξία του μετοχικού κεφαλαίου και των λοιπών υποχρεώσεων (δανείων) μείον το ποσό του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ένας εναλλακτικός τρόπος υπολογισμού είναι ότι η MVA ισούται με την παρούσα αξία όλων των ΠΟΑ και συνεπώς η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να υπολογισθεί με την πρόσθεση στην MVA της λογιστικής αξίας των μετοχών.

Η MVA δίνει ως αποτέλεσμα έναν απόλυτο αριθμό. Η σύγκριση θα ήταν άμεση εάν οι απόλυτοι αριθμοί δεν ενέχουν προβλήματα συγκρισιμότητας γιατί δεν λαμβάνουν υπόψη το απόλυτο μέγεθος της επένδυσης. Για αυτό, παράλληλα χρησιμοποιείται ο δείκτης Αγοραίας Αξίας προς Κεφάλαιο (AAK).

$$AAK = \frac{\text{Αγοραία αξία των υποχρεώσεων και του κεφαλαίου}}{\text{Αγοραία αξία των υποχρεώσεων, του κεφαλαίου και των αποθεμάτων}}$$

Ο δείκτης AAK διευκολύνει σημαντικά την σύγκριση μεταξύ επιχειρήσεων με διαφορετική κεφαλαιακή δομή και μέγεθος και κλάδο δραστηριότητας.

Συμπερασματικά, η MVA αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης και εφαρμόζεται μόνο σε επίπεδο επιχείρησης, σε αντίθεση με την EVA (ΠΟΑ) η οποία δείχνει την αξία που παρήχθη στη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου και μπορεί να εφαρμοσθεί και σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», INTERBOOKS (2002)

ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ

BREALY / MYERS / MARCUS : "FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE", McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

GARRISON / NOREEN / BREWER : "MANAGERIAL ACCOUNTING", McGRAW-HILL (Eleventh Edition, 2006)

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

www.jstor.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗΣ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑΣ

10.1. Εισαγωγή

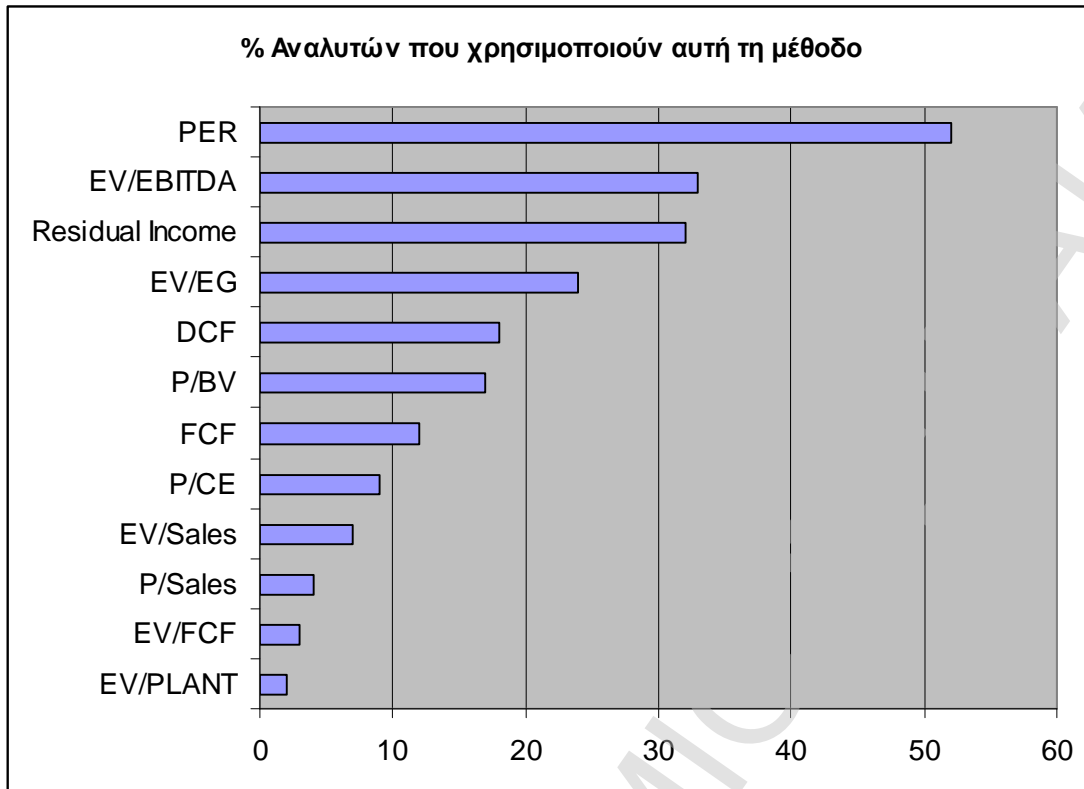
Η μέθοδος αυτή στηρίζεται στην αντίληψη ότι η αξία της εταιρίας πρέπει να καθορίζεται με βάση του τι θα πλήρωναν έξυπνοι και λογικοί επενδυτές για να αποκτήσουν τις μετοχές της υπό αποτίμηση εταιρίας. Το πρώτο βήμα της μεθόδου είναι η επιλογή ενός δείγματος εταιριών που είναι συγκρίσιμες με την εξεταζόμενη εταιρία. Όλες οι εταιρίες του δείγματος πρέπει να είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ή σε οποιοδήποτε παγκοσμίως αναγνωρισμένο χρηματιστήριο.

Στο προηγούμενο κεφάλαιο αναλύθηκαν ορισμένες από τις λεγόμενες χρηματιστηριακές μεθόδους αποτίμησης.

Η διαφορά με τις χρηματιστηριακές μεθόδους είναι ότι χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα πολλοί δείκτες για τον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης. Στο παρακάτω διάγραμμα 10.1 εμφανίζεται η προτίμηση της χρήσης της κάθε μεθόδου αποτίμησης (σταθμισμένη με την κεφαλαιοποίηση του κλάδου στον οποίο εφαρμόζονται), με βάση το οποίο επισημαίνεται ότι η μέθοδος των προεξοφλημένων ταμιακών ροών δεν προτιμάται σε σύγκριση με τη μέθοδο των πολλαπλάσιων δεικτών.

Αν χρησιμοποιηθούν ταυτόχρονα περισσότεροι από έναν δείκτες, δίνεται μία πιο ολοκληρωμένη και ποιοτική πληροφόρηση για την αξία της επιχείρησης, καθώς με αυτόν τον συνδυασμό μπορούν να μειθούν ή και να απαλειφθούν τα μειονεκτήματα χρήσης του κάθε μεμονωμένου δείκτη. Για αυτό και έχει ιδιαίτερη σημασία το μίγμα των δεικτών που θα επιλεγθούν για την εκτέλεση της αποτίμησης. Η χρήση μίγματος δεικτών μπορεί ευκολότερα να εντοπίσει προβλήματα στην εκτίμηση της αξίας. Στο διάγραμμα 10.2 που εμφανίζεται παρακάτω δίνεται ένα παράδειγμα εντοπισμού προβλημάτων εκτίμησης με την χρήση δύο δεικτών.

Σχεδιάγραμμα 10.1 Αριθμοδείκτες ως μέθοδοι αποτίμησης και τα ποσοστά χρήσης τους από τους αναλυτές αγοράς



Πηγή : Morgan Stanley, Dean Witter Research

Σχεδιάγραμμα 10.2 Εντοπισμός προβλημάτων εκτίμησης με την χρήση δύο αριθμοδεικτών

ΑΓΟΡΑΙΑ ΑΞΙΑ /
ΠΩΛΗΣΕΙΣ

<p>ΥΠΕΡΕΚΤΙΜΗΣΗ</p> <p>Μικρό Περιθώριο Υψηλό P/S</p>	<p>Υψηλό Περιθώριο Υψηλό P/S</p>
<p>Χαμηλό Περιθώριο Χαμηλό P/S</p>	<p>ΥΠΟΕΚΤΙΜΗΣΗ</p> <p>Υψηλό Περιθώριο Χαμηλό P/S</p>

ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ
ΚΕΡΔΟΥΣ

Πηγή : Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Θεμιστοκλής Λαζαρίδης, Εκδόσεις Αφοι Κυριακίδη σελ.209

10.2. Στάδια της μεθόδου

Το κύριο στάδιο της μεθόδου είναι η επιλογή του δείγματος, Ένα δείγμα για να έχει νόημα πρέπει να αποτελείται τουλάχιστον από έξι συγκρίσιμες εταιρίες. Για κάθε εταιρία του δείγματος των εισηγμένων εταιριών υπολογίζονται διάφοροι δείκτες. Αυτοί είναι:

1. Δείκτες που υπολογίζουν την κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης,
2. Δείκτες που υπολογίζουν την αξία της επιχείρησης,
3. Δείκτες που υπολογίζουν τους ρυθμούς ανάπτυξης της επιχείρησης.

1) Δείκτες που υπολογίζουν την κεφαλαιοποίηση της επιχείρησης

Οι δείκτες αυτοί είναι εύκολοι στον υπολογισμό και την κατανόησή τους από όλους. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής:

1. P/E (Τιμή προς κέρδη)
2. P/CE [Τιμή προς ταμιακά κέρδη (καθαρά κέρδη προ αποσβέσεων)]
3. P/S (Τιμή προς πωλήσεις)
4. P/BV (Τιμή προς λογιστική αξία)
5. P/ Customer (Τιμή προς αριθμό πελατών)

2) Δείκτες που υπολογίζουν την αξία της επιχείρησης

Η διαφοροποίηση των δεικτών υπολογισμού της αξία της επιχείρησης είναι ότι δεν στηρίζονται μόνο στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, αλλά και στα ξένα κεφάλαια. Ενδεικτικά αναφέρονται οι εξής:

- EV / EBITDA (Αξία της επιχείρησης προς EBITDA)
- EV / Sales (Αξία της επιχείρησης προς πωλήσεις)
- EV / FCF (Αξία της επιχείρησης προς ελεύθερες ταμιακές ροές)

3) Δείκτες που υπολογίζουν τους ρυθμούς ανάπτυξης της επιχείρησης

Ορισμένοι από τους δείκτες υπολογισμού του ανάπτυξης της επιχείρησης είναι:

- P/EG (Τιμή προς ρυθμό μεταβολής των κερδών)

- EV / EG (Αξία της επιχείρησης προς ρυθμό μεταβολής των κερδών)

Στη συνέχεια υπολογίζονται οι μέσοι όροι κάθε δείκτη για όλο το δείγμα και πολλαπλασιάζονται με τα χρηματοοικονομικά δεδομένα της υπό αποτίμηση εταιρίας. Το αποτέλεσμα αποτελεί μια αρχική εκτίμηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης.

Η εκτίμηση αυτή πρέπει να προσαρμοστεί κατάλληλα σε περίπτωση που η εταιρία δεν είναι πλήρως συγκρίσιμη με αυτές του δείγματος. Οι προσαρμογές αυτές αφορούν:

- έκπτωση από συμμετοχές μειοψηφίας
- πριμ ελέγχου πλειοψηφίας
- έλλειψη εμπορευσιμότητας ή ρευστότητας
- κόστος αρχικής δημόσιας προσφοράς κα.

Η προσαρμοσμένη εκτίμηση αντιπροσωπεύει την αγοραία αξία της εταιρίας σύμφωνα με τη μέθοδο των δεικτών κεφαλαιαγοράς.

Βέβαια το πιο σημαντικό σημείο της μεθόδου είναι η επιλογή των εταιριών του δείγματος. Όπως και στη μέθοδο των συγκρίσιμων συναλλαγών δεν είναι απαραίτητο κάθε εταιρία του δείγματος να είναι πανομοιότυπη με την υπό εξέταση επιχείρηση. Μάλλον το συνολικό δείγμα οφείλει να παρουσιάζει χαρακτηριστικά που είναι αντιπροσωπευτικά της εξεταζόμενης εταιρίας. Στην πραγματικότητα είναι πιθανό καμία μεμονωμένη εταιρία στο δείγμα να μην είναι παρόμοια με την εξεταζόμενη επιχείρηση. Βέβαια η επιλογή του δείγματος υπόκειται σε λεπτομερή εξέταση. Οι πολλαπλασιαστές κεφαλαιαγοράς αλλάζουν σε ημερήσια βάση εξαιτίας της ιδιομορφίας των αγορών αξιογράφων. Ο εκτιμητής πρέπει να είναι σε θέση να εξηγήσει τις συνθήκες στην κεφαλαιαγορά την ημερομηνία της ανάλυσης και πως αυτές οι συνθήκες επηρεάζουν το συνολικό συμπέρασμα της αποτίμησης.

Τέλος, εκπτώσεις ή πριμ που εφαρμόζονται στα αποτελέσματα συχνά υπόκεινται λεπτομερή έλεγχο. Ο εκτιμητής οφείλει να τεκμηριώνει ξεχωριστά τις όποιες αναπροσαρμογές κάνει. Έχοντας λοιπόν καθορίσει τι είναι πιθανό προς επίτευξη σε όρους δημιουργίας αξίας σε συνολικό επίπεδο το επόμενο βήμα είναι η μετατροπή του γενικού στόχου σε επίπεδο λειτουργίας της επιχείρησης. Με αυτό τον τρόπο η εταιρία μπορεί να καταγράψει την πρόοδό της στη δημιουργία αξίας και έτσι να οδηγείται σε αλλαγή συμπεριφοράς.

Οι στόχοι κατά την εξέταση της αξίας της εταιρίας οφείλουν να είναι:

- απλοί
- ανακοινώσιμοι εσωτερικά και εξωτερικά
- μετρήσιμοι

- βασισμένοι σε πράγματα που οι διευθυντές μπορούν να επηρεάσουν ή να ελέγξουν

Η διαδικασία του ορισμού στόχου για την αξία συνεπάγεται μια λεπτομερή κατανόηση των παραγόντων επηρεάσουν τη δημιουργία αξίας. Μια συγκριτική μελέτη είναι χρήσιμη για να δει κανείς πως τα πάει η εξεταζόμενη επιχείρηση σε σχέση με άλλες λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα θέση στην αγορά και το ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Ο απώτερος σκοπός είναι μια καλύτερη κατανόηση των σημαντικότερων παραγόντων αξίας.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11 : Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΩΝ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ

11.1. Εισαγωγή

Αυτή η μέθοδος προσδιορίζει την αξία μιας επιχειρηματικής μονάδας συγκρίνοντάς την με ομοειδείς εταιρείες των οποίων το σύνολο ή μέρος των μετοχών τους ήταν αντικείμενο αγοραπωλησίας πρόσφατα. Το πρώτο βήμα είναι ο καθορισμός ενός δείγματος συγκρίσιμων εταιριών που εξαγοράστηκαν στο πρόσφατο παρελθόν. Οι συγκρίσιμες αυτές εταιρίες μπορεί να είναι μια επιχείρηση της οποίας η πλειοψηφία των κοινών μετοχών ανήκουν σε μία μικρή ομάδα μετόχων (closely held corporations), εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες, τμήματα ή θυγατρικές μεγάλων οργανισμών, μεμονωμένες μονάδες παραγωγής κ.α. Σίγουρα η επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων εταιριών παίζει καθοριστικό ρόλο για το αποτέλεσμα της μεθόδου. Επίσης τα κριτήρια για τη συγκρισιμότητα των εταιριών ποικίλουν σε κάθε ανάλυση. Ωστόσο, πρέπει να ληφθούν υπόψη τα ακόλουθα μέτρα σύγκρισης :

- προϊόντα
- διαδικασίες
- πελάτες
- διανομή
- πηγές πρώτων υλών
- νομοθετικό περιβάλλον, κ.α.

Για κάθε επιχείρηση του δείγματος των πρόσφατων πωληθέντων εταιριών υπολογίζεται ο λόγος της τιμής πώλησης προς ίδια κεφάλαια. Αυτή η σχέση καλείται λόγος αγοραίας αξίας προς λογιστική αξία (market-value-to-book-value ratio). Στη συνέχεια υπολογίζεται ο μέσος όρος του λόγου αγοραίας προς λογιστική αξία από όλες τις εταιρίες του δείγματος. Αυτός ο μέσος όρος πολλαπλασιάζεται στη συνέχεια με τα ίδια κεφάλαια της υπό εξέταση εταιρίας. Το αποτέλεσμα εκφράζει μια προκαταρκτική εκτίμηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης. Η αρχική αυτή εκτίμηση ίσως προσαρμοστεί κατάλληλα με βάση την κρίση και την εμπειρία του εκτιμητή επειδή η εξεταζόμενη εταιρία ίσως να μην είναι απόλυτα συγκρίσιμη με τις εταιρίες του δείγματος. Το προσαρμοσμένο αποτέλεσμα αντιπροσωπεύει την αγοραία αξία της επιχείρησης σύμφωνα με τη μέθοδο των συγκριτικών συναλλαγών.

Ασφαλώς, το πιο ευαίσθητο σημείο της μεθόδου είναι η επιλογή του δείγματος των συγκρίσιμων εταιριών. Αν και θεωρείται ότι η μέθοδος των συγκριτικών συναλλαγών είναι η ευκολότερη στην εφαρμογή, η αναζήτηση εξαγορών - συγχωνεύσεων που να είναι συναφείς με την επιχείρηση που θα αποτιμηθεί είναι δύσκολη για πολλούς λόγους. Οι πιο σημαντικοί είναι ότι τα συναλλασσόμενα

μέρη δεν θέλουν ή δεν μπορούν να ανακοινώσουν το τίμημα ή λεπτομέρειες της συναλλαγής, καθώς και ότι πολλές από τις συναλλαγές δεν ανακοινώνονται στο ευρύ κοινό. Ο εκτιμητής οφείλει να διατηρεί μια μεγάλη και ενημερωμένη βάση δεδομένων με αγοροπωλησίες εταιριών και να είναι σε θέση να εξηγήσει σύντομα και πειστικά τη διαδικασία επιλογής του δείγματος. Είναι πολύ σημαντικό να γίνει αντιληπτό ότι κάθε μια εταιρία του δείγματος δε θα είναι πανομοιότυπη με την υπό αποτίμηση εταιρία. Περισσότερο το συνολικό δείγμα των συναλλαγών οφείλει να έχει χαρακτηριστικά που είναι αντιπροσωπευτικά της αποτιμώμενης εταιρίας. Ο εκτιμητής πρέπει να είναι προετοιμασμένος να εξηγήσει οποιαδήποτε προσαρμογή των συγκριτικών συναλλαγών που έγινε με βάση την κρίση του.

Κάποια από τα βασικά προβλήματα της μεθόδου είναι τα εξής :

- Η τιμή πώλησης ή αγοράς μιας επιχείρησης επηρεάζεται από διάφορους παράγοντες όπως κάποια τεχνάσματα που χρησιμοποιούνται στις διαπραγματεύσεις και από τις δύο πλευρές προκειμένου να αυξηθεί ή να μειωθεί το τίμημα, αν υπάρχουν κίνητρα από κάποια πλευρά ώστε να πραγματοποιηθεί χωρίς χρονοτριβές η συναλλαγή, ο τρόπος με τον οποίο θα πραγματοποιηθεί η πληρωμή (μετρητά ή άλλος τρόπος). Αυτά έχουν ως αποτέλεσμα η τιμή πώλησης ή αγοράς της επιχείρησης να μην ανταποκρίνεται στην πραγματική αξία της.
- Τις περισσότερες φορές κατά τις διαπραγματεύσεις δημιουργούνται συγκρούσεις ανάμεσα στις δύο πλευρές, οι οποίες δύσκολα διευθετούνται. Αυτές οι συγκρούσεις παρουσιάζονται στην πλειοψηφία τους λόγω διαφορών στη ζητούμενη και την προσφερόμενη τιμή και θα πρέπει είτε να βρεθούν άλλοι τρόποι , πέραν των μετρητών (αγορά μετοχών, ανταλλαγές κλπ.), προκειμένου να βρεθεί η χρυσή τομή και να καταλήξουμε σε συμφωνία είτε να μη γίνει η εξαγορά ή η συγχώνευση και να ιδρυθεί μία νέα επιχείρηση.

Από όλα τα παραπάνω, έχει γίνει πλήρως κατανοητό, ότι οι συγκριτικές συναλλαγές, ως μέθοδος αποτίμησης, χρησιμοποιούνται κατά κόρον στις χώρες που το φαινόμενο των εξαγορών και των συγχωνεύσεων είναι έντονο.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ

www.investopedia.com

www.jstor.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12 : ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – WACC (ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ)

12.1. Εισαγωγή

Το Κόστος Κεφαλαίου αναφέρεται στο κόστος όλων των νέων κεφαλαίων που αντλούνται από μία επιχείρηση. Κάθε συστατικό της μόνιμης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης έχει ένα ορισμένο κόστος. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών μαζί αποτελεί το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Αναφέροντας Κόστος Κεφαλαίου εννοούμε την ελάχιστη απόδοση ενεργητικού που πρέπει να επιτύχει η επιχείρηση, προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της.

Κάθε αύξηση του ενεργητικού επιφέρει και αύξηση του παθητικού.

Το κόστος του κεφαλαίου είναι ένα μέγεθος που θα πρέπει να συνυπολογιστεί και το οποίο θα μας δώσει τη δυνατότητα να γνωρίζουμε πόση αξία παρήχθη και πόσοι πόροι δαπανήθηκαν για την παραγωγή αυτής της αξίας. Γι' αυτό το λόγο και διαδραματίζει σημαντικό ρόλο κατά την αποτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων.

Η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει κεφάλαιο για να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της από πολλές πηγές. Οι πιο γνωστές είναι οι εξής:

1. Μετοχικό κεφάλαιο
2. Προνομιούχες μετοχές (η διάκριση γίνεται γιατί οι προνομιούχες μετοχές θεωρούνται από πολλούς ως δανειακό κεφάλαιο)
3. Αποθεματικά κεφάλαια (υπέρ το άρτιο, γενικά και ειδικά αποθεματικά)
4. Δανεισμός από τράπεζες
5. Δανεισμός μέσω χρεογράφων - αξιογράφων
6. Προμηθευτές
7. Εργαζόμενοι
8. Φορείς του δημοσίου - ασφαλιστικοί φορείς, κλπ.
9. Εταιρίες λειτουργικής και χρηματοδοτικής μίσθωσης

Ο συνδυασμός των παραπάνω πηγών μας δίνει την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

Αν γνωρίζουμε από ποιες πηγές προέρχονται τα κεφάλαια της επιχείρησης, τότε μπορούμε να γνωρίζουμε και το κίνδυνο που εμπεριέχουν αυτά τα κεφάλαια και γενικά η επένδυση στην επιχείρηση.

Κάθε μία από τις παραπάνω πηγές έχει διαφορετικό κόστος για την επιχείρηση. Όταν η

επιχείρηση θα πρέπει να αναπτυχθεί θα πρέπει να επιλέξει και τον τρόπο χρηματοδότησης της ανάπτυξης. Ένα από τα μεγαλύτερα λάθη είναι ότι οι μελετητές χρησιμοποιούν μόνο το κόστος της επιλεχθείσας πηγής χρηματοδότησης για την σύγκριση και αξιολόγηση της επένδυσης και της ανάπτυξης, χωρίς να λαμβάνουν υπόψη τους ότι:

- Η επιχείρηση δεν μπορεί να αναπτυχθεί μόνο με δανειακά κεφάλαια. Οι τράπεζες, προμηθευτές, κλπ. θα σταματήσουν κάποια στιγμή τη χρηματοδότηση γιατί ο κίνδυνος για αυτές είναι μεγάλος.
- Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι μηδενικό. Οι μέτοχοι αναμένουν ότι τα κεφάλαια που επενδύουν θα έχουν απόδοση.
- Ο χρόνος χρηματοδότησης δεν είναι απεριόριστος και θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η χρονική αξία του χρήματος.
- Πολλές φορές δεν επαρκεί μόνο μία πηγή για την χρηματοδότηση των νέων δραστηριοτήτων ή της ανάπτυξης των υπαρχόντων.

Υπάρχουν διάφορα μοντέλα υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου, τα κυριότερα όμως, τα οποία και θα αναλυθούν παρακάτω είναι :

1. το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM), το οποίο στηρίζεται στον υπολογισμό του κινδύνου της επένδυσης και
2. το APM, το οποίο στηρίζεται στο ρυθμό αύξησης των μερισμάτων.

12.1.1. Capital Asset Pricing Model (CAPM)

Το μοντέλο CAPM (Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων) αποτελεί εξέλιξη της θεωρίας του Markowitz. Το μοντέλο αυτό είναι το πρώτο που κατάφερε:

- Να διαχωρίσει τον συστηματικό κίνδυνο (ο κίνδυνος που απορρέει από το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, δηλ. το πολιτικό, κοινωνικό και οικονομικό και τεχνολογικό περιβάλλον της) από τον μη συστηματικό (εξελίξις εντός της επιχείρησης).
- Να δώσει ένα μέτρο υπολογισμού του συστημικού κινδύνου με την προσθήκη του συντελεστή βήτα κατά τον υπολογισμό της υπεραξίας κινδύνου.
- Να δώσει ένα μέτρο σύγκρισης και εξισορρόπησης κινδύνου της επιχείρησης με την απόδοση της (μεγάλος κίνδυνος = προσδοκία για μεγάλες αποδόσεις).

Εκτός, όμως, από τα θετικά στοιχεία του CAPM οι παραδοχές που θα πρέπει να γίνουν για να χρησιμοποιηθεί το μοντέλο είναι αρκετές και είναι οι ακόλουθες:

- Η διασπορά των μετοχών είναι μεγάλη (πολλοί μικροί επενδυτές) και η διαπραγματευτική τους

δύναμη μικρή (δεν μπορούν να επηρεάσουν τις τιμές).

- Όλοι οι επενδυτές έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και τις ίδιες προσδοκίες.
- Ο επενδυτής έχει μόνο δύο επιλογές, να επενδύσει σε μετοχές ή σε ομολογίες. Ο δανεισμός για την πραγματοποίηση της επένδυσης είναι δυνατός μόνο στην περίπτωση που το επιτόκιο δανεισμού είναι το ίδιο με αυτό του μηδενικού κινδύνου.
- Το κόστος συναλλαγών είναι μηδενικό, το ίδιο και οι φόροι.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν τις ίδιες πληροφορίες, η πληροφορία είναι πλήρης και ο στόχος όλων των επενδυτών είναι η μεγιστοποίηση της απόδοσης.

Το CAPM περιγράφεται από τον παρακάτω τύπο:

$$K_{\alpha} = A_{\chi\kappa} + \beta * (A_{\chi\alpha} - A_{\chi\kappa})$$

Όπου:

K_{α} : Κόστος αποθεματικών

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

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

β : Ο συντελεστής βήτα μετρά την ευαισθησία της απόδοσης μιας μετοχής σε μεταβολές που επηρεάζουν το σύνολο της αγοράς. Μετοχές με βήτα μεγαλύτερο του 1 χαρακτηρίζονται ως επιθετικές, λειτουργώντας αποδοτικά σε περίοδο ανοδικής πορείας της αγοράς αλλά και επιτείνοντας την ζημιά σε πτωτικές περιόδους. Μετοχές με βήτα μικρότερο του 1 χαρακτηρίζονται ως αμυντικές καταγράφοντας μικρότερες απώλειες από την αγορά σε περιόδους πτώσης των τιμών αλλά και μικρότερα κέρδη σε περίπτωση ανόδου των τιμών. Ο συντελεστής βήτα δεν είναι τίποτε άλλο από ένα μέτρο κινδύνου της επιχείρησης.

Για παράδειγμα η απόδοση μιας μετοχής με συντελεστή βήτα ίσο με 1,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 1,5 φορές περισσότερο από το σύνολο της αγοράς. Αντίθετα μια μετοχή συντελεστή βήτα ίσο με 0,5 θα μεταβάλλεται κατά μέσο όρο 0,5 φορές σε σύγκριση με την μεταβολή της αγοράς.

Στην παραπάνω εξίσωση δύο είναι οι άγνωστες παράμετροι. Το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και η υπεραξία (premium) κινδύνου. Οι περισσότεροι μελετητές εξισώνουν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο με το επιτόκιο απόδοσης των κρατικών ομολόγων. Είναι όμως γνωστό ότι και τα ομόλογα εμπεριέχουν έστω και μικρό κίνδυνο (συναλλαγματικής διαφοράς, επιτοκίου, κ.α.).

Και πάλι όμως, ο μελετητής θα πρέπει να επιλέξει ένα από τα πολλά κρατικά ομόλογα, αφού λάβει υπόψη του την χρονική διάρκεια ωρίμανσης, την απόδοση, τον πληθωρισμό, την αξιοπιστία της κυβέρνησης, κ.α., παράμετροι οι οποίες είναι κρίσιμες για το χαρακτηρισμό του ομολόγου ως «χωρίς κίνδυνο».

Η υπεραξία κινδύνου υπολογίζεται από ιστορικά στοιχεία (είτε από μελλοντικά). Για τον υπολογισμό του βήτα θα πρέπει ο μελετητής να εκτελέσει μία παλινδρόμηση του μοντέλου:

$$\text{Απόδοση της μετοχής} = \alpha + \beta * \text{Απόδοση της αγοράς}$$

Για την παλινδρόμηση και την μέτρηση της απόδοσης της μετοχής και της αγοράς θα πρέπει ο μελετητής να επιλέξει την χρονική περίοδο εκτίμησης. Εάν ισχύει η αρχή της αποτελεσματικής αγοράς, τότε το χρονικό διάστημα είναι μηδέν. Είναι γνωστό ότι οι χρονικά εγγύτερες τιμές έχουν μεγαλύτερη επίπτωση στην διαμόρφωση των μεγεθών τώρα. Συνεπώς εάν το χρονικό διάστημα είναι μεγάλο τότε οι πρώτες τιμές επηρεάζουν ελάχιστα. Γιατί, συνεπώς, ο μελετητής να επιλέξει μεγάλο χρονικό διάστημα; Υπάρχει τρόπος να ληφθεί υπόψη η σημαντικότητα των πρόσφατων τιμών (από το χρονικό σημείο εκτίμησης).

Εάν ο μελετητής επιλέξει μεγάλα χρονικά διαστήματα εκτίμησης, τότε είναι πιθανότερο να συμπεριλάβει και τους οικονομικούς κύκλους, τους κύκλους ζωής προϊόντος, κλπ. Η χρήση σταθμισμένων μέσων ή γεωμετρικών για τον υπολογισμό μπορεί να δώσει και την απάντηση στο δεύτερο ερώτημα.

12.1.2. Arbitrage Pricing Model (APM)

Ένα από τα βασικά προβλήματα του CAPM είναι ότι για τον υπολογισμό του συντελεστή βήτα χρησιμοποιήθηκε παλινδρόμηση. Η ερμηνευτικότητα και συνεπώς η καταλληλότητα του συντελεστή εξαρτάται από τον συντελεστή προσδιορισμού R^2 . Εάν ο συντελεστής είναι 0,25, τότε ο συντελεστής βήτα «ερμηνεύει» μόλις το 25% της συνολικής διακύμανσης της αξίας της μετοχής.

Το μοντέλο APM αντικαθιστά την προσδοκώμενη απόδοση της αγοράς και τον συντελεστή βήτα με μακροοικονομικές μεταβλητές και συντελεστές ευαισθησίας και υπολογίζεται ως εξής :

$$K_a = A_{\chi\kappa} + \beta_1 * (E_1 - A_{\chi\kappa}) + \beta_2 * (E_2 - A_{\chi\kappa}) + \dots + \beta_v * (E_v - A_{\chi\kappa})$$

Όπου :

K_a : Κόστος αποθεματικών

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

E_1, E_2, \dots, E_v = Μακροοικονομικά μεγέθη (πληθωρισμός, ΑΕΠ, ανεργία, προεξοφλητικό επιτόκιο, κλπ.)

$\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_v$ = Οι συντελεστές β

Το APM ως μοντέλο είναι πιο εύχρηστο διότι σε σχέση με το CAPM το APM απαιτεί λιγότερες παραδοχές. Το APM δεν απαιτεί όλοι οι επενδυτές να έχουν τον ίδιο χρονικό ορίζοντα και η επιλογή να στηρίζεται αποκλειστικά στην σύγκριση μεταξύ απόδοσης και κινδύνου, δεν προϋποθέτει την ανυπαρξία φόρων.

12.1.3. Μοντέλο μεγέθυνσης μερισμάτων

Ένας άλλος τρόπος υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου, όταν μια επιχείρηση εμφανίζει σταθερά κέρδη και πληρώνει σταθερό μέρισμα, είναι ο παρακάτω :

$$K_e = \text{DPS} / P_0 + g$$

Όπου :

K_e = Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

DPS = Προσδοκώμενη απόδοση μερίσματος το επόμενο έτος

P_0 = Καθαρή τιμή κοινής μετοχής σήμερα

g = Ρυθμός μεγέθυνσης των μερισμάτων

12.2. Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) είναι ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους όλων των πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης, με συντελεστές στάθμισης την αναλογία κάθε

πηγής χρηματοδότησης, στο σύνολο του αντλούμενου κεφαλαίου από όλες αυτές τις πηγές χρηματοδότησης και ο τύπος υπολογισμού του θα παρουσιασθεί παρακάτω. Δηλαδή, το WACC είναι το μέσο σταθμικό κόστος κάθε νέου € που αποκτάται από την εταιρία. Με άλλα λόγια είναι ο ελάχιστος συντελεστής απόδοσης τον οποίο πρέπει να εξασφαλίζει η επιχείρηση από την τοποθέτηση των στοιχείων του ενεργητικού της ανάμεσα σε εναλλακτικές επενδύσεις, ώστε να ικανοποιεί τις απαιτήσεις των επενδυτών της. Υπολογίζεται σε μετά φόρου βάση.

Προκειμένου να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC) γίνεται η υπόθεση ότι πηγές χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης είναι τόσο τα δανειακά όσο και από τα ίδια κεφάλαια. Ανεξάρτητα από τους φόρους, το κόστος των δανείων αντιστοιχεί στο επιτόκιο δανεισμού. Παρά ταύτα, με δεδομένους τους φόρους που πληρώνει η εταιρία, το κόστος του χρέους που αναλογεί είναι το μετά τον φόρο κόστος χρέους.

Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο που μετατρέπει την αναμενόμενη μελλοντική απόδοση σε παρούσα αξία.

Για να υπολογιστεί το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC), πρέπει να υπολογιστεί, όπως προαναφέρθηκε, το κόστος κάθε πηγής νέων κεφαλαίων της επιχείρησης. Δηλαδή πρέπει να υπολογιστεί :

1. Κόστος Δανείων :

Κόστος δανείων πριν από φόρους = Τόκοι Χρεωστικοί / Αρχικό ποσό δανείου

$$ΚΤΟ_0 = T * (\Sigma ΠΑΡ_{κδπ,ν}) + ΟΑΟ * (\Sigma ΠΑ_{κδπ,ν}) \quad (\text{μεγαλύτερη χρησιμότητα από τον άλλο τύπο})$$

Όπου :

ΚΤΟ₀ = Καθαρή τιμή ομολογίας σήμερα

T = Τόκοι

ΟΑΟ = Ονομαστική Αξία Ομολογίας

Κ_{δπ} = Κόστος Ομολογιακού Δανείου

Επίδραση Φορολογίας :

Κόστος δανείων μετά από φόρους = Κόστος δανείων πριν από φόρους (1-Συντελεστής φορολογίας)

2. Κόστος Προνομιούχων Μετοχών :

$$K_{\pi} = M_{\pi} / \text{ΚΤΠ}$$

Όπου :

K_{π} = Κόστος Προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

M_{π} = Ετήσιο μέρισμα από προνομιούχο μετοχή

ΚΤΠ = Καθαρή τιμή προνομιούχου μετοχής

3. Κόστος Αποθεματικών :

A) Υπόδειγμα Προεξοφλημένων Ταμιακών Ροών (Discounted Cash Flow Model)

B) Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (CAPM)

$$A) K_{\alpha} = M_1 / \text{ΤΤΚ}_0 + g$$

Όπου :

K_{α} = Κόστος Αποθεματικών

M_1 = Μέρισμα ανά μετοχή το επόμενο έτος

ΤΤΚ_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής σήμερα

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Ένας τρόπος υπολογισμού του g είναι ο εξής :

$$g = \Delta\text{ΠΚ} * (A_{ικ})$$

Όπου :

$\Delta\text{ΠΚ}$ (Δείκτης Παρακράτησης Κερδών) = $1 - \text{Payout Ratio} = 1 - \text{Μέρισμα} / \text{Κέρδη}$

$A_{ικ}$ = μέση αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων

Σημειώνεται ότι χρησιμοποιούμε τρέχουσα τιμή και όχι καθαρή, γιατί δεν έχουμε έξοδα έκδοσης (ανάδοχο κλπ.). Άρα το **Κόστος Αποθεματικών < Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου**

B) Ο τρόπος υπολογισμού του CAPM έχει αναφερθεί παραπάνω (παράγραφος 12.1.1)

4. Κόστος Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου :

Υπολογίζεται με τον τρόπο που έχει αναφερθεί στην παράγραφο 12.1.3. (Μοντέλο Μεγέθυνσης Μερισμάτων).

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω καταλήγουμε ότι ο τρόπος υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC) δίνεται με βάση τον παρακάτω τύπο:

$$WACC = \Sigma_1 * K_{\delta} + \Sigma_2 * K_{\pi} + \Sigma_3 * K_A + \Sigma_4 * K_e$$

Όπου :

Σ_1 = Αναλογία Μακροπρόθεσμων δανείων

K_{δ} = Κόστος δανείων

Σ_2 = Αναλογία προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

K_{π} = Κόστος προνομιούχου Μετοχικού Κεφαλαίου

Σ_3 = Αναλογία Αποθεματικών

K_A = Κόστος Αποθεματικών

Σ_4 = Αναλογία κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου

K_e = Κόστος κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου

Οι συντελεστές στάθμισης είναι :

1. **Book Values (Λογιστικές Αξίες)**
2. **Market Values (Τρέχουσες Αξίες)**
3. **Target Values (Επιθυμητές Αξίες)**

Οι λογιστικές αξίες (ιστορικές αξίες) εμφανίζονται στον ισολογισμό της επιχείρησης και έτσι είναι πολύ εύκολο να υπολογιστούν. Μπορεί όμως να οδηγήσουν σε λανθασμένο υπολογισμό του WACC, αν στο μεταξύ οι τρέχουσες αξίες έχουν μεταβληθεί.

Οι τρέχουσες αξίες είναι προτιμότερες από τις λογιστικές, διότι οι επενδυτές προσδοκούν μία απόδοση με βάση την τρέχουσα αξία της επιχείρησης και όχι την ιστορική. Ένα μειονέκτημά τους όμως είναι ότι επηρεάζονται πολύ εύκολα από εξωγενείς παράγοντες, που δεν έχουν καμία σχέση με την επιχείρηση και έτσι μεταβάλλονται συνεχώς. Επίσης οι αναλογίες που αντανακλώνται στις τρέχουσες αξίες μπορεί να μην είναι οι αναλογίες με τις οποίες η επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει τις δραστηριότητές της.

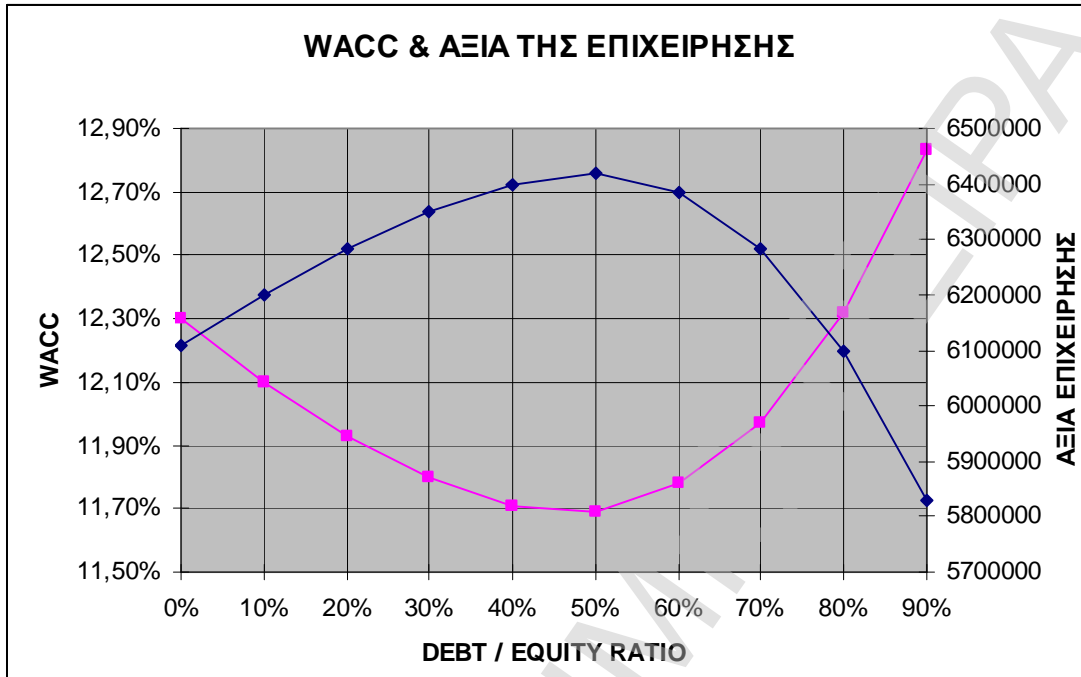
Οι επιθυμητές αξίες βασίζονται στην κεφαλαιακή διάρθρωση που επιθυμεί η επιχείρηση να διατηρήσει, όταν αντλεί νέα κεφάλαια, σε αντίθεση με τις λογιστικές και τις τρέχουσες οι οποίες βασίζονται στην υπάρχουσα κεφαλαιακή διάρθρωση.

Συμπερασματικά, οι επιθυμητές αξίες είναι αυτές που θα πρέπει να χρησιμοποιούνται στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης, καθώς αντιπροσωπεύουν την κεφαλαιακή διάρθρωση που η επιχείρηση θεωρεί καλύτερη. Αν δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν οι

επιθυμητές αξίες, τότε πρέπει να χρησιμοποιηθούν οι τρέχουσες.

Αν και οι επιθυμητές και οι τρέχουσες αξίες δίνουν καλύτερα αποτελέσματα, πολλές επιχειρήσεις επιμένουν να χρησιμοποιούν τις λογιστικές αξίες, διότι καθορίζονται πολύ πιο εύκολα.

Σχεδιάγραμμα 12.1



Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)

ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», INTERBOOKS (2002)

KOLLER TIM, GOEDHART MARC, WESSELS DAVID : “Measuring and Managing the Value of Companies”, MCKINSEY & COMPANY (Fourth Edition, 2005)

BREALEY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, MCGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)

BACIDORE, J.M., J.A. BOQUIST, T.T. MILBOURN, A.V. THAKOR : “THE SEARCH FOR THE BEST FINANCIAL PERFORMANCE MEASURE”, Financial Analysts Journal, June 1997

www.naftemporiki.gr

<http://tovima.dolnet.gr>

www.investopedia.com

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13 : ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ

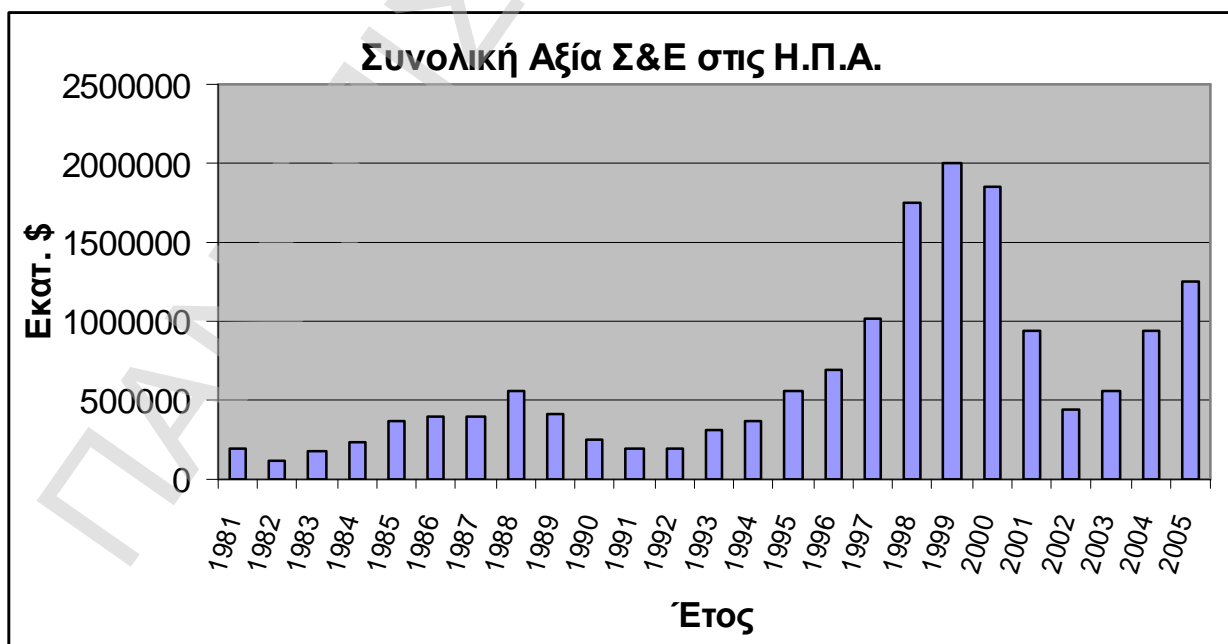
13.1. Γενικά

Η θεωρία πίσω από τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (Σ&Ε) είναι απλή και στηρίζεται στην αρχή πως η αξία του νέου σχήματος που θα προκύψει αναμένεται να είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των επιμέρους μονάδων (επιχειρήσεων) πριν από τη συμφωνία.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν την πλέον ουσιαστική αντίδραση των επιχειρήσεων απέναντι στον εντεινόμενο ανταγωνισμό που επικρατεί στην παγκόσμια οικονομία, ως αποτέλεσμα της διεθνοποίησης ή ενοποίησης σε ορισμένες περιπτώσεις των αγορών χρήματος και κεφαλαίου σε πρώτο επίπεδο και των αγορών αγαθών και υπηρεσιών σε δεύτερο επίπεδο. Οι Ε&Σ αποτελούν διεθνώς μία από τις πιο συνήθεις μεθόδους, τις οποίες οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν για την ανάπτυξη τόσο του χαρτοφυλακίου των αγαθών και υπηρεσιών τους, όσο και για τη διεύρυνση των πωλήσεων, των κερδών και των μεριδίων που κατέχουν σε μια συγκεκριμένη αγορά, καθώς και των άλλων σημαντικών μεγεθών ή παραμέτρων που αφορούν τη διοίκηση της επιχείρησης και την αποτελεσματικότητά της.

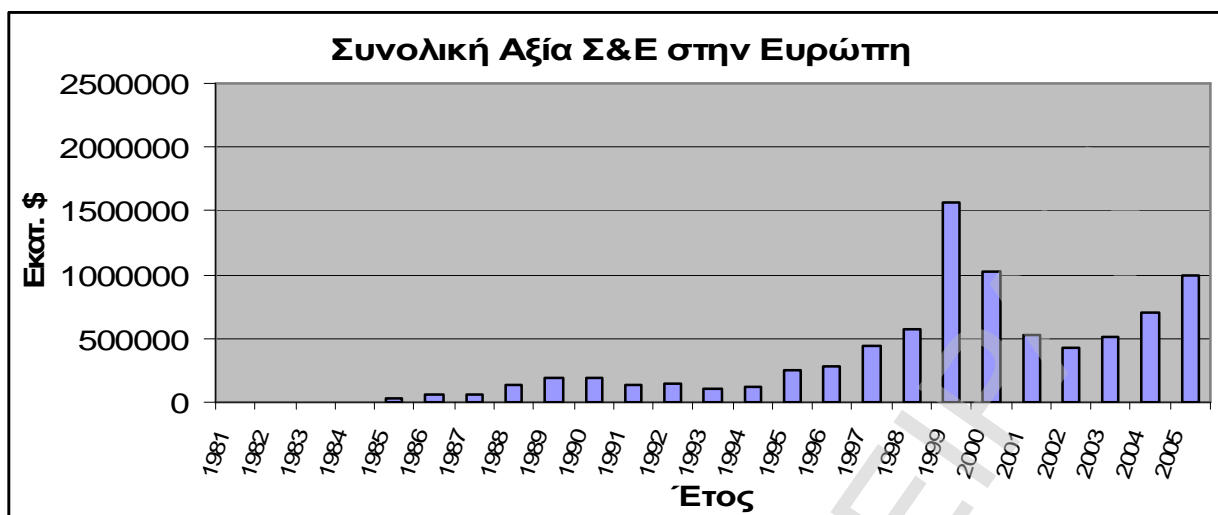
Τα Διαγράμματα 13.1 και 13.2 που ακολουθούν, δείχνουν ξεκάθαρα ότι το 5^ο κύμα Σ&Ε κορυφώθηκε το 1999 και η αξία των Σ&Ε είχε μία ραγδαία πτώση το 2001 και ακόμα μεγαλύτερη το 2002, φαινόμενο που παρατηρείται τόσο στην Αμερική, όσο και στην Ευρώπη.

Σχεδιάγραμμα 13.1. : Συνολική Αξία Ε&Σ στις Η.Π.Α. για την περίοδο 1980-2005



Πηγή: Thompson Financial, 6 Δεκεμβρίου 2005

Διάγραμμα 13.2: Συνολική Αξία Ε&Σ στην Ευρώπη για την περίοδο 1980-2005



Πηγή: Thompson Financial, 6 Δεκεμβρίου 2005

Ο παρακάτω Πίνακας 13.1 δείχνει τις μεγαλύτερες συναλλαγές που έχουν πραγματοποιηθεί κατά τη διάρκεια της περιόδου 1981-2005.

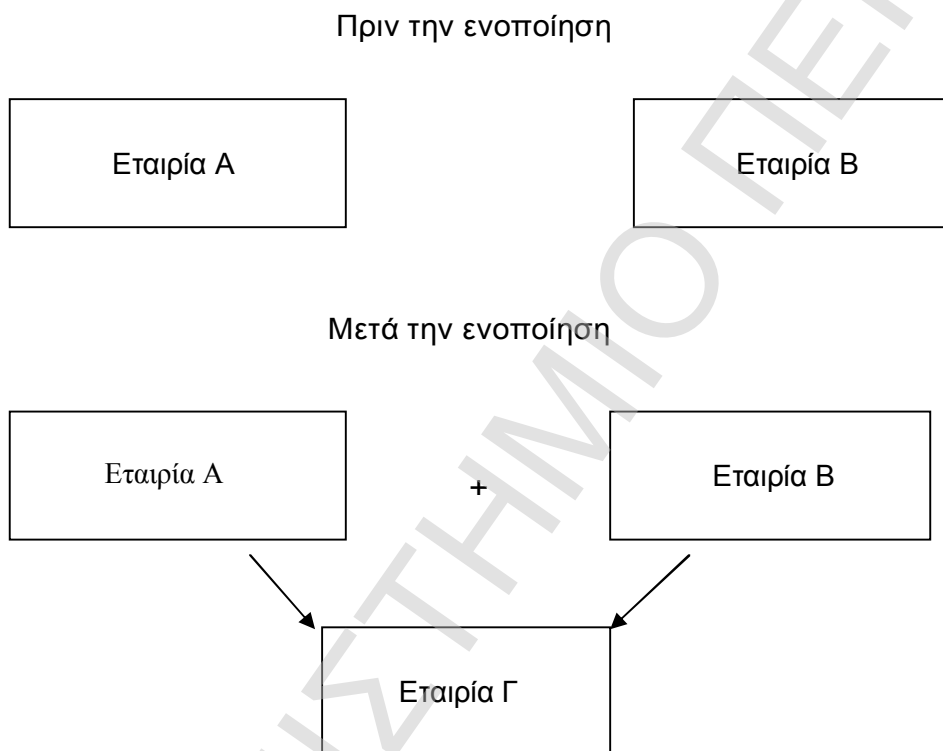
Πίνακας 13.1 : Οι δέκα μεγαλύτερες Ε&Σ σύμφωνα με την αξία συναλλαγής

Ημερομηνία πραγματοποίησης	Αξία συναλλαγής (σε εκατ. \$)	Εταιρία «στόχος»	Χώρα εταιρίας «στόχου»	Εξαγοράστρια εταιρία	Χώρα εξαγοράστριας εταιρίας
19/06/2000	202.785,13	Mannesmann AG	Γερμανία	Vodafone AirTouch PLC	Ηνωμένο Βασίλειο
12/01/2001	164.746,46	Time Warner	Η.Π.Α.	America Online Inc.	Η.Π.Α.
05/10/1999	113.643,77	Sprint Corp.	Η.Π.Α.	MCI WorldCom	Η.Π.Α.
19/06/2000	89.167,72	Warner-Lambert Co.	Η.Π.Α.	Pfizer Inc.	Η.Π.Α.
18/04/1999	81.527,62	Telecom Italia SpA	Ιταλία	Deutsche Telekom AG.	Γερμανία
30/11/1999	78.945,79	Mobil Corp.	Η.Π.Α.	Exxon Corp.	Η.Π.Α.
27/12/2000	75.960,85	SmithKline Beecham PLC	Ηνωμένο Βασίλειο	Glaxo Wellcome PLC	Ηνωμένο Βασίλειο
04/11/1999	75.563,15	Warner-Lambert Co.	Η.Π.Α.	American Home Products Corp.	Η.Π.Α.
28/10/2004	74.349,15	Shell Transport & Trading Co.	Ηνωμένο Βασίλειο	Royal Dutch Petroleum Co.	Ολλανδία
08/10/1998	75.558,18	Citicorp.	Η.Π.Α.	Travelers Group Inc.	Η.Π.Α.

Πηγή: Thompson Financial, 6 Δεκεμβρίου 2005

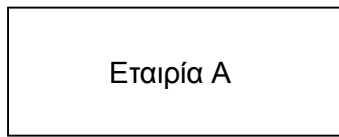
Τα κίνητρα των επιχειρήσεων για την επιθετική επέκτασή τους μέσω των Ε&Σ θα πρέπει να μελετηθούν σε σύγκριση με τους εναλλακτικούς τρόπους μεγέθυνσης οι οποίοι είναι διαθέσιμοι, ώστε να γίνουν αντιληπτά ως στοιχεία, η χρονική στιγμή που θα πρέπει να υλοποιείται ή η αιτιολόγηση που θα πρέπει να λαμβάνει αυτός ο τρόπος ανάπτυξης. Οι κυριότεροι τρόποι μεγέθυνσης των επιχειρήσεων είναι οι ακόλουθοι:

- **Ενοποίηση (Merger):** Αναφέρεται στην επιχειρηματική απόφαση συνένωσης δύο ή περισσότερων επιχειρήσεων, όπου μετά την ολοκλήρωση των απαιτούμενων κατά τη νομοθεσία διαδικασιών, προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο.

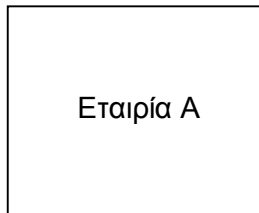


- **Εξαγορά (Acquisition):** Αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία μία εταιρία αναλαμβάνει τον έλεγχο μιας άλλης επιχείρησης ή ενός ομίλου επιχειρήσεων μετά από συμφωνία των εμπλεκόμενων μερών. Η εξαγορά μπορεί να είναι ολική ή μερική. Αντίστοιχα, στην πρώτη περίπτωση, η εξαγοράστρια επιχείρηση αποκτά την πλήρη κυριότητα και τον αποκλειστικό έλεγχο της προς εξαγορά επιχείρησης. Στην περίπτωση της μερικής εξαγοράς, η εξαγοράστρια επιχείρηση κατέχει ένα μέρος της εταιρίας «στόχου», χωρίς όμως αυτό να σημαίνει ότι αποκτά απαραίτητα τον έλεγχο της δεύτερης. Η εξαγορά εταιριών ως μέσο ανάπτυξης λαμβάνει συνήθως χώρα μεταξύ εταιριών άνισου μεγέθους.

Πριν την εξαγορά



Μετά την εξαγορά



ή



με απορρόφηση της Εταιρίας B

με θυγατρική την εταιρία B

- **Εξαγορά δια δημόσιας προσφοράς (Tender offer)** : Στην περίπτωση αυτή η αγοράζουσα εταιρία απευθύνει δημοσίως πρόσκληση για να αγοράσει ένα μέρος από τις κοινές μετοχές της αγοραζόμενης εταιρίας σε μια συγκεκριμένη τιμή και σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία. Οι εξαγορές δια δημόσιας προσφοράς δεν απαιτούν γενική συνέλευση των μετόχων προς έγκριση. Οι μέτοχοι που πωλούν τις μετοχές τους πληρώνονται είτε με μετρητά είτε με κοινές μετοχές της αγοράζουσας εταιρίας. Ανάλογα με τη στάση της διοίκησης οι δημόσιες προσφορές διακρίνονται σε φιλικές και εχθρικές. Στην πρώτη περίπτωση οι διοικήσεις των δύο εταιριών συνεργάζονται για την ολοκλήρωση της εξαγοράς.

Στην περίπτωση της εχθρικής-επιθετικής εξαγοράς η εξαγοράστρια εταιρία αποκτά «βίαια» τον πλήρη έλεγχο της εταιρίας «στόχου». Η εξαγορά αυτή επιτυγχάνεται με την απόκτηση καταστατικής πλειοψηφίας, δηλαδή του 51 % των μετοχών από τους ενδιαφερόμενους, χωρίς τη συναίνεση της διοίκησης της επιχείρησης, με την έγκριση όμως των μετόχων. Πρόκειται για μια κίνηση στρατηγικού περιεχομένου για την πρώτη, με σκοπό την αύξηση των μεριδίων αγοράς και την πραγματοποίηση άλλων πολλαπλών ωφελειών για την εξαγοράστρια επιχείρηση. Στην περίπτωση αυτή η διοίκηση της εταιρίας στόχου χρησιμοποιεί διάφορες αμυντικές τακτικές για να εμποδίσει ή να κάνει ασύμφορη την εξαγορά. Πιθανοί τρόποι αντίδρασης της προς εξαγορά επιχείρησης, μπορεί να είναι οι ακόλουθοι: α) Η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων (Poison Pill), β) Η αντιπροσφορά για την εξαγορά της εξαγοράστριας επιχείρησης (Packman Defense), γ) Η εμφάνιση εταιρίας «Λευκού Ιππότη» (White Knight). Στην περίπτωση αυτή οι υπό εξαγορά επιχειρήσεις προσκαλούν έναν άλλο αγοραστή («Λευκό Ιππότη») να υποβάλλει προσφορά εξαγοράς. Κατά κανόνα οι διοικήσεις της

εξαγοραζόμενης επιχείρησης και του «Λευκού Ιππότη» έχουν καλές σχέσεις, δ) Η αγορά των ιδίων μετοχών, ε) Η δημιουργία απρόσμενου ή αρνητικού κλίματος για τη μετοχή ή τα μεγέθη της εταιρίας, στ) Η συγχώνευση με άλλη εταιρία η οποία είναι φιλική προς το Δ.Σ. της εταιρίας «στόχου».

- **Εξαγορά της διοίκησης της επιχείρησης (Management buy out):** Στις περιπτώσεις αυτές οι επιχειρήσεις, που εμφανίζουν μεγάλα οικονομικά μεγέθη συνήθως σε επίπεδο παραγωγής, πωλήσεων και κερδών, εξαγοράζουν τη διοίκηση μικρότερων εταιριών προσπαθώντας να μεταφέρουν την τεχνογνωσία που έχει αναπτυχθεί σε αυτές τις μικρότερες εταιρίες (όπως το στελεχιακό τους δυναμικό) προς τις μεγαλύτερες. Με αυτόν τον τρόπο, ουσιαστικά εκμεταλλεύονται το λεγόμενο "team capital" της μικρότερης επιχείρησης (εξαγοράζοντας ουσιαστικά ολόκληρο το μάνατζμεντ και το προσωπικό της), ως αποτέλεσμα της μεγαλύτερης αποτελεσματικότητας που εμφανίζει η μικρότερη επιχείρηση σε επίπεδα ευελιξίας, επικοινωνίας και εξειδίκευσης σε διάφορους τομείς.
- **Κοινοπραξία μεταξύ επιχειρήσεων (Joint venture) :** Πρόκειται για συνέργια μεταξύ επιχειρήσεων ή ομίλων επιχειρήσεων, η οποία ουσιαστικά αποτελεί σύμπραξη μεταξύ διαφορετικών δυνάμεων για την επιτυχία ενός κοινού στόχου σε μία αγορά που πιθανόν να είναι άγνωστη στα εμπλεκόμενα μέρη της συμφωνίας. Αυτός είναι και ο λόγος για τον οποίο οι κοινοπραξίες αποτελούν επιχειρηματικά σχέδια με υψηλό κίνδυνο και με μεγάλη αβεβαιότητα ως προς την τελική τους έκβαση.
- **Δανεισμός για εξαγορά επιχειρήσεων (Leverage buy out) :** Πρόκειται για έναν τρόπο μεγέθυνσης της επιχείρησης, μέσω της αύξησης του τραπεζικού της δανεισμού, με σκοπό την άντληση κεφαλαίων για εξαγορές και συγχωνεύσεις, κυρίως μεγαλύτερων επιχειρήσεων από αυτήν. Αποτελεί έναν «επιθετικό» τρόπο ανάπτυξης της εταιρίας και των μεγεθών της με παράλληλη ανάληψη ιδιαίτερα υψηλού ρίσκου, καθώς είθισται οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης να ωθούνται σε ιδιαίτερα υψηλά επίπεδα, με έντονες αρνητικές συνέπειες σε περιπτώσεις αποτυχίας των σχεδιασμών.

13.2. Είδη εξαγορών και συγχωνεύσεων

Οι εξαγορές αφορούν στη μεταβίβαση του συνόλου ή πλειοψηφικού μέρους της ιδιοκτησίας μιας επιχείρησης (εξαγοραζόμενη) σε μια άλλη (εξαγοράζουσα), που καταβάλλει το αντίστοιχο αντίτιμο. Η μεταβίβαση γίνεται συνήθως με καταβολή μετρητών ή με αγορά / ανταλλαγή μετοχών,

μέσω του χρηματιστηρίου. Σε πολλές περιπτώσεις ακόμα και η απόκτηση μειοψηφικού πακέτου μετοχών ή ανάλογου ποσοστού επί της συνολικής ιδιοκτησίας, μπορεί να εξασφαλίσει στην εξαγοράζουσα επιχείρηση ουσιαστικό έλεγχο, εάν με τη μεταβίβαση μπορεί να επηρεάσει κρίσιμες επιλογές της διοίκησης και της στρατηγικής της εξαγοραζόμενης ή εάν τα λοιπά μερίδια ιδιοκτησίας αυτής της επιχείρησης είναι κατακερματισμένα. Για τη μελέτη των οικονομικών και κοινωνικών επιπτώσεών τους, οι εξαγορές ομαδοποιούνται και αξιολογούνται συνήθως με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

A) Είδος εξαγοραζόμενης επιχείρησης :

Εάν η εξαγοραζόμενη επιχείρηση ανήκει στο δημόσιο τομέα και αγοράζεται από ιδιωτική επιχείρηση, έχουμε, παράλληλα με την εξαγορά τη λεγόμενη ιδιωτικοποίηση.

B) Προέλευση εξαγοράζουσας επιχείρησης :

Η εξαγοράζουσα μπορεί να είναι ξένη, πολυεθνική ή εδρεύουσα σε άλλη χώρα ή εγχώρια επιχείρηση.

Γ) Οικονομικοί και επιχειρηματικοί στόχοι της εξαγοράζουσας επιχείρησης :

Τέτοιοι στόχοι μπορεί να είναι:

- αμυντική ή επιθετική προσπάθεια προσαρμογής στον ανταγωνισμό,
- αύξηση μεγέθους για πιο αποδοτική λειτουργία, απορρόφηση ανταγωνιστών,
- ενίσχυση της θέσης της στην αγορά,
- αξιοποίηση συμπληρωματικότητας δραστηριοτήτων,
- προοπτική συγχώνευσης και ολοκληρωμένης ανάπτυξης,
- συντονισμένη ανάπτυξη δραστηριοτήτων με τη μορφή ομίλου εταιριών,
- ανάπτυξη και επικερδής μεταπώληση της εξαγοραζόμενης επιχείρησης,
- επιλεκτική συρρίκνωση ή κλείσιμο εξαγοραζόμενης επιχείρησης, είσοδος σε νέα αγορά / χώρα, περιοχή,
- διαφοροποίηση προϊόντων - υπηρεσιών κ.α.

Συγχώνευση είναι η συνένωση δύο ή περισσότερων εταιριών σε μία. Συμβαίνει όταν μια επιχείρηση αγοράζει μία άλλη και την απορροφά σε μια ενιαία επιχειρησιακή δομή, συνήθως διατηρώντας την αρχική εταιρική ταυτότητα της εξαγοράζουσας επιχείρησης. Οι συγχωνεύσεις αντιστοιχούν σε διαφορετικές μορφές επιχειρησιακής ολοκλήρωσης. Ανάλογα με το βαθμό συσχέτισης ανάμεσα στις αγορές ή/και στα προϊόντα της αγοράζουσας και της αγοραζόμενης επιχείρησης, η επιχειρησιακή ολοκλήρωση μπορεί να είναι :

- Η κάθετη ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων που καλύπτουν διαφορετικά αλλά συμπληρωματικά στάδια της παραγωγικής διαδικασίας, δηλαδή

επιχειρήσεις που ανήκουν σε διαδοχικά στάδια ολόκληρου του κυκλώματος παραγωγής-κυκλοφορίας αγαθών -υπηρεσιών (λ.χ. άντληση - διύλιση και διανομή πετρελαίου).

- Η οριζόντια ολοκλήρωση αφορά συγχωνεύσεις επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου, που καλύπτουν την ίδια ή συναφή φάση της παραγωγικής αλυσίδας.
- Τη συμπληρωματική συγκέντρωση, κατά την οποία συγκεντρώνονται επιχειρήσεις που δεν παρουσιάζουν καμία ομοιότητα ή παραγωγική εξάρτηση, των οποίων όμως η δραστηριότητα αλληλοσυμπληρώνεται, όπως λ.χ. όταν συνασπίζονται μια ξενοδοχειακή με μια μεταφορική επιχείρηση για τη μεταφορά τουριστών ή με μια επιχείρηση ψυχαγωγίας για τη ψυχαγωγία τους, ή με μια επιχείρηση τουριστικών πρακτορεύσεων
- Η διαγώνια συγκέντρωση, κατά την οποία συνασπίζονται επιχειρήσεις των οποίων τα προϊόντα, η τεχνολογία και οι πελάτες διαφέρουν τελείως. Οι διαγώνιες συγκεντρώσεις, ανάλογα με το σκοπό για τον οποίο γίνονται, διακρίνονται στις εξής δύο κατηγορίες :
 1. Στις επεκτατικές διαγώνιες της αγοράς (Conglomerate Market Extension), όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις επιδιώκουν να επεκτείνουν το χώρο δράσεως τους στην αγορά
 2. Στις επεκτατικές διαγώνιες του προϊόντος (Conglomerate Product Extension), όταν οι συνασπιζόμενες επιχειρήσεις προσπαθούν να επεκτείνουν το προϊόν που παράγουν ή να διαφοροποιήσουν τελείως την παραγωγή τους, προκειμένου να μην απολέσουν την επιρροή τους στην αγορά

Οι συγκεντρώσεις των επιχειρήσεων διακρίνονται σε αφανείς (μυστικές, άτυπες) και φανερές (τυπικές).

- Αφανείς (ή μυστικές) συγκεντρώσεις είναι οι συνασπισμοί που δημιουργούνται de facto, όταν ένας μικρός αριθμός επιχειρήσεων ελέγχει τον κύριο όγκο της παραγωγής ενός προϊόντος ή την παραγωγή βασικών πρώτων υλών, ή συγκεντρώνει το μεγαλύτερο ποσοστό του απασχολημένου στον οικείο κλάδο εξειδικευμένου εργατικού προσωπικού ή τέλος ένα συνδυασμό όλων αυτών. Στην κατηγορία αυτή ανήκουν συνήθως οι πρόσκαιρες και χαλαρής δέσμευσης επιχειρηματικές συμπράξεις, όπως είναι οι συμφωνίες κυρίων (gentlemen agreements), οι κοινοπραξίες (pools), οι κερδοσκοπικές συμπράξεις (concerns rings) κ.α.
- Φανερές είναι οι συγκεντρώσεις που εξωτερικεύονται και λαμβάνουν έναν από τους γνωστούς τύπους συγκεντρώσεων, όπως είναι τα Καρτελ (Cartell), τα Κονσέρν (Concern) τα Τραστ (Trust) κ.α.

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις επιχειρήσεων αποτελούν τύπους φανερών συγκεντρώσεων επιχειρήσεων και μάλιστα της συμπαγέστερης μορφής αυτών.

Η υλοποίηση της συγχώνευσης μπορεί να πάρει διαφορετικές μορφές στην πράξη. Μπορεί να είναι άμεση ή σταδιακή, ολική ή επιλεκτική, οδηγώντας αντίστοιχα σε ολική ή μερική συνένωση μονάδων, καταστημάτων, υπηρεσιών, με μεταπώληση ή κλείσιμο άλλων κλπ. Η διαδικασία της λειτουργικής συγχώνευσης, ολικής ή μερικής, δε συμπίπτει απαραίτητα με την τυπική νομική διαδικασία ολοκλήρωσής της. Συνήθως ο συνδυασμός εξαγοράς με συγχώνευση εξαρτάται:

- Από τη στρατηγική και τους στόχους της εξαγοράζουσας επιχείρησης.
- Από το αντικείμενο και ορισμένα βασικά χαρακτηριστικά της εξαγοραζόμενης επιχείρησης (συναφής δραστηριότητα, συμπληρωματικότητα λειτουργιών, συμβατότητα πολιτισμικών, διοικητικών και εργασιακών δεδομένων, αλλά και της προϋπάρχουσας επιχειρησιακής κουλτούρας).
- Από τη γενικότερη κοινωνική-οικονομική συγκυρία στη χώρα ή και διεθνώς.

Μια εξαγορά δεν οδηγεί πάντοτε σε συγχώνευση της εξαγοράζουσας με την εξαγοραζόμενη επιχείρηση. Η επιχειρηματική πρακτική δείχνει ότι εάν η εξαγορά μιας επιχείρησης, η ένταξη και ο συντονισμός της στο πλαίσιο ενός ευρύτερου ομίλου είναι ήδη ένα σύνθετο εγχείρημα, η συγχώνευση με την εξαγοράζουσα εταιρία ή και με άλλες θυγατρικές της είναι ακόμα δυσκολότερο και σπάνια αποφέρει τα αναμενόμενα οφέλη, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

13.3. Λόγοι πραγματοποίησης Ε&Σ

Οι λόγοι που οδηγούν τις επιχειρήσεις στη δημιουργία επιχειρηματικών συμπράξεων (Ε&Σ) 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 που επιτυγχάνει η επιχείρηση. Σε πολλές περιπτώσεις Ε&Σ, 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 ενοποιούνται. 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.

- **Αύξηση μεριδίου αγοράς (Market power)** : Το μεγαλύτερο μέγεθος της επιχείρησης που προκύπτει από τη συγχώνευση έχει ως αποτέλεσμα αύξηση της δύναμης της επιχείρησης. Αυτό δίνει στην εταιρία το πλεονέκτημα της ασφάλειας και της υπεροχής απέναντι στους ανταγωνιστές της στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό της χώρας. Η συγχώνευση επιχειρήσεων, που αρχικά λειτουργούν σε διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές, με διαφορετικούς πελάτες, οδηγεί σε αύξηση του μεριδίου στην αγορά που δραστηριοποιείται η νέα εταιρία. Επομένως η επιχείρηση είναι ισχυρή σε σχέση με τους προμηθευτές, πελάτες και ανταγωνιστές και αυξάνει την ικανότητά της να εμποδίσει την είσοδο νέων επιχειρήσεων και να αντιμετωπίσει τη δημιουργία υποκατάστατων προϊόντων.
- **Υπέρβαση εμποδίων εισόδου (Avoid entry barriers)**: Κατά την είσοδο των επιχειρήσεων σε μία νέα αγορά εμφανίζονται διάφορα εμπόδια, όπως για παράδειγμα επενδύσεις σε κεφαλαιουχικό εξοπλισμό, σε εγκαταστάσεις, σε διαφήμιση και προώθηση των προϊόντων που γίνονται δυσκολότερα αν υπάρχει ήδη αυξημένος ανταγωνισμός. Η συγχώνευση ή εξαγορά μιας επιχείρησης που ήδη δραστηριοποιείται στην εν λόγω αγορά, παρέχει πολλά πλεονεκτήματα όπως γνώση της αγοράς και των συνθηκών της, εγκατάσταση δικτύου διανομής και πιθανώς εξασφαλισμένη πίστη των καταναλωτών στο όνομα της συγχωνευθείσας επιχείρησης (brand loyalty). Επομένως, όσο πιο μεγάλα είναι τα εμπόδια εισόδου στην αγορά, τόσο πιο έντονη γίνεται η ανάγκη των επιχειρήσεων να καταφύγουν στη συγχώνευση.
- **Δυναμική επέκταση σε νέες αγορές (Penetrate new markets)** : Η δυναμική επέκταση της επιχείρησης σε νέες αγορές επιτυγχάνεται με εξαγορά ή με δημιουργία νέας γραμμής προϊόντων. Ο πρώτος τρόπος θεωρείται ταχύτερος και καλύτερος στην προώθηση μιας νέας δραστηριότητας στην αγορά. Η ισχυροποίηση της επιχείρησης μέσω των Ε&Σ έχει ως απόρροια η επιχείρηση να επωφελείται από τα πλεονεκτήματα των οικονομιών κλίμακας, καθώς και από τη χρήση κοινών καναλιών διανομής, με αποτέλεσμα την πώληση περισσότερων προϊόντων σε περισσότερους πελάτες και την αύξηση των κερδών.
- **Διαφοροποίηση-μείωση κόστους και χρόνου ανάπτυξης νέων προϊόντων (Improve research and development)** : Μια καινοτομία ή διαφοροποίηση παραγωγής έχει υψηλό κίνδυνο, καθώς χρειάζεται αρκετό χρονικό διάστημα μέχρι να αποδώσει και να επιφέρει ουσιαστικά κέρδη σε μια επιχείρηση. Για το λόγο αυτό, τα στελέχη καταφεύγουν στην εξαγορά μιας επιχείρησης και έτσι αποφεύγουν το ρίσκο της εκ νέου παραγωγής προϊόντος και της προώθησης και διανομής του. Εξάλλου τα αποτελέσματα των Ε&Σ είναι πιο εύκολο να υπολογιστούν αναλύοντας τα ιστορικά αρχεία και τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης στόχου και κάνοντας προβλέψεις για την μελλοντική κερδοφορία της νέας επιχείρησης.
- **Αποφυγή υπερβάλλοντος ανταγωνισμού (Avoidance of intense competition)** : Αρκετές φορές σε κάποια αγορά είτε παραγωγικών συντελεστών είτε τελικού προϊόντος είναι δυνατόν να υπάρχει υπερβάλλον ανταγωνισμός. Στόχος της επιχείρησης είναι να μειώσει την

εξάρτησή της από τις αγορές αυτές. μέσω συγχωνεύσεων και εξαγορών με επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε αγορές είτε σχετικές είτε άσχετες με αυτή στην οποία απευθυνόταν έως τώρα.

- **Συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής (*Complementary raw materials*):** Αυτός ο λόγος συγχώνευσης είναι συνηθισμένος στις περιπτώσεις εξαγορών επιχειρήσεων που διαθέτουν κάποια προτερήματα, όπως πρόσβαση σε φθηνές πρώτες ύλες, ικανά στελέχη, ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση έχει ένα μοναδικό προϊόν ή πατέντα αλλά στερείται τους οικονομικούς πόρους και την υποδομή του marketing για την προώθηση του προϊόντος στην αγορά. Η επιχείρηση στην περίπτωση αυτή έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στη τεχνολογία και συγκριτικό μειονέκτημα στο marketing. Η εξαγορά της επιχείρησης αυτής από μια άλλη δίνει ευκαιρίες και δημιουργεί ωφέλειες με λιγότερο κόστος που καμία από τις δύο δε θα μπορούσε να έχει από μόνη της.
- **Εξάλειψη μειωμένης αποδοτικότητας επιχείρησης-στόχου (*improve efficiency*):** Η επιχείρηση-στόχος είναι δυνατόν να έχει μειωμένη αποδοτικότητα, η οποία αποτελεί κίνητρο για άλλες επιχειρήσεις να προχωρήσουν σε συγχώνευση ή εξαγορά, με στόχο να οδηγήσουν την «προβληματική» επιχείρηση σε αύξηση της αποδοτικότητάς της. Δηλαδή, η αγοράστρια επιχείρηση πιστεύει στις διοικητικές και άλλες ικανότητες που κατέχει για να οδηγήσει την επιχείρηση-στόχο στη βέλτιστη απόδοση.
- **Αντικατάσταση μη αποτελεσματικής διοίκησης (*Replacement of inefficient managers*),** με στόχο την εξυγίανση και την ανάπτυξη της εξαγοραζόμενης εταιρίας και με ενδεχόμενη προοπτική την απορρόφηση ή τη μεταπώλησή της με κέρδος. Αυτό το κίνητρο είναι συνηθισμένο στις λεγόμενες «εχθρικές» εξαγορές, δηλαδή σε αυτές που γίνονται χωρίς τη συναίνεση της εξαγοραζόμενης εταιρίας.
- **Η θεωρία "Hubris" :** Η θεωρία αυτή αναπτύχθηκε από τον Roll το 1986, ο οποίος προσπάθησε να εξηγήσει γιατί οι επιχειρήσεις υποβάλλουν προσφορές για εξαγορές αφού αυτές δεν δημιουργούν πρόσθετη αξία. Με βάση αυτή τη θεωρία οι μάνατζερ υπερεκτιμούν τα οικονομικά οφέλη από τις εξαγορές και πιστεύουν ότι η δική τους αποτίμηση είναι σωστή σε σχέση με την αγοράία, η οποία υποεκτιμά την οικονομική αξία της ένωσης των επιχειρήσεων. Κατά συνέπεια, η διοίκηση της εταιρίας είναι διατεθειμένη να πληρώσει μεγαλύτερο πριμ εξαγοράς.
- **Προβλήματα αντιπροσώπευσης (*Agency problems*).** Προβλήματα αντιπροσώπευσης υπάρχουν όταν υφίσταται απόκλιση ανάμεσα στα ενδιαφέροντα των μάνατζερ και των μετόχων. Αυτό συμβαίνει όταν ένα μικρό τμήμα των κοινών μετοχών βρίσκεται στα χέρια της διοίκησης. Οι διοικούντες την εταιρία ενδιαφέρονται περισσότερο για τη διατήρηση της θέσης τους και ενός άνετου από οικονομική, άποψη, τρόπου ζωής, παρά για τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Όταν υπάρχει μεγάλη διασπορά των μετοχών το κόστος από την «κακή διοίκηση» κατανέμεται σε ένα μεγάλο αριθμό μετόχων, με αποτέλεσμα ο καθένας να επιβαρύνεται με ένα μικρό μέρος του κόστους και η κατάσταση αυτή να διαιωνίζεται για

μεγάλες χρονικές περιόδους. Σύμφωνα με αυτό το κίνητρο οι Ε&Σ πραγματοποιούνται όταν υπάρχει διαφορά ανάμεσα σε αυτό που θέλουν οι διοικούντες και οι μέτοχοι της εταιρίας.

Μια άλλη διάκριση των κινήτρων που ωθούν στις εξαγορές και στις συγχωνεύσεις είναι αυτή που κατηγοριοποιεί τα κίνητρα σε δύο ομάδες κίνητρα, που στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης (value - maximizing motives), και κίνητρα που δε στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης (non value-maximizing motives). Σε έναν κόσμο που χαρακτηρίζεται από τέλεια οργανωμένες αγορές κεφαλαίου, όλες οι δραστηριότητες των επιχειρήσεων έχουν ως στόχο τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, δηλαδή της αξίας της επιχείρησης. Όμως, στον «πραγματικό» κόσμο η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων δεν αποτελεί μοναδικό παράγοντα για τη λήψη αποφάσεων όπου υπεισέρχονται και άλλες μεταβλητές.

13.4. Κίνητρα που στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης

Η αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από την προεξοφλημένη παρούσα αξία των μελλοντικών της κερδών. Οι Ε&Σ μπορούν να αυξήσουν τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης μειώνοντας τα αναμενόμενα κόστη ή αυξάνοντας τα αναμενόμενα έσοδα. Η μείωση του αναμενόμενου κόστους οφείλεται στους ακόλουθους παράγοντες :

- Οικονομίες κλίμακας
- Οικονομίες φάσματος
- Αντικατάσταση αναποτελεσματικής διοίκησης από πιο αποτελεσματικούς μάνατζερ ή καλύτερες μεθόδους διοίκησης
- Μείωση φορολογικών υποχρεώσεων
- Αύξηση δανειοληπτικής ικανότητας επιχείρησης
- Επέκταση σε νέες αγορές

Η αύξηση των αναμενόμενων εσόδων, λόγω των Ε&Σ, οφείλεται στους ακόλουθους παράγοντες:

- Η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης της επιτρέπει να εξυπηρετήσει καλύτερα μεγαλύτερο τμήμα πελατών
- Η διαφοροποίηση του προϊόντος επεκτείνει το εύρος των δυνητικών πελατών
- Η αύξηση του μεριδίου αγοράς βοηθάει στην αύξηση των τιμών και στην προσέλκυση νέων πελατών .
- Η αύξηση του μεγέθους της επιχείρησης βοηθάει στη μείωση του κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

Η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης αποτελεί τον χρηματοοικονομικό στόχο κάθε επιχείρησης όπου τα συμφέροντα διευθυντικών στελεχών και μετόχων συμπίπτουν.

13.5. Κίνητρα που δε στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης

Οι αποφάσεις των μάντζερ δεν έχουν πάντα ως στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Στην περίπτωση που υπάρχει διαχωρισμός ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και στη διοίκηση της επιχείρησης και οι αγορές κεφαλαίου δεν είναι τέλεια οργανωμένες, οι μάντζερ μπορεί να πάρουν αποφάσεις που εξυπηρετούν τις προσωπικές τους φιλοδοξίες και δεν είναι προς όφελος των μετόχων. Για παράδειγμα, οι μάντζερ μπορεί να έχουν ως προσωπικό στόχο να διοικούν μια επιχείρηση μεγαλύτερου μεγέθους ή να επιδιώκουν να αυξήσουν το βαθμό ασφάλειας της εργασίας τους. Στην περίπτωση αυτοί οι μάντζερ αποφασίζουν για Ε&Σ που θα ικανοποιήσουν τους δικούς τους στόχους, ακόμα και αν οι συγκεκριμένες πράξεις δεν οδηγούν σε μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Τα παραπάνω κίνητρα επηρεάζουν γενικά όλους τους τύπους συγχωνεύσεων. Κατά καιρούς έχει γίνει προσπάθεια να διαπιστωθεί ποια κίνητρα είναι πιο σημαντικά ανάλογα με τους διάφορους τύπους συγχωνεύσεων (οριζόντια, κάθετη, ασυσχέτιστη διαποίκιση). Στην περίπτωση των οριζόντιων συγχωνεύσεων κανένα κίνητρο δεν εμφανίζεται ως σημαντικό ή ασήμαντο. Δηλαδή, όλα τα κίνητρα συγχωνεύσεων ταυτόχρονα επηρεάζουν σε μέτριο βαθμό την απόφαση για συγχώνευση. Αντίθετα, στην περίπτωση των κάθετων συγχωνεύσεων μεγάλης σημασίας θεωρείται η εκμετάλλευση των οικονομιών φάσματος και εν γένει η εκμετάλλευση των προτερημάτων της επιχείρησης-στόχου (συμπληρωματικοί συντελεστές παραγωγής). Τέλος, στην περίπτωση της ασυσχέτιστης διαποίκισης (conglomerate merger) μεγάλης σημασίας θεωρούνται τα κίνητρα δυναμικής επέκτασης σε νέες αγορές, οι συνέργιες που δημιουργούνται σε θέματα ρευστότητας, τα φορολογικά κίνητρα, η αύξηση της δανειοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης και γενικότερα η βελτίωση της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης.

13.6. Εξαγορές με έκδοση νέων μετοχών ή με μετρητά

Το ερώτημα που τείνει να βασανίζει τις επιχειρήσεις είναι ο τρόπος (μετρητά ή έκδοση νέων μετοχών) που πρέπει να ακολουθείται στις κινήσεις εξαγορών. Παράλληλα, η επιλογή αυτή των εταιριών είναι καίριας σημασίας, καθώς διαδραματίζει έναν ειδικό ρόλο στο πως οι επενδυτές αξιολογούν τις επιλογές της κάθε διοίκησης, ενώ ασφαλώς καθώς δύναται να επηρεάσει την αξία μιας επιχείρησης (μέσω μεταβολών στα ίδια κεφάλαια, μέσω της έκδοσης νέων μετοχών ή μέσω των αποσβέσεων υπεραξίας), έχει σημαντικές επιπτώσεις και στους δείκτες αποτίμησης της νέας εταιρίας που προκύπτει από την αντίστοιχη επιχειρηματική σύμπραξη.

Οι ειδικοί αναλυτές στις εξαγορές υποστηρίζουν ότι οι διοικήσεις των εταιριών όταν προχωρούν σε μία επιχειρηματική σύμπραξη, βρίσκονται μπροστά σε ένα κρίσιμο δίλημμα ως προς το ποια λύση πρέπει να επιλέξουν προκειμένου τόσο η νέα εταιρία να ωφεληθεί όσο και να περάσουν το κατάλληλο μήνυμα στην επενδυτική κοινότητα για τις πραγματικές τους προθέσεις. Η πρώτη απόφαση για την επιχείρηση που εξαγοράζει είναι εάν πρέπει να χρηματοδοτήσει την κίνησή της με μετρητά ή με την έκδοση νέων μετοχών. Το δεύτερο βήμα, και εφόσον επιλεγεί η έκδοση νέων μετοχών, είναι η λήψη απόφασης μεταξύ της προσφοράς ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών ή της προσφοράς μιας σταθερής συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από ένα μεταβαλλόμενο (έως τη χρονική στιγμή της μεταβίβασης ή υλοποίησης της συμφωνίας) αριθμό μετοχών.

Η απόφαση της χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με μετρητά σημαίνει ουσιαστικά ότι η εταιρία που εξαγοράζει μία άλλη είναι εκείνη που όχι μόνο αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο αλλά κρατά για τον εαυτό της ολόκληρη την πιθανή μελλοντική απόδοση της εν λόγω επιχειρηματικής της κίνησης. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτό στέλνει ένα ηχηρό μήνυμα στις αγορές ότι πιστεύει πραγματικά στην εξαγορά της εν λόγω επιχείρησης αλλά, το κυριότερο, ότι πιστεύει και στην αξία της δικής της μετοχής, την οποία δεν επιθυμεί να ανταλλάξει. Όταν τα μετρητά που χρηματοδοτούν μία εξαγορά προέρχονται από τη λειτουργική κερδοφορία μιας επιχείρησης και τις ταμειακές της ροές και όχι από τα αντληθέντα κεφάλαια μιας αύξησης μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών τότε το μήνυμα που στέλνει στην αγορά είναι ακόμα πιο έντονο. Η τελευταία ενδεχομένως να αποτελεί μοναδική επιλογή μιας εταιρίας που εξαγοράζει, μόνο στις περιπτώσεις κατά τις οποίες το μέγεθος της εταιρίας «στόχου» είναι πολύ μεγάλο.

Αντίθετα, η απόφαση χρηματοδότησης μιας εξαγοράς με την έκδοση νέων μετοχών, σημαίνει ότι η εταιρία που εξαγοράζει, προσφέρεται στην ουσία να «μοιρασθεί» τη νέα επιχειρηματική οντότητα που θα προκύψει αμέσως μετά, με τους μετόχους της εξαγορασθείσας και προς απορρόφηση επιχείρησης, στους οποίους άλλωστε προσφέρει και μετοχές της. Αυτό το γεγονός, η επενδυτική κοινότητα το εκλαμβάνει συνήθως ως μία ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια τη μετοχή της.

Στην επιλογή της εξαγοράς μιας επιχείρησης μέσω της έκδοσης νέων μετοχών υπάρχουν συνήθως δύο ειδικές περιπτώσεις. Η πρώτη αφορά στην προσφορά ενός σταθερού συνολικού αριθμού μετοχών της εξαγοράζουσας εταιρίας προς τους μετόχους της εξαγορασθείσας. Η επιλογή αυτή όμως ουσιαστικά αποτελεί και πάλι ένδειξη μικρής πίστης της εξαγοράζουσας εταιρίας για την ίδια τη μετοχή της, διότι σημαίνει ότι οι μέτοχοι της εξαγορασθείσας αναλαμβάνουν τον κίνδυνο ότι η αξία της μετοχής της εξαγοράζουσας εταιρίας (την οποία θα λάβουν ως ανταλλαγή) δεν θα μειωθεί μέχρι τη χρονική στιγμή κατά την οποία θα λάβει χώρα η σχετική πράξη της εξαγοράς. Η δεύτερη περίπτωση αφορά στην προσφορά μιας σταθερής

συνολικής χρηματικής αξίας που αντιπροσωπεύεται από μεταβαλλόμενο αριθμό μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση, η εξαγοράζουσα εταιρία στέλνει ένα ισχυρό μήνυμα στην αγορά ότι πιστεύει στην ίδια τη μετοχή της, ανεξάρτητα εάν μειωθεί η αξία της έως τη χρονική στιγμή της ανταλλαγής και αναγκασθεί να πληρώσει το σταθερό αυτό τίμημα με περισσότερες σε αριθμό μετοχές της.

Από τα παραπάνω συμπεραίνουμε ότι η μέθοδος πληρωμής μιας εξαγοράς τείνει να έχει ιδιαίτερα σημαντικές επιπτώσεις στον τρόπο που αποτιμάται μία εταιρία αλλά και στα μηνύματα τα οποία λαμβάνουν οι επενδυτές σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, με αποτέλεσμα να απαιτείται μεγάλη προσοχή από τις διοικήσεις των εισηγμένων επιχειρήσεων ως προς το ποια οδός είναι εκάστοτε προτιμότερη και περισσότερο ωφέλιμη για την εν γένει εικόνα της.

13.7. Λόγοι αποτυχίας Ε&Σ

Οι βασικότεροι λόγοι, ίσως, για την αποτυχία των συγχωνεύσεων - εξαγορών είναι :

- **Οι αγοραστές έχουν πληρώσει περισσότερα από την αξία της επιχείρησης**
- **Μετά την εξαγορά - συγχώνευση δεν υπάρχει καλή διοίκηση - διαχείριση της επιχείρησης.**

Οι αιτίες που οδηγούν τους αγοραστές να πληρώσουν περισσότερο από το αντικειμενικά δίκαιη αξία της επιχείρησης είναι:

- **Υπεραισιόδοξη εκτίμηση της δυναμικής της αγοράς**

Τα βασικά σφάλματα είναι:

1. Η υπόθεση ότι η αγορά θα εξέλθει από την κρίση, λόγω του οικονομικού κύκλου (υπερεκτίμηση των προοπτικών της οικονομίας)
2. Η υπόθεση ότι η εξαγοραζόμενη επιχείρηση θα μπορέσει να ανταποκριθεί καλύτερα (υπερεκτίμηση της δυναμικής της επιχείρησης)
3. Η υπόθεση ότι οι μεγάλοι ρυθμοί ανάπτυξης θα συνεχισθούν στο διηνεκές (υπερεκτίμηση της δυναμικής του κλάδου).
4. Συνήθως μία εξαγορά συνοδεύεται από αλλαγές στην διοίκηση και τις λειτουργίες της ή από την επίτευξη νέων συνεργιών. Η αποτυχία αντίληψης της ανάγκης ενός ή και των δύο συνοδευτικών ενεργειών θα οδηγήσει αναγκαστικά σε υπερεκτίμηση της αξίας της επιχείρησης.

- **Υπερεκτίμηση των συνεπακόλουθων συνεργιών.**

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις που προκύπτουν από τις εξαγορές συγχωνεύσεις παρουσιάζουν προβλήματα συνεκτικότητας και μεγάλης διαφοροποίησης των λειτουργιών και δραστηριοτήτων. Η διαταραχή που προκαλείται από την έλλειψη συνοχής και από το γεγονός ότι η νέα επιχείρηση είναι ουσιαστικά το κέλυφος όπου «φιλοξενούνται» δύο ή περισσότερες δραστηριότητες. Η παραπάνω αιτία είναι η κύρια αιτία αποτυχίας των διαγωνίων εξαγορών - συγχωνεύσεων.

- **Παράβλεψη προβλημάτων**

1. Οι επιχειρήσεις δεν ανακοινώνουν τα προβλήματα τους. Οι αρχές εταιρικής διακυβέρνησης επιβάλλουν την διαφάνεια. Η αποδοχή και η υιοθέτησή τους είναι υποχρεωτική μόνο στις εισηγμένες και τις θυγατρικές τους, αλλά η αποτελεσματικότητα τους είναι αμφισβητήσιμη.
2. Η ανάγκη για ταχύτητα στην ολοκλήρωση της διαδικασίας επιβάλλει την παράλειψη μερικών ελέγχων.
3. Πολλές φορές υπάρχει έλλειψη εμπειρίας στην αναζήτηση προβλημάτων, είτε αυτά είναι χρηματοοικονομικά, είτε λειτουργικά, είτε διοικητικά, είτε νομικά.

- **Πλειοδοσία**

Κατά την διάρκεια της διαδικασίας διαπραγμάτευσης του τιμήματος της εξαγοράς - συγχώνευσης είναι πιθανό οι διαπραγματευτές να εμπλακούν σε ένα κύκλο αύξησης τιμήματος.

- **Έλλειψη ολοκλήρωσης μετά την εξαγορά – συγχώνευση**

Η νέα επιχείρηση πρέπει να λειτουργεί ομοιογενώς. Οι διαφορετικές επιχειρηματικές - επιχειρησιακές κουλτούρες θα πρέπει να ομογενοποιηθούν σε μία νέα που να μπορέσει να ανταποκριθεί στις νέες συνθήκες. Τα παραπάνω οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι εξαγορές και συγχωνεύσεις, ως διαδικασία και ως συναλλαγή θα πρέπει να τύχουν ιδιαίτερης προσοχής και μελέτης. Οι μελέτες αποτίμησης της αξίας μίας επιχείρησης λειτουργούν ως σημεία αναφοράς και μέτρα σύγκρισης για τα ενδιαφερόμενα μέρη.

13.8. Βήματα για μία επιτυχημένη εξαγορά – συγχώνευση

Πριν τη διαπραγμάτευση :

1. Διαγνωστική μελέτη της επιχείρησης (αγοραστής ή της επιχείρησης που έχει την

πρωτοβουλία) για την αναγνώριση των δυνατοτήτων και την ανάλυση της εφικτότητας (οικονομικής, λειτουργικής, οργανωτικής, νομικής, κ.α.) μίας τέτοιας ενέργειας

2. Αναγνώριση και εξέταση επιχειρήσεων που θα μπορούσαν να τύχουν της προσοχής του αγοραστή
3. Μελέτη των επιχειρήσεων που παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη πιθανότητα για επιτυχία της ενέργειας

Διαπραγμάτευση :

1. Επαφή και διαπραγμάτευση

Μετά την εξαγορά – συγχώνευση :

1. Προσδιορισμός του νέου επιχειρησιακού μοντέλου
2. Επίλυση των πιθανών διαφορών και συγκρούσεων
3. Αντίδραση στις εξωτερικές πιέσεις

Ο ρόλος της μελέτης αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης είναι κρίσιμος κατά τα πρώτα δύο στάδια. Η μελέτη αποτίμησης, εάν εκτελεστεί σωστά μπορεί να δώσει απαντήσεις σε πολλά ερωτήματα και να καλύψει ορισμένα κενά κατά την διαπραγματευτική διαδικασία. Επίσης, δίνει μία συστηματική και σχετικά αντικειμενική άποψη της επιχείρησης και της αξίας της με αποτέλεσμα να αποτελέσει την βάση διαπραγμάτευσης.

Πέρα από την επίτευξη της λειτουργικής, προϊόντικής, στρατηγικής συνέργειας μεταξύ των επιχειρήσεων μετά την εξαγορά θα πρέπει να μελετηθεί και η Χρηματοοικονομική συνέργεια. Επίσης, για να είναι επιτυχημένη μία εξαγορά ή συγχώνευση θα πρέπει οι εταιρίες να παρουσιάζουν χρηματοοικονομική συνάφεια έτσι ώστε η νέα επιχείρηση που θα προκύψει να έχει τα χρηματοοικονομικά μεγέθη που θα την κάνουν ισχυρότερη και ελκυστικότερη. Για τον υπολογισμό της συνάφειας των επιχειρήσεων και ιδιαίτερα της ελκυστικότητας της συναλλαγής της συγχώνευσης και εξαγοράς χρησιμοποιούνται σχετικά πολύπλοκοι αριθμοδείκτες και μεθοδολογίες.

13.9. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα Ε&Σ

Η δημιουργία ισχυρών επιχειρηματικών ομίλων που θα μπορέσουν να επιτύχουν οικονομίες κλίμακας και φάσματος είναι το λογικό αποτέλεσμα της πρόκλησης. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις είναι το μέσο για την επιτυχία του ανωτέρου σκοπού και επιπρόσθετα στοχεύουν

στη διατήρηση ή και στην αύξηση του μεριδίου στην εγχώρια και στη διεθνή αγορά, Όμως, το φαινόμενο αυτό δεν οφείλεται μόνο στη νομισματική ολοκλήρωση. Προϋπήρχε αυτής και αναπτύσσεται ραγδαία και εκτός της ζώνης του ευρώ όπως στις ΗΠΑ, στον Καναδά, στην Ασία, και στην υπόλοιπη Ευρώπη. Τα πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τις εξαγορές και τις συγχωνεύσεις μπορούν να συνοψιστούν στα εξής :

A) Μεγιστοποίηση της απόδοσης των μετόχων (shareholder value), Οι Ε&Σ προσδίδουν μια δυναμική στο νέο όμιλο που αποκτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών και εξασφαλίζει την άνοδο της τιμής της μετοχής του. Αυτή είναι ακόμα μεγαλύτερη αν ακολουθήσει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προσδοκίες αυτές δρουν βραχυπρόθεσμα, Σταθερή και μακροπρόθεσμη άνοδο της μετοχής θα παρατηρηθεί αν ο όμιλος διευρύνει τα κέρδη του στα επόμενα χρόνια.

B) Αντιμετώπιση του οξυμένου ανταγωνισμού με την προϋπόθεση ότι ο όμιλος θα προσφέρει νέα και διαφοροποιημένα προϊόντα υψηλής ποιότητας και σε ελκυστικές τιμές, δηλαδή με μικρότερη προμήθεια και χαμηλότερα επιτόκια. Αυτά προϋποθέτουν τη μείωση του κόστους λειτουργίας και ιδιαίτερα των δαπανών μισθοδοσίας του προσωπικού.

Γ) Εξοικονόμηση κόστους που μπορεί να ανέλθει σε 15% και σε μερικές περιπτώσεις που οι αγορές στις οποίες δραστηριοποιούνται οι συγχωνευόμενες επιχειρήσεις είναι παρεμφερείς μέχρι και 25%,

Δ) Απόκτηση ολιγοπωλιακής δύναμης που αυξάνει τα κέρδη των επιχειρήσεων.

Ε) Η ανάγκη δημιουργίας επιχειρήσεων μεγάλου μεγέθους μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων επιβάλλεται και από την τεχνολογική πρόοδο, η οποία αυξάνει τις οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή και διάθεση των προϊόντων και υπηρεσιών. Η εισαγωγή νέας τεχνολογίας είναι στις περισσότερες περιπτώσεις δαπανηρή και συμφέρουσα μόνο σε μεγάλους ομίλους.

Στη διεθνή βιβλιογραφία συναντάμε και παράθεση μειονεκτημάτων των εξαγορών και των συγχωνεύσεων. Επιγραμματικά τα κυριότερα από αυτά είναι τα ακόλουθα:

A) Εάν η εγχώρια αγορά είναι απόλυτα ολοκληρωμένη και ανταγωνιστική, τότε υπάρχουν μικρά περιθώρια για απόκτηση μεγαλύτερου μεριδίου στην αγορά και υπό την προϋπόθεση προσφοράς διαφοροποιημένων προϊόντων υψηλής ποιότητας και τεχνολογίας

B) Οι περικοπές κόστους που επιτυγχάνονται με τις οικονομίες κλίμακας και φάσματος και τις συνέργιες (synergies) είναι εφάπαξ περικοπές

Γ) Το διοικητικό και το διαχειριστικό κόστος που συνεπτάγονται οι συγχωνεύσεις είναι υψηλό. Θα μπορούσε, όμως, να υποστηριχθεί ότι πρόκειται για εφάπαξ δαπάνη που συμψηφίζεται με τις περικοπές κόστους λόγω συνεργιών.

Δ) Προκύπτουν μεγάλες δυσκολίες προσαρμογής, όπως είναι η ενοποίηση της διαφορετικής φιλοσοφίας δράσης των επιχειρήσεων, των διαφορετικών μισθολογίων, επιδομάτων και παροχών και του διαφορετικού τρόπου υπηρεσιακής ανέλιξης

Ε) Το κοινωνικό κόστος είναι υψηλό αφού στο 80% των Ε&Σ υπήρξε μείωση της απασχόλησης που πραγματοποιήθηκε και με απολύσεις προσωπικού.

Πάντως το κύμα των εξαγορών και των συγχωνεύσεων αναμένεται να συνεχισθεί και τα επόμενα χρόνια. Μερικοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι η τάση βαίνει μειούμενη και δεν θα διατηρηθεί το σημερινό ύψος.

13.10. Ανακεφαλαίωση

Οι ανακατατάξεις που προκάλεσε η παγκοσμιοποίηση των αγορών, παράλληλα με την αναγκαιότητα για γοργή προσαρμογή των επιχειρήσεων στις νέες οξυύτατες συνθήκες ανταγωνισμού που προϋποθέτουν διευρυμένα εταιρικά σχήματα, οδήγησαν σε διαδοχικές επιχειρηματικές συμπράξεις, τόσο μέσα στις ίδιες χώρες όσο και μεταξύ διαφορετικών χωρών ή διαφορετικών ηπείρων. Οι Ε&Σ αποτελούν την πιο συνηθισμένη μορφή επιχειρηματικών συμπράξεων.

Το φαινόμενο αυτό, που χρονολογείται εδώ και έναν αιώνα παρουσίασε πέντε περιόδους έξαρσης. Οι συγχωνεύσεις που βρήκαν πρόσφορο έδαφος αρχικά στις ΗΠΑ, δεν άργησαν να πάρουν τις αναμενόμενες διαστάσεις και στις ευρωπαϊκές χώρες.

Ένας από τους βασικότερους λόγους Ε&Σ είναι η επέκταση των επιχειρήσεων. Υπάρχουν δύο τρόποι με τους οποίους μπορεί να επεκταθεί η επιχείρηση. Ο ένας είναι η εσωτερική ανάπτυξη, που πρόκειται για μια μακροχρόνια και σε αρκετές περιπτώσεις αναποτελεσματική μέθοδος επέκτασης των επιχειρήσεων, ειδικά για αυτές που δεν διαθέτουν μακροχρόνια ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Ο άλλος είναι μέσω των Ε&Σ, όπου η εταιρία μπορεί να επεκταθεί γρήγορα και να αποκτήσει τους πόρους αυτούς που είναι απαραίτητοι για την εκπλήρωση των ανταγωνιστικών της στόχων. Με τον τρόπο αυτό ανάπτυξης επιτυγχάνονται συνέργιες. Στην περίπτωση των Ε&Σ ισχύει το παράδοξο ότι από τον συνδυασμό των δύο επιχειρήσεων προκύπτει μια καινούρια, η αξία της οποίας είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα της αξίας των δύο επιμέρους επιχειρήσεων, αν αυτές δεν συνενώνονταν: Αξία (A+B) > Αξία (A) + Αξία (B). Οι συνέργιες προκύπτουν από τη μείωση του κόστους και την αύξηση των εσόδων.

Κρίσιμο θέμα στην περίπτωση εξαγοράς είναι αν αυτή θα πραγματοποιηθεί με καταβολή μετρητών ή με την έκδοση νέων μετοχών. Η επιλογή του τρόπου εξαγοράς επιδρά στην αποτίμηση των επιχειρήσεων αλλά και στη δημιουργία θετικού ή αρνητικού κλίματος από την επενδυτική κοινότητα.

Με την πρώτη κατηγορία μεθόδων μελετώνται χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων και ενεργητικού, πριν και μετά τη συγχώνευση και συγκρίνονται με τους αντίστοιχους δείκτες επιχειρήσεων που δεν έχουν λάβει μέρος σε συγχώνευση για να διαπιστωθεί αν η επιχειρηματική σύμπραξη βελτίωσε την απόδοση των εμπλεκόμενων εταιριών. Η συγχώνευση θεωρείται ότι βελτίωσε την απόδοση της επιχείρησης αν οι μεταβολές στους χρηματοοικονομικούς δείκτες είναι μεγαλύτερες σε σχέση με αυτές των επιχειρήσεων που δεν έλαβαν μέρος σε Ε&Σ. Οι εμπειρικές μελέτες διαπιστώνουν ανεκμετάλλετες οικονομίες κλίμακας τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρώπη.

Βιβλιογραφία

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)

ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)

GAUGHAN A. PATRICK : “MERGERS, ACQUISITIONS AND CORPORATE RESTRUCTURINGS”, WILEY (FOURTH EDITION, 2007)

www.naftemporiki.gr

<http://tovima.dolnet.gr>

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 14 : ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

14.1. Συμπεράσματα

Η ανάλυση των μεθόδων αποτίμησης που προηγήθηκε μας οδηγεί στην εξαγωγή ορισμένων χρήσιμων συμπερασμάτων, που αποτελούν και τον κυριότερο λόγο για τον οποίο εκπονήθηκε η παρούσα ερευνητική εργασία και, παράλληλα, μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν εργαλείο από τα στελέχη, προκειμένου να καταλήξουν σε μια επωφελή για την επιχείρησή τους συναλλαγή, δηλαδή σε μια συμφέρουσα συγχώνευση ή εξαγορά.

Το πρώτο βασικό συμπέρασμα αφορά τη χρήση και εφαρμογή των μεθόδων αυτών όχι μόνο στις μεγάλες επιχειρήσεις, ή τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο, αλλά επίσης και στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Οι επιχειρήσεις αυτές, τουλάχιστον σύμφωνα με τα ελληνικά δεδομένα, αποτελούν το μεγαλύτερο ποσοστό του συνόλου των επιχειρήσεων καθώς επίσης και τη ραχοκοκκαλιά της επιχειρηματικής δραστηριότητας στην Ελλάδα. Ο λόγος είναι ότι ορισμένες από τις μεθόδους αυτές παρουσιάζουν ευκολία στη χρήση τους, καθώς επίσης και μικρές απαιτήσεις σε οικονομικά και μη, δεδομένα, που χρησιμοποιούνται στην εφαρμογή τους και που μπορούν να αντληθούν από αυτού του είδους τις επιχειρήσεις, παρόλο που αυτές δεν προσφέρουν αναλυτική πληροφόρηση.

Το δεύτερο βασικό συμπέρασμα που εξήχθη από την παρούσα μελέτη είναι ότι οι δύο πιο αξιόπιστες μέθοδοι αποτίμησης είναι η μέθοδος προξόφλησης των ταμιακών ροών και η μέθοδος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας. Οι συγκεκριμένες μέθοδοι είναι πιο δύσκολες και απαιτητικές στην εφαρμογή τους, λόγω του πλήθους των στοιχείων που χρησιμοποιούν, αλλά αυτό ακριβώς είναι και το βασικότερο πλεονέκτημα τους έναντι των υπολοίπων, αφού προσφέρουν μεγάλο πληροφοριακό περιεχόμενο και ακριβείς μετρήσεις στην αποτίμηση των επιχειρήσεων. Ειδικά για τη μέθοδο της προστιθέμενης οικονομικής αξίας, η αποτίμηση των στοιχείων μιας επιχείρησης μπορεί να αφορά τόσο το σύνολο των οικονομικών στοιχείων της, όσο και κάθε τμήμα ή λειτουργία αυτής ξεχωριστά, τα οποία αθροιζόμενα καταλήγουν στη συνολική αξία της, αυξάνοντας έτσι την ωφέλεια που εκλαμβάνουν τα στελέχη από τη χρήση της μεθόδου αυτής. Επίσης, αναφορικά με τη μέθοδο της προξόφλησης των ταμιακών ροών, το σημαντικότερο πλεονέκτημά της είναι ότι η ανάλυση των ταμιακών ροών εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί άμεσα τις απαιτήσεις της, αλλά και το γεγονός ότι μπορούν να αποτελέσουν ένα συγκριτικό εργαλείο μεταξύ επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν διαφορετικές λογιστικές πρακτικές.

Τέλος, πρέπει να αναφέρουμε ότι οι κυριότεροι τρόποι, μέσω των οποίων δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις καταλήγουν σε κάποιου είδους συμφωνία, η οποία έχει ως σκοπό τη δημιουργία ενός μεγαλύτερου και ισχυρότερου οργανισμού, είναι οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές. Απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να καταλήξουμε σε μια τέτοιου είδους συναλλαγή, που θα είναι επικερδής για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη, είναι η ακριβής γνώση της αξίας της κάθε επιχείρησης, που επιτυγχάνεται μέσα από την ορθή εφαρμογή των μεθόδων που προαναφέραμε.

14.2 Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Ολοκληρώνοντας την παρούσα εργασία, θεωρούμε σκόπιμο να αναφερθούμε σε ορισμένες προτάσεις για φοιτητές ή ερευνητές, που επιθυμούν να ασχοληθούν μελλοντικά με το σύγχρονο και ενδιαφέρον θέμα των μεθοδολογιών αποτίμησης, καθώς και των συγχωνεύσεων και εξαγορών.

Αρχικά, μία ενδιαφέρουσα πρόταση θα μπορούσε να είναι η εφαρμογή όλων των μεθόδων που αναλύθηκαν στην παρούσα εργασία σε μία συγκεκριμένη επιχείρηση. Ένα σημείο, το οποίο χρήζει μελέτης είναι η διαφοροποίηση των αποτελεσμάτων μεταξύ των μεθόδων αυτών, καθώς και η σύγκρισή τους. Απώτερος σκοπός είναι η επιλογή εκείνης, που θα αντικατοπτρίζει καλύτερα την πραγματική εικόνα της επιχείρησης. Θα πρέπει να τονιστεί, ότι τα συμπεράσματα μπορεί να είναι διαφορετικά, αν οι επιχειρήσεις που αποτιμώνται ανήκουν σε διαφορετικό κλάδο.

Μια άλλη ενδιαφέρουσα πρόταση είναι η εφαρμογή μιας συγκεκριμένης μεθόδου σε επιχειρήσεις διαφορετικών κλάδων. Έτσι, θα μπορούσαμε να συγκρίνουμε την αξιοπιστία και την καταλληλότητα της συγκεκριμένης μεθόδου στους διαφορετικούς αυτούς κλάδους, γεγονός που θα μας οδηγήσει σε ενδιαφέροντα συμπεράσματα.

Τέλος, θα μπορούσε να γίνει η εφαρμογή, όσων από τις προαναφερθείσες μεθόδους κρίνονται κατάλληλες, αποκλειστικά στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Με αυτόν τον τρόπο, θα μπορούσε να εξακριβωθεί αν είναι εφικτή η αποτίμησή τους και αν τα αποτελέσματα είναι αξιόπιστα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

1. ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ Γ. ΘΕΜΙΣΤΟΚΛΗΣ : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων – Θεωρία, Μεθοδολογία, Πρακτική», Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. (2005)
2. ΣΑΚΕΛΛΗΣ Ι. ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ : «Συγχωνεύσεις – Διασπάσεις – Εξαγορές – Μετατροπές Εταιριών και Εκτίμηση Αξίας Επιχειρήσεως», ΒΡΥΚΟΥΣ (2001)
3. ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», INTERBOOKS (2002)
4. ΑΡΤΙΚΗΣ Π. ΓΕΩΡΓΙΟΣ : «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», INTERBOOKS (2002)
5. ΔΡ. ΝΙΚΟΛΑΟΣ Γ. ΠΡΩΤΟΨΑΛΤΗΣ : «Καταστάσεις Ταμιακών Ροών», Εκδόσεις Σταμούλης, (1999)
6. ΣΦΑΡΝΑΣ Α. : «Αποτίμηση Επιχειρήσεων», Εκδόσεις ΓΑΛΙΛΑΙΟΣ
7. ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ Ι. : «ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ», Εκδόσεις Σταμούλης, 1997

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ

1. KOLLER TIM, GOEDHART MARC, WESSELS DAVID : “Measuring and Managing the Value of Companies”, MCKINSEY & COMPANY (Fourth Edition, 2005)
2. YOUNG S. DAVID, O'BRYNE F. STEPHEN : “EVA and VALUE-BASED MANAGEMENT”, McGraw-Hill (2001)
3. GAUGHAN A. PATRICK : “MERGERS, ACQUISITIONS AND CORPORATE RESTRUCTURINGS”, WILEY (FOURTH EDITION, 2007)

4. BREALY / MYERS / MARCUS : “FUNDAMENTALS OF CORPORATE FINANCE”, McGRAW-HILL (Fifth Edition, 2007)
5. GARRISON / NOREEN / BREWER : “MANAGERIAL ACCOUNTING”, McGRAW-HILL (Eleventh Edition, 2006)
6. BACIDORE, J.M., J.A. BOQUIST, T.T. MILBOURN, A.V. THAKOR : “THE SEARCH FOR THE BEST FINANCIAL PERFORMANCE MEASURE”, Financial Analysts Journal, June 1997

ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΠΗΓΕΣ

www.naftemporiki.gr

<http://tovima.dolnet.gr>

www.emeraldinsight.com

www.investopedia.com

www.jstor.com