



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

Διπλωματική Εργασία

**ΕΚΤΑΣΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΗΝ  
ΕΛΛΑΔΑ – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Αναστασία Λ. Λιόση

Πειραιάς, 2011



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

---

**ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ**

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων : MBA» με τίτλο: **ΕΚΤΑΣΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ** έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακής Φοιτήτριας.....

Όνοματεπώνυμο...ΑΝΑΣΤΑΣΙΑ ΛΙΟΣΗ

Ημερομηνία.....5...Δεκεμβρίου 2011

Αφιερώνεται στους αγαπημένους μου γονείς

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΡΑΙΑ

## *Ευχαριστίες*

*Θέλω να ευχαριστήσω τα μέλη της τριμελούς επιτροπής, Καθηγητή κ. Ιωάννη Θανόπουλο, και τον Επίκουρο Καθηγητή κ. Ιωάννη Σώρρο για την καθοδήγησή τους και να εκφράσω την ευγνωμοσύνη μου στους 46 Οικονομικούς Διευθυντές που συμμετείχαν στην έρευνά μου.*

*Νιώθω όμως, την ηθική υποχρέωση να ευχαριστήσω ξεχωριστά την αδελφή μου Ιωάννα Λιόση, Επικοινωνιολόγο και κάτοχο ΜΒΑ καθώς και τον Επιβλέποντα Καθηγητή μου κ. Γιώργο Αρτίκη για την υπομονή τους και την υποστήριξη που μου προσέφεραν κατά τη διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου.*

ΕΚΤΑΣΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ – ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Αναστασία Λ. Λιόση

*Σημαντικοί όροι:* Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Κεφαλαιακή Διάρθρωση, Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων, Εμπειρική Έρευνα, Σύντελεστές Προεξόφλησης, Μόχλευση

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Μέσω της ηλεκτρονικής αποστολής ερωτηματολογίων στους Οικονομικούς Διευθυντές των 268 εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών ερευνήσαμε σε ποιο βαθμό εφαρμόζονται οι βασικές αρχές της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Η έρευνά μας εξετάζει τις παραμέτρους που λαμβάνουν υπόψη τους οι Οικονομικοί Διευθυντές όταν σχεδιάζουν την ανάληψη ενός επενδυτικού σχεδίου ή μίας εξαγοράς, τις μεθόδους υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου, την κεφαλαιακή διάρθρωση και την πολιτική χρηματοδοτήσεων. Η έρευνά μας ακολούθησε το μοντέλο της αντίστοιχης έρευνας της Σχολής Διοίκησης Επιχειρήσεων Fuqua, του Πανεπιστημίου Duke και συμμετείχε το 17,16% των εισηγμένων εταιρειών. Διαπιστώσαμε ότι το 30,43% των συμμετεχόντων δεν υπολογίζει το κόστος ιδίων κεφαλαίων, εντούτοις το 25,00% υπολογίζει το κόστος ιδίων κεφαλαίων με το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων λαμβάνοντας υπόψη και άλλους παράγοντες κινδύνου πέρα από το συντελεστή beta, το 50,00% επιλέγει τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης όταν εξετάζει ένα επενδυτικό σχέδιο, το 34,78% θεωρεί ότι το κόστος έκδοσης δανείων είναι ένας εξαιρετικά σημαντικός παράγοντας όταν εξετάζουν το ύψος των ξένων κεφαλαίων που θα αναλάβει η επιχείρησή τους και το 69,57% δεν έχει εξετάσει την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Τέλος το 43,48% των συμμετεχόντων είναι Οικονομικοί Διευθυντές λιγότερο από 4 χρόνια, και το 86,96% των εταιρειών δεν επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων ως μέρος της πολιτικής κινήτρων. Είναι σημαντικό ότι το 69,57% των εταιρειών που συμμετείχαν έχει εξαγωγικό προσανατολισμό και μάλιστα στο 22,58% αυτών των εταιρειών οι εξαγωγές υπερβαίνουν το 50,00% ως μέρος των εσόδων πωλήσεων.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Κατάσταση Πινάκων	Σελ. i
Κατάσταση Διαγραμμάτων	Σελ. ii
Πρόλογος	Σελ. 1
Εισαγωγή	Σελ. 2
Ερευνητικό Πρόβλημα	Σελ. 3
Αναγκαιότητα Διερεύνησης	Σελ. 4
Σκοπός και Στόχοι Έρευνας	Σελ. 4
Συνεισφορά Έρευνας	Σελ. 5
Περιορισμοί Έρευνας	Σελ. 6
Δομή	Σελ. 7
Πρώτο Κεφάλαιο: Βιβλιογραφική Ανασκόπηση	Σελ. 8
1.Χρηματοοικονομική Διοίκηση	Σελ. 8
1.1Βασικοί Ορισμοί- Υποδείγματα	Σελ.11
Δεύτερο Κεφάλαιο: Αποτελέσματα Έρευνας	Σελ.42
2.1 Γενικές Παρατηρήσεις	Σελ.42
2.2 Μεθοδολογία	Σελ.43
2.3 Προφίλ Επιχειρήσεων	Σελ.45
2.4 Αποφάσεις Επενδύσεων	Σελ.59
2.5 Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Σελ.62
2.6 Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων	Σελ.64
2.7 Προβλήματα	Σελ.70
Τρίτο Κεφάλαιο: Σύγκριση	Σελ.73
3.1 Γενικές Παρατηρήσεις	Σελ.73
3.2 Προφίλ Επιχειρήσεων	Σελ.74
3.3 Αποφάσεις Επενδύσεων και Χρηματοδοτήσεων	Σελ.75
Τέταρτο Κεφάλαιο: Περαιτέρω Έρευνα	Σελ.82
4.1 Γενικές Παρατηρήσεις	Σελ.82
4.2 Πρόσθετες Ιδέες	Σελ.82
4.3 Αξιολόγηση ευρημάτων έρευνας- Συμπεράσματα	Σελ.83
Αντί Επιλόγου	Σελ.84
Αγγλική Βιβλιογραφία	Σελ.85
Ελληνική Βιβλιογραφία	Σελ.89

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΠΙΝΑΚΩΝ

Πίνακας 1:	Συσχέτιση των βασικών χαρακτηριστικών των 46 εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας	Σελ. 58
Πίνακας 2	Επεξήγηση Κλαδικής Ανάλυσης	Σελ. 60
Πίνακας 3:	Αποφάσεις Επενδύσεων (α)	Σελ. 61
Πίνακας 4	Αποφάσεις Επενδύσεων (β)	Σελ. 62
Πίνακας 5:	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Σελ. 62

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

Διάγραμμα 1:	Γραμμή Αξιογράφων	Σελ.25
Διάγραμμα 2:	Κίνδυνος	Σελ.27
Διάγραμμα 3:	Αποδόσεις και Ρευστότητα	Σελ.32
Διάγραμμα 4:	Έσοδα Πωλήσεων	Σελ.45
Διάγραμμα 5:	Εξαγωγικός Προσανατολισμός	Σελ.46
Διάγραμμα 6:	Εξαγωγές ως % των Εσόδων Πωλήσεων	Σελ.46
Διάγραμμα 7:	Ζητήσαμε από τους 46 Οικονομικούς Διευθυντές να δηλώσουν τον κλάδο που ανήκει η επιχείρησή τους	Σελ.47
Διάγραμμα 8:	Ποσοστό των εταιρειών που είχαν P/E 0	Σελ.47
Διάγραμμα 9:	Αριθμοδείκτης Τιμή Προς Κέρδη	Σελ.48
Διάγραμμα 10:	Αριθμοδείκτης Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια προς Σύνολο Ενεργητικού (α)	Σελ.48
Διάγραμμα 11:	Αριθμοδείκτης Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια προς Σύνολο Ενεργητικού (β)	Σελ.49
Διάγραμμα 12:	Πιστοληπτική Διαβάθμιση (α)	Σελ.50
Διάγραμμα 13:	Πιστοληπτική Διαβάθμιση (β)	Σελ.50
Διάγραμμα 14:	Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης	Σελ.51
Διάγραμμα 15:	Προϋπηρεσία	Σελ.52
Διάγραμμα 16:	Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων	Σελ.52
Διάγραμμα 17:	Πολιτική Κινήτρων (α)	Σελ.53
Διάγραμμα 18:	Πολιτική Κινήτρων (β)	Σελ.54
Διάγραμμα 19:	Έκδοση νέων κοινών μετοχών	Σελ.54
Διάγραμμα 20:	Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	Σελ.55
Διάγραμμα 21:	Έκδοση ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού	Σελ.55
Διάγραμμα 22:	Διανομή Μερισμάτων το 2010	Σελ.56
Διάγραμμα 23:	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Σελ.56
Διάγραμμα 24:	Αποφάσεις Επενδύσεων	Σελ.57
Διάγραμμα 25:	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων	Σελ.62
Διάγραμμα 26:	Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων (β)	Σελ.62
Διάγραμμα 27:	Παράγοντες Κινδύνου	Σελ.64
Διάγραμμα 28:	Έκδοση Ομολογιακού Δανείου σε χώρες του εξωτερικού	Σελ.65
Διάγραμμα 29:	Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων	Σελ.65
Διάγραμμα 30:	Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων	Σελ.66
Διάγραμμα 31:	Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	Σελ.66
Διάγραμμα 32:	Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου	Σελ.66
Διάγραμμα 33:	Έκδοση νέων κοινών μετοχών	Σελ.66
Διάγραμμα 34:	Έκδοση νέων κοινών μετοχών	Σελ.66
Διάγραμμα 35:	Πολιτική χρηματοδότησης	Σελ.66



## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η παρούσα διπλωματική εργασία εντάσσεται στο πλαίσιο των ακαδημαϊκών υποχρεώσεων του Μεταπτυχιακού Προγράμματος στη Διοίκηση Επιχειρήσεων.

Σκοπός της έρευνας είναι η ανάλυση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων αναφορικά με την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων και καθορισμού της διάρθρωσης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τον Ιούνιο 2010 αποστείλαμε 267 ερωτηματολόγια στους Οικονομικούς Διευθυντές των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών. Το ερωτηματολόγιο μας βασίστηκε στην ειδική έρευνα του Financial Executives Institute (FEI) & Duke The Fuqua School of Business που είχε πραγματοποιηθεί τον Φεβρουάριο του 1999 όπου 4.400 εταιρείες, εισηγμένες και μη, μέλη του FEI έλαβαν το ερωτηματολόγιο των J.Graham και C. Harvey.

Η έρευνά μας ήταν επίπονη και μακροχρόνια και η συλλογή των ερωτηματολογίων ολοκληρώθηκε τον Ιούνιο 2011 προκειμένου να αυξηθεί ο αριθμός των συμμετεχόντων. Η επεξεργασία των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων ξεκίνησε τον Αύγουστο 2011 και η συγγραφή της παρούσας εργασίας ολοκληρώθηκε τον Δεκέμβριο του 2011.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Αυτή η εργασία παρουσιάζει μία ιδιαιτερότητα: διερευνά τις ειδικές πτυχές της χρηματοοικονομικής διοίκησης όπως αυτή εφαρμόζεται από τους Οικονομικούς Διευθυντές των εισηγμένων, στο Χρηματιστήριο Αθηνών, εταιρειών κατά τη διάρκεια της χειρότερης οικονομικής κρίσης που βιώνει η Ελλάδα.

Στην εισαγωγή μας θα απαντήσουμε στα ακόλουθα ερωτήματα:

- Ποιο είναι το συγκεκριμένο πρόβλημα που θέλουμε να διερευνήσουμε;
- Ποιος είναι ο λόγος που επιλέξαμε αυτό το συγκεκριμένο πρόβλημα;
- Ποιος είναι ο σκοπός και οι στόχοι της έρευνάς μας;
- Ποια είναι η συνεισφορά της προσπάθειάς μας;
- Ποιοι είναι οι περιορισμοί της έρευνάς μας;
- Ποια είναι η δομή της διπλωματικής μας;

## ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΠΡΟΒΛΗΜΑ

Η επιστημονική κοινότητα έχει διερευνήσει το χώρο των επιχειρήσεων άπειρες φορές και όμως, κατά τη γνώμη μας οι αποφάσεις στρατηγικού σχεδιασμού παραμένουν στο σύνολό τους άγνωστες.

Στην αρχή του εαρινού εξαμήνου 2010, στα μαθήματα της Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής Κατεύθυνσης του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων αναλύαμε τις αποφάσεις επενδύσεων και τα ειδικά θέματα κοστολόγησης. Τότε συνειδητοποιήσαμε ότι αρκετές επιχειρήσεις ενδέχεται να επιλέγουν να μην εφαρμόζουν τις βασικές αρχές κοστολόγησης και χρηματοοικονομικής.

Εκείνη την περίοδο είχαμε αποφασίσει να ερευνήσουμε κατά πόσο τα στελέχη των επιχειρήσεων εφαρμόζουν τις βασικές αρχές της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης.

Μελετώντας τη βιβλιογραφία καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι ήταν σημαντική η εμπειρική έρευνα των John R. Graham, Campbell R. Harvey<sup>1</sup>, 1999, που διεξάχθηκε από τη Σχολή Διοίκησης Επιχειρήσεων Fuqua του Πανεπιστημίου Duke σε συνεργασία με το Ινστιτούτο FEI<sup>2</sup>.

---

\* Η βιβλιογραφία της εισαγωγής ενσωματώνεται στην βιβλιογραφία του πρώτου κεφαλαίου.

<sup>1</sup> Graham, J.R., Harvey C.R., 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp.187-243.

<sup>2</sup> FEI: Financial Executives Institute.

## **ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗΣ**

Κρίνουμε πως είναι αναγκαίο να διερευνήσουμε τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των στελεχών του επιχειρηματικού κόσμου για δύο λόγους.

Πρώτον οι επιχειρήσεις όπως έχουμε ήδη αναφέρει προσελκύουν το ενδιαφέρον της επιστημονικής κοινότητας, και κάθε πληροφορία αναφορικά με τον τρόπο διοίκησής τους που συλλέγουμε είναι ανεκτίμητη. Δεύτερον μέσω της έρευνάς μας θα διαπιστώσουμε σε ποιο βαθμό υστερεί το περιεχόμενο των σπουδών μας.

## **ΣΚΟΠΟΣ ΚΑΙ ΣΤΟΧΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ**

Σκοπός της έρευνας είναι η ανάλυση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων αναφορικά με την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων και καθορισμού της διάρθρωσης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Οι κύριοι στόχοι της έρευνάς μας είναι να διερευνήσουμε ποιες τεχνικές επιλέγουν οι Οικονομικοί Διευθυντές όταν εξετάζουν ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά, ποιους συντελεστές προεξόφλησης προσαρμόζουν, αν υπολογίζουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ποιους παράγοντες κινδύνου εξετάζουν, ποιες παραμέτρους εκτιμούν όταν επιλέγουν μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

## ΣΥΝΕΙΣΦΟΡΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Οι Graham και Harvey είχαν ως βασική επιδίωξη να δημιουργήσουν μία βάση δεδομένων ανάλογη με την διάσημη έρευνα του John Lintner<sup>3</sup>, 1956, που εξετάζει σε βάθος την μερισματική πολιτική 28 εταιρειών από ένα δείγμα 600 εισηγμένων εταιρειών. Την ίδια χρονική περίοδο με την έρευνα των Graham και Harvey στην Ελλάδα οι Αγοραστός, Λαζαρίδης και Λυρούδη<sup>4</sup> εξέτασαν τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και μετά το 2001 συνέχισαν οι Λαζαρίδης και Λυρούδη<sup>5</sup> και το 2004 ο Λαζαρίδης<sup>6</sup> ασχολήθηκε με τις επιχειρήσεις στην Κύπρο.

Οι Graham και Harvey έλαβαν 392 ερωτηματολόγια συμπληρωμένα από Οικονομικούς Διευθυντές εισηγμένων και μη εταιρειών και δημιούργησαν μία βάση δεδομένων που ενημερώνουν μέχρι σήμερα.

Η συνεισφορά μας είναι ότι εν μέσω κρίσης έχουμε στη διάθεσή μας 46 ερωτηματολόγια συμπληρωμένα από τους Οικονομικούς Διευθυντές των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών που μας επιτρέπουν να αναλύσουμε τη διαδικασία λήψης αποφάσεων αναφορικά με την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων και καθορισμού της διάρθρωσης κεφαλαίων.

Λαμβάνοντας απαντήσεις σε 133 ερωτήσεις έχουμε δημιουργήσει μία βάση δεδομένων αναφορικά με ποιες τεχνικές επιλέγουν οι Οικονομικοί Διευθυντές όταν εξετάζουν ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά, ποιους συντελεστές προεξόφλησης προσαρμόζουν, αν υπολογίζουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων, ποιους παράγοντες κινδύνου εξετάζουν, ποιες παραμέτρους εκτιμούν όταν επιλέγουν μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

<sup>3</sup> Lintner John, 1956, Distribution of Incomes of Corporations Among Dividends, Retained Earnings, and Taxes, The American Economic Review, Vol.46, No. 2, pp.97-113.

<sup>4</sup> Lazaridis J. Lyroudi K, Agorastos K., 1999, Capital Budgeting and Leasing Decision – Making of Hellenic Companies, εργασία που παρουσιάστηκε στην 6<sup>η</sup> ετήσια συνάντηση της Multinational Finance Society, στο Τορόντο, του Καναδά, 7-10 Ιουλίου 1999.

<sup>5</sup> Lazaridis J., Lyroudi K., 2001, Investment Policies of the Businesses in Cyprus, εργασία που παρουσιάστηκε στην 1<sup>η</sup> Ετήσια Συνάντηση της HFAA, στην Χίο, 16-17 Σεπτεμβρίου 2001.

<sup>6</sup> Lazaridis J, 2004, Capital Budgeting Practices: A survey in the firms in Cyprus, Journal of Small Business Management, Vol. 42, No.4, pp. 427-433.

## ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ ΕΡΕΥΝΑΣ

Η έρευνά μας εντάσσεται στο πλαίσιο των ακαδημαϊκών υποχρεώσεων του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς οπότε υπήρχαν βασικοί χρονικοί περιορισμοί.

Αντιλαμβανόμενοι ότι ήταν εξαιρετικά φιλόδοξοι οι αρχικοί μας στόχοι, όταν επιθυμία μας ήταν να διερευνήσουμε τον επιχειρηματικό κόσμο αποφασίσαμε να περιορίσουμε σημαντικά την έρευνά μας και να επικεντρωθούμε σε δύο βασικούς άξονες.

Πρώτον να εξασφαλίσουμε την άδεια των Graham και Harvey για να χρησιμοποιήσουμε το ερωτηματολόγιο τους και δεύτερον να εξετάσουμε μόνο τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες.

Η διάρκειά της έρευνας ήταν όντως μακροχρόνια και συνεπάγεται συγκεκριμένα μειονεκτήματα. Η αποστολή των ερωτηματολογίων ολοκληρώθηκε σε μία μέρα, συγκεκριμένα αρχές Ιουνίου 2010, 2-6-2010, όμως η συλλογή των συμπληρωμένων ερωτηματολογίων ολοκληρώθηκε το επόμενο έτος, λάβαμε το τελευταίο συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο 9-6-2011. Το γεγονός ότι η έρευνά μας διήρκησε ένα χρόνο μας προβληματίζει για πολλούς ευνόητους λόγους.

Αναφέρουμε ενδεικτικά συγκεκριμένα μειονεκτήματα: Ο δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών έχει πτωτική τάση, πολλές εισηγμένες προσφεύγουν στο άρθρο 99, από τις 46 εταιρείες αρκετές έχουν δώσει απαντήσεις αρνητικές σε όλες τις ερωτήσεις σχετικά με τον βραχυπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο δανεισμό.

Εντούτοις η ανταπόκριση των 46 Οικονομικών Διευθυντών, δηλαδή το 17,16% σε σχέση με το 8% των Graham και Harvey είναι μία μικρή επιτυχία λαμβάνοντας υπόψη τους περιορισμούς μίας διπλωματικής. Θεωρούμε ότι έχουμε επιτύχει επειδή έχουμε ένα μικρό αλλά καλό δείγμα. Κρίνουμε ότι το δείγμα είναι καλό επειδή ικανοποιούνται τρεις βασικοί στόχοι. Ο πρώτος στόχος ήταν να απαντήσουν οι Οικονομικοί Διευθυντές και όχι στελέχη με λιγότερες αρμοδιότητες, ο δεύτερος στόχος ήταν να απαντηθούν

όλες οι ερωτήσεις και ο τελευταίος ήταν να λάβουμε απαντήσεις από εταιρείες που ανήκουν σε διαφορετικούς κλάδους.

## **ΔΟΜΗ**

Αποφασίσαμε, λόγω του θέματος, η δομή της παρούσας εργασίας να μην ακολουθήσει πιστά τον κανονισμό εκπόνησης διπλωματικής εργασίας του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Η βασική διαφορά έγκειται στο κεφάλαιο βιβλιογραφικής ανασκόπησης που ουσιαστικά αφορά την ανάπτυξη του θεωρητικού και μεθοδολογικού πλαισίου του ερωτηματολογίου.

Όπως έχουμε αναφέρει έχουμε εξασφαλίσει τα πνευματικά δικαιώματα από τους Graham και Harvey και θεωρούμε πως είναι σκόπιμο να παρουσιάσουμε τον ορισμό της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε να αποδώσουμε συνοπτικά ορισμένες<sup>7</sup> μόνο έννοιες που εμφανίζονται με την μορφή ερωτήσεων και υποερωτήσεων στο ερωτηματολόγιο μας.

Εν συντομία στο πρώτο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε συνοπτικά βασικές έννοιες και θεωρίες που αναφέρονται στο ερωτηματολόγιο της έρευνάς μας. Στο δεύτερο κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας και θα αναφερθούμε στα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε. Στο τρίτο κεφάλαιο θα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας με τα αποτελέσματα της έρευνας των Graham και Harvey. Στο τελευταίο κεφάλαιο ουσιαστικά αντί επιλόγου, θα ασχοληθούμε με δύο θέματα, πρώτο θέμα μας πως θα μπορούσαμε να συνεχίσουμε περαιτέρω την έρευνά μας και δεύτερο θέμα, είναι να προτείνουμε με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών που συμμετείχαν στην έρευνά μας πως θα μπορούσε να εμπλουτιστεί το περιεχόμενο των μαθημάτων της Χρηματοοικονομικής Λογιστικής Κατεύθυνσης του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Τέλος στο παράρτημα παραθέτουμε τα εργαλεία της έρευνάς μας.

---

<sup>7</sup> Με βασικό κριτήριο τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

# ΠΡΩΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΚΗ ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Στην εισαγωγή αναφέραμε ότι στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τον ορισμό της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης και στη συνέχεια να προσπαθήσουμε να αποδώσουμε συνοπτικά ορισμένες<sup>8</sup> μόνο έννοιες που εμφανίζονται με την μορφή ερωτήσεων και υποερωτήσεων στο ερωτηματολόγιο μας.

Συνολικά το ερωτηματολόγιο μας αποτελείται από 133 ερωτήσεις. Επομένως οι υποδιαιρέσεις του πρώτου κεφαλαίου αναφέρονται ουσιαστικά στις κύριες<sup>9</sup> ερωτήσεις του ερωτηματολογίου μας.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι η συγγραφή της παρούσας εργασίας ξεκίνησε αφότου ολοκληρώθηκε η επεξεργασία των δεδομένων έχουμε επιλέξει να επικεντρωθούμε στις έννοιες που είναι πιο δημοφιλείς, με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών.

### 1.1. Ορισμός Χρηματοοικονομικής Διοίκησης

Μολονότι η Χρηματοοικονομική Διοίκηση είναι μια συνεχώς εξελισσόμενη επιστήμη οι βασικοί τομείς είναι τρεις: χρηματοδοτήσεις, επενδύσεις και προγραμματισμός/στρατηγικός σχεδιασμός.

<sup>8</sup> Με βασικό κριτήριο τους σκοπούς της παρούσας εργασίας.

<sup>9</sup> 15 κύριες ερωτήσεις με πληθώρα υποερωτήσεων.



Λαμβάνοντας υπόψη ότι δεν υπήρχαν πριν από 30 χρόνια οι επιλογές που υπάρχουν σήμερα όσον αφορά τα διάφορα χρηματοοικονομικά εργαλεία και την πολυπλοκότητα των αγορών οι Οικονομικοί Διευθυντές αντιμετωπίζουν πολλές προκλήσεις.

Αν προσπαθούσαμε να περιγράψουμε το ρόλο ενός Οικονομικού Διευθυντή σε μία επιχείρηση ακόμη και σε έναν άνθρωπο που αγνοεί τις βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διοίκησης, θα αναφέραμε την κάτωθι παράγραφο.

Ένας Οικονομικός Διευθυντής διασφαλίζει την άριστη διαχείριση των πόρων αλλά και των αιτημάτων των μετόχων, σεβόμενος παράλληλα τις επιταγές των εποπτικών αρχών, ανταποκρινόμενος στις απαιτήσεις της αγοράς και κυρίως διατηρώντας ή βελτιώνοντας τη θέση της επιχείρησής του έναντι των ανταγωνιστών της.

Οι επιχειρήσεις σήμερα έχουν την υποχρέωση να δημιουργούν αξία στους πελάτες, στους μετόχους και στους εργαζομένους.

Η αξία για τους μετόχους είναι η αξία του μετοχικού τους πακέτου, και η αξία του μετοχικού πακέτου ουσιαστικά είναι η αξία των αποφάσεων χρηματοοικονομικής διοίκησης που έχει λάβει η Οικονομική Διεύθυνση.

Προκειμένου να δώσουμε εν συντομία ένα περιεκτικό ορισμό της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης θα πρέπει να περιοριστούμε στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους. Η αξία αυτή είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις αποφάσεις επενδύσεων, τα σχέδια εξαγοράς, την μερισματική πολιτική, τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων. Δηλαδή με πτυχές της χρηματοοικονομικής διοίκησης που ερευνάμε στην παρούσα διπλωματική εργασία.

Στο σημείο αυτό πρέπει να επισημάνουμε ότι η δημιουργία αξίας για τους μετόχους δεν είναι ταυτόσημη με την μεγιστοποίηση των κερδών. Καταρχάς τα συνολικά κέρδη μίας επιχείρησης είναι σημαντικά αλλά όχι όσο σημαντικά είναι τα κέρδη ανά μετοχή. Εντούτοις και τα κέρδη ανά μετοχή αξιολογούνται εντός χρονικού πλαισίου και συνθήκες κινδύνου και αβεβαιότητας. Επομένως επιλέγουμε την αξία των μετοχών όπως διαμορφώνεται στην δευτερογενή αγορά.

Επίσης θεωρούμε απαραίτητο να αναφέρουμε ότι οι Οικονομικοί Διευθυντές λειτουργούν προς όφελος της επιχείρησης και ενδεχομένως ενίοτε δυσαρεστούν την πλειοψηφία των μετόχων με τις αποφάσεις τους. Για αυτό με βάση τις αρχές της εταιρικής διακυβέρνησης και την εταιρικής κοινωνικής ευθύνης οι αναλυτές αλλά και οι μέτοχοι ενημερώνονται τακτικά και έχουν στη διάθεσή τους πολλά «εργαλεία»

προκειμένου να παρακολουθούν και ουσιαστικά να ασκούν έλεγχο στην Οικονομική Διεύθυνση. Ένα χρήσιμο εργαλείο είναι η παροχή κινήτρων στους Οικονομικούς Διευθυντές και εξετάζουμε στην έρευνά μας πόσες εισηγμένες εταιρείες στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιτρέπουν την χρήση δικαιωμάτων ως μέρος της πολιτικής κινήτρων που εφαρμόζουν.

Επιπλέον η παρούσα διπλωματική εργασία εντάσσεται στο πλαίσιο ενός μεταπτυχιακού προγράμματος σπουδών επομένως γίνεται αντιληπτό ότι έχουμε ως σημείο αναφοράς τις σωστές αποφάσεις χρηματοοικονομικής διοίκησης. Με την έννοια δηλαδή ότι μία επιχείρηση λειτουργεί ως μέρος της κοινωνίας και όχι εις βάρος της. Σε γενικές γραμμές σε μια οικονομική μονάδα οι αποταμιεύσεις επενδύονται όταν εκτιμάται ο κίνδυνος και η αναμενόμενη απόδοση. Η αξία των μετοχών μίας επιχείρησης ερμηνεύεται με βάση τον κίνδυνο (σχετικά με την επιχείρηση κυρίως) και με την αναμενόμενη απόδοση (των μετοχών). Με αυτόν τον τρόπο έχουμε όσον το δυνατόν πιο άρτια δημιουργία κεφαλαίων και αναπτύσσεται συνάμα και η οικονομία.

Ο σκοπός της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι να δημιουργήσει αξία για τους μετόχους μέσω ενός μείγματος βέλτιστης πολιτικής επενδύσεων, χρηματοδοτήσεων και μερισμάτων.

Η επενδυτική πολιτική που θα εφαρμόσει μία επιχείρηση είναι βαρύνουσας σημασίας αναφορικά με την πολιτική μερισμάτων και χρηματοδοτήσεων. Οι αποφάσεις επενδύσεων συνοψίζονται στην αξιολόγηση και ανάληψη νέων επενδύσεων, αξιολόγηση παλαιών επενδύσεων και στην αξιολόγηση και ανάληψη εξαγορών και συγχωνεύσεων καθώς και στη διαχείριση διαθεσίμων. Στην παρούσα διπλωματική εργασία αναλύουμε κυρίως τις τεχνικές αξιολόγησης πάγιων επενδύσεων και εξετάζουμε μονομερώς τις εξαγορές.

Οι αποφάσεις χρηματοδοτήσεων καθορίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση των επιχειρήσεων. Λαμβάνοντας υπόψη τη δημιουργία αξίας για τους μετόχους αναφέρουμε ότι η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων αυξάνει την τιμή μίας μετοχής στην δευτερογενή αγορά. Στην παρούσα διπλωματική εργασία αναλύουμε κυρίως τις επιλογές βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου δανεισμού.

Τέλος η μερισματική πολιτική ερμηνεύεται εντός του πλαισίου της πολιτικής χρηματοδοτήσεων, και περιλαμβάνει το ποσοστό των κερδών που διανέμεται στους μετόχους, τη σταθερότητα αναφορικά με το ύψος των μερισμάτων και την επαναγορά μετοχών. Στην παρούσα διπλωματική εργασία δεν αναλύουμε σε βάθος τις παραμέτρους που εξετάζουν οι Οικονομικοί Διευθυντές στις εισηγμένες, στο

Χρηματιστήριο Αθηνών, εταιρείες αναφορικά με την μερισματική πολιτική και κυρίως η ανάλυσή μας εξετάζει τη λήψη αποφάσεων την περίοδο της έρευνας και την χρήση του 2010.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

## Βασικοί Ορισμοί

### 1.1.1. Επένδυση

Επένδυση θεωρούνται το σύνολο των στοιχείων του ενεργητικού μίας επιχείρησης, πάγιου και κυκλοφορούν. Διακρίνουμε τρεις κατηγορίες. (1) Πάγιες: έχουν χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα (λόγου χάρη ακίνητα). (2) Εκτός της επιχείρησης: δεν σχετίζονται άμεσα με την οικονομική της δραστηριότητα, είναι συνήθως μακροχρόνιες (λόγου χάρη συμμετοχή σε θυγατρικές<sup>10</sup>). (3) Επενδύσεις σε στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού (λόγου χάρη διαθέσιμα, αποθέματα, απαιτήσεις). Οι πάγιες διακρίνονται σε υποχρεωτικές (απαραίτητες για την επιβίωση της επιχείρησης), αντικατάστασης (προκειμένου να μειωθεί το ανελαστικό κόστος) και επέκτασης (προκειμένου να αυξηθεί η κερδοφορία). Επίσης οι πάγιες επενδύσεις ενδέχεται να είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες ή ανεξάρτητες. Οι πάγιες επενδύσεις έχουν τα εξής χαρακτηριστικά απαιτούν σημαντικό κεφάλαιο, έχουν υψηλό κίνδυνο και αυξάνουν τις σταθερές δαπάνες (μετατόπιση του νεκρού σημείου). Το κόστος της επένδυσης υπολογίζεται<sup>11</sup>: Ως ΑΤΕ (αρχική ταμιακή εκροή), ΚΚ (κεφάλαιο κίνησης), ΛΕ (λοιπά έξοδα). Οι καθαρές ταμιακές ροές προκύπτουν όταν στα καθαρά κέρδη αθροίσουμε τις αποσβέσεις είτε υπολογίζονται:

$$\text{ΚΤΡ} = \text{Ταμ. Εισροές} - \text{Ταμ. Εκροές}$$

$$\text{ΚΕ} = \text{ΑΤΕ} + \text{ΚΚ} + \text{ΛΕ}$$

<sup>10</sup> Αναλύουμε τον όρο στην επόμενη παράγραφο.

<sup>11</sup> Δυστυχώς η γραμματοσειρά των εξισώσεων είναι Cambria math ως προεπιλογή στον υπολογιστή μου και δεν μπορώ να την αλλάξω σε Arial Greek όπως ορίζει ο κανονισμός εκπόνησης της διπλωματικής του ΠΜΣ ΔΕ.

### 1.1.2. Εξαγορές<sup>12</sup>

Οι επιχειρήσεις έχουν τρεις βασικές εναλλακτικές όταν θέλουν να δημιουργήσουν μία νέα επιχείρηση. (1) Εξαγορά: όταν η επιχείρηση X αγοράζει το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων της επιχείρησης Y. Μετά την εξαγορά η Y δεν υφίσταται. (2) Συγχώνευση: οι επιχειρήσεις X και Y δημιουργούν την εταιρεία XY και μετά τη συγχώνευση οι X και Y δεν υπάρχουν. (3) Αγορά πακέτου μετοχών: η επιχείρηση X αγοράζει ένα πακέτο μετοχών της επιχείρησης Y, η X είναι η μητρική και η Y είναι η θυγατρική και οι X και Y συνεχίζουν τις οικονομικές τους δραστηριότητες. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις διακρίνονται σε 6 κατηγορίες. (1) Οριζόντιες: η αγοράστρια επιχείρηση (εφεξής Αγ.) παράγει τα ίδια προϊόντα με την επιχείρηση στόχο (εφεξής Στ.), η απόφαση έχει στρατηγική σημασία και αποβλέπει στην αύξηση του αγοραστικού μεριδίου της Αγ. (2) Κάθετες: η Αγ. και η Στ. έχουν σχέση πελάτη – προμηθευτή και η Αγ. επιθυμεί να διατηρήσει μια ελευθερία κινήσεων και να εξασφαλίσει χαμηλότερο κόστος παραγωγής. (3) Συμπληρωματικές: οι επιχειρήσεις αλληλοσυμπληρώνονται σε επίπεδο λειτουργιών – δραστηριοτήτων (π.χ. μία επιχείρηση ελαστικών και μία αυτοκινητοβιομηχανία). (4) Μη συσχετιζόμενες: το στρατηγικό μάνατζμεντ έχει ως στόχο τη διασπορά κινδύνου στο χαρτοφυλάκιο των επιχειρησιακών μονάδων (SBU: Strategic Business Unit). (5) Φιλικές: οι επιχειρήσεις X και Y από κοινού ορίζουν την τιμή εξαγοράς. (6) Εχθρικές: η Στ. αποφεύγει την εξαγορά. Η εξαγορά των επιχειρήσεων επιτυγχάνεται είτε μέσω μετρητών είτε μέσω της έκδοσης νέων μετοχών.

Ο κίνδυνος εννοιολογικά είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με την επενδυτική δραστηριότητα και ένα μεγάλο μέρος του ερωτηματολογίου μας αναφέρεται στις μεθόδους αξιολόγησης επενδύσεων. Οι μέθοδοι διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες: σε αυτές που λαμβάνουν υπόψη τον κίνδυνο και σε αυτές που δεν τον λαμβάνουν υπόψη.

<sup>12</sup> Κυριαζής, Δημήτριος, 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Εκδόσεις Σμπίλιας & Thompson J, Martin F, 2005, Strategic Management, Awareness and Change, 5<sup>th</sup> edition, South Western, Cengage Learning

### 1.1.3. Δείκτης λογιστικής απόδοσης (accounting rate of return)

$$\text{Λογιστική Απόδοση} = \frac{\text{Μέσο ετήσιο κέρδος}}{\text{Μέσο κόστος επένδυσης}}$$

Για τον υπολογισμό του ετήσιου κέρδους λαμβάνουμε υπόψη τα έσοδα και τα έξοδα που προέκυψαν από την ανάληψη του επενδυτικού σχεδίου. Το μέσο κόστος της επένδυσης επηρεάζεται από την μέθοδο αποσβέσεων<sup>13</sup>. Ο δείκτης λογιστικής απόδοσης<sup>14</sup> εστιάζει στο σωρευτικό λογιστικό εισόδημα που προκύπτει από την ανάληψη ενός επενδυτικού σχεδίου. Βασιζόμαστε δηλαδή σε σωρευτικές λογιστικές διαδικασίες. Υπολογίζουμε τα έσοδα την περίοδο της πώλησης και όχι όταν εισπράττονται τα χρήματα και με τον ίδιο τρόπο υπολογίζουμε τα έξοδα. Ο δείκτης λογιστικής απόδοσης είναι εύχρηστος, αντλεί έτοιμες λογιστικές πληροφορίες αλλά δεν λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος εφόσον βασίζεται σε λογιστικό κέρδος.

Επισημαίνουμε ότι μόνο οι καθαρές ταμιακές ροές πρέπει να επενδυθούν. Ίσως ο βασικότερος εκπαιδευτικός στόχος κατά τη διάρκεια των προπτυχιακών σπουδών μας ήταν να αντιληφθούμε ότι η διαχρονική αξία του χρήματος είναι άρρηκτα συνδεδεμένη τόσο με τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων και επενδύσεων όπως και με την προεξόφληση (αντίστροφη του ανατοκισμού). Προεξοφλούμε για να υπολογίσουμε την παρούσα αξία ενός χρηματικού ποσού που θα εισπράξουμε σε  $x$  χρόνια και αντιστρόφως ανατοκίζουμε για να υπολογίσουμε την μελλοντική αξία.

<sup>13</sup> Αν εφαρμόζουμε τη σταθερή μέθοδο η σχέση είναι γραμμική, αν χρησιμοποιούμε άλλη μέθοδο τότε το μέσο κόστος της επένδυσης είναι το άθροισμα της αναπόσβεστης αξίας (την περίοδο από την αξιολόγησης μέχρι τη λήξη) προς τον αριθμό των ετών της ωφέλιμης ζωής της (συν 1).

<sup>14</sup> Hilton, R.W., 2009, Managerial Accounting, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, Irwin.

#### 1.1.4. Περίοδος επανείσπραξης (payback period)

$$\text{Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης} = \frac{\text{ΚΕ}}{\text{Ετήσια Καθαρή Ταμιακή Ροή}}$$

Η περίοδος επανείσπραξης<sup>15</sup> υπολογίζει πότε, δηλαδή σε πόσα χρόνια, θα εισπράξουμε τα χρήματα που έχουμε επενδύσει. Η περίοδος επανείσπραξης όπως και ο δείκτης λογιστικής απόδοσης διακρίνονται για την απλότητά τους όμως, δεν λαμβάνουν υπόψη τους τη διαχρονική αξία του χρήματος. Η μέθοδος ουσιαστικά αντιμετωπίζει την περίοδο επανείσπραξης ως ένα σύνολο. Επίσης η περίοδος επανείσπραξης δεν λαμβάνει υπόψη της και τις ταμιακές ροές που προκύπτουν μετά το πέρας της. Αυτός είναι και ο λόγος που πολλές εταιρείες απορρίπτουν ένα επενδυτικό σχέδιο με βάση την περίοδο επανείσπραξης, επειδή αμελούν να αξιολογήσουν ότι οι μελλοντικές ταμιακές ροές ενδέχεται να αυξηθούν. Αναμφίβολα όμως για μία νέα, αναπτυσσόμενη εταιρεία, με χαμηλή ρευστότητα η περίοδος επανείσπραξης είναι ένα χρήσιμο κριτήριο αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων.

#### 1.1.5. Περίοδος επανείσπραξης υπολογιζόμενη με παρούσες αξίες (discounted payback period)

Η μέθοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία υπολογίζει σε πόσα χρόνια θα επανεισπραχθεί το κόστος επένδυσης προεξοφλώντας τις μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές. Το αποτέλεσμα αυτής της μεθόδου σε σχέση με αυτό της αμέσως προηγούμενης (δηλαδή της παραδοσιακής) είναι μεγαλύτερο. Η τεχνική αυτή ενσωματώνει τα πλεονεκτήματα των δύο προαναφερόμενων και το κυριότερο λαμβάνει υπόψη της τη διαχρονική αξία του χρήματος. Συνεπώς αποτελεί

---

<sup>15</sup> Hilton, R.W. ό.π.

έναν περιορισμό ρευστότητας και κινδύνου και είναι χρήσιμη όταν επικρατεί αβεβαιότητα (δηλαδή σε χώρες με υψηλό κίνδυνο πτώχευσης<sup>16</sup> ή σε επιχειρήσεις εξαιρετικά ανταγωνιστικές που οι επενδύσεις απαξιώνονται σύντομα).

#### **1.1.6. Καθαρή παρούσα αξία (net present value)**

Με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας το άθροισμα των καθαρών ταμιακών ροών προεξοφλούνται στο χρόνο 0 (σήμερα) και συντελεστής προεξόφλησης είναι η ελάχιστη απόδοση<sup>17</sup>. Είναι εξίσου εύκολη μέθοδος<sup>18</sup> εφόσον απορρίπτουμε κάθε επενδυτικό σχέδιο με αρνητική καθαρή παρούσα αξία ενώ αποδεχόμαστε κάθε επενδυτικό σχέδιο με καθαρή παρούσα αξία μεγαλύτερη ή ίση με το μηδέν. Το μειονέκτημά της είναι ότι θεωρεί ότι η ελάχιστη απόδοση είναι σταθερή επιπλέον δεν οδηγεί σε ασφαλή συμπεράσματα όταν λόγω χάρη την ίδια περίοδο εξετάζονται πολλά και διαφορετικά (όσον αφορά τη δέσμευση κεφαλαίων) επενδυτικά σχέδια. Τα σημαντικότερα πλεονεκτήματα της μεθόδου (εκτός από το ότι υπολογίζει τη διαχρονική αξία του χρήματος) είναι ότι εκφράζεται σε απόλυτα ποσά και όχι σε ποσοστό.

#### **1.1.7. Δείκτης αποδοτικότητας (profitability index)<sup>19</sup>**

$$\frac{\text{Παρούσα αξία ταμιακών ροών (άνευ του αρχικού κόστους επένδυσης)}}{\text{Αρχικό κόστος επένδυσης}}$$

Ο δείκτης αποδοτικότητας διαχωρίζει το κόστος επένδυσης από τις ταμιακές εκροές (που ενδέχεται να πραγματοποιηθούν) και συγκρίνοντας τα αποτελέσματά του με την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας επιλέγουμε την τελευταία επειδή ο δείκτης αποδοτικότητας υπολογίζει τη σχετική συνεισφορά. Δηλαδή ένα στέλεχος θα επιλέξει

<sup>16</sup> Αναλύεται παρακάτω.

<sup>17</sup> Παρακάτω θα αναλύσουμε ότι η ελάχιστη απόδοση είναι το μέσο σταθμικό κόστος.

<sup>18</sup> Hilton, R. W., ό.π.

<sup>19</sup> Hilton R.W., ;ό.π. & Damodaran A. ό.π. Στην ξένη βιβλιογραφία εμφανίζεται όχι μόνο ως profitability index αλλά και ως excess present value index.



εκείνο το επενδυτικό σχέδιο που θα έχει δείκτη αποδοτικότητας μεγαλύτερο από την μονάδα.

### **1.1.8. Εσωτερικός συντελεστής απόδοσης<sup>20</sup> (internal rate of return)**

$$0 = C_0 + \frac{C_1}{(1+y)} + \frac{C_2}{(1+y)^2} + \dots + \frac{C_T}{(1+y)^T}$$

Ο εσωτερικός συντελεστής απόδοσης, είναι το  $y$  που επιλύει<sup>21</sup> την παραπάνω εξίσωση<sup>22</sup>, και αποτελεί μία πιο σύγχρονη<sup>23</sup> τεχνική σχετικά με τις προαναφερόμενες. Είναι δηλαδή ο συντελεστής προεξόφλησης που μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία και αποτελεί ένα ποσοστό (αποδίδει τη σχετική συνεισφορά). Επειδή για να υπολογίσουμε το  $y$  ακολουθούμε μία διαδικασία δοκιμής και λάθους (trial and error) είναι πρακτικά δύσκολο να αξιολογήσουμε ταυτόχρονα πολλά επενδυτικά σχέδια (τα οποία έχουν διαφορετικό χρονικό ορίζοντα). Το βασικό πλεονέκτημα είναι ότι μπορεί να συγκριθεί με τη ελάχιστη απόδοση.

### **1.1.9. Προσαρμοσμένη παρούσα αξία<sup>24</sup> (adjusted present value)**

Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται (α) προεξοφλώντας την προβλεπόμενη υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση με συντελεστή προεξόφλησης το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου χωρίς δάνεια, είναι απαραίτητο να υπολογίσουμε το συντελεστή βήτα της επιχείρησης και (β) το αναμενόμενο φορολογικό όφελος και (γ) την εκτίμηση της πιθανότητας αδυναμίας εκπλήρωσης υποχρεώσεων (δανειακών).

<sup>20</sup> Hilton R.W., ό.π. Στην ξένη βιβλιογραφία εμφανίζεται και ως time adjusted rate of return.

<sup>21</sup> Μέσω προγραμμάτων trial and error.

<sup>22</sup> Δυστυχώς γραμματοσειρά των μαθηματικών εξισώσεων είναι Cambria math και δεν τροποποιείται σε Arial Greek σύμφωνα με τον κανονισμό εκπόνησης της διπλωματικής του ΠΜΣ ΔΕ του Πα.Πει.

<sup>23</sup> Hillier D., Grinblatt M, Titman S., 2008, Financial Markets and Corporate Strategy, European Edition, Mc Graw-Hill.

<sup>24</sup> Damodaran A., ό.π.

Παρούσα αξία επιχείρησης

- = Αξία επιχείρησης χωρίς μόχλευση
- + Παρούσα αξία των φορολογικών ελαφρύνσεων
- Αναμενόμενο Κόστος Πτώχευσης

&

Αξία επιχείρησης χωρίς μόχλευση

- = Αξία της επιχείρησης στο χρόνο 0
- Παρούσα αξία των φορολογικών ελαφρύνσεων
- + Αναμενόμενο Κόστος Πτώχευσης

Δηλαδή (α) η αξία της επιχείρησης χωρίς δανειακή επιβάρυνση.

$$V_{\text{unlevered}} = \frac{\text{FCFF}_0(1+g)}{(\rho_u - g)}$$

Επίσης πρέπει να υπολογίσουμε το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου χωρίς δάνεια, οπότε χρησιμοποιούμε το συντελεστή βήτα της επιχείρησης.

$$\beta_{\text{unlevered}} = \beta_{\text{current}} / \left[ 1 + (1-t) \frac{D}{E} \right]$$

Στη συνέχεια πρέπει να υπολογίσουμε τη (β) συνάρτηση του συντελεστή φορολογίας και των δανείων (δηλαδή του ύψους των δανείων). Και τέλος πρέπει να υπολογίσουμε την παρούσα αξία του αναμενόμενου κόστους πτώχευσης ως γινόμενο πιθανοτήτων (δηλαδή  $\pi_{\alpha}$  ΒΨ).

$$\text{Αξία φορολογικού οφέλους} = t_c D$$

### **1.1.10. Ελάχιστο αποδεκτό όριο απόδοσης<sup>25</sup> (hurdle rate)**

Ως βασική αρχή σχεδιάζουμε την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων όταν αναμένουμε αποδόσεις μεγαλύτερες του ελάχιστου αποδεκτού ορίου απόδοσης. Το ελάχιστο όριο απόδοσης πρέπει να είναι υψηλότερο για επενδύσεις υψηλού κινδύνου και να

<sup>25</sup> Hilton R.W. ό.π. Στην ξένη βιβλιογραφία εμφανίζεται και ως minimum desired rate of return.

συνεκτιμά τη χρηματοδότηση (δηλαδή λήψη δανείου είτε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου). Οι αποδόσεις των επενδυτικών σχεδίων πρέπει να προεξοφλούνται λαμβάνοντας υπόψη την χρονική περίοδο. Ορίζουμε το ελάχιστο αποδεκτό όριο απόδοσης ως το άθροισμα<sup>26</sup> της απόδοσης ακίνδυνης επένδυσης και της απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς.  $\text{hurdle rate} = \text{riskless rate} + \text{risk premium}$

Το ελάχιστο αποδεκτό όριο απόδοσης είναι ο συντελεστής προεξόφλησης που αντιπροσωπεύει το κόστος κτήσεως του κεφαλαίου που πρόκειται να επενδύσουμε. Είναι σκόπιμο να εξετάζεται σε συνδυασμό με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου<sup>27</sup> και να εξετάζουμε τις αρνητικές και τις θετικές συνέπειες. Ουσιαστικά είναι προτιμότερο να διανεμούμε μερίσματα παρά να αναλάβουμε επενδύσεις χαμηλών αποδόσεων. Ανεξαρτήτως των κινδύνων που ενέχει η ανάληψη οποιουδήποτε επενδυτικού σχεδίου η άκριτη αύξηση του ελάχιστου αποδεκτού ορίου απόδοσης σε σχέση με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου θα οδηγήσει με μαθηματική ακρίβεια στην απόρριψη των περισσότερων υπό εξέταση επενδύσεων.

#### 1.1.11. Προσέγγιση πολλαπλασιαστή κερδών<sup>28</sup> (earnings multiple approach)

Γενικά θεωρούμε ότι είναι υποτιμημένες οι επιχειρήσεις που έχουν χαμηλότερο δείκτη τιμή προς κέρδη σε σχέση με τον προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης. Ο δείκτης PEG είναι πολλαπλασιαστής μετοχικών αξιών και επηρεάζεται από την βάση υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης (λόγου χάρι αν ο ρυθμός ανάπτυξης κερδών βασίζεται σε σειριακά κέρδη και ο δείκτης P/E πρέπει να είναι σειριακός).

$$\frac{\text{ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΠΡΟΒΛΕΠΟΜΕΝΟΣ ΡΥΘΜΟΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ}}$$

Ο δείκτης χρησιμεύει στην αξιολόγηση επενδυτικών σχεδίων επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Τέλος όσο μεγαλύτερος είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών τόσο πιο ελκυστικό

<sup>26</sup> Damodaran A., ό.π.

<sup>27</sup> Θα αναφερθούμε παρακάτω στο μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC). Hsiao-Yun C., Ward C., 2000, Evaluating investment projects: The hurdle rate, *Journal of Corporate Real Estate*, Vol.2, No. 4, pp. 295-303.

<sup>28</sup> Damodaran A., ό.π.

είναι το επενδυτικό σχέδιο, και εξυπακούεται ότι για τις εταιρείες που σημειώνουν ζημίες δεν υφίσταται ο πολλαπλασιαστής.

#### **1.1.12. Ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis)**

Η ανάλυση ευαισθησίας<sup>29</sup> παρουσιάζει σε ποιο βαθμό είναι πρακτικά βιώσιμο ένα επενδυτικό σχέδιο σε σχέση με τις διακυμάνσεις στις τιμές σημαντικών ποσοτικών μεταβλητών. Δηλαδή πόσο οι διαφορετικές τιμές μίας ανεξάρτητης μεταβλητής θα επηρεάσουν μία συγκεκριμένη εξαρτημένη μεταβλητή υπό συγκεκριμένες συνθήκες. Επομένως η ανάλυση ευαισθησίας μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε συνθήκες αβεβαιότητας. Είναι ένα εργαλείο που εξετάζει τα αποτελέσματα όταν αλλάζουμε τις βασικές παραδοχές. Επειδή όμως επικεντρώνεται σε μία μόνο αλλαγή σε μία δεδομένη χρονική περίοδο ή σε διαφορετικά ζεύγη αλλαγών σε μία δεδομένη χρονική περίοδο δεν είναι συμβατή με την πραγματικότητα.

#### **1.1.13. Ανάλυση προσομοίωσης<sup>30</sup> (simulation analysis)**

Επειδή όπως αναφέραμε δεν μπορούμε με την ανάλυση ευαισθησίας να αλλάξουμε την ίδια χρονική στιγμή δύο παράγοντες ένα χρήσιμο εργαλείο είναι η ανάλυση προσομοίωσης. Η ανάλυση προσομοίωσης περιγράφει κατά κάποιο τρόπο την πραγματικότητα εφόσον μας επιτρέπει να μελετήσουμε ταυτόχρονα περισσότερες από μία κατανομές πιθανοτήτων, λαμβάνοντας υπόψη συνθήκες αβεβαιότητας σχετικά με τις μεταβλητές. Το μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι απομονώνει το υπό εξέταση επενδυτικό σχέδιο και επικεντρώνεται στο συνολικό κίνδυνο που ενέχει. Επίσης αγνοεί το γεγονός ότι σε ένα χαρτοφυλάκιο υπάρχει διασπορά κινδύνου (οπότε μας ενδιαφέρει πόσο επηρεάζει<sup>31</sup> το χαρτοφυλάκιο το συγκεκριμένο επενδυτικό σχέδιο).

<sup>29</sup> Στη βιβλιογραφία εμφανίζεται και ως scenario analysis, "what if?" analysis.

<sup>30</sup> Damodaran A, ό.π.

<sup>31</sup> Συγκεκριμένα πόσο το επενδυτικό σχέδιο επηρεάζει το επίπεδο κινδύνου του χαρτοφυλακίου (portfolio's risk).

#### 1.1.14. Αξία σε κίνδυνο<sup>32</sup> (value at risk)

Η αξία σε κίνδυνο (VaR) υπολογίζει το ενδεχόμενο μείωση της αξίας ενός χαρτοφυλακίου ή ενός αξιόγραφου (έχουν υψηλό κίνδυνο και τα δύο) για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο και για ένα συγκεκριμένο πεδίο εμπιστοσύνης και όταν η αγορά χαρακτηρίζεται κανονική. Οι περισσότεροι αναλυτές επιλέγουν να χρησιμοποιούν αυτή τη τεχνική επειδή ουσιαστικά τους επιτρέπει να παρακολουθούν πόσο εκτεθειμένα είναι τα χαρτοφυλάκιά τους αλλά είναι εξαιρετικά χρήσιμη και όταν αξιολογούμε μία επιχείρηση. Η VaR οδηγεί σε πιο ασφαλή συμπεράσματα όταν χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με την ανάλυση προσομοίωσης. Ωστόσο είναι μία τεχνική που καθορίζεται από τον χρονικό ορίζοντα και από τις απόψεις των αναλυτών. Συνήθως εφαρμόζεται στην εκτίμηση κινδύνου ενός χαρτοφυλακίου παραγώγων<sup>33</sup>.

#### 1.1.15. Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων<sup>34</sup> (real options theory)

Ως options ορίζουμε διαπραγματεύσιμα πιστοποιητικά και ο κάτοχος έχει το δικαίωμα να αγοράσει ή να πουλήσει κάποιο περιουσιακό στοιχείο έναντι μία τιμής (call premium) και εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Υπάρχουν δύο βασικές κατηγορίες puts (προαιρετικά δικαιώματα πώλησης) και calls (προαιρετικά δικαιώματα αγοράς). Υπάρχουν δύο συστήματα άσκησης δικαιωμάτων το Ευρωπαϊκό (ο αγοραστής ασκεί το δικαίωμα κατά τη λήξη) και το Αμερικανικό (ο αγοραστής μπορεί να ασκήσει το δικαίωμα σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή (κατά τη διάρκεια ζωής<sup>35</sup>). Επισημαίνουμε ότι τα δύο συστήματα δεν σχετίζονται γεωγραφικά.

Το μοντέλο<sup>36</sup> Black & Scholes, 1973, άλλαξε ριζικά την χρηματοοικονομική διοίκηση. Οι Black & Scholes βασίστηκαν στο γεγονός ότι όταν αγοράζουμε μετοχές και πουλάμε δικαιώματα ουσιαστικά ζημιωνόμαστε όταν οι τιμές των μετοχών σημειώνουν άνοδο αλλά και όταν σημειώνουν πτώση. Στην πρώτη περίπτωση έχουμε κέρδη από τις

<sup>32</sup> Hillier D., Grinblatt M, Titman S.,ό.π.

<sup>33</sup> Στο τέλος του 1996 θεσμοθετήθηκε από την BIS, Bank for International Settlements.

<sup>34</sup> Hsiao-Yun C, Ward C, ό.π. & Hilton, R.W., ό.π. & Bernstein P.L. and Damodaran A.,1998, Investment Management, University Edition, Wiley.

<sup>35</sup> Η διάρκεια κυμαίνεται από 1 έως και 9 μήνες.

<sup>36</sup> Οι τιμές των πιθανοτήτων υπάρχουν σε πίνακες αθροιστικής κανονικής κατανομής.

μετοχές και ζημιές από τα δικαιώματα στη δεύτερη το αντίστροφο. Το μοντέλο BS αποτελείται από τρεις<sup>37</sup> εξισώσεις:

$$V_c = P[N(d_1)] - Ee^{-it} [N(d_2)] \text{ \& } d_1 = \frac{L_n (P/E)^{i+(σ^2/2)}t}{σ\sqrt{t}} \text{ \& } d_2 = d_1 - σ\sqrt{t}$$

Όπου  $N(d_1)$  και  $N(d_2)$  είναι οι πιθανότητες να σημειωθούν αποκλίσεις.

### 1.1.16. Συντελεστής Προεξόφλησης

Είναι πολύ σημαντικό να προσδιορίσουμε το επιτόκιο προεξόφλησης. Σε καθεστώς βεβαιότητας υπάρχει το επιτόκιο της αγοράς. Όταν οι μελλοντικές καθαρές ταμιακές ροές είναι γνωστές (λόγου χάρη αναχρηματοδότηση δανείων) τότε το επιτόκιο προεξόφλησης είναι το επιτόκιο της αγοράς προσαρμοσμένο στην ισχύουσα φορολογία. Όταν οι επενδύσεις μας έχουν κίνδυνο το επιτόκιο προεξόφλησης προσδιορίζεται από τις διάφορες κατηγορίες επενδυτών<sup>38</sup>. Οι επενδυτές διακρίνονται σε: (1) επενδυτές που αγνοούν τον κίνδυνο, (2) επενδυτές που αποφεύγουν τον κίνδυνο και (3) στους επενδυτές που επενδύουν αντισταθμίζοντας τον υψηλό κίνδυνο με τις υψηλές αποδόσεις. Όπως έχουμε ήδη αναφέρει ο συντελεστής προεξόφλησης αντισταθμίζει και ενσωματώνει τους κινδύνους, και βασικός κανόνας για κάθε λογικό επενδυτή είναι να κατανοήσει τις αρχές αποτίμησης<sup>39</sup>. Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι ταμιακές ροές δεν είναι σταθερές πρέπει να χρησιμοποιήσουμε ένα συντελεστή προεξόφλησης μεγαλύτερο από το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο<sup>40</sup>. Συνήθως οι εταιρείες με υψηλές ταμιακές ροές και υψηλό ρυθμό ανάπτυξης<sup>41</sup> είναι πιο εκτεθειμένες. Επίσης σε μία επιχείρηση και σε επίπεδο τμημάτων είναι απαραίτητη η προσαρμογή των συντελεστών προεξόφλησης (η περίπτωση των φαρμακευτικών εταιρειών που έχουν εξαιρετικά υψηλά κόστη στο τμήμα μάρκετινγκ και στο τμήμα έρευνας και ανάπτυξης επομένως ο συντελεστής προεξόφλησης διαφέρει από το συντελεστή της επιχείρησης). Όταν μία εταιρεία εξετάζει το ενδεχόμενο να δραστηριοποιηθεί στο εξωτερικό θα πρέπει να διαχειριστεί τρία<sup>42</sup> βασικά ζητήματα αναφορικά με τις συναλλαγές, τις ισοτιμίες και την αξία. Πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι οι συναλλαγές διαφέρουν υπάρχει

<sup>37</sup> Καραθανάσης Γ.Α., 2002, Χρηματοοικονομική διοίκηση και χρηματιστηριακές αγορές, εκδόσεις Γ. Μπένου.

<sup>38</sup> Ισχύει βέβαια ότι αναφέρουμε και στην παράγραφο όπου δίδουμε τον ορισμό του hurdle rate.

<sup>39</sup> Damodaran A., 2003, Investment Philosophies, J.Wiley & Sons.

<sup>40</sup> Risk free rate (π.χ. T bonds).

<sup>41</sup> Growth (g), υπό κανονικές συνθήκες δεν μπορεί να υπερβαίνει το ρυθμό ανάπτυξης της χώρας (όπου δραστηριοποιείται). Βέβαια σήμερα, εν μέσω κρίσης, μία εταιρεία στην Ελλάδα μπορεί να έχει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης.

<sup>42</sup> Van Horne J.C., 1998, Financial Management and Policy, 11<sup>th</sup> edition, International edition, PHIPE, Prentice Hall.

κίνδυνος (transactions exposure). Στις περιπτώσεις εκείνες που θέλουμε να ρυθμίσουμε την πιστωτική μας πολιτική και διαπιστώνουμε ότι η συναλλαγματική ισοτιμία διαφέρει<sup>43</sup>. Επίσης υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις οικονομικές εκθέσεις (translation exposure), με βάση τη συναλλαγματική ισοτιμία. Τέλος, πρέπει να συνυπολογίσουμε τις επιπτώσεις και στις προσδοκώμενες μελλοντικές ταμιακές ροές και στην αξία της επιχείρησης (economic exposure).

#### **1.1.17. Το υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)**

Το υπόδειγμα CAPM<sup>44</sup> είναι απλό και για πολλούς αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο της χρηματοοικονομικής διοίκησης που μας διευκολύνει να διακρίνουμε τον κίνδυνο σε διαφοροποιημένο και μη, για άλλους όμως, ο υπολογισμός του beta αποτελεί ένα πρόβλημα. Οι Brealey, Myers και Allen (2008) μολονότι έχουν τους ενδοιασμούς τους κατατάσσουν το υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων στις επτά σπουδαιότερες ιδέες και τη χαρακτηρίζουν ως εξαιρετικά απλή. Το υπόδειγμα CAPM αναλύει πώς οι επενδυτές δημιουργούν αποτελεσματικά χαρτοφυλάκια, έχει πολλούς υποστηρικτές όπως και πολλούς επικριτές, παρόλα αυτά μέχρι σήμερα χρησιμοποιείται ευρέως<sup>45</sup>.

Στην αγορά κάθε αξιόγραφο πρέπει να έχει την απόδοση εκείνη που να δικαιολογεί τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο επενδυτής. Όμως ο κίνδυνος αυτός δεν εξαλείφεται με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου και ονομάζεται συστηματικός κίνδυνος. Όσο μεγαλύτερος είναι ο συστηματικός κίνδυνος τόσο μεγαλύτερες αποδόσεις θα θέλουν οι επενδυτές. Αυτή τη σχέση παρουσιάζει το υπόδειγμα CAPM.

Το υπόδειγμα αναπτύχθηκε από το William F. Sharpe (1990 Βραβείο Sveriges Riksbank στις Οικονομικές Επιστήμες στην μνήμη του A. Nobel). Το υπόδειγμα CAPM διατυπώθηκε αρχικά το 1963 από τον Sharpe, την ίδια περίοδο ο Sharpe διάβασε μια μη δημοσιευμένη εργασία του Jack Treynor που κατέληγε στα ίδια, σχεδόν,

<sup>43</sup> από τη χρονική στιγμή που δημιουργήθηκε η υποχρέωση

<sup>44</sup> Κρίνουμε σκόπιμο να αναλύσουμε περισσότερο το CAPM σε σχέση με τις υπόλοιπες υποενοτήτες του 1<sup>ου</sup> κεφαλαίου.

<sup>45</sup> Όπως άλλωστε παρουσιάζουν τα αποτελέσματα της έρευνάς μας.

συμπεράσματα. Το 1965 ο John Lintner δημοσίευσε μια πολύ σημαντική εργασία στο ίδιο θέμα και τέλος ο Jan Mossin δημοσίευσε ένα πιο γενικό μοντέλο.

Το υπόδειγμα είναι απλό και ιδιαίτερα εύχρηστο και βασίζεται στις υποθέσεις της θεωρίας χαρτοφυλακίου. Ο Harry Markowitz ανέπτυξε το βασικό υπόδειγμα χαρτοφυλακίου (1952) και όρισε την αναμενόμενη απόδοση ενός χαρτοφυλακίου κεφαλαιουχικών στοιχείων καθώς και το πώς μετράμε τον αναμενόμενο κίνδυνο. Η διατύπωση της εξίσωσης της διακύμανσης παρουσίασε στους επενδυτές τον κίνδυνο που διατρέχουν αν δεν διαφοροποιήσουν αποτελεσματικά το χαρτοφυλάκιο τους. (Reilly & Brown 2002)

Το υπόδειγμα του Markowitz βασίζεται στις ακόλουθες υποθέσεις<sup>46</sup> όσον αφορά τη συμπεριφορά των επενδυτών:

- Οι επενδυτές αντιμετωπίζουν κάθε επένδυση ως μία εναλλακτική πρόταση, όπως αποτυπώνεται στην κατανομή πιθανότητας των αναμενόμενων αποδόσεων για μία συγκεκριμένη περίοδο διακράτησης.
- Οι επενδυτές μεγιστοποιούν την αναμενόμενη χρησιμότητα μιας περιόδου, και οι καμπύλες χρησιμότητας παρουσιάζουν τη μείωση της οριακής χρησιμότητας του πλούτου.
- Οι επενδυτές υπολογίζουν τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου με βάση τη μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων.
- Οι επενδυτές αποφασίζουν λαμβάνοντας υπόψη μόνο τον κίνδυνο και την αναμενόμενη απόδοση, επομένως οι καμπύλες χρησιμότητας εμφανίζουν μόνο τη σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση και την αναμενόμενη διακύμανση (ή τυπική απόκλιση) των αποδόσεων.
- Για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου οι επενδυτές επιλέγουν υψηλότερες αποδόσεις και αντίστοιχα για δεδομένο επίπεδο αποδόσεων επιλέγουν το χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου.

Ένα περιουσιακό στοιχείο ή ένα χαρτοφυλάκιο θεωρείται αποτελεσματικό αν κανένα άλλο περιουσιακό στοιχείο ή χαρτοφυλάκιο δεν προσφέρει υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις με τον ίδιο (ή χαμηλότερο) κίνδυνο, ή χαμηλότερο κίνδυνο με την ίδια (ή υψηλότερη) αναμενόμενη απόδοση.

---

<sup>46</sup> Reilly / Brown Investment Analysis & Portfolio Management (0-324-17173-0).



Εκτός όμως από αυτές τις υποθέσεις βασίζεται και σε άλλες που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα και αυτός είναι ο λόγος που το υπόδειγμα δεν έχει αποδειχθεί εμπειρικά.

- Οι αγορές κεφαλαίων είναι αποτελεσματικές και σε κατάσταση ισορροπίας.
- Τα κόστη συναλλαγής και οι φόροι ισούνται με 0
- Δεν υπάρχουν περιορισμοί για τους επενδυτές μπορούν να δανειστούν και να δανείσουν τα κεφάλαια που θέλουν ελεύθερα.
- Οι επενδυτές έχουν τις ίδιες προσδοκίες.
- Τα χαρτοφυλάκια των επενδυτών είναι επαρκώς διαφοροποιημένα
- Η περίοδος κράτησης της επένδυσης είναι η ίδια για όλους τους επενδυτές.
- Οι επενδυτές αγοράζουν και πωλούν το ποσοστό που θέλουν, τόσο από το χαρτοφυλάκιο που διαθέτουν όπως και από άλλες επενδύσεις.
- Δεν αλλάζουν τα επιτόκια και ο πληθωρισμός.

Το υπόδειγμα CAPM, υπό την προϋπόθεση ότι το χαρτοφυλάκιο της αγοράς είναι αποτελεσματικό, ορίζει την αναμενόμενη απόδοση μιας επένδυσης ως:

$$\bar{r}_i - r_f = \beta_i (\bar{r}_M - r_f) \quad \& \quad \beta = \frac{\sigma_{iM}}{\sigma_M^2}$$

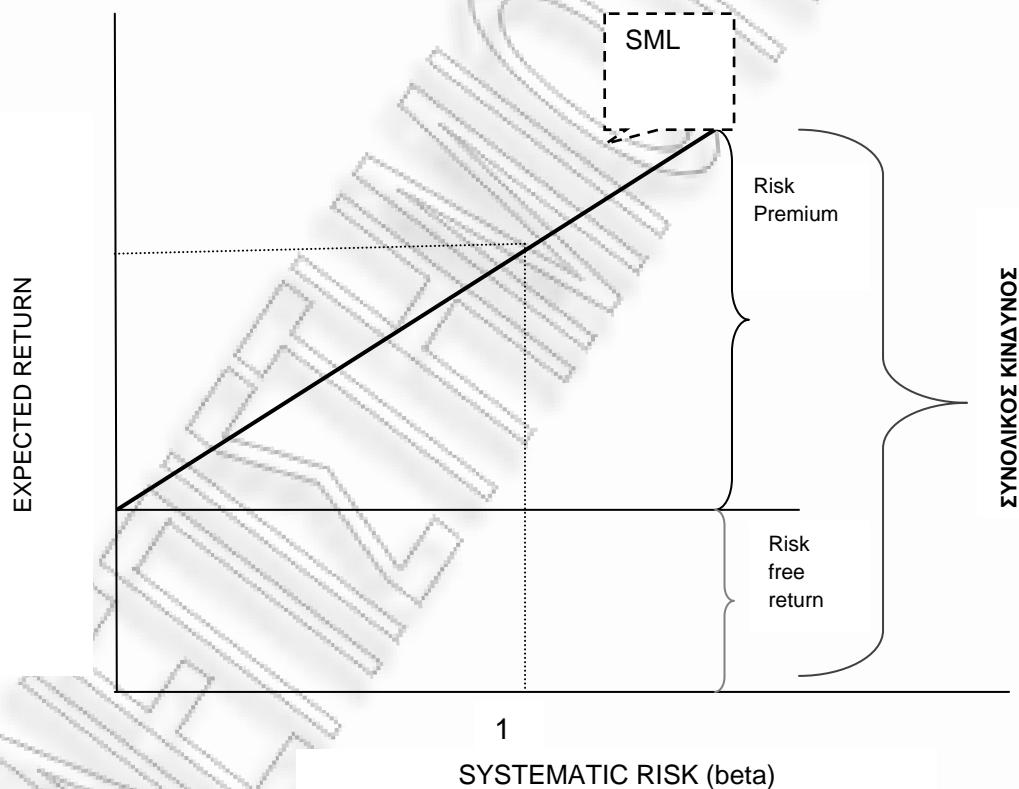
Το μοντέλο CAPM μετρά τον κίνδυνο με το συντελεστή  $b$ , αλλά υπολογίζουμε τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου με την τυπική απόκλιση. Ο  $b$  αφορά τις μεμονωμένες επενδύσεις.

CAPM  $\bar{r}_i = r_f + b_i (\bar{r}_M - r_f)$

Το CAPM είναι ένα μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο τύπο όπου η τιμή αγοράς συμβολίζεται με  $P$  και η αναμενόμενη τιμή πώλησης  $Q$ , βρίσκουμε την τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου.

$$P = \frac{\bar{Q}}{1 + r_f + \beta(\bar{r}_M - r_f)}$$

Εφόσον ισχύει η υπόθεση ότι οι αγορές βρίσκονται σε ισορροπία η αναμενόμενη απόδοση μιας μεμονωμένης απόδοσης και ο κίνδυνός της, ο συστηματικός κίνδυνος που είναι ο συντελεστής  $b$ , θα έχουν μια γραμμική σχέση. Σε συνθήκες ισορροπίας σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM οι επενδύσεις πρέπει να βρίσκονται στην γραμμή αγοράς αξιόγραφων SML, και η γραμμή SML παρουσιάζει την γραμμική αυτή σχέση κινδύνου και απόδοσης.



**Διάγραμμα 1: Γραμμή Αξιόγραφων**

Η SML παρουσιάζει ότι η αναμενόμενη απόδοση μιας επικίνδυνης τοποθέτησης συνδυάζει την απόδοση χωρίς κίνδυνο (risk free rate) και ένα premium ( $R_m - r_f$ ). Το premium είναι απαραίτητο για να προσελκύσει τους συντηρητικούς επενδυτές να τοποθετήσουν τα χρήματά τους σε μία επικίνδυνη επένδυση. Η αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς έχει συντελεστή  $b$  ίσο με 1 και συνδυάζει την απόδοση

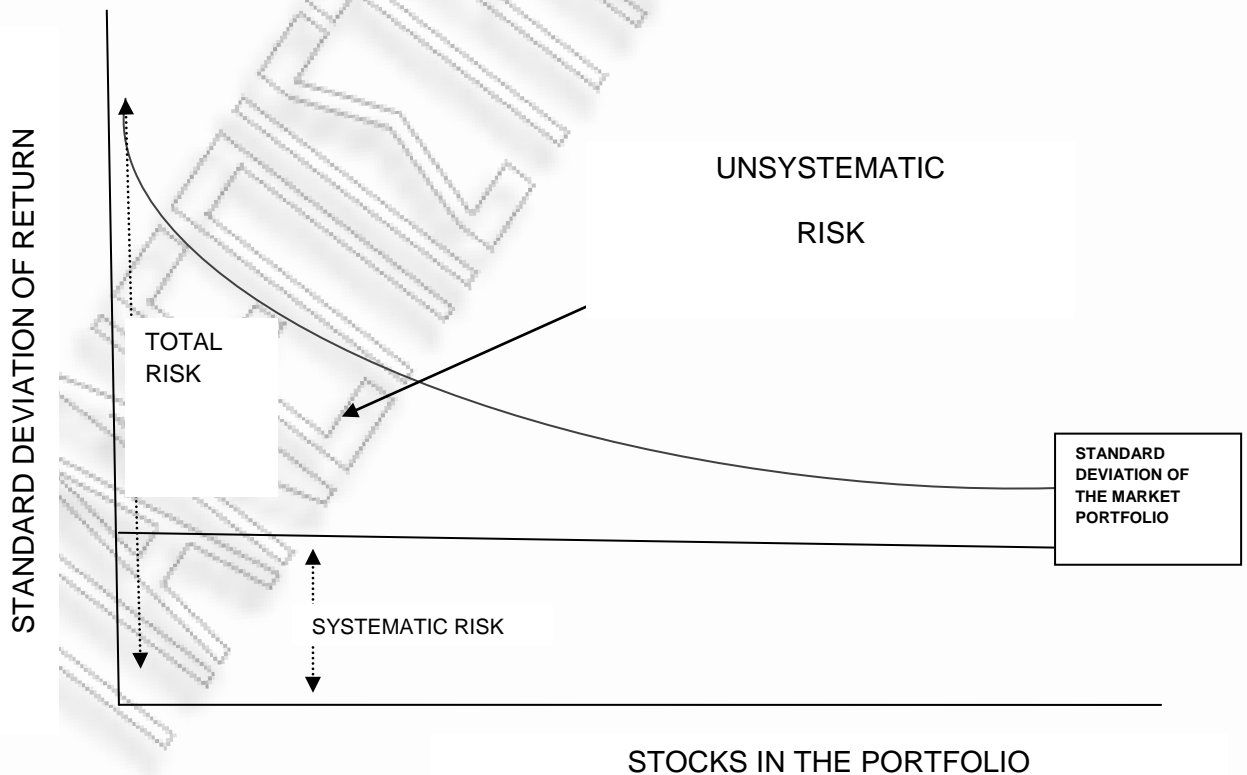
χωρίς κίνδυνο και το premium. Εφόσον ο μη συστηματικός κίνδυνος εξαλείφεται με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου οι επενδυτές δεν ανταμείβονται όταν αναλαμβάνουν μη συστηματικό κίνδυνο σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM. Ο επενδυτής που τοποθετεί τα χρήματά του σε μία επικίνδυνη επένδυση ανταμείβεται μόνο για το συστηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνει.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

a) ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ Beta

Ο συντελεστής βήτα ενός χαρτοφυλακίου είναι ο σταθμισμένος μέσος των συντελεστών βήτα των στοιχείων που συνθέτουν το χαρτοφυλάκιο και δίδεται από την ακόλουθη σχέση:  $\beta_{\text{port}} = \sum_{i=1}^n w_i \beta_i$

Ο συντελεστής beta είναι η κλίση της χαρακτηριστικής γραμμής και εμφανίζει πόσο επηρεάζεται η επιπλέον απόδοση μιας επένδυσης από την επιπλέον απόδοση του δείκτη της αγοράς, ή αλλιώς του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Αν η κλίση της χαρακτηριστικής γραμμής είναι ίση με 1 τότε η επιπλέον απόδοση της επένδυσης (λόγου χάρη μιας μετοχής) είναι ανάλογη της επιπλέον απόδοσης του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Δηλαδή η επένδυση έχει τον ίδιο συστηματικό κίνδυνο με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς. Μια επιθετική μετοχή έχει απότομη κλίση και συντελεστή beta μεγαλύτερο του 1 και αναλαμβάνει μεγαλύτερο συστηματικό κίνδυνο από το συστηματικό κίνδυνο του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Ενώ μια μετοχή με συντελεστή μικρότερο του 1 θεωρείται αμυντική. Συνολικός Κίνδυνος = Συστηματικός Κίνδυνος + Μη Συστηματικός κίνδυνος



Διάγραμμα 2: Κίνδυνος

Μέχρι τώρα αναφέρουμε ότι ο συντελεστής beta του χαρτοφυλακίου της αγοράς ισούται με 1, ο τύπος που χρησιμοποιούμε είναι ο ακόλουθος:

$$\beta_M = \frac{\text{Cov}(r_M, r_M)}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_M^2}{\sigma_M^2} = 1$$

Ο γενικός τύπος που χρησιμοποιούμε είναι:

$$\beta_j = \frac{\text{Cov}(r_j, r_M)}{\sigma_M^2} = \frac{(r_{jm}\sigma_j\sigma_M)}{\sigma_M^2}$$

Το μοντέλο CAPM αποδεικνύει ότι το risk premium (αμοιβή κινδύνου) μιας επένδυσης συνδέεται άμεσα με το συντελεστή beta και το risk premium του χαρτοφυλακίου της αγοράς, και δίδεται από τη σχέση:

$$\beta[E(r_M) - r_f]$$

Η CML (η γραμμή αγοράς κεφαλαίου) εμφανίζει τα risk premium των άριστων χαρτοφυλακίων (που αποτελούνται από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς και από μία επένδυση μηδενικού κινδύνου) σε σχέση με την τυπική απόκλιση του χαρτοφυλακίου.

Ενώ η SML (η γραμμή αγοράς αξιόγραφων) παρουσιάζει τα risk premium σε σχέση με τον κίνδυνο της επένδυσης, ο κίνδυνος δεν υπολογίζεται με τη διακύμανση και την τυπική απόκλιση αλλά με το συντελεστή beta. Η SML χρησιμοποιείται στην περίπτωση των μεμονωμένων επενδύσεων καθώς και στην περίπτωση των άριστων χαρτοφυλακίων. Ανάλογα του κινδύνου που φέρει μία επένδυση η SML εκφράζει την απαιτούμενη απόδοση που θα ανταμείψει τους επενδυτές συνυπολογίζοντας τον κίνδυνο καθώς και τη διαχρονική αξία του χρήματος. Οι υποτιμημένες μετοχές βρίσκονται πάνω από την SML ενώ οι υπερτιμημένες κάτω.

Υπάρχουν πλέον πολλές βάσεις δεδομένων που προσφέρουν στοιχεία για το συντελεστή βήτα οπότε δεν χρειάζεται να τον υπολογίζουμε. Αν τα ιστορικά στοιχεία που έχουμε στη διάθεσή μας είναι ικανά να προβλέψουν το μέλλον τότε χρησιμοποιούμε και τον ιστορικό συντελεστή βήτα. Πολλές εταιρείες επίσης υπολογίζουν και προσαρμόζουν το συντελεστή βήτα δίνοντας έναν νέο προσαρμοσμένο συντελεστή βήτα (adjusted beta).

Αναμφίβολα το CAPM αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για τους αναλυτές όμως υπάρχουν ορισμένες ιδιαιτερότητες που απασχολούν τους επιστήμονες όσον αφορά τα ακόλουθα θέματα:

- Επειδή το μοντέλο CAPM βασίζεται σε μία χρονική περίοδο μελετητές υποστηρίζουν ότι είναι προτιμότερο να χρησιμοποιούμε την απόδοση κρατικών τίτλων μικρότερης διάρκειας.
- Υπάρχουν αμφιβολίες όσον αφορά το κατάλληλο risk premium της αγοράς.
- Ο Richard Roll (1977, 1980) ισχυρίζεται ότι είναι λανθασμένη επιλογή η χρήση του δείκτη της αγοράς κυρίως επειδή ένα «πραγματικό» χαρτοφυλάκιο της αγοράς περιλαμβάνει μετοχές, ομόλογα, ανθρώπινο κεφάλαιο και real estate.
- Επίσης ο Roll υποστηρίζει ότι υπάρχουν αποκλίσεις στο μοντέλο CAPM αν χρησιμοποιήσουμε διαφορετικούς δείκτες (NYSEI, S&P 500, Wilshire's 5000 Stock Index).
- Όσον αφορά το συντελεστή beta όταν η αγορά πέφτει ο συντελεστής μας παρέχει ουσιαστική πληροφόρηση όταν όμως ανεβαίνει υπάρχουν προβλήματα. Τα σημαντικότερα προβλήματα αφορούν τις μετοχές SmallCap που έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις MediumCap & LargeCap. Επίσης οι μετοχές με χαμηλούς τους αριθμοδείκτες P/E & market – to – BV έχουν υψηλότερες αποδόσεις από μετοχές που έχουν υψηλότερους τους συγκεκριμένους αριθμοδείκτες.
- Η κριτική των E.F. Fama & K.R. French (1992,1993) επικεντρώθηκε στο συντελεστή beta. Οι Fama & French με εμπειρικούς ελέγχους ανέλυσαν τη σχέση που συνδέει τις αποδόσεις των μετοχών, το μέγεθός τους (market capitalization), το συντελεστή beta και το δείκτη market-to-book. Συγκεκριμένα όταν παλινδρόμησαν τους παράγοντες ο καθηγητής Fama ισχυρίστηκε ότι ο συντελεστής beta δεν προσφέρει ουσιαστική πληροφόρηση. Οι επιστήμονες κατέληξαν ότι την περίοδο 1963 και 1990 ο δείκτης book-to-market παρέχει ουσιαστική πληροφόρηση σε σχέση με το μέγεθος, το δείκτη P/E και την μόχλευση, και πρότειναν μία παραλλαγή του CAPM τριών παραγόντων.

b) ΕΚΤΙΜΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΑΛΛΩΝ ΠΑΡΑΓΟΝΤΩΝ

Ένας από τους κύριους λόγους που το υπόδειγμα CAPM θεωρείται μη ρεαλιστικό είναι επειδή δεν ασχολείται με αγαθά που βρίσκονται εκτός της αγοράς όπως το ανθρώπινο κεφάλαιο και οι μη εισηγμένες εταιρείες.

Το ανθρώπινο κεφάλαιο και οι ιδιωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν διαφορές και ασκούν διαφορετική επιρροή στην αγορά. Στην περίπτωση των ιδιωτικών επιχειρήσεων όμως το υπόδειγμα CAPM δεν είναι «άχρηστο». Υποθέτουμε ότι οι ιδιωτικές επιχειρήσεις παρουσιάζουν τα ίδια επικίνδυνα χαρακτηριστικά με δύο μετοχές. Οι ιδιοκτήτες μπορούν να επιλύσουν τα προβλήματα διαφοροποίησης αν δεν αγοράσουν μετοχές με τον ίδιο κίνδυνο. Επομένως το εισόδημα τους δεν επηρεάζει την εξίσωση του CAPM. Επομένως ένα χαρτοφυλάκιο που αντισταθμίζει τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν οι επιχειρηματίες (των ιδιωτικών εταιρειών) θα είναι ιδιαίτερα ελκυστικό. Οι Heaton & Lucas (2000) υποστηρίζουν ότι το υπόδειγμα CAPM ευνοείται από το εισόδημα των επιχειρηματιών (ιδιοκτητών) και συγκεκριμένα οι προβλέψεις του είναι πιο ασφαλείς.

Οι μισθοί αμφισβητούν την βαρύτητα του υποδείγματος CAPM. Το εισόδημα των επενδυτών επηρεάζει τις αποφάσεις τους όσον αφορά τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους. Λόγου χάρι ένας επενδυτής μπορεί να επιλέξει να μην επενδύσει στις μετοχές της εταιρείας όπου εργάζεται και να μειώσει τη συμμετοχή του κλάδου (της εταιρείας) στο χαρτοφυλάκιο του. Με αποτέλεσμα η ζήτηση των μετοχών των συγκεκριμένων εταιρειών να μειωθεί ενώ σύμφωνα με το υπόδειγμα CAPM οι αποδόσεις τους είναι χαμηλές αντίθετα στους κανόνες μιας αποτελεσματικής αγοράς. Ο Mayers (1972) ερμήνευσε την επιρροή του εισοδήματος στη γραμμή αγοράς αξιόγραφων SML μέσω της ακόλουθης σχέσης όπου ο δείκτης  $H$  συμβολίζει το συνολικό ανθρώπινο κεφάλαιο (aggregate human capital).

$$E(R_i) = E(R_M) \frac{\text{Cov}(R_i, R_M) + \text{Cov}(R_i, R_H) \left(\frac{P_H}{P_M}\right)}{\sigma_M^2 + \frac{P_H}{P_M} \text{Cov}(R_M, R_H)}$$

Ο Merton παρουσιάζει μία παραλλαγή του κλασσικού υποδείγματος CAPM, το μοντέλο ICAPM. Σύμφωνα με τον Merton οι επενδυτές καθ' όλη τη διάρκεια της ζωής τους

προσαρμόζουν τις επιλογές τους με βάση τις καταναλωτικές τους επιλογές και τα επενδυτικά τους σχέδια. Αν όμως ο κίνδυνος συνδέεται μόνο με τις αποδόσεις των χαρτοφυλακίων και οι επενδυτικές ευκαιρίες δεν αλλάζουν διαχρονικά τότε δεν αλλάζει και η κατανομή πιθανότητας του χαρτοφυλακίου της αγοράς, και το υπόδειγμα του Merton καταλήγει στα ίδια συμπεράσματα με το κλασσικό υπόδειγμα. Όμως υπάρχουν διαφορές ιδίως αν λάβουμε υπόψη μας διάφορες παραμέτρους που επηρεάζουν τις επενδυτικές ευκαιρίες όπως οι αποδόσεις των κρατικών τίτλων καθώς και τον πληθωρισμό. Πέρα από την αβεβαιότητα οι επενδυτές ανησυχούν για την αγοραστική τους δύναμη. Σε γενικές γραμμές υπάρχουν  $K$  κίνδυνοι που δεν σχετίζονται με την αγορά τους οποίους μπορούμε να αντισταθμίσουμε με τα αντίστοιχα χαρτοφυλάκια και το μοντέλο ICAP παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$E(R_i) = \beta_{iM}E(R_M) + \sum_{k=1}^K \beta_{ik}E(R_k)$$

Επίσης οι επενδυτές εκτιμούν περισσότερο τις υψηλές αποδόσεις σε περιόδους κρίσης. Επομένως υπάρχει και ο κίνδυνος κατανάλωσης (consumption risk) και το  $P_c$  είναι το χαρτοφυλάκιο του οποίου ο δείκτης συσχέτισης με την αύξηση της κατανάλωσης είναι ιδιαίτερα υψηλός.

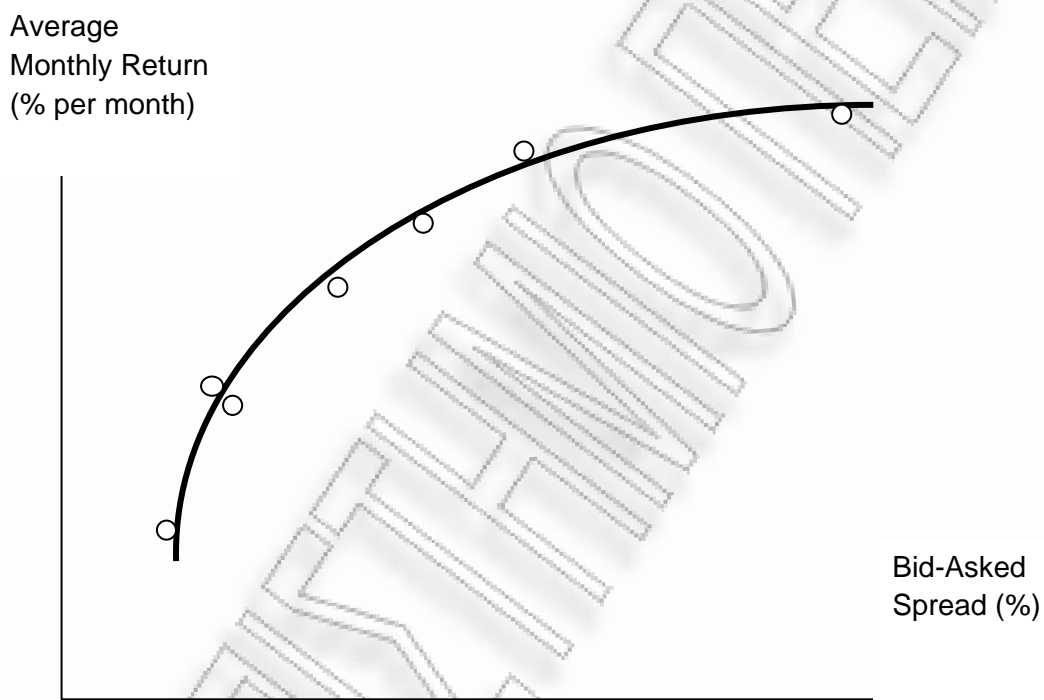
$$E(R_i) = \beta_{ic}RP_c \quad \& \quad RP_c = E(R_c) = E(r_c) - r_f$$

Αναμφίβολα το υπόδειγμα GCAPM δεν είναι τέλειο σε σχέση με το CAPM ιδίως επειδή δημοσιεύονται στοιχεία σε μηνιαία βάση όσον αφορά την αύξηση της κατανάλωσης αλλά πρόσφατες μελέτες ενισχύουν την βαρύτητά του.

Επιπλέον η ικανότητα ρευστοποίησης των μετοχών επηρεάζει αρκετά το υπόδειγμα CAPM. Οι Amihud & Mendelson (1986) μελετώντας την περίοδο 1961-1980 διαπίστωσαν ότι οι λιγότερο ρευστοποιήσιμες μετοχές είχαν 8,5% υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις πιο ρευστοποιήσιμες. Ένας άλλος συμπληρωματικός παράγοντας είναι και η ασύμμετρη πληροφόρηση, το ενδεχόμενο κάποιος να πουλάει έναν τίτλο έχοντας στη διάθεσή του πληροφορίες τις οποίες αγνοεί ο υποψήφιος αγοραστής. Οι επενδυτές σε γενικές γραμμές διακρίνονται σε δύο κατηγορίες: σε αυτούς που απλά πουλάνε τίτλους για να αυξήσουν το κεφάλαιό τους και για να προβούν σε μία μεγάλη αγορά ή για να επαναφέρουν το χαρτοφυλάκιο τους σε μία



ισορροπία, η συγκεκριμένη κατηγορία επενδυτών απλά δημιουργεί «θόρυβο» στην αγορά. Υπάρχουν όμως, και οι επενδυτές που έχουν στη διάθεσή τους πληροφορίες για μετοχές υποτιμημένες και προσπαθούν να εκμεταλλευθούν τη θέση ισχύος τους, το ίδιο ισχύει και αντιστρόφως αν γνωρίζουν ότι κατέχουν υπερτιμημένες τις πουλάνε. Η πληροφόρηση επηρεάζει κυρίως του επενδυτές που εκμεταλλεύονται τις άμεσα ρευστοποιήσιμες επενδύσεις τους. Οι επενδυτές πρέπει να εκτιμήσουν επομένως όχι μόνο τον κίνδυνο και την απόδοση αλλά το χρονικό ορίζοντα, τη δυνατότητα ρευστοποίησης, τα συναλλακτικά κόστη.



**Διάγραμμα 3: Αποδόσεις & Ρευστότητα**

Στο παραπάνω σχήμα (Amihud & Mendelson 1986) παρουσιάζεται η σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις (κατά μέσο όρο) και την έλλειψη ρευστότητας. Υπάρχει όμως ανοικτό το ενδεχόμενο να μην μπορούν οι επενδυτές να προβλέψουν τη ρευστότητα αυτή και να επιθυμούν να λάβουν μία αποζημίωση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Υπάρχει επομένως ένας «συστηματικός» κίνδυνος άρρηκτα συνδεδεμένος με τη ρευστότητα. Το καλοκαίρι του 1998 το χαρτοφυλάκιο LTCM ήταν αρκετά διαφοροποιημένο αλλά δεν είχε καμία «άμυνα» ως προς τον κίνδυνο ρευστότητας με αποτέλεσμα να καταρρεύσει λόγω των γεγονότων στη Ρωσία. Επομένως οι αναμενόμενες αποδόσεις επηρεάζονται από το συντελεστή beta για τον οποίο μας δίνει πληροφορίες το κλασικό υπόδειγμα CAPM αλλά και από τρεις επιπλέον συντελεστές beta που υπολογίζουν τρεις

υποκατηγορίες άμεσα συνδεδεμένες με τη ρευστότητα. Ο δείκτης  $\beta_{L1}$  μετρά πόσο ευαίσθητη είναι η έλλειψη ρευστότητας μιας μετοχής σε σχέση με την έλλειψη ρευστότητας της αγοράς, ο δείκτης  $\beta_{L2}$  μετρά πόσο ευαίσθητη είναι η απόδοση μιας μετοχής σε σχέση με την έλλειψη ρευστότητας της αγοράς και ο τελευταίος δείκτης  $\beta_{L3}$  μετρά πόσο ευαίσθητη είναι η έλλειψη ρευστότητας μιας μετοχής σε σχέση με την απόδοση της αγοράς. Το μοντέλο που χρησιμοποιούμε είναι:

$$E(R_i) = kE(C_i) + E(R_M - C_M)(\beta + \beta_{L1} - \beta_{L2} - \beta_{L3})$$

#### **1.1.18. Μέσες ιστορικές αποδόσεις των κοινών μετοχών**

Οι κοινοί μέτοχοι έχουν δικαίωμα ψήφου αλλά στις περιπτώσεις οικονομικής εκκαθάρισης θα ικανοποιηθούν τελευταίοι (σε σχέση με τους ομολογιούχους, λοιπούς πιστωτές και τους κατόχους προνομιούχων). Οι μέσες ιστορικές αποδόσεις αποτελούν ένα μη αξιόπιστο κριτήριο αξιολόγησης εφόσον το παρελθόν σπανίως μας οδηγεί σε ασφαλή συμπεράσματα. Η ευκολία της μεθόδου αποτελεί ένα σημαντικό πλεονέκτημα διαπιστώνουμε όμως, ότι πολύ συχνά οι χαμηλές αποδόσεις των νέων επενδύσεων επηρεάζουν αρνητικά τις συνολικές αποδόσεις του χαρτοφυλακίου μας. Όταν επιλέγουμε τη συγκεκριμένη μέθοδο αρχικά πρέπει να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης. Επισημαίνουμε ότι πρέπει να υπολογίζουμε τον αριθμητικό και τον γεωμετρικό μέσο και εν συνεχεία να τον συγκρίνουμε με τα θεμελιώδη μεγέθη της επιχείρησης ιδιαίτερα όταν η εταιρεία έχει υψηλό ρυθμό ανάπτυξης.

#### **1.1.19. Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων**

Έχουμε επισημάνει ότι επενδύουμε με απώτερο σκοπό να εισπράξουμε είτε μερίσματα είτε να πωλήσουμε το χαρτοφυλάκιό μας. Το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model, DDM) είναι θεμελιώδες<sup>47</sup> αλλά πρακτικά είναι μη εφαρμόσιμο<sup>48</sup> και οι αναλυτές είναι υποχρεωμένοι να χρησιμοποιήσουν εναλλακτικά μοντέλα.

<sup>47</sup> Δηλαδή τα υπόλοιπα εναλλακτικά μοντέλα αποτίμησης βασίζονται στην ίδια μεθοδολογία.

<sup>48</sup> Αρτικής Π.Γ., 2010, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks.

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

Υποδείγματα όπως το υπόδειγμα μερισματικής απόδοσης (dividend yield model) με σταθερά μερίσματα και σταθερό κόστος κεφαλαίου, το υπόδειγμα ανάπτυξης μερισμάτων (Gordon growth model) όταν τα μερίσματα αυξάνονται με ένα ρυθμό στο διηνεκές, το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων δύο περιόδων (στην πρώτη περίοδο υπάρχει ανάπτυξη και στην επόμενη σταθερότητα) και το υπόδειγμα H<sup>49</sup> που προβλέπει δύο περιόδους ανάπτυξης (στην πρώτη περίοδο ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται γραμμικά και στη δεύτερη υπάρχει σταθερότητα) και τέλος το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων τριών περιόδων (three-stage dividend discount model) καθώς συνδυάζει τα χαρακτηριστικά του υποδείγματος H και του υποδείγματος δύο περιόδων.

#### 1.1.20. Κίνδυνος πληθωρισμού

Ο πληθωρισμός είναι η αύξηση του γενικού επιπέδου των τιμών και ως κίνδυνο πληθωρισμού (inflation risk) ορίζουμε την μείωση των αποδόσεων. Μακροχρόνια δημιουργεί διακυμάνσεις στις τιμές των μετοχών και απαξιώνει το χαρτοφυλάκιο μας, μηδενίζοντας τα περιθώρια κέρδους όσον αφορά τα κρατικά ομόλογα ενώ ενδέχεται τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια, μακροχρόνια, να διατηρήσουν την αξία τους. Οι πραγματικές αποδόσεις δεν φέρουν την επίδραση του πληθωρισμού.

#### 1.1.21. Κίνδυνος επιτοκίων

Τα επιτόκια, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα, ουσιαστικά ακολουθούν τη ροή των κυκλικών διακυμάνσεων και μας επιτρέπουν να σχεδιάσουμε την πολιτική χρηματοδοτήσεων<sup>50</sup>. Τα υψηλά επιτόκια μειώνουν την παρούσα αξία (των μελλοντικών ταμιακών ροών) και καθορίζουν τις αποφάσεις επενδύσεων των επιχειρήσεων. Η

<sup>49</sup> Fuller R.J., Hsia C., 1984, A simplified common stock valuation model, *Financial Analysis Journal*, Vol. 5, pp. 49-56.

<sup>50</sup> Συνάπτουμε βραχυπρόθεσμα δάνεια με υψηλό επιτόκιο στο στάδιο της άνθησης γνωρίζοντας ότι στο στάδιο της ύφεσης θα επαναδιαπραγματευτούμε τους όρους δανειοδότησής μας, εξασφαλίζοντας χαμηλότερα επιτόκια. Βεβαίως όλες οι βασικές παραδοχές ανατρέπονται σήμερα, στη χώρα μας, εξαιτίας της Τρόικας και της κρίσης.

αύξηση των επιτοκίων καθιστά μη ελκυστικές τις επενδύσεις εφόσον η αξία τους υποχωρεί. Απαιτείται να συμπεριλαμβάνεται μία αμοιβή<sup>51</sup> κινδύνου στην απαιτούμενη απόδοση.

#### **1.1.22. Κίνδυνος κυκλικών διακυμάνσεων**

Οι κυκλικές διακυμάνσεις (business cycles) αποτελούνται από 4 στάδια: ανάκαμψη, άνθηση, κάμψη και ύφεση και περιγράφουν την οικονομική δραστηριότητα. Είναι γνωστό ότι οι κυκλικές διακυμάνσεις δεν επηρεάζουν όλους τους κλάδους της οικονομίας, πιο ευαίσθητοι οι κυκλικοί κλάδοι (αυτοκινητοβιομηχανίες) λιγότερο ευαίσθητοι οι αμυντικοί κλάδοι (υπηρεσίες κοινής ωφέλειας). Το ακαθάριστο εγχώριο προϊόν είναι το σύνολο των υπηρεσιών και προϊόντων (που παράγονται) σε μία οικονομία. Όταν το ΑΕΠ αυξάνεται η οικονομία θεωρείται αναπτυσσόμενη και οι περισσότερες εταιρείες έχουν κέρδη και αυξημένη ζήτηση.

#### **1.1.23. Συναλλαγματικός κίνδυνος**

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος επηρεάζει τον εγχώριο δείκτη πληθωρισμού, την κερδοφορία μας, την τιμολογιακή πολιτική μας και κυρίως την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών μας. Πιο απλά είναι εξαιρετικά σημαντικός για τις εμπορικές εταιρείες<sup>52</sup> επειδή εξαιτίας των αυξομειώσεων στις συναλλαγματικές ισοτιμίες οι επενδύσεις τους χάνουν την αξία τους (εν μέρει).

#### **1.1.24. Κίνδυνος πτώχευσης**

Οι περισσότερες επιχειρήσεις είτε ως δανειζόμενοι είτε ως δανειστές είναι εκτεθειμένες, εφόσον ο πιστωτικός κίνδυνος σχετίζεται με την εκπλήρωση μελλοντικών πληρωμών. Ένας τρόπος αντιμετώπισης είναι η πιστοληπτική αξιολόγηση. Οι δανειστές προσαρμόζουν το συντελεστή προεξόφλησης και αυξάνουν το επιτόκιο δανεισμού

<sup>51</sup> Maturity risk premium.

<sup>52</sup> Είτε λόγω των εισαγωγών είτε των εξαγωγών.

ανάλογα με τη διαβάθμιση του δανειζόμενου. Τέλος η αθέτηση πληρωμών οδηγεί στη μείωση της λογιστικής αξίας των επενδύσεων.

#### **1.1.25. Κίνδυνος μεγέθους επιχείρησης**<sup>53</sup>

Κίνδυνος μεγέθους επιχείρησης αναφέρεται στο ενδεχόμενο απώλειας κερδών και εξαρτάται από διάφορους εξωγενείς οικονομικούς παράγοντες και όχι μόνο. Αναφέρουμε επιγραμματικά τον ανταγωνισμό, το ρυθμιστικό πλαίσιο, καθώς και το χαρτοφυλάκιο πελατών, τον όγκο πωλήσεων, τα σταθερά κόστη και το κόστος παραγωγής ανά μονάδα. Ένας γενικός κανόνας είναι ότι οι πιο μικρές επιχειρήσεις είναι πιο εκτεθειμένες.

#### **1.1.26. Κίνδυνος χρηματιστηριακής τιμής εμπορευμάτων**

Οι τιμές ορισμένων εμπορευμάτων (λόγου χάρη σόγια, ζάχαρη, βαμβάκι, χάλυβας, πετρέλαιο, καλαμπόκι, σιτηρά, χαλκός, αλουμίνιο) επηρεάζουν άμεσα την παραγωγή και μειώνουν σημαντικά το περιθώριο κέρδους. Αντισταθμίζονται όταν υπάρχουν μεγάλοι πελάτες, με συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) και με παρεμβατικές πολιτικές εποπτικών αρχών (οι οποίες μακροχρόνια δημιουργούν προβλήματα παρά τα επιλύουν).

#### **1.1.27. Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου**

$$K = \Sigma_1 K_{\delta} + \Sigma_2 K_{\pi} + \Sigma_3 K_{\alpha} + \Sigma_4 K_{\kappa}$$

Όπου K το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου,  $\Sigma_1$  έως 4 αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων (1), προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου (2), αποθεματικών (3) και κοινού μετοχικού κεφαλαίου (4). Οι συντελεστές στάθμισης όταν χρησιμοποιούν τις

<sup>53</sup> Στη βιβλιογραφία εμφανίζεται ως operational risk, corporate risk.

δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις υπολογίζουν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου με τις ιστορικές αξίες οι οποίες ενδέχεται να διαφέρουν σημαντικά από τις τρέχουσες (οι επενδυτές ενδιαφέρονται για τις αποδόσεις του χαρτοφυλακίου τους με βάση τις τρέχουσα χρηματιστηριακή αξία μίας επιχείρησης). Το μειονέκτημα όμως όταν χρησιμοποιούμε τις τρέχουσες αξίες είναι ότι δεν εκφράζουν απόλυτα την επιχείρηση εφόσον είναι εκτεθειμένες. Τέλος το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου σχετίζεται με την χρηματοδότηση μιας επιχείρησης και συγκεκριμένα με την επιθυμητή κεφαλαιακή διάρθρωση (επομένως είναι προτιμότερο να βασίζεται σε επιθυμητές αξίες).

#### **1.1.28. Βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων**

Βασική αρχή της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η εξασφάλιση ορθής χρηματοδοτικής διάρθρωσης όταν δηλαδή τα περιουσιακά στοιχεία χρηματοδοτούνται με κεφάλαια ίσης (ή και μεγαλύτερης) διάρκειας. Η αξία επομένως των πάγιων πρέπει να καλύπτεται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας μολονότι συνολικά οι τόκοι είναι υψηλότεροι<sup>54</sup>. Οι επιχειρήσεις που αγνοούν ή δεν επιλέγουν να εφαρμόσουν αυτή την αρχή έχουν σημαντικά λειτουργικά προβλήματα (λ.χ. μη ανανέωσης των όρων δανειοδότησης). Επιπλέον και ένα μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με μακροχρόνια κεφάλαια, λόγω των αποθεμάτων ασφαλείας, την εποχικότητα (ενδεχομένως των προϊόντων) και τη χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ορισμένων στοιχείων του ενεργητικού. Το ποσοστό αυτό προκύπτει κυρίως από την κλαδική ανάλυση της επιχείρησης, η οποία αξιολογεί τους δείκτες ρευστότητας, την οικονομία (γενικά). Μία επιχείρηση μπορεί να ανταποκρίνεται στις οικονομικές της υποχρεώσεις όταν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν υπερβαίνουν το άθροισμα των απαιτήσεων και διαθεσίμων. Τέλος τα ίδια κεφάλαια πρέπει να παρέχουν κάλυψη στα πάγια και στα υπόλοιπα στοιχεία του ενεργητικού (με μεγάλη διάρκεια ζωής). Αν τα ίδια κεφάλαια δεν ικανοποιούν αυτή τη συνθήκη τότε η επιχείρηση πρέπει να λάβει ένα μακροπρόθεσμο δάνειο. Ένα θέμα που προκύπτει είναι ότι όταν αυξάνεται η δανειακή επιβάρυνση μία επιχείρησης τότε και η πιστοληπτική της ικανότητα μειώνεται.

<sup>54</sup> Η διαχείριση κινδύνου και κόστους δανεισμού είναι άρρηκτα συνυφασμένη με την χρηματοοικονομική διοίκηση και αποτελεί μέρος των αρμοδιοτήτων των ανώτατων στελεχών της Οικονομικής Διεύθυνσης.

### **1.1.29. Ομολογιακά δάνεια**<sup>55</sup>

Τα ομολογιακά δάνεια είναι μακροπρόθεσμα δάνεια μεγάλου ύψους και επηρεάζουν σημαντικά την εκδότρια επιχείρηση. Η τελευταία δεσμεύεται από τη σύμβαση (πέρα από την εκπλήρωση της βασικής υποχρέωσης, δηλαδή να εξοφλήσει τους ομολογιούχους στη λήξη) όσον αφορά τις προϋποθέσεις έκδοσης νέου δανείου, της διανομής μερισμάτων. Τα βασικά χαρακτηριστικά είναι η ονομαστική αξία (το ποσό που θα λάβει στη λήξη), το ονομαστικό επιτόκιο, ο χρόνος πληρωμής, η διάρκεια, το δικαίωμα ανάκλησης, επιστροφής και τέλος η εγγύηση (για να εξασφαλίζονται τα συμφέροντα των ομολογιούχων όταν μία επιχείρηση δεν ανταποκριθεί στις οικονομικές της υποχρεώσεις). Το ύψος του ονομαστικού επιτοκίου εξαρτάται από τις συνθήκες της αγοράς (κεφαλαίου) σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή (δηλαδή την ημερομηνία έκδοσης). Βασικά τα ομολογιακά δάνεια διακρίνονται σε σταθερής απόδοσης και μεταβλητής (το επιτόκιο δεν παραμένει σταθερό). Η τρέχουσα τιμή είναι η παρούσα αξία των ταμιακών εισροών προεξοφλημένη με το επιτόκιο αγοράς. Ο κυριότερος λόγος αντικατάστασης ενός ομολογιακού δανείου είναι οι διακυμάνσεις των επιτοκίων.

### **1.1.30. Μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια**

Τα μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια με απόφαση του ομολογιούχου μετατρέπονται σε κοινές μετοχές σε μία τιμή (συγκεκριμένη). Έχουν χαμηλότερο επιτόκιο και παρέχουν ελευθερία κινήσεων, και κυρίως ασφάλεια. Ο δείκτης μετατροπής υπολογίζεται όταν διαιρέσουμε την ονομαστική αξία της ομολογίας με την τιμή μετατροπής. Για την εκδότρια εταιρεία τα οφέλη είναι σημαντικά (λαμβάνοντας υπόψη την προηγούμενη παράγραφο). Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών αποτελεί μία έμμεση χρηματοδότηση με κοινές μετοχές, σε υψηλότερη τιμή, με χαμηλότερο επιτόκιο και ελάχιστους περιοριστικούς όρους.

<sup>55</sup> Για τις ανάγκες της έρευνας μας θα αναφερθούμε συνοπτικά στα μειονεκτήματα (για την εκδότρια) των ομολογιακών δανείων και στα πλεονεκτήματα (για την εκδότρια) των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων.

### 1.1.31. Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου αυξάνει τα διοικητικά κόστη (αμοιβές αναδόχων, εμπειρογνομόνων, έκδοση ενημερωτικού δελτίου) και συνοδεύεται από το κόστος τιμολόγησης (των νέων μετοχών όταν η διαμορφωθείσα τιμή είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης). Κόστος τιμολόγησης ως ποσοστό τοις εκατό υπολογίζεται όταν από το γινόμενο δύο κλασμάτων αφαιρούμε μία μονάδα. Το γινόμενο αποτελείται από την τιμή κλεισίματος μετοχής (διαπραγματεύεται στο χρηματιστήριο) προς την τιμή έκδοσης επί την τιμή κλεισίματος του δείκτη (λόγου χάρη του Χρηματιστηρίου Αθηνών την ημέρα καθορισμού της τιμής έκδοσης) προς την τιμή κλεισίματος του δείκτη (την ημέρα της διαπραγμάτευσης). Η έκδοση κοινού μετοχικού κεφαλαίου προσφέρει μεταξύ άλλων υψηλότερες αποδόσεις και κάλυψη αναφορικά με τον κίνδυνο πληθωρισμού. Επίσης είναι ένα μόνιμο κεφάλαιο, μπορεί να πωληθεί, υπό προϋποθέσεις δεν φορολογείται (στην χώρα μας δεν ισχύει πλέον). Το σημαντικότερο μειονέκτημα είναι ότι δημιουργούνται εσφαλμένες εντυπώσεις που μπορούν να έχουν ως αποτέλεσμα πτώση της τιμής (της μετοχής). Τέλος αυξάνεται ο αριθμός των μετόχων, άρα μειώνεται ο έλεγχος, και αυξάνονται οι υποχρεώσεις (δηλαδή των μερισμάτων).

### 1.1.32. Δείκτης δανειακής επιβάρυνσης

Εκφράζει τη σχέση των ξένων προς ίδιων κεφαλαίων (debt to equity ratio) ή αλλιώς το σύνολο των ξένων μακροπρόθεσμων κεφαλαίων προς τα απασχοληθέντα κεφάλαια της επιχείρησης. Επισημαίνουμε ότι το ανεκτό όριο δανειακής επιβάρυνσης διαφέρει ανάλογα με τη φύση, τη σταθερότητα του κύκλου εργασιών, την οικονομία (γενικά) και τέλος την αποδοτικότητα της ίδιας της επιχείρησης.

### 1.1.33. Πολιτική Μερισμάτων

Με βάση τη θεωρία MM<sup>56</sup> 1961, τα μερίσματα δεν έχουν γραμμική σχέση με την τρέχουσα τιμή των μετοχών. Η θεωρία MM όμως, έχει πέντε βασικές προϋποθέσεις: (1) δεν υπάρχει φορολογία (προσωπική και εταιρική), (2) δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης και διαπραγμάτευσης, (3) οι επενδυτές δεν ενδιαφέρονται αν θα λάβουν μέρισμα ή αν

<sup>56</sup> Franco Modigliani & Merton Miller (MM)



θα παρακρατηθούν τα κέρδη (4) δεν υπάρχει ασύμμετρη πληροφόρηση (5) η πολιτική επενδύσεων δεν συσχετίζεται με την πολιτική μερισμάτων. Στον αντίποδα της θεωρίας MM υπάρχει η θεωρία Gordon-Lintner. Με βάση τη θεωρία GL οι επενδυτές αποδίδουν μεγαλύτερη αξία στα μερίσματα και όχι στην παρακράτηση κερδών και παρουσιάζουν ότι το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται όσο αυξάνεται ο δείκτης μερισμάτων προς καθαρά κέρδη. Τέλος η θεωρία διαφορικού φόρου υποστηρίζει ότι μία επιχείρηση πρέπει να διανείμει μηδενικό (ή εξαιρετικά χαμηλό) μέρισμα και ότι οι επενδυτές προτιμούν τις υψηλότερες αποδόσεις (κυρίως εξαιτίας της φορολογίας).

Οι μέτοχοι θεωρούν ότι μέσω της πολιτικής μερισμάτων ελαχιστοποιείται το κόστος αντιπροσώπευσης (agency cost). Οι επιχειρήσεις όμως εφαρμόζουν την πολιτική εκείνη που είναι συμβατή με το στρατηγικό σχεδιασμό τους (λόγου χάρη ρευστότητα, δανειακές υποχρεώσεις, φορολογία, επενδυτικές ευκαιρίες, διατήρηση του ελέγχου).

Επισημαίνουμε ότι ο χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής μίας επιχείρησης προσδιορίζει μεταξύ άλλων και την πολιτική μερισμάτων. Μία crown prince επιχείρηση και μία bobby dazzler επιχείρηση δεν διαθέτουν επαρκή ρευστότητα και η πρώτη δίνει χαμηλό μέρισμα και η δεύτερη δεν διανείμει μέρισμα επειδή συνεχώς αναπτύσσεται. Αντίστοιχα οι επιχειρήσεις που βρίσκονται στα άλλα δύο στάδια white giant (έχει σωρευμένα κέρδη και δίνει υψηλό μέρισμα) και red giant (είναι ζημιογόνα) δεν μπορούν να αναπτυχθούν.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Bodie Z., Kane A. & Marcus A.J. ,2009, Investments, International Edition McGraw-Hill
2. Briley R.A., Myers S.C. & Allen F., 2008, Principles of Corporate Finance, International Edition McGraw-Hill
3. Damodaran A., 2002, Investment Valuation, 2<sup>nd</sup> edition, Wiley Finance.
4. Damodaran A., 2003, Investment Philosophies, J.Wiley & Sons
5. Graham, J.R., Harvey C.R., 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp.187-243.
6. Hillier D., Grinblatt M., Titman S., 2008, Financial Markets and Corporate Strategy, European Edition, McGraw-Hill.
7. Hilton, R.W., 2009, Managerial Accounting, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, Irwin.
8. Hsiao-Yun C., Ward C., 2000, Evaluating investment projects: the hurdle rate, Journal of Corporate Real Estate, Vol.2, No.4, pp. 295-303
9. Lazaridis J., Lyrودي K., Agorastos K., 1999, Capital budgeting and leasing decision – making of Hellenic companies, εργασία που παρουσιάστηκε στην 6η ετήσια συνάντηση της Multinational Finance Society, στο Τορόντο, του Καναδά, 7-10 Ιουλίου 1999.
10. Lazaridis J., Lyrودي K., 2001, Investment Policies of the Businesses in Cyprus, εργασία που παρουσιάστηκε στην 1η Ετήσια Συνάντηση της HFAA, στην Χίο, 16-17 Σεπτεμβρίου 2001.
11. Lazaridis J., 2004, Capital Budgeting Practices: A survey in the firms in Cyprus, Journal of Small Business Management, Vol. 42, No.4, pp. 427-433
12. Lintner J.,1956, Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes, The American Economic Review, Vol. 46, No. 2, pp. 97-113.
13. Luenberger D.G. ,1997, Investment Science OUP USA [pdf]
14. Reilly F.K. & Brown K.C., 2002, Investment Analysis & Portfolio Management Thomson Learning [(0-324-17173-0) pdf]
15. Reilly / Brown Investment Analysis & Portfolio Management (0-324-17173-0).
16. Thompson J., Martin F., 2005, Strategic Management, Awareness and Change, 5<sup>th</sup> edition, South Western, Cengage Learning.
17. Van Horne J.C., 1998, Financial Management and Policy, 11<sup>th</sup> edition, International edition, PHIPE, Prentice Hall.
18. Αρτίκης Γ.Π., 2002 Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Επενδύσεων Interbooks
19. Αρτίκης Γ.Π., 2002 Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks
20. Αρτίκης Γ.Π., 2010, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks
21. Αρτίκης Π.Γ. 2009 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Πανεπιστημιακές Σημειώσεις Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
22. Αρτίκης Π.Γ., 2010, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks
23. Αρτίκης Π.Γ., 2011, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Interbooks
24. Καραθανάσης Γ.Α., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματοοικονομικές Αγορές, Εκδόσεις Γ. Μπένου
25. Κυριαζής Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Εκδόσεις Σμπίλιας

## ΔΕΥΤΕΡΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Στην εισαγωγή αναφέραμε ότι στο παρόν κεφάλαιο θα παρουσιάσουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας και θα αναφερθούμε στα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε.

### 2. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

#### 2.1. Γενικές Παρατηρήσεις

Στην παρούσα εργασία χρησιμοποιήσαμε το ερωτηματολόγιο<sup>57</sup> των Graham και Cambell<sup>58</sup> κυρίως επειδή διερευνά τρεις ενότητες: τις αποφάσεις επενδύσεων, την κεφαλαιακή διάρθρωση και το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Η δομή του ερωτηματολογίου είναι απλή, αποτελείται από 133 ερωτήσεις, που μας προσφέρουν τη δυνατότητα να επαληθεύσουμε τα αποτελέσματά μας εφόσον μελετάται κάθε ενότητα σε βάθος. Αποφασίσαμε να αποστείλουμε το ερωτηματολόγιο μόνο στις εταιρείες που ήταν εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και ζητήσαμε να μας απαντήσουν μόνο οι Οικονομικοί Διευθυντές. Αναλύουμε τις βασικές ερωτήσεις με βάση το προφίλ των συμμετεχουσών εταιρειών. Διαχωρίζουμε δηλαδή τις απαντήσεις των συμμετεχόντων με βάση τον όγκο πωλήσεων, το δείκτη τιμή προς κέρδη, το δείκτη ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού και τον κλάδο,. Επίσης διακρίνουμε τις εταιρείες σε δύο κατηγορίες επιπλέον, δηλαδή σε όσες διένειμαν μέρισμα την περίοδο της έρευνας και σε όσες αποφάσισαν να μην διανείμουν. Μελετάμε επίσης τις απαντήσεις με βάση το ποσοστό δικαιωμάτων που έχουν στην κατοχή τους οι Οικονομικοί Διευθυντές και τα υπόλοιπα ανώτατα διοικητικά στελέχη ως μέρος της πολιτικής κινήτρων των εταιρειών του δείγματός μας και τέλος αξιολογούμε τις απαντήσεις με βάση τα έτη προϋπηρεσίας των συνεντευξιζόμενων.

<sup>57</sup> Στο παράρτημα υπάρχει το ερωτηματολόγιο της έρευνάς μας και το ερωτηματολόγιο των Graham, Harvey.

<sup>58</sup> Graham, J.R., Harvey C.R., 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, pp.187-243.

## 2.2. Μεθοδολογία

Στο πρώτο στάδιο της έρευνάς μας, πριν ακόμη εξασφαλίσουμε τα πνευματικά δικαιώματα από τους Graham και Cambell είχαμε αποφασίσει να προσαρμόσουμε το ερωτηματολόγιο τους και να μην συμπεριλάβουμε όλες τις ερωτήσεις. Αρχικά μετά από σύσταση του επιβλέποντος αφαιρέσαμε το σύνολο των ερωτήσεων που διερευνά το μορφωτικό επίπεδο και την ηλικία των συμμετεχόντων<sup>59</sup>. Στη συνέχεια αποφασίσαμε να αλλάξουμε τη δομή ώστε οι συμμετέχοντες να μπορούν να απαντούν στις ερωτήσεις χωρίς να απαιτείται η εκτύπωση του ερωτηματολογίου. Όταν είχαμε καταλήξει στη δομή (συνολικά η έκτασή του ήταν 6 σελίδες, περιείχε 133 ερωτήσεις, 15 κύριες ερωτήσεις με υποερωτήσεις που κυμαίνονται από 3 έως και 15, αναλόγως την ερώτηση) αποφασίσαμε ότι πρέπει να ελέγξουμε το χρόνο συμπλήρωσης των ερωτήσεων.

Στις δοκιμές συμμετείχαν 2 μεταπτυχιακοί φοιτητές MBA<sup>60</sup>, 3 διευθυντικά<sup>61</sup> στελέχη ναυτιλιακών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης και 2 μέλη ΔΕΠ του Τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Από τις δοκιμές διαπιστώσαμε ότι έπρεπε οπωσδήποτε να αλλάξει η διατύπωση σε ορισμένες ερωτήσεις και ότι ήταν απαραίτητο να αναφέρουμε εντός παρενθέσεων και την αγγλική ορολογία. Μετά από αυτές τις προσαρμογές αλλάξαμε τη ροή των ερωτήσεων και παρακαλέσαμε τα 3 διευθυντικά στελέχη να μας συμπληρώσουν εκ νέου το ερωτηματολόγιο μας (ως τελευταία ερώτηση<sup>62</sup> είχαμε ζητήσει να χρονομετρήσουν τη διαδικασία). Διαπιστώσαμε επομένως ότι είναι εφικτή η συμπλήρωση του ερωτηματολογίου σε 15 λεπτά και ότι δεν υπάρχουν πλέον ασαφείς ερωτήσεις.

Όπως είχαμε αναφέρει στην εισαγωγή η παρούσα εργασία εντάσσεται στο πλαίσιο των ακαδημαϊκών μας υποχρεώσεων, γίνεται επομένως αντιληπτό ότι υπήρχαν συγκεκριμένοι περιορισμοί, λόγω χρόνου και κόστους. Έπρεπε χωρίς να καθυστερήσουμε τη λήψη του μεταπτυχιακού μας τίτλου (δηλαδή εντός του 2011) να έχουμε καταθέσει τη διπλωματική μας και έπρεπε να αποστείλουμε τα ερωτηματολόγια μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου. Για να διατηρηθεί η ανωνυμία των συμμετεχόντων προτείναμε την υπογραφή συμφώνου εχεμύθειας.

<sup>59</sup> Θα επεξηγήσουμε την απόφασή μας όταν θα σχολιάσουμε τα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε.

<sup>60</sup> Ιωάννα Λιόση, MBA – HAU ; και η γράφουσα MBA – Πα.Πει.

<sup>61</sup> Επιθυμούν να διατηρήσουν την ανωνυμία τους.

<sup>62</sup> Επισημαίνουμε ότι στην έρευνά μας δεν υπάρχει αυτή η ερώτηση.

Στο παράρτημα παραθέτουμε το αρχικό ερωτηματολόγιο των Graham και Cambell, το ερωτηματολόγιο στο οποίο βασίστηκε η έρευνά μας, την αλληλογραφία μας με τους συγγραφείς και την εξασφάλιση των πνευματικών δικαιωμάτων, τις συνοδευτικές επιστολές που αποστείλαμε στις 268 εταιρείες, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στις εταιρείες εκείνες όπου οι Οικονομικοί Διευθυντές δεν ήταν Έλληνες αποστείλαμε τις συνοδευτικές επιστολές και το ερωτηματολόγιο στην αγγλική γλώσσα και σε μία εταιρεία η αλληλογραφία μας ήταν στη γαλλική γλώσσα. Στο παράρτημα παραθέτουμε μόνο τις συνοδευτικές επιστολές και το ερωτηματολόγιο στην αγγλική γλώσσα.

Είναι πολύ σημαντικό να αναφέρουμε ότι το Δεκέμβριο 2009 ο επιβλέπων Καθηγητής μας ανακοίνωσε ότι είμαστε σε θέση να χρησιμοποιήσουμε ως ερευνητικό εργαλείο το άρθρο των Graham και Cambell. Όμως, όταν είχε ήδη ξεκινήσει η έρευνά μας διαπιστώσαμε ότι δεν είχαμε σε έντυπη μορφή την εξασφάλιση των πνευματικών δικαιωμάτων όπως όριζε ο κανονισμός εκπόνησης διπλωματικής εργασίας του ΠΜΣ ΔΕ. Για αυτό το λόγο δεν συμφωνούν οι ημερομηνίες όπως θα διαπιστώσετε στα αρχεία που παραθέτουμε στο Παράρτημα.

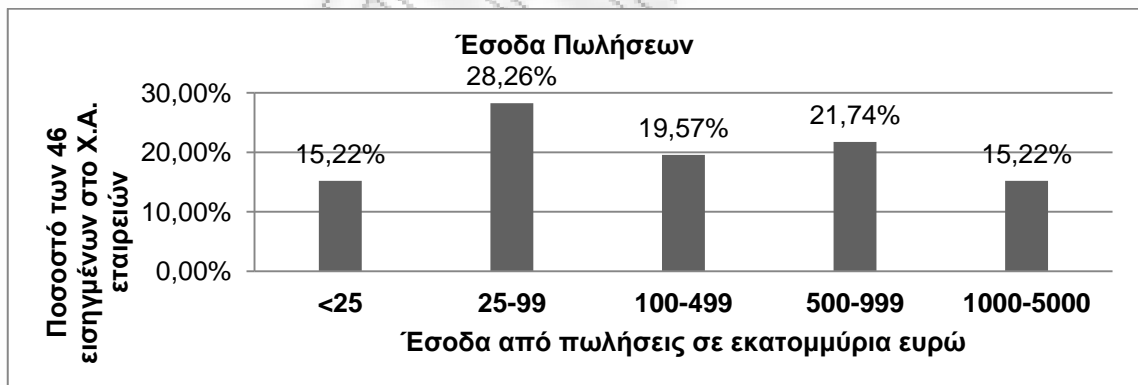
Επιλέξαμε να αποστείλουμε το ερωτηματολόγιο από την προσωπική ηλεκτρονική διεύθυνση της γράφουσας και ζητήσαμε να μας αποστείλουν τα συμπληρωμένα ερωτηματολόγια στην προσωπική ηλεκτρονική διεύθυνση της γράφουσας στο Πανεπιστήμιο (mde0932@webmail.unipi.gr). Ουσιαστικά ήταν ένας απλός τρόπος να προσδώσουμε ακαδημαϊκό χαρακτήρα ώστε οι συμμετέχοντες να νιώσουν ασφαλείς. Η αποστολή των 268 ερωτηματολογίων πραγματοποιήθηκε στις 2-6-2010 και είχαμε λάβει λιγότερα από 20 όταν έληξε η προθεσμία υποβολής στο τέλος του ίδιου μήνα. Αποφασίσαμε τότε ότι έπρεπε να επαναλάβουμε την αποστολή και να ακολουθούν τέσσερις τηλεφωνικές κλήσεις. Την περίοδο 6-7-2010 μέχρι και τις 31-8-2010 επικοινωνούσαμε τηλεφωνικά με τις εταιρείες την ημερομηνία της πρώτης επαναληπτικής αποστολής, την μεθεπόμενη ημερομηνία, και τις δύο τελευταίες ημερομηνίες πριν λήξει η περίοδος υποβολής. Κατά τη διάρκεια του Γ εξαμήνου ήμουν Πρόεδρος στο Σύλλογο Φοιτητών και Αποφοίτων του ΠΜΣ ΔΕ και λόγω της ενεργής συμμετοχής μου στη διοργάνωση της εκδήλωσης Mentoring Day 2011 τον Μάρτιο, και του ετήσιου συνεδρίου Business Week 2011, τον Μάιο μου δόθηκε η ευκαιρία να συναντήσω Οικονομικούς Διευθυντές, οπότε και απέστειλαμε εκ νέου το ερωτηματολόγιο μας. Στις 9-6-2011 λάβαμε το τελευταίο συμπληρωμένο

ερωτηματολόγιο. Συνολικά έχουμε 46 ερωτηματολόγια συμπληρωμένα από τους Οικονομικούς Διευθυντές, ποσοστό δηλαδή 17,16%.

### 2.3. Προφίλ επιχειρήσεων

Χαρακτηριστικά του δείγματος με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, που συμμετείχαν στην έρευνα την περίοδο 2-6-2010 με 9-6-2011.

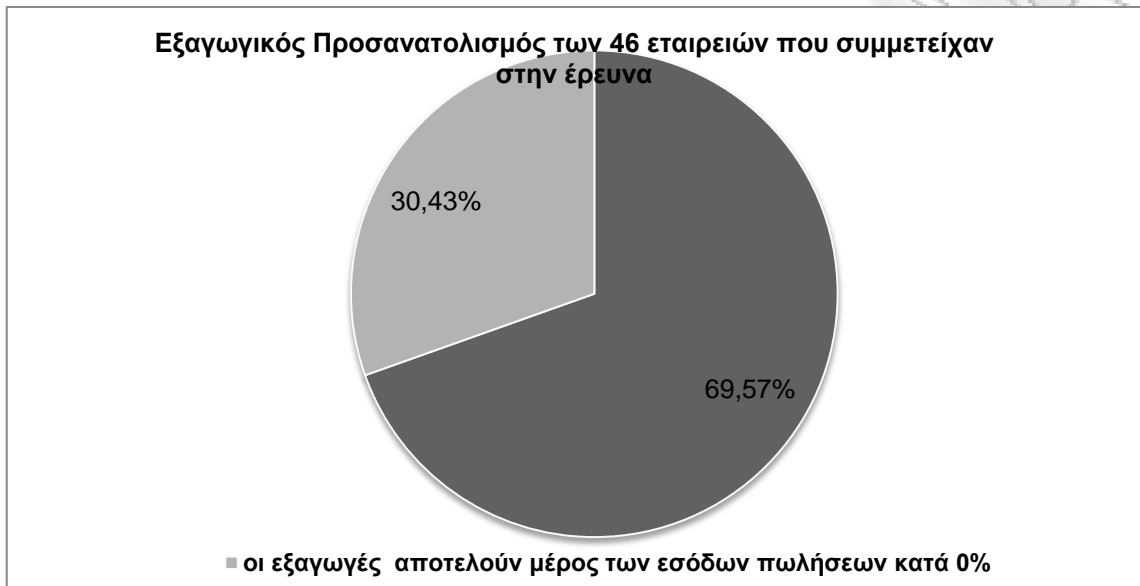
Χρησιμοποιούμε τα έσοδα πωλήσεων ως κριτήριο μεγέθους για να διαχωρίσουμε τις 46 εταιρείες. Διαπιστώνουμε ότι μόνο το 15,22% των εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας, θεωρούνται πολύ μεγάλες και τα έσοδα τους (από τις πωλήσεις) είναι της τάξεως του €1.000.000.000 με €5.000.000 ενώ το 28,26% έχει έσοδα πωλήσεων λιγότερα από €100.000.000 και τις θεωρούμε μικρές.



**Διάγραμμα 4: Έσοδα Πωλήσεων**

Δεν χρησιμοποιούμε όμως, μόνο ως κριτήριο μεγέθους τα έσοδα πωλήσεων. Μας ενδιαφέρει να μελετήσουμε πόσες εταιρείες έχουν εξαγωγικό προσανατολισμό και επίσης μας ενδιαφέρει πόσο συμβάλλουν οι εξαγωγές στα έσοδα πωλήσεων. Οι ερωτώμενοι καλούνται να επιλέξουν το ποσοστό που αντιστοιχεί, δεν έχουν εξαγωγές άρα 0%, οι εξαγωγές τους αποτελούν μέρος των εσόδων πωλήσεων κατά 1%-24%,

κατά 24% με 49% και τέλος οι εξαγωγές τους είναι άνω του 50% των εσόδων πωλήσεων.



**Διάγραμμα 5: Εξαγωγικός Προσανατολισμός**

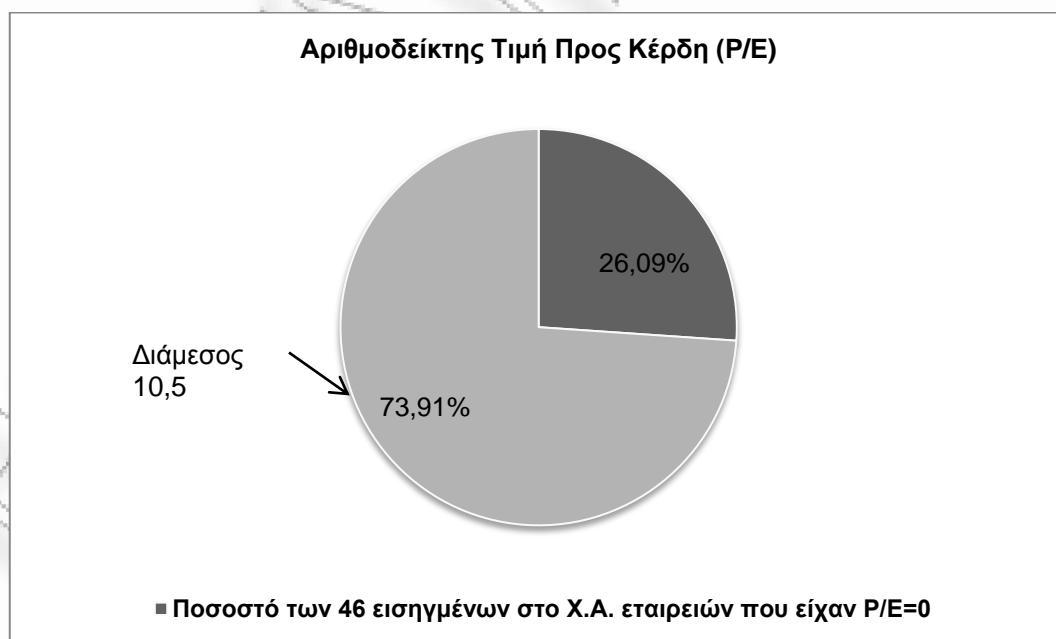
Διαπιστώσαμε ότι το 69,57% των 46 εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών που συμμετείχαν στην έρευνά μας έχει εξαγωγικό προσανατολισμό και μάλιστα στο 22,58% αυτών των επιχειρήσεων οι εξαγωγές κατέχουν ένα σημαντικό ποσοστό των εσόδων πωλήσεων.



**Διάγραμμα 6: Εξαγωγές ως % των εσόδων πωλήσεων**

Στην έρευνά μας συμμετείχαν εταιρείες από 12 διαφορετικούς κλάδους, όπως παρουσιάζουμε αναλυτικά στο διάγραμμα 7, στην επόμενη σελίδα. Οι 46 εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες δραστηριοποιούνται: στο Λιανικό- Χονδρικό Εμπόριο (23,91%), στις Κατασκευές, Υλικά Κατασκευών (10,87%), στα Βιομηχανικά Προϊόντα και Υπηρεσίες (21,74%), στις Μεταφορές, Ενέργεια, Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας (6,52%), στα Μέσα Ενημέρωσης και Επικοινωνίας (2,17%), στις Τράπεζες, Ασφάλειες, Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες (17,39%), στην Τεχνολογία (2,17%), στην Ανάπτυξη και Διαχείριση Ακινήτων (4,35%), στην Υγεία (2,17%), στα Προσωπικά και Οικιακά Αγαθά (2,17%), στα Ταξίδια και Αναψυχή (4,35%) και τέλος στα Τρόφιμα και Ποτά (2,17%). Κρίνουμε σκόπιμο να αναφέρουμε ότι κατά τη διάρκεια της έρευνας μας υποχρεωθήκαμε<sup>63</sup> να διαφοροποιήσουμε την καταχώρηση των απαντήσεων αυτής της ερώτησης (που τυγχάνει να είναι και η τελευταία στο ερωτηματολόγιο μας) επειδή όλοι οι συμμετέχοντες δακτυλογραφούσαν μια ξεχωριστή ενότητα.

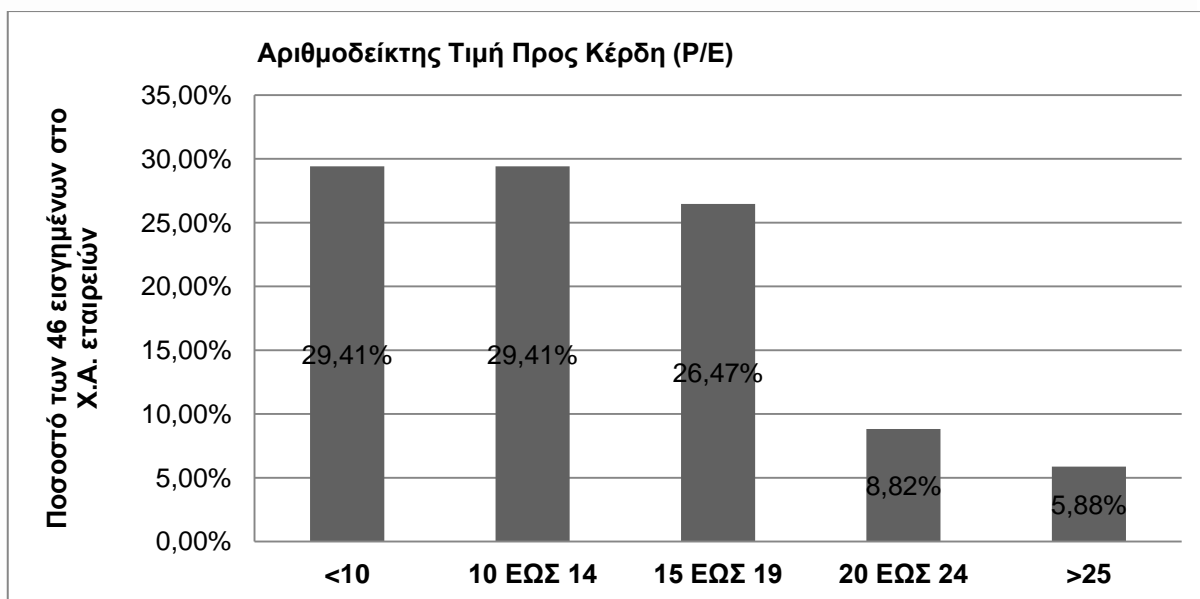
Στη συνέχεια διαχωρίζουμε τις εταιρείες και με βάση τον δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη (P/E). Στην έρευνά μας έχουμε στοιχεία για τον σειριακό δείκτη (trailing P/E) των τελευταίων 3 ετών, και επιλέγουμε τον σειριακό επειδή είναι πιο αντιπροσωπευτικός. Η διάμεσος τιμή των 46 απαντήσεων που λάβαμε ήταν 10,5.



**Διάγραμμα 8: Ποσοστό των εταιρειών που είχαν P/E 0**

<sup>63</sup> Είναι ένα από τα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε και θα αναφερθούμε περισσότερο στη συνέχεια.





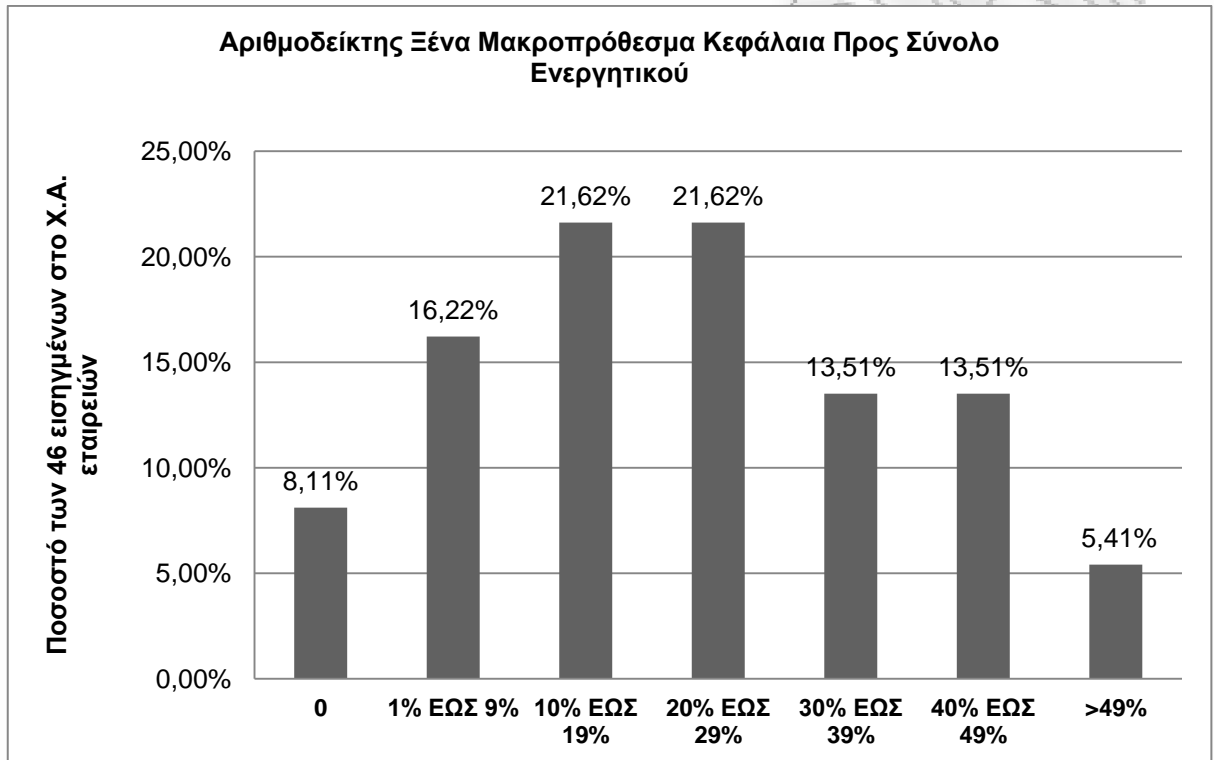
**Διάγραμμα 9: Αριθμοδείκτης Τιμή Προς Κέρδη**

Διαπιστώσαμε ότι μόνο το 5,88% των 46 Οικονομικών Διευθυντών απάντησε ότι τα τελευταία 3 χρόνια ο σειριακός αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη ήταν μεγαλύτερος από 25. Ενώ το 55,88% (αν υπολογίσουμε το 29,41% με P/E 10-14 και το 26,46% με P/E 15-19) απάντησε ότι τα τελευταία 3 χρόνια ο σειριακός αριθμοδείκτης ήταν μεγαλύτερος του 10 και μικρότερος του 20.



**Διάγραμμα 10: Αριθμοδείκτης ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού (α)**

Όπως αναφέρουμε στο διάγραμμα 10 το 19,57% των 46 Οικονομικών Διευθυντών που συμμετείχε στην έρευνά μας δεν έδωσε στοιχεία για τον αριθμοδείκτη ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού.



**Διάγραμμα 11: Αριθμοδείκτης ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού (β)**

Επισημαίνουμε ότι στην αντίστοιχη ερώτηση, στην έρευνά μας, ζητούσαμε μόνο ένα ποσοστό κατά προσέγγιση.

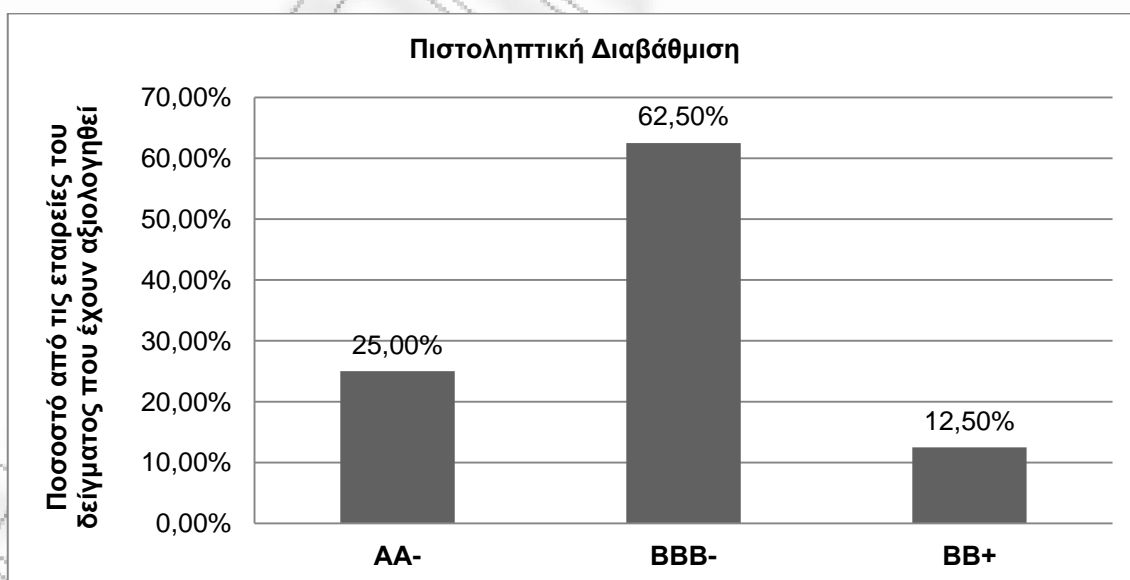
Διαπιστώνουμε ότι ο μέσος όρος του 80,43% ήταν 22,30%. Επίσης το 43,24% δήλωσε ότι ο αριθμοδείκτης ήταν κατά προσέγγιση μεγαλύτερος από 10% και μικρότερος από 29% ενώ το 27,02% ήταν κατά προσέγγιση μεγαλύτερος από 30% και μικρότερος από 49%.

Στη συνέχεια ερευνάμε πόσες εταιρείες έχουν αξιολογηθεί από διεθνείς οίκους και διαπιστώνουμε ότι μόνο οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό κλάδο απάντησαν τη συγκεκριμένη ερώτηση εφόσον μόνο αυτές αξιολογούνται<sup>64</sup>.

<sup>64</sup> Είναι ένα από τα θέματα που θα αναφέρουμε στο τελευταίο μας κεφάλαιο.



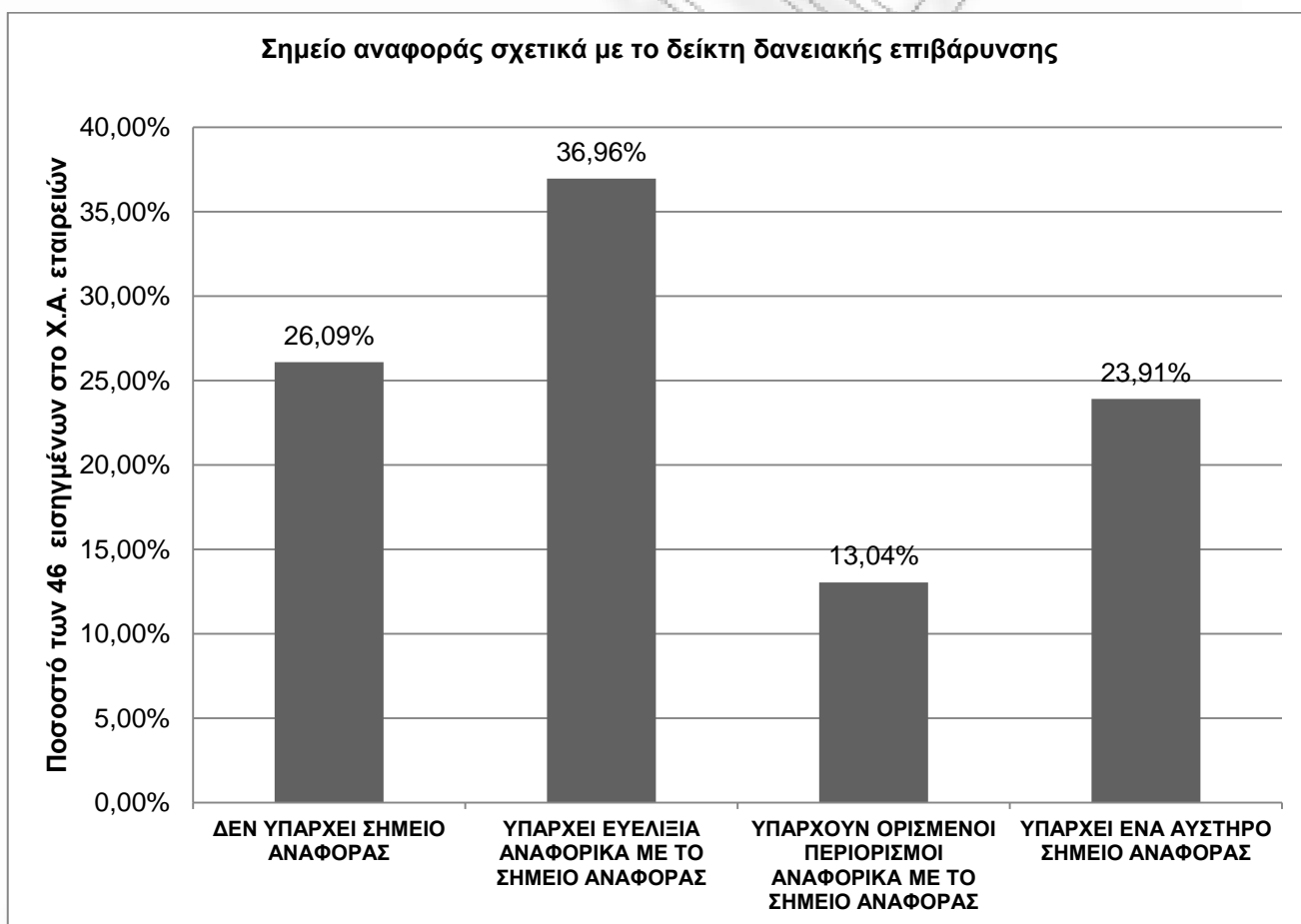
**Διάγραμμα 12: Πιστοληπτική Διαβάθμιση (α)**



**Διάγραμμα 13: Πιστοληπτική Διαβάθμιση (β)**

Όπως παρουσιάζουμε στο σχήμα 13 το 62,50% των εταιρειών (που είχαν αξιολογηθεί) ήταν BBB-, ενώ μόλις το 25,00% AA-. Δυστυχώς σήμερα, (Δεκέμβριος 2011), η κατάσταση είναι διαφορετική<sup>65</sup> για τον τραπεζικό κλάδο στη χώρα μας.

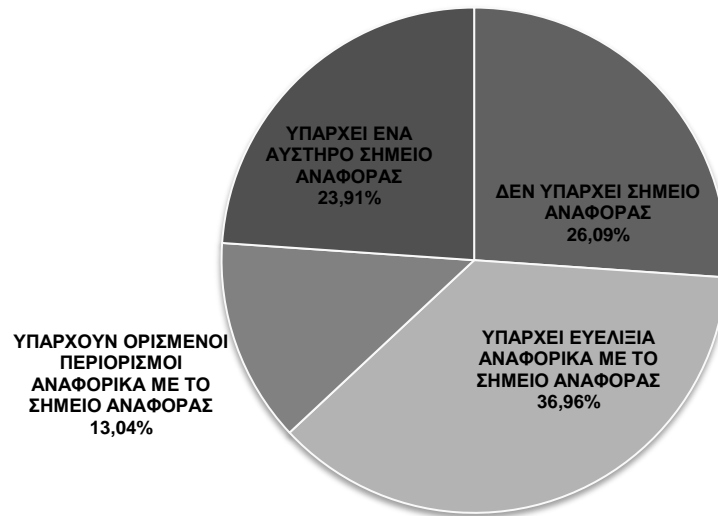
Στη συνέχεια μελετάμε αν υπάρχει ένα σημείο αναφοράς όσον αφορά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (target debt ratio). Το 39,96% των 46 Οικονομικών Διευθυντών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρειών, που συμμετείχαν στην έρευνά μας δήλωσε ότι υπάρχει μία ευελιξία. Ενώ το 23,91% δήλωσε ότι είναι εξαιρετικά αυστηρό το σημείο αναφοράς.



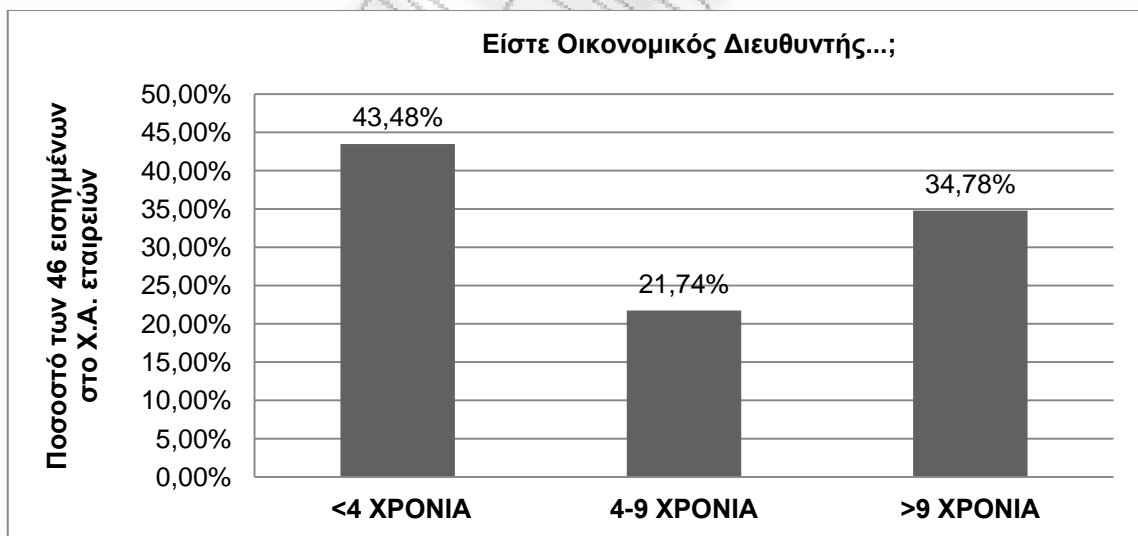
**Διάγραμμα 14: Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης**

<sup>65</sup> Και είναι ένα από τα θέματα που ίσως αξίζει να διερευνηθεί περαιτέρω.

Με βάση τις απαντήσεις των 46 εισηγμένων στο Χ. Α. εταιρειών σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης



Διάγραμμα 14β: Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης

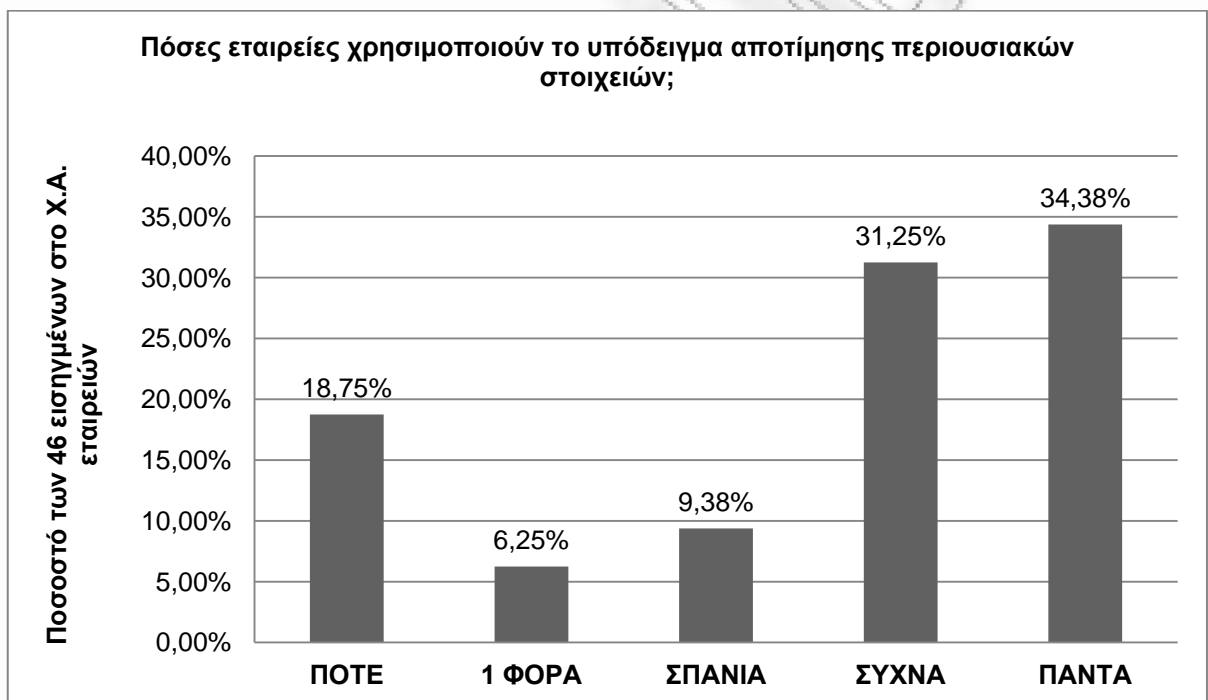


Διάγραμμα 15: Προϋπηρεσία

Στην έρευνά μας συμμετείχαν 46 Οικονομικοί Διευθυντές που οι περισσότεροι δεν είχαν συμπληρώσει 5 χρόνια σε αυτό το αξίωμα. Όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα 15, μόνο το 34,78% ήταν περισσότερο από 9 χρόνια στην ανώτατη διοίκηση ως CFO. Ένα από τα βασικά προβλήματα, όπως θα παρουσιάσουμε σε επόμενη ενότητα, αλλά και ο μόνος λόγος που επιλέξαμε αυτή την έρευνα ήταν να ζητήσουμε μόνο τη γνώμη των Οικονομικών Διευθυντών. Η θέση αυτή σε μία επιχείρηση ουσιαστικά είναι όσο

σημαντική είναι η θέση του Διευθύνοντος Συμβούλου CEO εφόσον ο Chief Financial Officer κυρίως σχεδιάζει τη στρατηγική της επιχείρησης σε συνεργασία με τον Chief Executive Officer. Επομένως ήταν πολύ σημαντικό να λάβουμε συμπληρωμένα ερωτηματολόγια τόσο από έμπειρα όσο και από λιγότερα έμπειρα στελέχη.

Στη συνέχεια εξετάσαμε το ποσοστό των εταιρειών που χρησιμοποιούν το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, και διαπιστώσαμε ότι είναι ιδιαίτερα δημοφιλές. Το 34,38% των 46 Οικονομικών Διευθυντών χρησιμοποιεί πάντα το υπόδειγμα αποτίμησης όταν εξετάζει ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά.

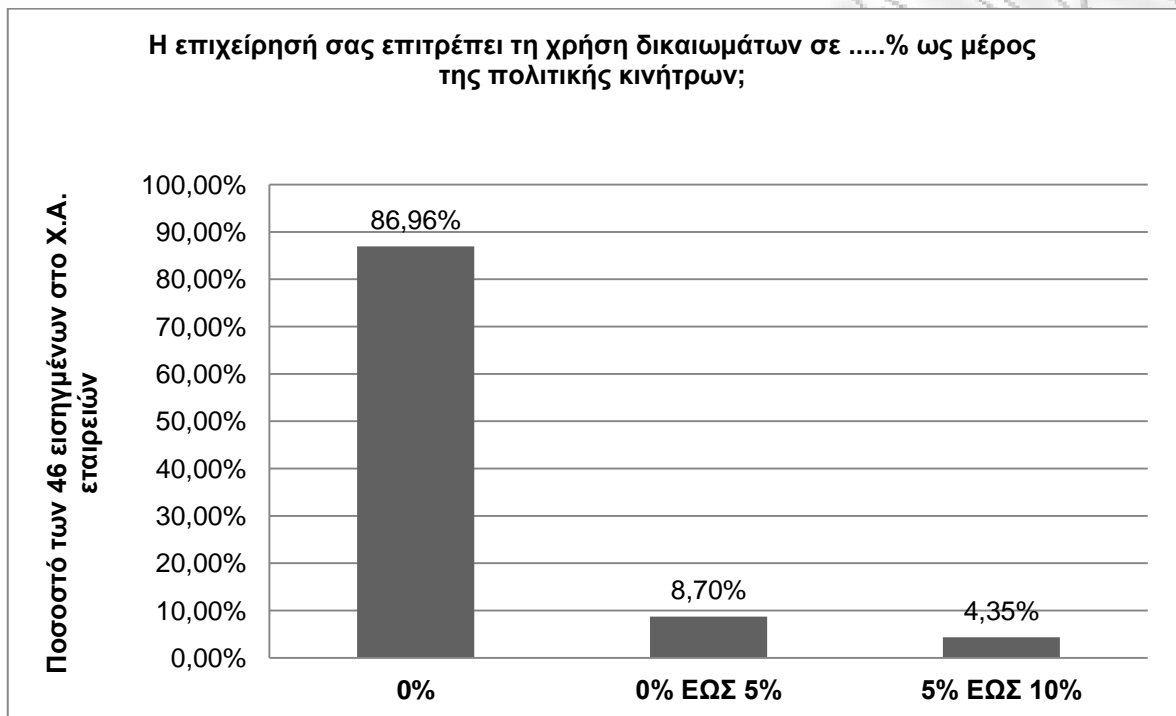


**Διάγραμμα 16: Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων**

Στη συνέχεια διαχωρίσαμε τις εταιρείες του δείγματος μας με βάση την πολιτική κινήτρων τους.

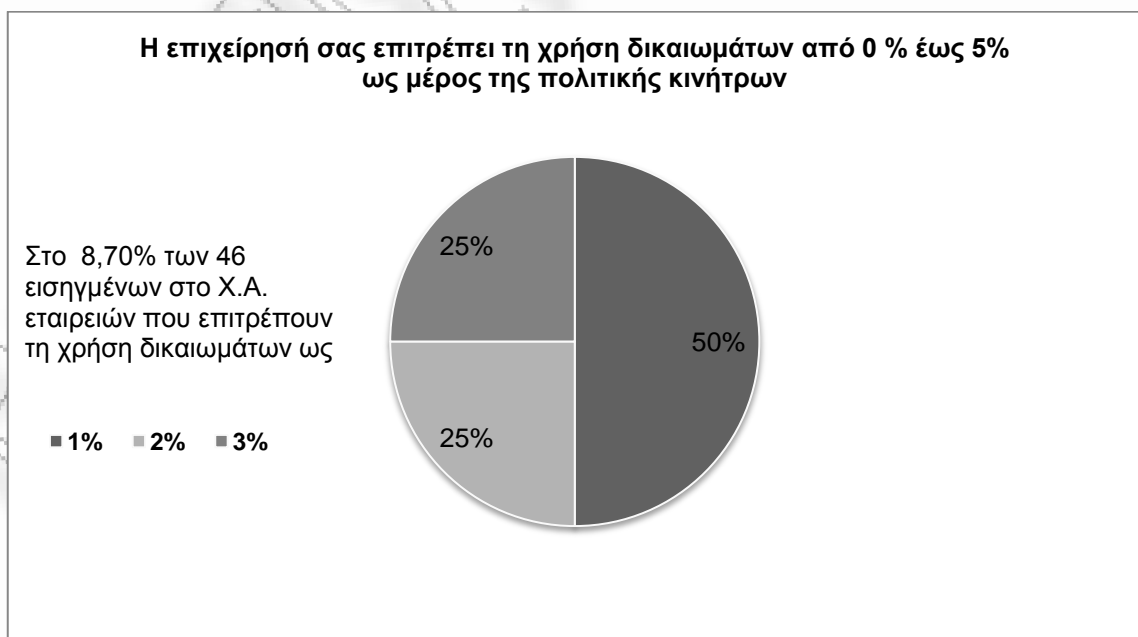
Πιο αναλυτικά στο ερωτηματολόγιο οι συμμετέχοντες έπρεπε να απαντήσουν αν η επιχείρησή τους επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων και αν η απάντησή τους ήταν θετική έπρεπε να δηλώσουν το ποσοστό τους.

Όπως παρουσιάζουμε στο επόμενο διάγραμμα μόνο το 8,70% επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων. Και σε αυτό το ποσοστό το 50% επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων μόνο στο εξαιρετικά χαμηλό ποσοστό της τάξεως του 1%.



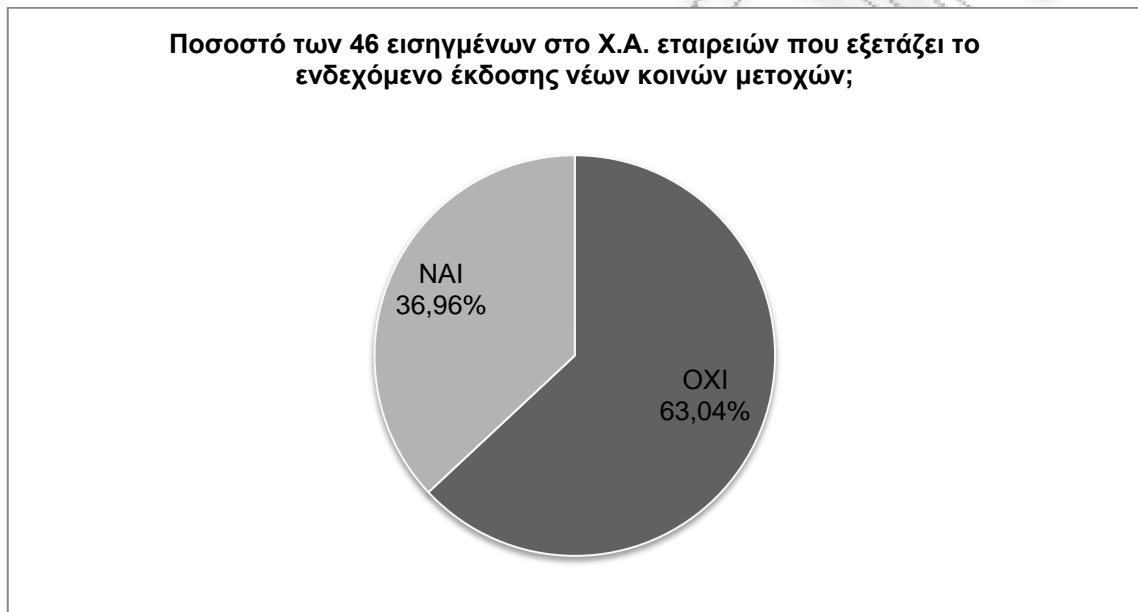
**Διάγραμμα 17: Πολιτική κινήτρων (α)**

Είναι σημαντικό όπως να αναφέρουμε ότι το 100% από το ποσοστό του 4,35% επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων κατά 10%.

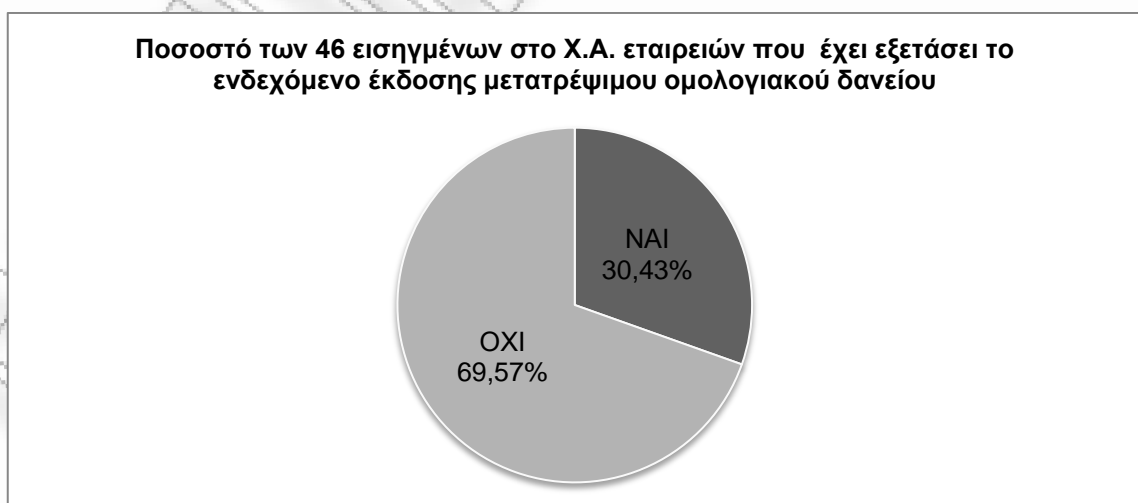


**Διάγραμμα 18: Πολιτική Κινήτρων (β)**

Στη συνέχεια διερευνούμε ποιες εταιρείες στο δείγμα μας εξετάζουν το ενδεχόμενο: (1) έκδοσης νέων κοινών μετοχών και διαπιστώνουμε ότι 63,04% απάντησε αρνητικά (διάγραμμα 19), (2) έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου και διαπιστώνουμε ότι το 69,57% απάντησε αρνητικά (διάγραμμα 20), (3) έκδοσης ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού και διαπιστώνουμε ότι το 67,39% απάντησε αρνητικά (διάγραμμα 21).



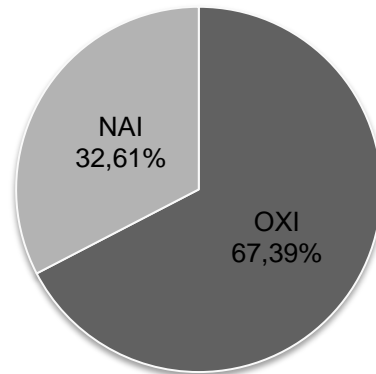
**Διάγραμμα 19: Έκδοση νέων κοινών μετοχών**



**Διάγραμμα 20: Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου**



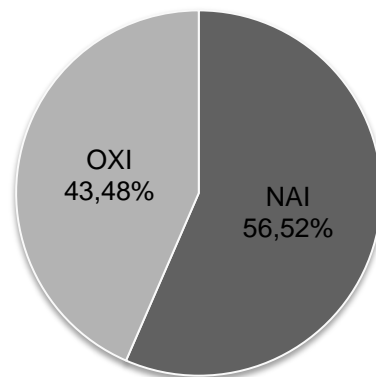
**Ποσοστό των 46 εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών που έχει εξετάσει το ενδεχόμενο έκδοσης ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού**



**Διάγραμμα 21: Έκδοση ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού**

Στη συνέχεια παρουσιάζουμε το ποσοστό των εταιρειών που ενέκρινε τη διανομή μερίσματος για το 2010, από τις 46 εταιρείες που συμμετείχαν στην έρευνά μας το 56,52% δίνει τα κέρδη της στους μετόχους.

**Ποσοστό των 46 εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών που έδωσε μέρισμα το 2010**



**Διάγραμμα 22: Διανομή μερίσματος το 2010**

Δυστυχώς 14 εταιρείες, από τις 46 που συμμετείχαν στην έρευνά μας, δεν υπολογίζουν το κόστος ιδίων κεφαλαίων (διάγραμμα 23).



**Διάγραμμα 23: Κόστος ιδίων κεφαλαίων**

Στον επόμενο πίνακα παρουσιάζουμε τη συσχέτιση των βασικών χαρακτηριστικών των 46 εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας (πίνακας 1<sup>66</sup>). Το προφίλ των 46 εταιρειών καθορίζεται από τον όγκο πωλήσεων, τον αριθμοδείκτη τιμή προς κέρδη P/E, τον αριθμοδείκτη ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού, την εμπειρία του Οικονομικού Διευθυντή, την πιστοληπτική αξιολόγηση, την διανομή μερίσματος, την πολιτική κινήτρων, τον κλάδο, το σημείο αναφοράς αναφορικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και τις εξαγωγές.

Στον πίνακα 1 ελέγχουμε τους συντελεστές συσχέτισης, με την μεγαλύτερη αρνητική ή θετική τιμή, των επιχειρήσεων με έσοδα πωλήσεων λιγότερα από €25.000.000, και περισσότερα από €500.000.000, των επιχειρήσεων που οι εξαγωγές αποτελούν μέρος των πωλήσεων άνω του 24%, των επιχειρήσεων που δίνουν μέρισμα, και επιτρέπουν τη χρήση δικαιωμάτων ως μέρος της πολιτικής κινήτρων και τις επιχειρήσεις όπου ο Οικονομικός Διευθυντής ασκεί τα καθήκοντά του λιγότερο από 4 χρόνια και τις επιχειρήσεις όπου ο Οικονομικός Διευθυντής ασκεί τα καθήκοντά του περισσότερο από 9 χρόνια.

Επίσης ελέγχουμε και τις εταιρείες με βάση την πιστοληπτική τους διαβάθμιση.

<sup>66</sup> Δυστυχώς δεν είναι ευανάγνωστος.



Συνοπτικά διαπιστώνουμε ότι οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις έχουν αξιολογηθεί από διεθνείς οίκους. Οι επιχειρήσεις με σημαντικές εξαγωγές επιλέγουν να υπάρχει ευελιξία όσον αφορά το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης και τα έσοδα πωλήσεων τους δεν υπερβαίνουν τα €100.000.000. Επίσης παρατηρούμε ότι οι εταιρείες που αποφάσισαν να διανείμουν μέρος των κερδών τους στους μετόχους έχουν ένα αυστηρό σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Οι νέοι Οικονομικοί Διευθυντές δραστηριοποιούνται σε πολύ μεγάλες επιχειρήσεις (όσον αφορά την θητεία τους στη συγκεκριμένη εταιρεία). Ενώ οι έμπειροι Οικονομικοί Διευθυντές εργάζονται σε εταιρείες με σημαντικές εξαγωγές. Τέλος επιχειρήσεις με μεγάλη ανάπτυξη (με βάση το δείκτη τιμή προς κέρδη, όταν είναι άνω του 14) επιτρέπουν τη χρήση δικαιωμάτων.

Πιο αναλυτικά:

Διαπιστώνουμε ότι ο συντελεστής συσχέτισης των πολύ μεγάλων επιχειρήσεων, με έσοδα πωλήσεων άνω του € 1.000.000.000 είναι 0,506 σε σχέση με την πιστοληπτική διαβάθμιση (η χαμηλότερη υπενθυμίζουμε ήταν BBB-). Αναλύοντας τις επιχειρήσεις, με εξαγωγικό προσανατολισμό, διακρίνουμε ότι όταν οι εξαγωγές είναι άνω του 24%, ως μέρος των εσόδων πωλήσεων, έχουν συντελεστή συσχέτισης 0,311 σε σχέση με τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Πιο αναλυτικά επηρεάζεται από το γεγονός ότι υπάρχει ευελιξία αναφορικά με το σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Επίσης ο συντελεστής συσχέτισης τους 0,324 με τα έσοδα πωλήσεων κυμαίνονται από €24.000.000 με €99.000.000. Οι επιχειρήσεις που έδωσαν μέρισμα το 2010 έχουν συντελεστή συσχέτισης -0,328 με τις επιχειρήσεις που έχουν απαντήσει ότι υπάρχει ευελιξία αναφορικά με το σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Επίσης οι ίδιες εταιρείες έχουν θετικό συντελεστή συσχέτισης 0,286 με τις επιχειρήσεις που έχουν απαντήσει ότι υπάρχει ένα αυστηρό σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Διαπιστώνουμε επίσης ότι υπάρχει αρνητικός συντελεστής συσχέτισης όταν ο Οικονομικός Διευθυντής ασκεί τα καθήκοντά του λιγότερο από 4 χρόνια με τα έσοδα πωλήσεων να μην υπερβαίνουν τα €25.000.000. Ο συγκεκριμένος συντελεστής είναι -0,249. Επίσης υπάρχει θετικός συντελεστής συσχέτισης, 0,229 με τα έσοδα πωλήσεων να υπερβαίνουν τα €100.000.000 και το ίδιο ισχύει, 0,231 όταν τα έσοδα πωλήσεων υπερβαίνουν το €1.000.000.000. Διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχει αλλαγή και όσον αφορά το συντελεστή συσχέτισης όταν δεν υπάρχουν εξαγωγές, 0,278 αλλά και όταν οι εξαγωγές κυμαίνονται από 1% έως και 24% ως ποσοστό των εσόδων πωλήσεων, ο συντελεστής συσχέτισης είναι -0,201.

Εξετάζοντας τις περιπτώσεις εκείνες όπου ο Οικονομικός Διευθυντής ασκεί τα καθήκοντά του περισσότερο από 9 χρόνια διαπιστώνουμε ότι υπάρχει θετικός συντελεστή συσχέτισης, 0,326 όταν τα έσοδα πωλήσεων δεν υπερβαίνουν τα €25.000.000 και όταν οι εξαγωγές αποτελούν μέρος των εσόδων πωλήσεων κατά 24% με 50%, 0,332 Τέλος διαπιστώνουμε ότι υπάρχει θετικός συντελεστής συσχέτισης, 0,208 μεταξύ του δείκτη τιμή προς κέρδη και όταν επιτρέπεται η χρήση δικαιωμάτων ως μέρος της πολιτικής κινήτρων ενώ υπάρχει αρνητικός συντελεστής όταν ο Οικονομικός Διευθυντής ασκεί τα καθήκοντά του περισσότερο από 9 χρόνια.

#### 2.4. Αποφάσεις επενδύσεων

Στο ερωτηματολόγιο μας εξετάζουμε τα κριτήρια που χρησιμοποιούν οι Οικονομικοί Διευθυντές όταν σχεδιάζουν μία εξαγορά ή όταν σκέφτονται να επενδύσουν. Μελετώντας τη βιβλιογραφία, διαπιστώνουμε ότι στο παρελθόν σε έρευνες με μικρότερο εύρος ερωτήσεων, οι περισσότεροι συμμετέχοντες είχαν επιλέξει το εσωτερικό συντελεστή απόδοσης IRR, 53,6% 1997, Gitman και Forrester<sup>67</sup>, ενώ το ποσοστό ήταν μεγαλύτερο, 65% πιο παλαιά Stanley και Block<sup>68</sup> 1984, ενώ το 86% των εταιρειών που ανήκουν στην κατηγορία Fortune 500 επέλεξαν κάποιο συντελεστή προεξόφλησης Moore και Reichert<sup>69</sup> 1983, όπως άλλωστε διαπίστωσαν και οι Bierman<sup>70</sup> 1993, Trahan και Gitman<sup>71</sup> 1995, Bruner, Eades, Harris, Higgins<sup>72</sup> 1998. Οι Harris και Raviv<sup>73</sup> αναφέρουν την καθαρή παρούσα αξία όταν παρουσιάζουν το μοντέλο τους ενώ οι Porter<sup>74</sup> 1992, Poterba και Summers<sup>75</sup>, 1992, το ελάχιστο όριο απόδοσης. Οι Haka, Gordon, Pinches<sup>76</sup> 1985 αναφέρουν ότι επιτυχημένες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν επί σειρά ετών την περίοδο επανείσπραξης και το δείκτη λογιστικής απόδοσης χωρίς να αντιμετωπίζουν προβλήματα από τον ανταγωνισμό.

<sup>67</sup> Gitman, L.J., Forrester Jr., J.R., 1977, A survey of capital budgeting techniques used by major U.S. firms. Financial Management Vol. 6, pp.66-71. Στο διαδίκτυο δεν είναι διαθέσιμο, η παράθεση προκύπτει από το βασικό άρθρο των Graham, Cambell ό.π.

<sup>68</sup> Stanley, M.T., Block, S.B., 1984. A survey of multinational capital budgeting. The Financial Review Vol. 19, pp 36-54.

<sup>69</sup> Moore J.S., Reichert A.K., 1983, An analysis of the financial management techniques currently employed by large US corporations. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 10, pp. 623-645.

<sup>70</sup> Bierman H.J., 1993, Capital budgeting in 1992: a survey. Financial Management Vol. 22-24.

<sup>71</sup> Trahan E.A., Gitman L.J., 1995, Bridging the theory-practice gap in corporate finance a survey of CFO, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 35, pp. 73-87.

<sup>72</sup> Bruner R.F., Eades K.M., Harris R., Higgins R.C., 1998, Best practices in estimating the cost of capital survey and synthesis. Financial Practice and Education Vol.8, pp.13-28.

<sup>73</sup> Harris M., Raviv A., 1996, The Capital Budgeting Process: Incentives and Information, The Journal of Finance, Vol. 51, No.4, pp 1139-1174.

<sup>74</sup> Porter M., 1992, Capital choices: Changing the way America invests in industry. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, pp4-16.

<sup>75</sup> Poterba J., Summers L., 1992, Time horizons of American firms: new evidence from a survey of CEOs, Project on Capital Choices, Harvard Business School.

<sup>76</sup> Haka S.F., Gordon L.A., Pinches G.E., 1985, Sophisticated Capital Budgeting Selection Techniques and Firm Performance, The Accounting Review, Vol. LX, No 4.

Χρησιμοποιώντας το ερωτηματολόγιο των Graham και Cambell μελετάμε όλες τις μεθόδους.

Οι συμμετέχοντες έπρεπε να επιλέξουν κάθε πότε χρησιμοποιούν τις διαφορετικές τεχνικές, χρησιμοποιώντας μία κλίμακα από 0 έως και 4 (0 ποτέ και 4 πάντα). Βέβαια σε αυτό το σημείο επισημαίνουμε (θα επανέλθουμε στη συνέχεια) ότι οι 46 Οικονομικοί Διευθυντές απάντησαν και απέστειλαν ηλεκτρονικά τα ερωτηματολόγια μας, και απλώς έχουμε τις δηλώσεις τους.

Όπως παρουσιάζουμε αναλυτικά στο διάγραμμα 24 οι περισσότεροι, 67,39%, επιλέγουν πάντα την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο ανάληψης ενός επενδυτικού σχεδίου ή και όταν σχεδιάζουν μία εξαγορά. Το 50,00% τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης και το 41,30% επιλέγει πάντα την ανάλυση ευαισθησίας. Υψηλό είναι το ποσοστό στο δείκτη αποδοτικότητας 32,61% και στην περίοδο επανείσπραξης 36,96%.

Εκτός από το διάγραμμα 24, παραθέτουμε και τον πίνακα 3 προκειμένου να μελετήσουμε με προσοχή τα αποτελέσματα της έρευνάς μας. Ο λόγος που δημιουργήσαμε τον πίνακα 3 είναι για να μελετήσουμε τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών λαμβάνοντας υπόψη τα βασικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας. Όπως αναφέρουμε στον Πίνακα 2 (επεξηγηματικό του Πίνακα 3) έχουμε διαχωρίσει τους κλάδους εκείνους με το χαμηλότερο ποσοστό στην στήλη με το χρώμα γκρι.

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ/ ΥΠΟΛΟΙΠΟΙ ΚΛΑΔΟΙ	
ΜΕΤΑΦΟΡΕΣ, ΕΝΕΡΓΕΙΑ, ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΚΟΙΝΗΣ ΩΦΕΛΕΙΑΣ	ΜΕΣΑ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ & ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ
ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑ	ΑΝΑΠΤΥΞΗ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
ΥΓΕΙΑΣ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ & ΟΙΚΙΑΚΑ ΑΓΑΘΑ
ΤΑΞΙΔΙΑ & ΑΝΑΨΥΧΗ	ΤΡΟΦΙΜΑ & ΠΟΤΑ

**Πίνακας 2: Επεξήγηση κλαδικής ανάλυσης (βλ. πίνακα 3)**

Στον πίνακα 3, στις πρώτες στήλες παραθέτουμε αναλυτικά τις τεχνικές που επιλέγουν οι 46 Οικονομικοί Διευθυντές όταν αξιολογούν ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά, τη συχνότητα χρήσης κάθε μεθόδου, το μέσο όρο (υπενθυμίζουμε την κλίμακα 0 έως και

4) και μετά διακρίνουμε τις απαντήσεις με βάση τον αριθμοδείκτη P/E σε δύο κατηγορίες άνω και κάτω του 14, το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, αν διένειμαν μέρισμα το 2010, τα έσοδα από τις πωλήσεις (λιγότερα από €25.000.000, από €25.000.000-€99.000.000, από €100.000.000 έως και €499.000.000, €500.000.000-€999.000.000, και €1.000.000.000 έως και €5.000.000.000), τον κλάδο όπου παραθέτουμε μία στήλη (χρώμα γκρι) για τους κλάδους με το μικρότερο ποσοστό και μετά η διάκριση αφορά την πολιτική κινήτρων (από 0%, 1% έως και 3%, 10%), την εμπειρία του Οικονομικού Διευθυντή (περισσότερο από 9 έτη, λιγότερο από 4 έτη, και από 4 έως 9 έτη, τις εξαγωγές και το σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (κανένα σημείο αναφοράς, ευελιξία, αυστηρό και με περιορισμούς). Στους πίνακες προκύπτουν αναλογίες (rate).

Μελετώντας τον πίνακα διαπιστώνουμε ότι οι πολύ μεγάλες εταιρείες χρησιμοποιούν την καθαρή παρούσα αξία 2,67, σημαντική η αναλογία (rate), ενώ ο μέσος όρος είναι 3,43 και οι εταιρείες που επιτρέπουν τη χρήση δικαιωμάτων κατά 10% χρησιμοποιούν την καθαρή παρούσα αξία 4,00, ενώ ο μέσος όρος είναι 3,43. Διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχουν σημαντικές αλλαγές μεταξύ των εταιρειών με υψηλό δείκτη τιμή προς μετοχή. Επίσης σημαντική είναι η αναλογία 3,80, στον κλάδο κατασκευές, υλικά κατασκευών όσον αφορά τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης ενώ ο μέσος όρος είναι 2,83. Επιπλέον εταιρείες με δείκτη δανειακής επιβάρυνσης άνω του 30 επιλέγουν την ανάλυση ευαισθησίας (rate 2,82, μ.ο. 2,65) ενώ χρησιμοποιούν 3,73 την καθαρή παρούσα αξία. Επίσης διαπιστώνουμε ότι οι Οικονομικοί Διευθυντές χρησιμοποιούν την ανάλυση ευαισθησίας (rate 3,10 ασκώντας τα καθήκοντά τους 4 με 9 έτη, και περισσότερο από 9 έτη rate 2,56 με μ.ο. 2,65). Οι εταιρείες που δεν διένειμαν μέρισμα το 2010 έχουν υψηλότερο rate 3,10 όσον αφορά τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης σε σχέση με όσες διένειμαν και σε σχέση με τον μέσο όρο.

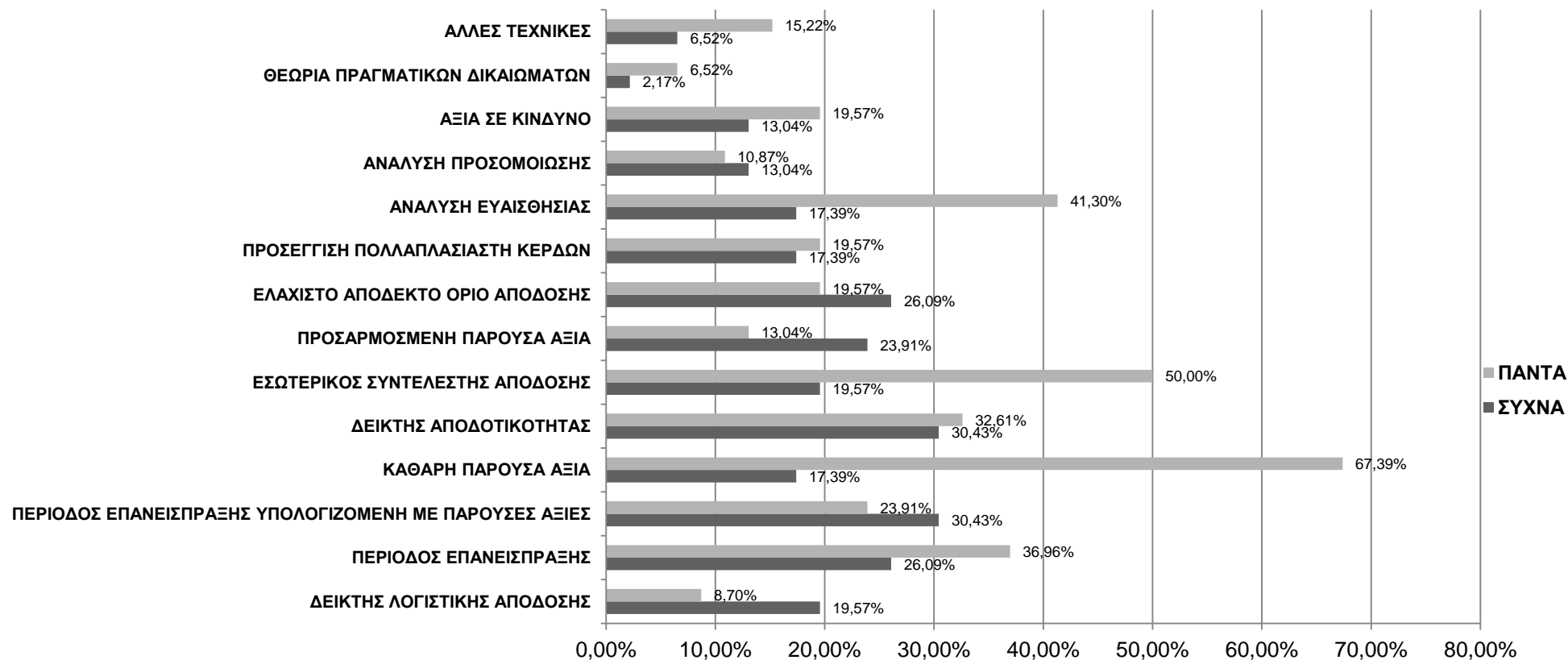
Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρουμε τα μειονεκτήματα των μεθόδων που είναι τόσο δημοφιλείς με βάση τα αποτελέσματα της έρευνάς μας και αυτό μας δημιουργεί απορίες. Πως είναι δυνατόν να χρησιμοποιούν τεχνικές που δεν λαμβάνουν υπόψη τους τη διαχρονική αξία του χρήματος; Οι μικρές επιχειρήσεις, με έσοδα πωλήσεων που δεν υπερβαίνουν τα €25.000.000 χρησιμοποιούν 3,29 ενώ ο μέσος όρος είναι 2,67 την περίοδο επανείσπραξης, οι Graham και Cambell 1999 αναφέρουν ότι σύμφωνα με τους Weston και Brigham 1981 η επιλογή είναι δικαιολογημένη<sup>77</sup>. Ο McDonald<sup>78</sup> 1998

<sup>77</sup> Graham, Cambell ό.π.

<sup>78</sup> McDonald R.L., 1998, Real options and rules of thumb in capital budgeting, υπάρχει προσχέδιο του άρθρου του στην επίσημη ιστοσελίδα του Πανεπιστημίου Northwestern, Finance Department Kellogg School.

**Διάγραμμα 24:Αποφάσεις Επενδύσεων**

**Η επιχείρησή σας επιλέγει τις ακόλουθες τεχνικές όταν εξετάζει ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά;**



**Ποσοστό των 46 εισηγμένων στο Χ.Α. εταιρειών με βάση τις απαντήσεις των Οικονομικών Διευθυντών που συμμετείχαν στην έρευνα**



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3: Αποφάσεις Επενδύσεων (α)**

													PAY DIVIDENDS		SIZE			
ΤΕΧΝΙΚΕΣ	ΚΩΔΙΚΟΣ	ΣΥΧΝΑ %	ΠΑΝΤΑ %	M.O.	P/E>14	P/E<14	D/E=0%	D/E ΚΕΝΟ	D/E≥30%	D/E<30%	YES	NO	REV <€25M	REV €25M-99M	REV € 100M-499M	REV€500M-999M	REV€ 1B-5B	
1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	1i	19,57%	8,70%	1,28	1,36	1,25	2,67	1,22	0,91	1,30	1,31	1,25	2,29	1,70	1,00	0,29	1,22
2	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΣΠΡΑΞΗΣ	1ii	26,09%	36,96%	2,57	2,43	2,63	3,33	2,22	2,45	2,65	2,62	2,50	3,29	2,20	2,69	2,57	1,89
3	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΕΣΠΡΑΞΗΣ ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΜΕΝΗ ΜΕ ΠΑΡΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ	1iii	30,43%	23,91%	2,20	1,57	2,47	3,00	2,44	1,27	2,43	2,31	2,05	2,14	1,80	3,00	1,86	1,56
4	ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	1iv	17,39%	67,39%	3,43	3,57	3,38	3,33	3,00	3,73	3,48	3,31	3,60	3,14	3,60	3,85	3,57	2,67
5	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	1v	30,43%	32,61%	2,37	2,07	2,50	2,67	2,00	1,73	2,78	2,31	2,45	2,43	3,10	2,23	2,14	1,78
6	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	1vi	19,57%	50,00%	2,83	2,57	2,94	2,67	2,89	2,64	2,91	2,62	3,10	2,71	2,70	2,92	3,71	2,11
7	ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	1vii	23,91%	13,04%	1,52	1,21	1,66	2,33	1,56	0,36	1,96	1,54	1,50	1,86	1,10	1,54	1,57	1,56
8	ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΟΡΙΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	1viii	26,09%	19,57%	1,83	2,00	1,75	2,67	1,89	1,82	1,70	2,00	1,60	2,14	1,80	1,62	2,43	1,00
9	ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ ΚΕΡΔΩΝ	1ix	17,39%	19,57%	1,65	1,93	1,53	2,33	2,33	1,18	1,52	1,81	1,45	2,57	1,00	1,08	1,71	2,00
10	ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ	1x	17,39%	41,30%	2,65	2,57	2,69	2,67	2,44	2,82	2,65	2,65	2,65	3,29	2,00	3,00	3,00	1,89
11	ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΡΟΣΟΜΟΙΩΣΗΣ	1xi	13,04%	10,87%	1,33	1,07	1,44	1,67	1,22	1,18	1,39	1,50	1,10	2,29	0,20	1,23	2,14	1,33
12	ΑΞΙΑ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ	1xii	13,04%	19,57%	1,59	1,29	1,72	1,00	2,33	0,91	1,70	1,62	1,55	2,57	1,00	1,15	1,29	1,89
13	ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	1xiii	2,17%	6,52%	0,65	0,71	0,63	0,67	0,78	0,27	0,78	0,73	0,55	1,43	0,10	0,38	0,57	1,11
14	ΆΛΛΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ	1xiv	6,52%	15,22%	1,07	1,57	0,84	0,67	1,33	0,64	1,22	1,31	0,75	1,86	0,60	0,69	1,14	1,44

ΠΙΝΑΚΑΣ 4: Αποφάσεις Επενδύσεων (β)

					INDUSTRY				ΧΡΗΣΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ (%) ΜΕΡΟΣ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΚΙΝΗΤΡΩΝ			CFO TENURE			ΕΞΑΓΩΓΕΣ ΩΣ ΜΕΡΟΣ ΤΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ %				TARGET DEBT RATIO				INDUSTRY	
					ΛΙΑΝΙΚΟ & ΧΟΝΔΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	ΚΑΤΑΣΚΕΥΕΣ, ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΚΕΥΩΝ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ, ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	10%	1% ΕΩΣ ΚΑΙ 3%	0%	> 9 ΕΤΗ	< 4 ΕΤΗ	4- 9 ΕΤΗ	0%	1%-24%	24%-49%	≥50%	NONE	FLEXIBLE	STRICT	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΟΙ	ΟΛΟΙ ΟΙ ΓΚΡΠ	
ΤΕΧΝΙΚΕΣ	ΚΩΔΙΚΟΣ	ΣΥΧΝΑ %	ΠΑΝΤΑ %	Μ.Ο.																				
1	ΔΕΙΚΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	i	19,57%	8,70%	1,28	1,36	0,60	1,80	1,88	3,00	1,50	1,18	1,50	1,10	1,30	1,14	1,47	1,60	1,00	1,25	1,29	1,18	1,50	0,67
2	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΘΣΠΡΑΞΗΣ	ii	26,09%	36,96%	2,57	2,36	2,00	3,30	2,50	2,00	3,25	2,53	2,94	2,40	2,30	2,50	2,26	2,80	3,71	2,00	3,18	2,36	2,33	2,42
3	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΕΠΑΝΘΣΠΡΑΞΗΣ ΥΠΟΛΟΓΙΖΟΜΕΝΗ ΜΕ ΠΑΡΟΥΣΕΣ ΑΞΙΕΣ	iii	30,43%	23,91%	2,20	1,91	1,80	2,90	2,63	2,00	1,75	2,25	2,56	2,25	1,50	2,36	2,16	2,20	2,00	1,67	2,53	2,27	2,17	1,75
4	ΚΑΘΑΡΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	iv	17,39%	67,39%	3,43	3,45	3,80	3,50	3,25	4,00	3,50	3,40	3,69	3,35	3,20	3,07	3,68	3,40	3,57	2,92	3,65	3,91	3,00	3,33
5	ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ	v	30,43%	32,61%	2,37	2,18	1,40	2,60	2,75	3,00	1,50	2,43	2,94	2,05	2,10	2,86	2,32	2,60	1,29	1,75	2,94	2,36	2,00	2,50
6	ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΣ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	vi	19,57%	50,00%	2,83	2,55	3,80	2,70	3,25	3,00	2,75	2,83	3,13	2,50	3,00	2,64	3,11	2,00	3,00	2,50	3,12	3,09	2,17	2,50
7	ΠΡΟΣΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΠΑΡΟΥΣΑ ΑΞΙΑ	vii	23,91%	13,04%	1,52	1,91	1,20	1,40	1,75	1,00	1,50	1,55	1,63	1,45	1,50	1,29	2,21	0,20	1,00	1,50	1,65	1,73	0,83	1,25
8	ΕΛΑΧΙΣΤΟ ΑΠΟΔΕΚΤΟ ΟΡΙΟ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	viii	26,09%	19,57%	1,83	1,82	1,60	2,30	2,38	3,50	2,00	1,73	2,06	1,50	2,10	1,93	2,16	0,80	1,71	1,58	1,82	2,18	1,67	1,17
9	ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΠΟΛΛΑΠΛΑΣΙΑΣΤΗ ΚΕΡΔΩΝ	ix	17,39%	19,57%	1,65	1,91	1,20	1,60	2,75	0,50	2,25	1,65	2,31	1,40	1,10	1,79	1,79	1,00	1,71	1,50	1,65	2,18	1,00	0,92
10	ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΥΑΙΣΘΗΣΙΑΣ	x	17,39%	41,30%	2,65	2,64	3,00	2,90	2,63	3,00	3,75	2,53	2,56	2,50	3,10	2,43	3,00	1,20	3,29	2,17	2,59	2,91	3,33	2,33
11	ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΡΟΣΟΜΟΙΩΣΗΣ	xi	13,04%	10,87%	1,33	2,00	2,00	1,20	1,63	0,00	3,25	1,20	1,25	1,05	2,00	1,14	1,84	0,60	1,00	1,17	1,35	1,73	0,83	0,33
12	ΑΞΙΑ ΣΕ ΚΙΝΔΥΝΟ	xii	13,04%	19,57%	1,59	2,00	1,00	1,90	2,13	0,50	3,00	1,50	1,44	1,75	1,50	1,71	1,79	1,00	1,43	1,25	1,53	2,00	1,67	0,83
13	ΘΕΩΡΙΑ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΩΝ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΩΝ	xiii	2,17%	6,52%	0,65	1,45	0,80	0,40	0,50	0,00	1,50	0,60	0,50	0,65	0,90	0,14	1,05	0,40	0,86	0,33	0,94	0,82	0,17	0,17
14	ΆΛΛΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ	xiv	6,52%	15,22%	1,07	1,18	1,20	1,30	0,88	0,00	1,00	1,13	1,38	0,90	0,90	1,57	0,95	0,60	0,86	0,67	1,29	1,36	0,67	0,83

**ΠΙΝΑΚΑΣ 5: Κόστος ιδίων κεφαλαίων**

ΜΕΘΟΔΟΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ		ΚΩΔΙΚΟΣ	ΝΑΙ	ΟΧΙ																																		
1	Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΔΕΝ ΥΠΟΛΟΓΙΖΕ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	3-0	69,57%	30,43%	PAY DIVIDENDS		SIZE					INDUSTRY				ΧΡΕΦΑΙΜΑΙΩΜΑΤΑ (% ΜΕΡΟΣ ΤΗΣ ΠΟΙΟΤΙΚΗΣ ΚΙΝΗΣΗΣ)			CFO TENURE			ΕΣΑΓΩΓΕΣ ΔΕ ΜΕΡΟΣ ΤΩΝ ΕΣΟΔΩΝ ΠΩΛΗΣΕΩΝ ΚΑΤΑ %				TARGET DEBT RATIO				INDUSTRY								
					YES	NO	REV <€25M	REV €25M-59M	REV € 100M-499M	REV€500M-999M	REV€ 1B-5B	ΜΑΚΡΟ & ΧΟΛΩΡΙΚΟ ΕΜΠΟΡΙΟ	ΚΑΤΑΣΧΕΥΕΣ, ΥΛΙΚΑ ΚΑΤΑΣΧΕΥΩΝ	ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΠΡΟΪΟΝΤΑ & ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ, ΑΣΦΑΛΕΙΕΣ, ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ	10%	1% ΕΩΣ ΚΑΙ 3%	0%	>9 ΕΤΗ	<4 ΕΤΗ	4-9 ΕΤΗ	0%	1%-24%	24%-49%	>50%	NONE	FLEXIBLE	STRICT	ΣΥΝΔΙΟΝΙΣΤΕΡΕΟ ΠΙΣΜΟΙ	ΟΛΟΙ ΟΙ ΓΥΡΟΙ								
2	ΜΕΤΙΣ ΜΕΣΕΣ ΙΣΤΟΡΙΚΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ	3b	12,50%	6,25%	0,91	1,55	0,43	1,00	0,75	0,90	0,75	0,83	0,79	0,67	1,00	0,90	0,33	1,00	1,33	0,00	1,25	1,14	1,00	1,00	0,79	0,62	0,92	1,00	0,42	1,42	0,00	0,80	0,63	0,36	2,50	0,78	0,00	
3	ΜΕΤΟ ΥΠΟΒΓΗΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΘΕΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ	3b	31,25%	34,38%	2,56	2,73	2,48	0,50	2,75	2,30	3,00	2,38	2,79	2,00	3,00	2,60	2,50	2,17	2,83	3,00	3,00	2,14	2,50	3,50	2,50	2,23	2,54	3,33	2,67	2,67	2,00	2,20	1,75	2,73	2,50	3,11	2,22	
4	ΜΕΤΟ ΥΠΟΒΓΗΤΑ ΑΠΟΤΙΜΗΘΕΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΚΑΙ ΑΛΛΟΥΣ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΠΕΡΑ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗ ΒΕΤΑ	3biii	15,63%	25,00%	1,76	1,82	1,76	1,00	1,63	1,30	2,42	1,56	2,07	2,00	2,29	1,50	1,00	1,67	2,00	3,50	1,38	1,71	1,00	3,50	1,71	1,54	2,00	1,83	1,67	2,00	2,00	1,80	1,13	2,09	1,50	2,11	1,67	
5	ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ ΑΠΑΙΤΩΜΕΝΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΠΙΒΛΥΤΕΣ ΣΤΑΣ ΑΠΟΔΟΣΗ	3biv	25,00%	18,75%	1,91	2,18	1,62	2,00	1,38	1,70	2,17	1,22	2,57	2,00	2,29	1,50	2,33	0,83	1,67	3,00	1,63	2,14	3,50	2,50	1,64	1,77	1,38	2,83	1,50	2,00	4,00	1,60	1,38	2,18	2,00	1,67	1,56	
6	ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟ ΥΠΟΒΓΗΤΑ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΘΕΝ ΠΕΡΙΣΤΑΤΩΝ	3bv	12,50%	9,38%	1,03	1,36	0,86	1,50	0,88	0,70	1,33	0,67	1,50	2,67	1,00	0,90	0,33	0,83	1,83	0,00	0,63	1,43	1,50	1,00	1,00	1,46	0,85	0,50	0,75	1,42	0,00	1,00	1,50	0,64	2,00	0,67	0,78	
7	ΆΛΛΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ	3bi	6,25%	15,63%	0,88	0,82	0,90	2,00	0,50	0,60	1,17	1,28	0,36	1,00	1,29	0,80	0,67	0,67	1,83	0,00	0,63	0,57	0,00	0,00	1,00	1,08	0,92	0,33	0,33	1,83	0,00	0,40	1,50	0,64	1,25	0,44	0,89	
1	Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΔΕΝ ΥΠΟΛΟΓΙΖΕ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	3-0	ΤΟ 30,43% ΔΕΝ ΥΠΟΛΟΓΙΖΕ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΙΚ																																			
						21,43%	34,38%	33,33%	11,11%	9,09%	47,83%	30,77%	30,00%	57,14%	30,00%	23,08%	14,29%	33,33%	45,45%	60,00%	20,00%	12,50%	0%	50,00%	30,00%	18,75%	35,00%	40,00%	14,29%	36,84%	60,00%	28,57%	33,33%	35,29%	33,33%	40,00%	25,00%	

ισχυρίζεται ότι πολλές μικρές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν το ελάχιστο όριο απόδοσης και την μέθοδο επανείσπραξης όταν εξετάζουν επενδυτικά σχέδια υψηλού ρίσκου επειδή έχουν αποδώσει στο παρελθόν προσεγγίζοντας αρκετά τον πραγματικό συντελεστή προεξόφλησης. Επισημαίνουμε ότι χρησιμοποιούν τους πολλαπλασιαστές κερδών εταιρείες πολύ μικρές, με έσοδα πωλήσεων που δεν υπερβαίνουν τα €25.000.000. Η μέθοδος VaR χρησιμοποιείται από εταιρείες που επιτρέπουν τη χρήση δικαιωμάτων (από 1% έως και 3%) ως μέρος της πολιτικής κινήτρων (rate 3,00 μέσος όρος 1,59), από εταιρείες που δεν έχουν δάνεια ( $D/E=0$ , rate 2,33) και από πολύ μικρές επιχειρήσεις (rate 2,57).

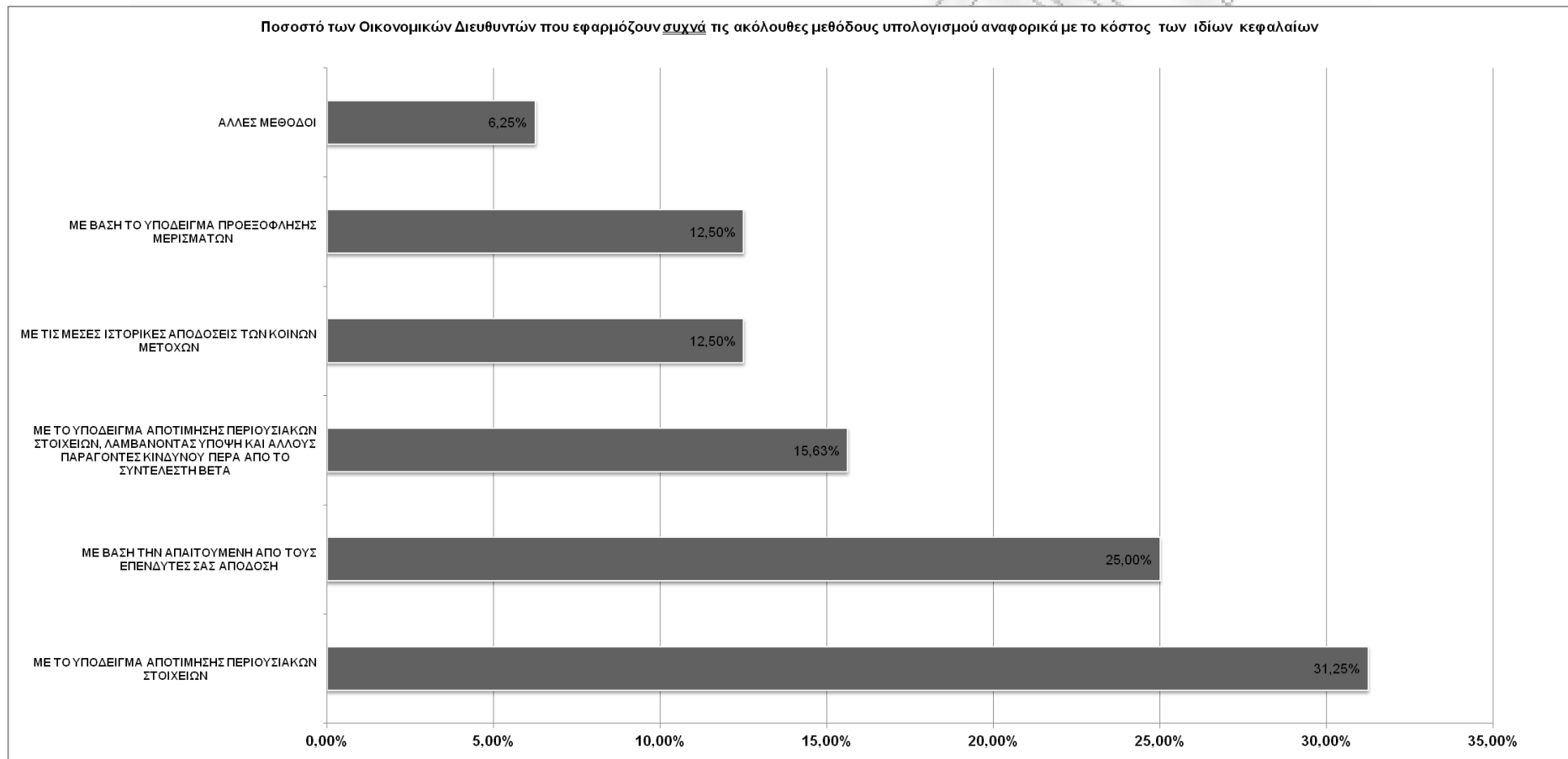
Συμπερασματικά και η έρευνά μας ενισχύει την άποψη ότι στην πράξη τα στελέχη εφαρμόζουν την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας παρά τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει και μολονότι υπάρχουν πιο σύγχρονες μέθοδοι που οδηγούν σε πιο ασφαλή συμπεράσματα.

## 2.5. Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων

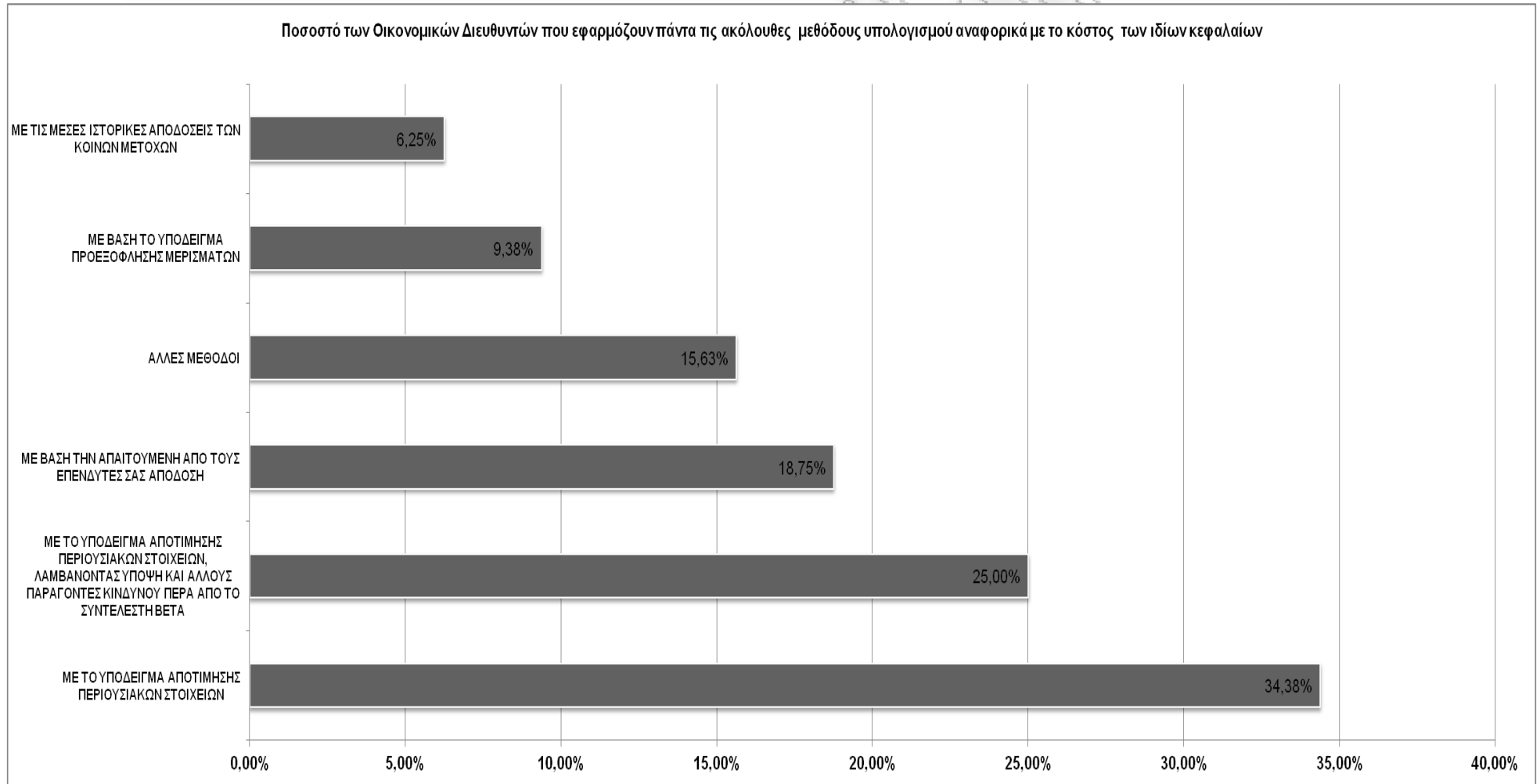
Κρίνουμε πως είναι εξαιρετικά σημαντικό το γεγονός ότι υπάρχει ένα ποσοστό της τάξεως του 30,43% που δεν υπολογίζει το κόστος ιδίων κεφαλαίων. Στο ερωτηματολόγιό μας εξετάζουμε πόσο συχνά οι Οικονομικοί Διευθυντές χρησιμοποιούν το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, και την εξέλιξη αυτού, δηλαδή το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, λαμβάνοντας υπόψη και άλλους παράγοντες κινδύνου πέρα από το συντελεστή beta, την μέθοδο των μέσων ιστορικών αποδόσεων των κοινών μετοχών, με βάση το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων και τέλος με βάση την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Στο διάγραμμα 25 και 26 παρουσιάζουμε τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών.

Οι συμμετέχοντες έπρεπε να επιλέξουν κάθε πότε χρησιμοποιούν τις διαφορετικές μεθόδους, χρησιμοποιώντας μία κλίμακα από 0 έως και 4 (0 ποτέ και 4 πάντα). Βέβαια σε αυτό το σημείο επισημαίνουμε (θα επανέλθουμε στη συνέχεια) ότι οι 46 Οικονομικοί Διευθυντές απάντησαν και απέστειλαν ηλεκτρονικά τα ερωτηματολόγια μας, και απλώς έχουμε τις δηλώσεις τους.

## Διάγραμμα 25: Κόστος ιδίων κεφαλαίων



**Διάγραμμα 26: Κόστος ιδίων κεφαλαίων (β)**



Εκτός από το διάγραμμα 25, παραθέτουμε και τον πίνακα 4 προκειμένου να μελετήσουμε με προσοχή τα αποτελέσματα της έρευνάς μας. Ο λόγος που δημιουργήσαμε τον πίνακα 4 είναι για να μελετήσουμε τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών λαμβάνοντας υπόψη τα βασικά χαρακτηριστικά των εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας. Όπως αναφέρουμε στον πίνακα 2 (επεξηγηματικό του Πίνακα 3) έχουμε διαχωρίσει τους κλάδους εκείνους με το χαμηλότερο ποσοστό στην στήλη με το χρώμα γκρι και το ίδιο ισχύει και για τον πίνακα 4.

Στο διάγραμμα 25 παρατηρούμε ότι το 31,25% χρησιμοποιεί συχνά το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων ως μέθοδο υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων και το 25,00% υπολογίζει συχνά το κόστος ιδίων κεφαλαίων με βάση την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Ενώ το 16,63% χρησιμοποιεί συχνά το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων λαμβάνοντας υπόψη και άλλους παράγοντες κινδύνου πέρα από το συντελεστή beta. Επίσης το 34,38% χρησιμοποιεί πάντα το υπόδειγμα CAPM, το 25,00% πάντα το πολυπαραγοντικό CAPM και τέλος το 18,75% πάντα επιλέγει να υπολογίζει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων με βάση την απαιτούμενη από τους επενδυτές απόδοση. Μόλις το 9,38% χρησιμοποιεί πάντα το υπόδειγμα προεξόφλησης μερισμάτων. Πέρα από την κριτική των Fama French<sup>79</sup>1992 αναφορικά με το CAPM διαπιστώνουμε ότι τα στελέχη επιλέγουν να χρησιμοποιούν πολύ συχνά το μοντέλο από ότι συνάδελφοί τους στο παρελθόν Gitman, Mercurio<sup>80</sup> 1982.

Στο πίνακα 4 παρουσιάζουμε ότι οι επιχειρήσεις που επιλέγουν το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων έχουν αριθμοδείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη μικρότερο από 14 έχουν αναλογία (rate) 2,73 ενώ ο μέσος όρος είναι 2,56, χαμηλή δανειακή επιβάρυνση, D/E μικρότερο του 30%, αναλογία 3,00 σημαντική, έσοδα πωλήσεων από €25.000.000 έως και €99.000.000, αναλογία 3,00, σημαντική, επιτρέπουν την χρήση δικαιωμάτων κατά 1% έως και 3% ως μέρος της πολιτικής κινήτρων, αναλογία 3,50, σημαντική. Επίσης οι Οικονομικοί Διευθυντές με πείρα 4-9 ετών χρησιμοποιούν το CAPM, αναλογία 3,33, σημαντική.

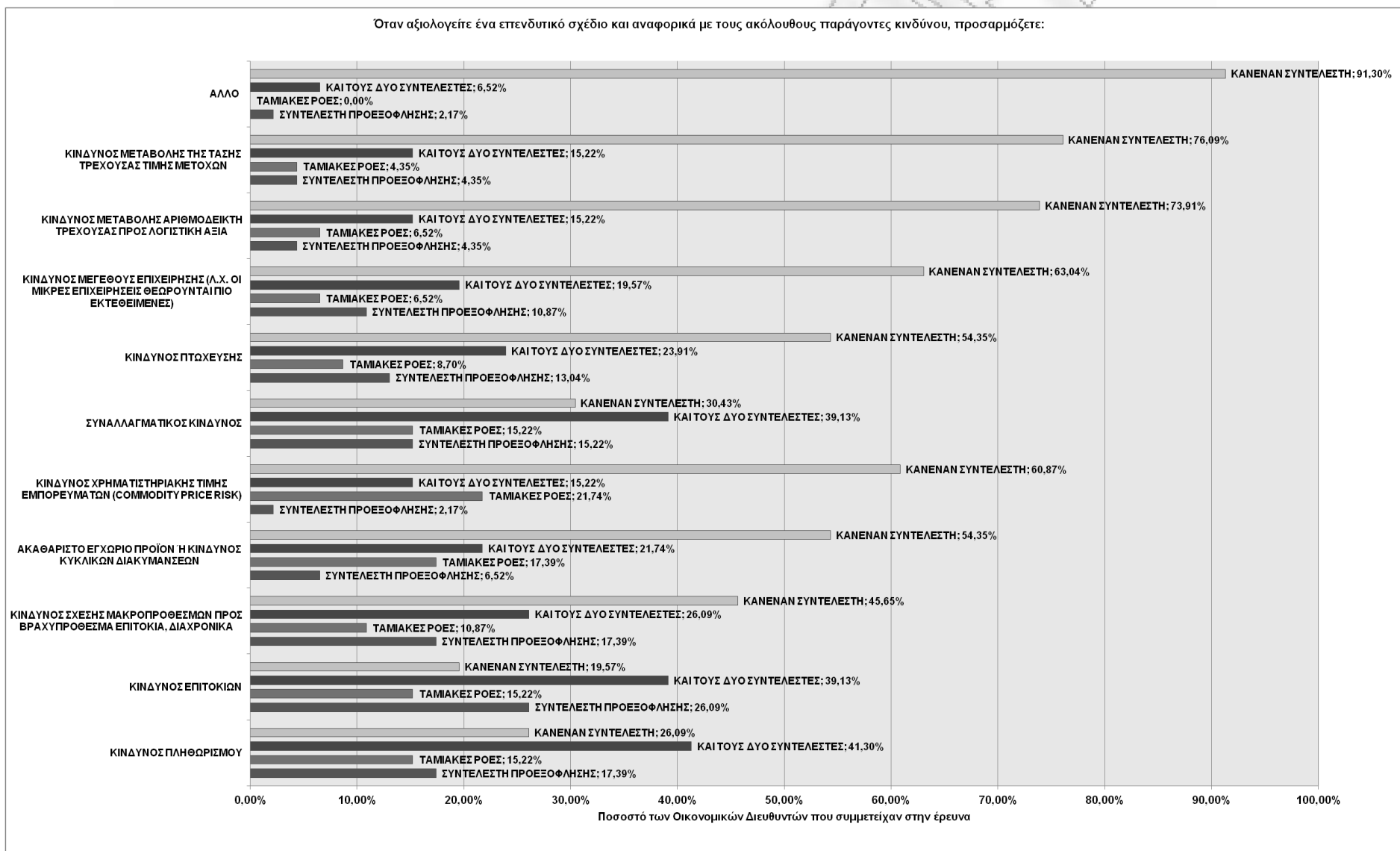
Στο διάγραμμα 27 παρουσιάζουμε τους παράγοντες κινδύνου. Οι συμμετέχοντες έπρεπε να επιλέξουν ποιο συντελεστή προεξόφλησης προσαρμόζουν σε κάθε

<sup>79</sup> Fama E.F., French K.R., 1992, The cross-section of expected stock returns, Journal of Finance Vol.47, pp 427-465.

<sup>80</sup> Graham, Cambell ό.π.

## Διάγραμμα 27: Παράγοντες κινδύνου

Όταν αξιολογείτε ένα επενδυτικό σχέδιο και αναφορικά με τους ακόλουθους παράγοντες κινδύνου, προσαρμόζετε:





παράγοντα κινδύνου. Οι επιλογές τους ήταν 4. Αναλυτικότερα η μη προσαρμογή ήταν 0, η προσαρμογή του συντελεστή προεξόφλησης ήταν η επιλογή 1, η προσαρμογή των ταμιακών ροών 2, και οι δύο συντελεστές (συντελεστής προεξόφλησης και ταμιακές ροές) 3.

Στο διάγραμμα 27 διαπιστώνουμε ότι ο συναλλαγματικός κίνδυνος, 39,13%, ο κίνδυνος πληθωρισμού, 41,30% και ο κίνδυνος επιτοκίων, και 39,13% για τους δύο συντελεστές (ταμιακές ροές και το συντελεστή προεξόφλησης) θεωρούνται σημαντικοί.

Για τον συντελεστή προεξόφλησης σημαντικοί παράγοντες κινδύνου είναι ο κίνδυνος επιτοκίων, 26,09%, ο κίνδυνος πληθωρισμού 17,39% και ο κίνδυνος σχέσης μακροπρόθεσμων προς βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, διαχρονικά, 17,39%.

Για τις ταμιακές ροές σημαντικοί παράγοντες κινδύνου είναι ο κίνδυνος χρηματιστηριακής τιμής εμπορευμάτων (commodity price risk) 21,74%, ο κίνδυνος κυκλικών διακυμάνσεων 17,39%, και με ποσοστό 15,22% βρίσκονται στην ίδια θέση ο κίνδυνος πληθωρισμού, ο κίνδυνος επιτοκίων και τέλος ο συναλλαγματικός.

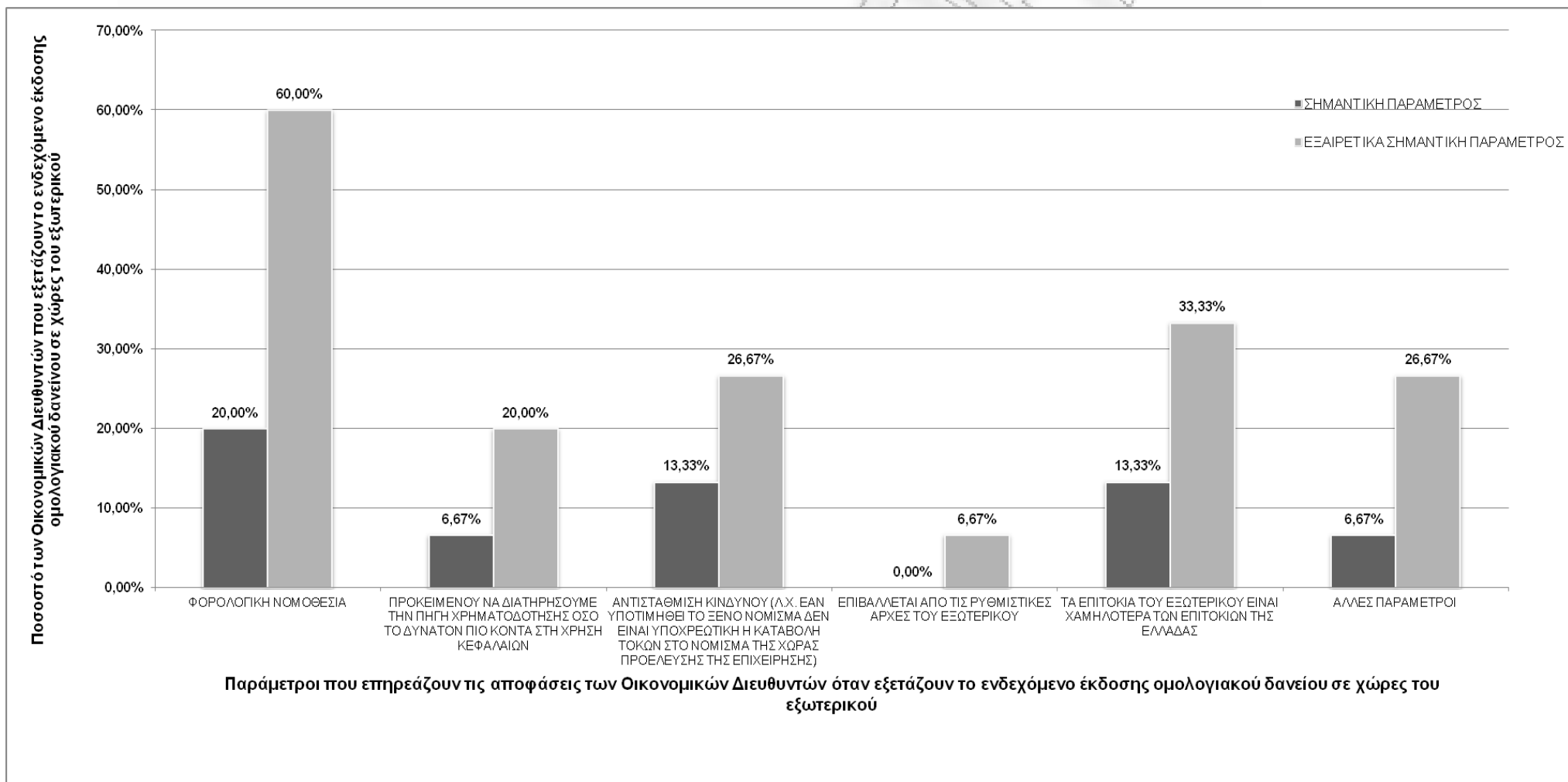
## 2.6. Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων

Στο υπόλοιπο ερωτηματολόγιο διερευνούμε ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τη λήψη των αποφάσεων χρηματοδοτήσεων, δηλαδή μελετάμε τα κριτήρια επιλογής του ύψους των ξένων κεφαλαίων, το ενδεχόμενο έκδοσης ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού, το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, και τέλος εξετάζουμε το ενδεχόμενο έκδοσης νέων κοινών μετοχών.

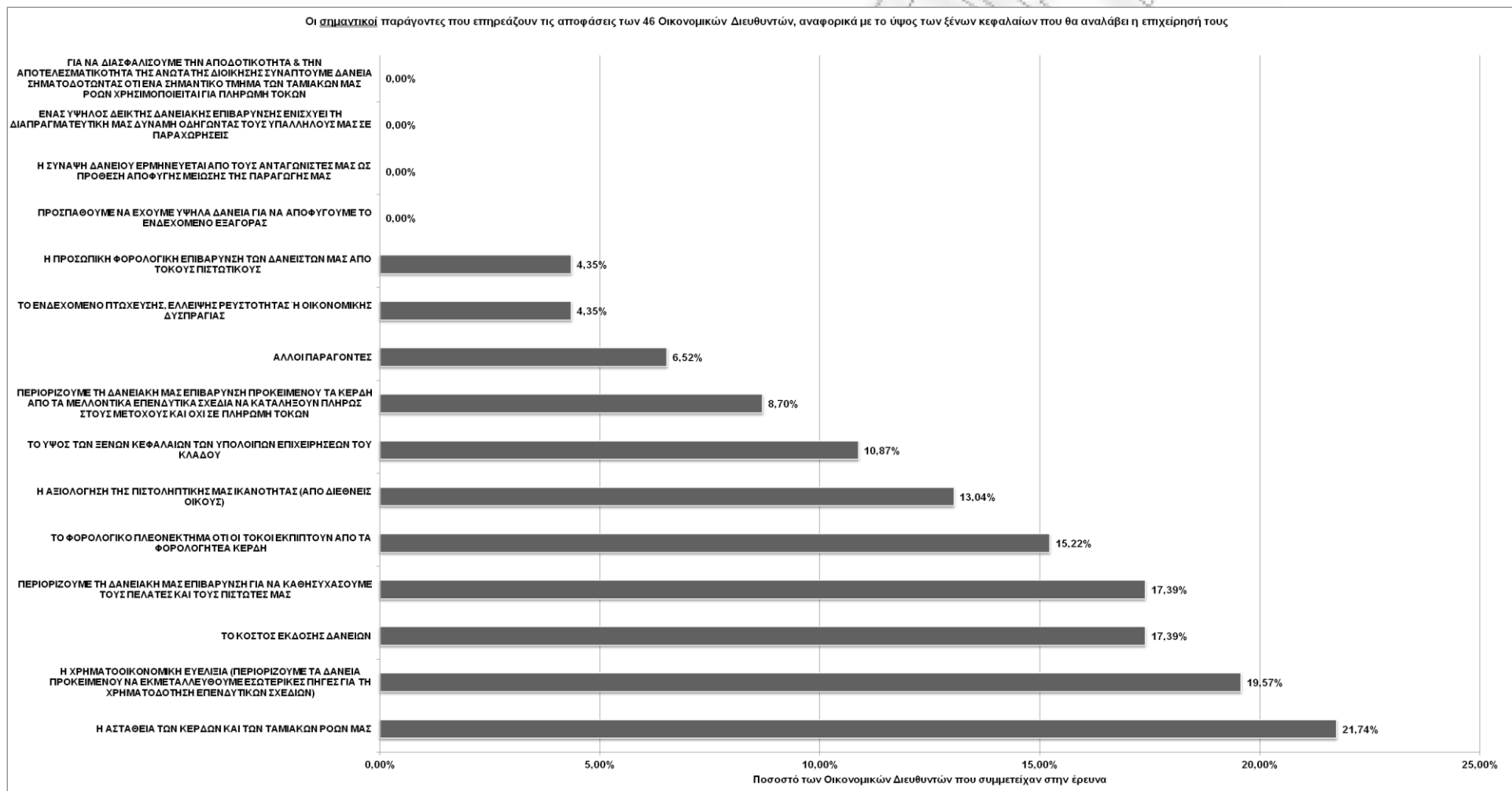
Στο ερωτηματολόγιο μας οι 46 Οικονομικοί Διευθυντές έπρεπε να επιλέξουν ποιες παραμέτρους θεωρούν πιο σημαντικές όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού.

Οι συμμετέχοντες έπρεπε να επιλέξουν χρησιμοποιώντας μία κλίμακα από 0 έως και 4 (0 άνευ σημασίας και 4 βαρύνουσας σημασίας). Βέβαια σε αυτό το σημείο επισημαίνουμε (θα επανέλθουμε στη συνέχεια) ότι οι 46 Οικονομικοί Διευθυντές απάντησαν και απέστειλαν ηλεκτρονικά τα ερωτηματολόγια μας, και απλώς έχουμε τις δηλώσεις τους.

**Διάγραμμα 28: Έκδοση ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού**



Διάγραμμα 29: Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων

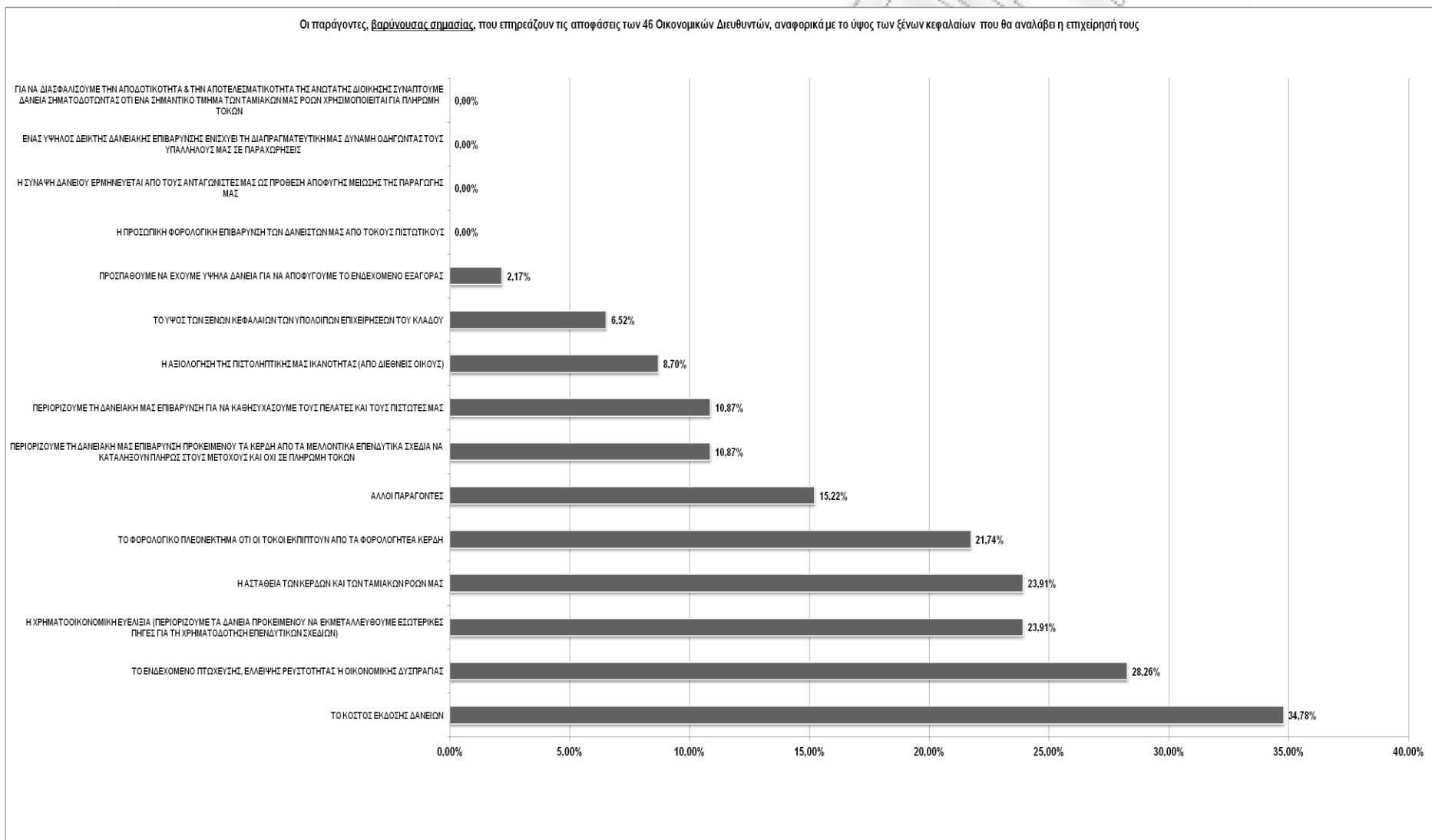


Στο διάγραμμα 28 διαπιστώνουμε ότι η φορολογική νομοθεσία απασχολεί το 60,00% (μέσος όρος 3) (υπενθυμίζουμε ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό των συμμετεχόντων έχει όντως σχεδιάσει να εκδώσει ομολογιακό δάνειο στο εξωτερικό), ενώ το 33,33% (μέσος όρος 2) επηρεάζεται από το ύψος των επιτοκίων και την ισοτιμία των επιτοκίων, αν δηλαδή τα επιτόκια του εξωτερικού είναι χαμηλότερα των επιτοκίων της Ελλάδας.

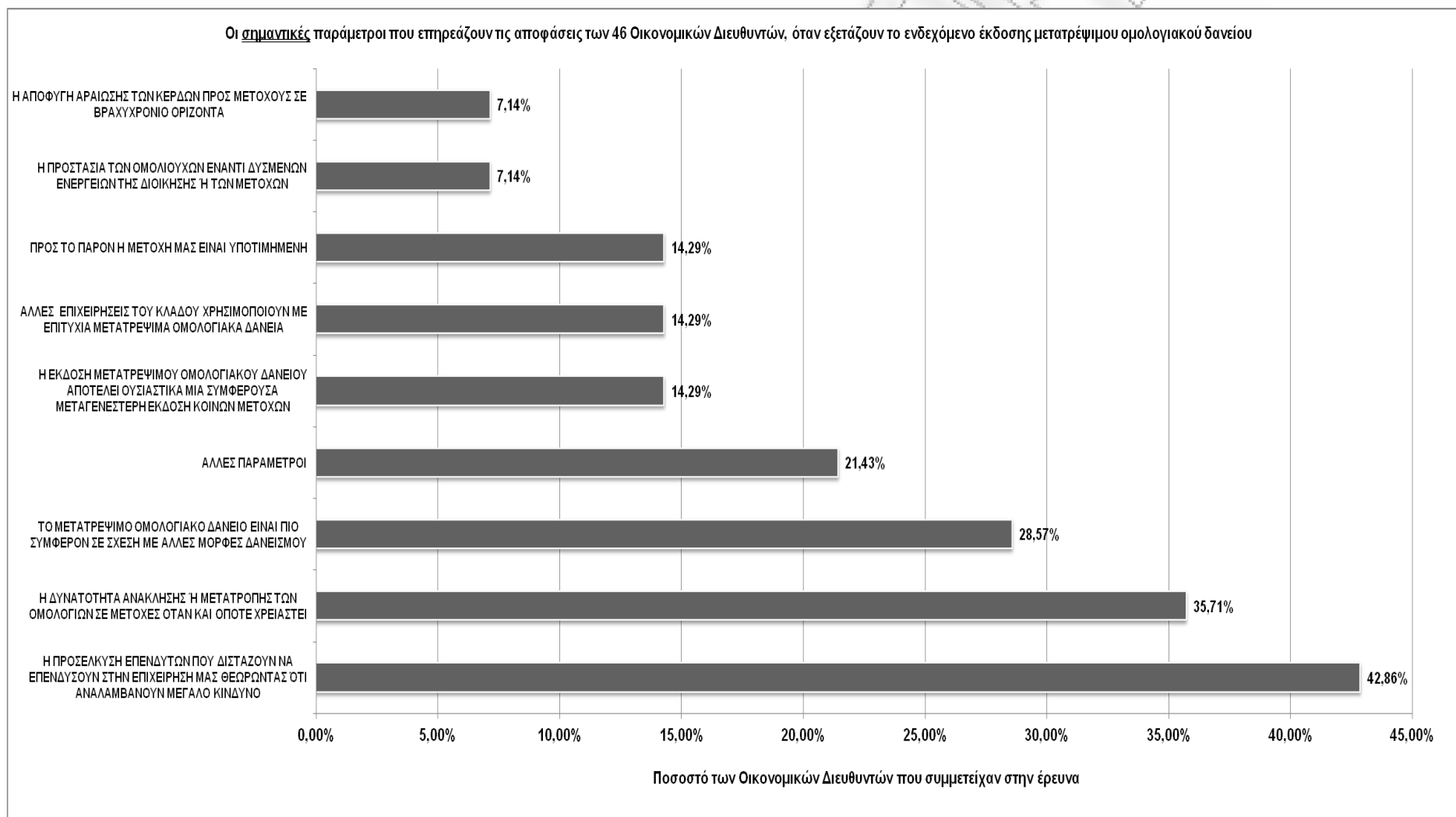
Στο διάγραμμα 29 παρουσιάζουμε ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις αποφάσεις των Οικονομικών Διευθυντών αναφορικά με το ύψος των ξένων κεφαλαίων που θα αναλάβει η επιχείρησή τους. Οι συμμετέχοντες έπρεπε να επιλέξουν τη σημασία που προσδίδουν σε κάθε παράγοντα, χρησιμοποιώντας μία κλίμακα από 0 έως και 4 (0 άνευ σημασίας και 4 βαρύνουσας σημασίας).

Οι παράγοντες είναι: (1) το φορολογικό πλεονέκτημα ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη (μέσος όρος 1,74), (2) το ενδεχόμενο πτώχευσης, έλλειψης ρευστότητας ή οικονομικής δυσπραγίας (μέσος όρος 1,70), (3) το ύψος των ξένων κεφαλαίων των υπολοίπων επιχειρήσεων του κλάδου (μέσος όρος 1,09), (4) η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, από διεθνείς οίκους (μέσος όρος 0,96), (5) το κόστος έκδοσης δανείων (μέσος όρος 2,26), (6) η προσωπική φορολογική επιβάρυνση των δανειστών από τόκους πιστωτικούς (μέσος όρος 0,48), (7) η χρηματοοικονομική ευελιξία (περιορισμός δανείων προκειμένου εσωτερικές πηγές να δεσμευθούν για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων) (μέσος όρος 2,02), (8) η αστάθεια των κερδών και των ταμιακών ροών (μέσος όρος 1,89), (9) περιορισμός της δανειακής επιβάρυνσης προκειμένου να νιώσουν ασφαλείς οι πελάτες και οι πιστωτές (μέσος όρος 1,26), (10) η εξασφάλιση δανειοδότησης (στόχος υψηλά δάνεια) λειτουργεί προστατευτικά ως προς μία ενδεχόμενη εξαγορά (της επιχείρησης) (μέσος όρος 0,15), (11) η σύναψη δανείου ερμηνεύεται από τους ανταγωνιστές ως πρόθεση αποφυγής μείωσης της παραγωγής (μέσος όρος 0,15), (12) ένας υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης ενισχύει τη διαπραγματευτική δύναμη οδηγώντας τους υπαλλήλους σε παραχωρήσεις (μέσος όρος 0,09), (13) για να διασφαλίσουμε την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα της ανώτατης διοίκησης συνάπτουμε δάνεια σηματοδοτώντας ότι ένα σημαντικό τμήμα των ταμιακών ροών χρησιμοποιείται για πληρωμή τόκων (μέσος όρος 0,37), (14) περιορίζουμε τη δανειακή επιβάρυνση προκειμένου τα κέρδη από τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια να καταλήξουν πλήρως στους μετόχους και όχι σε πληρωμή τόκων (μέσος όρος 1,11) και τέλος (15) άλλοι παράγοντες (μέσος όρος 0,98).

**Διάγραμμα 30: Παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων**

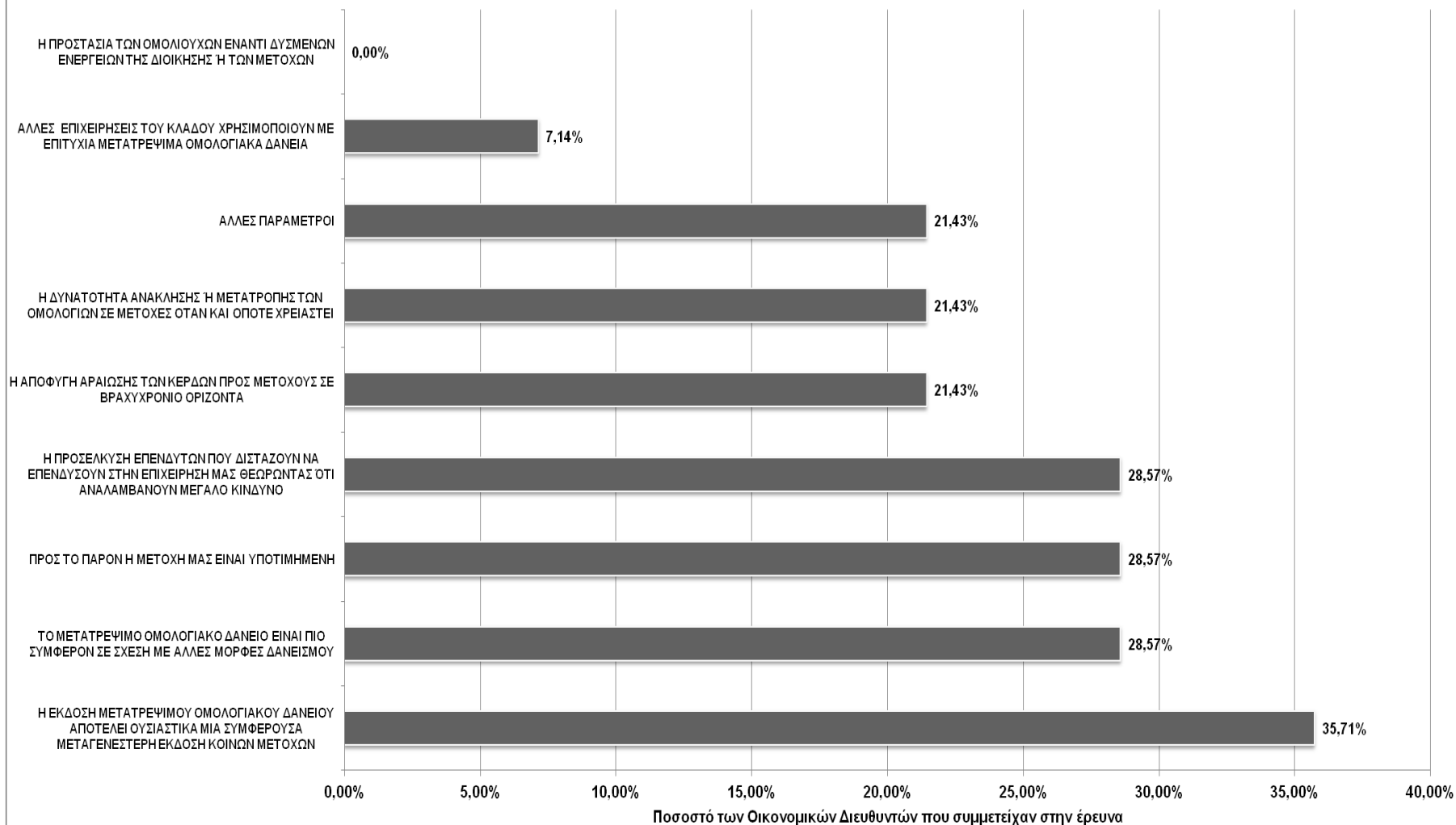


### Διάγραμμα 31: Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου



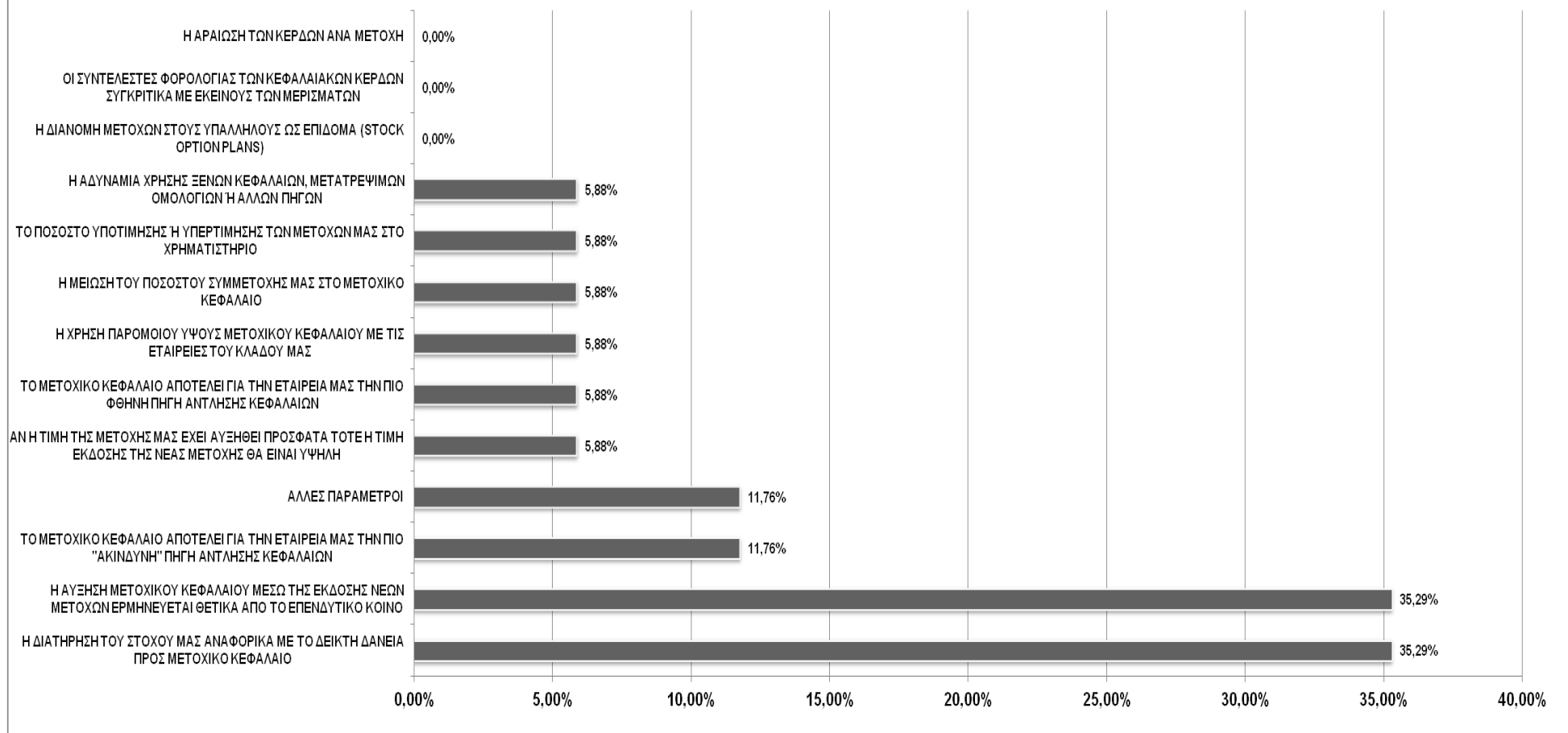
## Διάγραμμα 32: Έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου

Οι παράμετροι, βαρύνουσας σημασίας, που επηρεάζουν τις αποφάσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου



### Διάγραμμα 33: Έκδοση νέων κοινών μετοχών

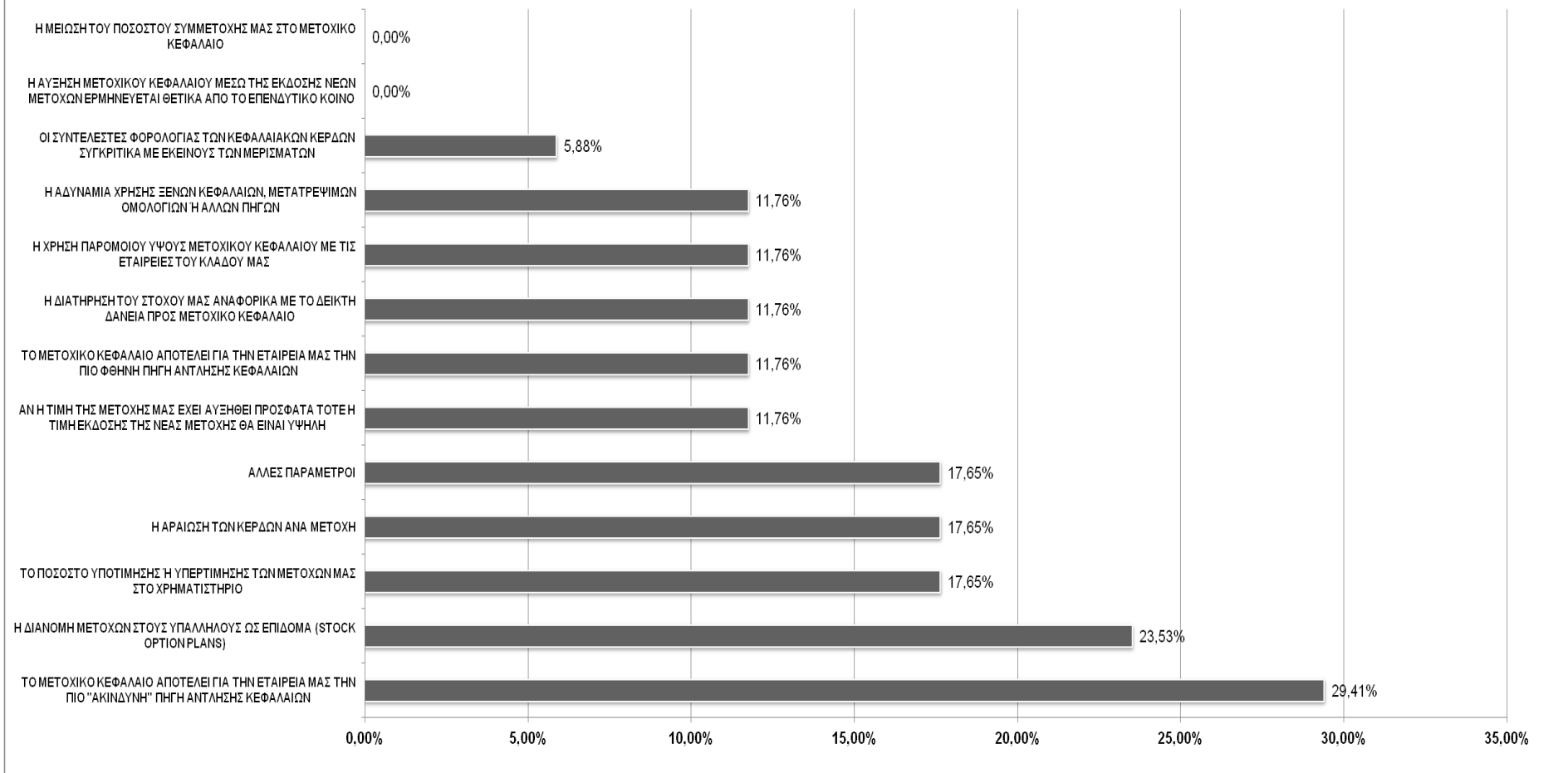
Οι παράμετροι που θεωρούνται σημαντικές με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών, όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης νέων κοινών μετοχών



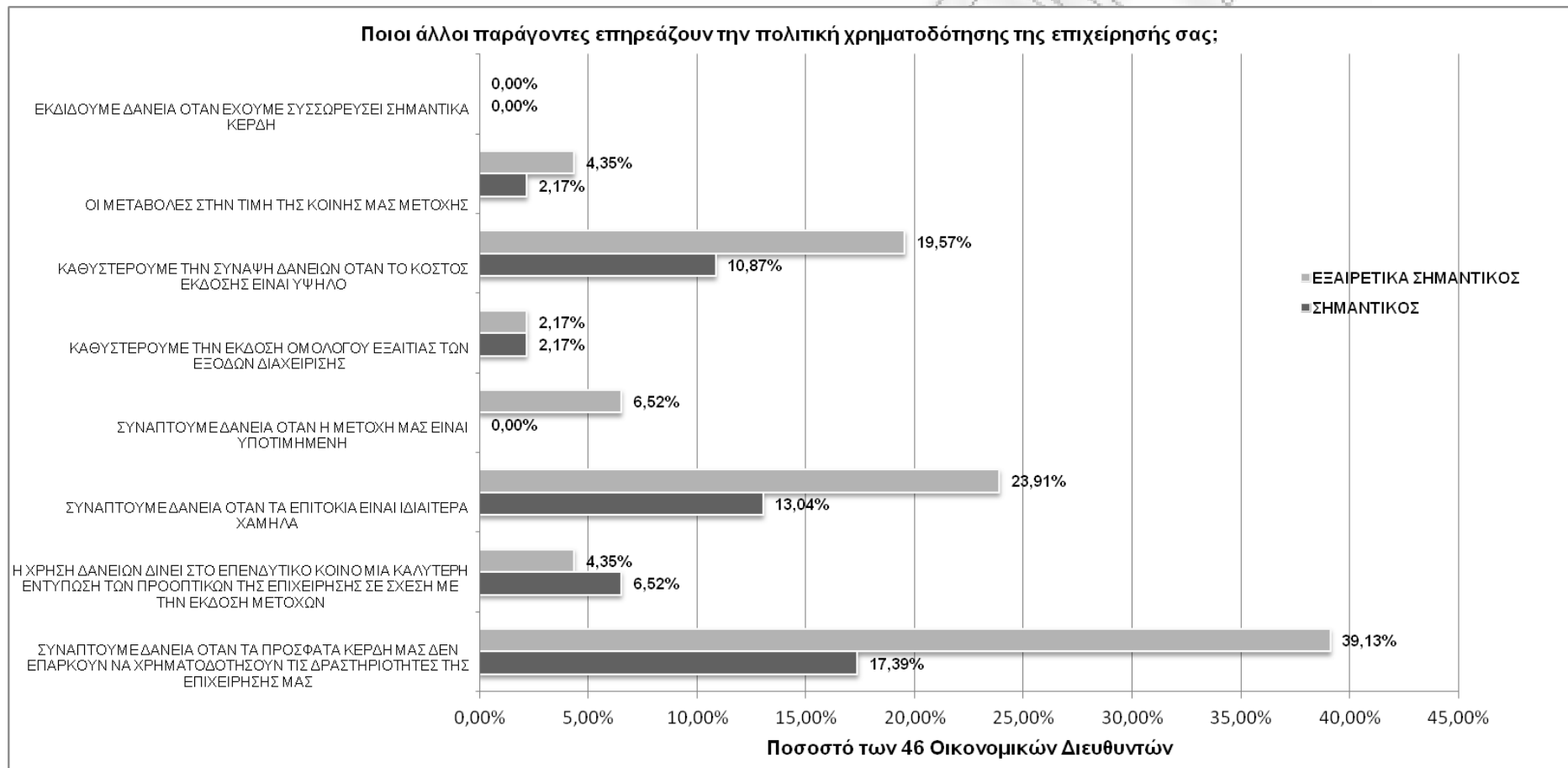


### Διάγραμμα 34: Έκδοση νέων κοινών μετοχών

Οι παράμετροι που θεωρούνται βαρύνουσας σημασίας με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών, όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης νέων κοινών μετοχών



### Διάγραμμα 35: Πολιτική χρηματοδότησης



Το 34,78% των 46 Οικονομικών Διευθυντών δηλώνει ότι το κόστος έκδοσης δανείων είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας, ενώ το 28,26% των συμμετεχόντων δηλώνει ότι το ενδεχόμενο πτώχευσης, έλλειψη ρευστότητας ή οικονομικής δυσπραγίας είναι ο πιο σημαντικός παράγοντας. Το 23,91% δηλώνει ότι η αστάθεια των κερδών και των ταμιακών ροών καθώς και η χρηματοοικονομική ευελιξία είναι οι πιο σημαντικοί παράγοντες. Διαπιστώνουμε ότι το 21,74 % δηλώνει ότι η αστάθεια των κερδών και των ταμιακών ροών είναι σημαντικός παράγοντας (υπενθυμίζουμε επιλογή 3) και ακολουθεί η χρηματοοικονομική ευελιξία με 19,57%, και με 17,39% το κόστος έκδοσης δανείων και ότι πρέπει να περιορίσουν τη δανειακή τους επιβάρυνση προκειμένου να καθησυχάσουν τους πελάτες και πιστωτές τους.

Υπενθυμίζουμε ότι με βάση το διάγραμμα 14(β), που παραθέτουμε εκ νέου, το 26,09% των συμμετεχόντων δήλωσε ότι δεν υπάρχει ένα σημείο αναφοράς και από την ανάλυσή μας προκύπτει ότι οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις, με έσοδα πωλήσεων της τάξεως €1.000.000.000 - €5.000.000.000 μόνο 1 επιχείρηση ακολουθεί ορισμένους περιορισμούς όσον αφορά το σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης ενώ οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό κλάδο, στο σύνολό τους έχουν ένα αυστηρό σημείο αναφοράς, δηλαδή το 17,39% από τις 46 συμμετέχουσες εταιρείες.

Το 17,39% δικαιολογείται από το αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας των τραπεζών (εποπτικές αρχές, πιστοληπτική διαβάθμιση).



**Διάγραμμα 14: Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (β)**

Επίσης όταν εξετάζουμε τα έτη προϋπηρεσίας και την εμπειρία των Οικονομικών Διευθυντών διαπιστώνουμε ότι οι νεότεροι (ασκούν τα καθήκοντά τους, λιγότερο από 4 χρόνια) σε επιχειρήσεις όπου υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί αναφορικά με το σημείο αναφοράς αναλογία (rate) 0,15 ενώ ο μέσος όρος 0,17 και αναλογία 0,3 ενώ ο μέσος όρος είναι 0,24.

Στην έρευνα μας μόνο το 4,35% των 46 Οικονομικών Διευθυντών θεωρεί είναι η επιτακτική ανάγκη να διατηρήσουν την χρηματοοικονομική τους ευελιξία και μόνο το 13,04% των επιχειρήσεων με αριθμοδείκτη ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού χαμηλότερο του 30,00%. Υπενθυμίζουμε ότι το 50,00% των 46 εταιρειών που συμμετείχαν στην έρευνά μας έχουν δείκτη D/E μικρότερο του 30%.

Επισημαίνουμε ότι το 30,43% έχει εξετάσει το ενδεχόμενο έκδοσης μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Όπως παρουσιάζεται στο διάγραμμα 31, στην αμέσως επόμενη σελίδα, οι 14 Οικονομικοί Διευθυντές δηλώνουν πως θεωρούν σημαντικές τις κάτωθι παραμέτρους: 42,86% θεωρούν ότι εξασφαλίζεται η προσέλκυση επενδυτών, οι οποίοι είναι επιφυλακτικοί και δεν θέλουν να αναλάβουν υψηλό κίνδυνο, 35,71% η ελευθερία που τους παρέχει το δικαίωμα ανάκλησης ή μετατροπής, και το 28,57% δηλώνει ότι είναι καλύτερη μορφή δανεισμού. Ένα υψηλό ποσοστό επιλέγει ως σημαντικές άλλες

παραμέτρους, κρίνουμε πως θα πρέπει να διερευνήσουμε στο μέλλον σε ποιες παραμέτρους αναφέρεται το 21,43%.

Σημειώνουμε ότι δεν θεωρούν ότι είναι εξαιρετικά σημαντική η προστασία των ομολογιούχων έναντι δυσμενών ενεργειών της διοίκησης ή των μετόχων όταν σχεδιάζουν την έκδοση ενός μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου. Το 35,71% των 14 Οικονομικών Διευθυντών δηλώνει ότι είναι εξαιρετικά σημαντική η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου επειδή αποτελεί ουσιαστικά μία συμφέρουσα μεταγενέστερη έκδοση κοινών μετοχών.

Στο διάγραμμα 33 αναφέρουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των 29 Οικονομικών Διευθυντών όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης νέων κοινών μετοχών.

Το 35,29% δηλώνει ότι είναι σημαντική η διατήρηση του στόχου αναφορικά με το δείκτη δάνεια προς μετοχικό κεφάλαιο, και εξίσου σημαντική θεωρείται η αντίδραση του επενδυτικού κοινού, πιο αναλυτικά, το 35,29% δηλώνει ότι η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μέσω της έκδοσης νέων μετοχών ερμηνεύεται θετικά. Επίσης είναι σημαντικό για το 11,76% ότι το μετοχικό κεφάλαιο «ακίνδυνο» και εξίσου σημαντικές άλλες παραμέτρους. Το 29,41% δηλώνει ότι είναι μία εξαιρετικά σημαντική και ακίνδυνη πηγή άντλησης κεφαλαίων, και το 23,53% επίσης εξετάζει τη διανομή μετοχών στους υπαλλήλους ως επίδομα (stock option plans). Ενώ το ποσοστό αραίωσης κερδών και υποτίμησης ή υπερτίμησης τους προβληματίζει λιγότερο, 17,65%, και δεν τις αξιολογούν ως εξαιρετικά σημαντικές παραμέτρους στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Στο διάγραμμα 35, στην επόμενη σελίδα, διερευνούμε ποιους άλλους παράγοντες επηρεάζουν την πολιτική χρηματοδότησης των 46 εταιρειών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Διαπιστώνουμε ότι δεν τους απασχολούν οι μεταβολές στην τιμή της μετοχής, 4,35% το θεωρεί εξαιρετικά σημαντικό, και το 2,17% σημαντικό. Ενώ το 39,13% συνάπτει δάνεια

όταν τα πρόσφατα κέρδη δεν επαρκούν να καλύψουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης. Τέλος το 23,91% επηρεάζεται από την πορεία των επιτοκίων, και συνάπτει δάνεια όταν είναι χαμηλά. Τέλος τα έξοδα διαχείρισης κατέχουν το ίδιο ποσοστό, 2,17%.

ΓΑΛΕΡΙΣΤΗΜΟ ΓΕΡΑΝ

## 2.7. ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ

Τα προβλήματα που αντιμετωπίσαμε κρίνουμε ότι οφείλονται στους βασικούς περιορισμούς (χρόνου, κόστους) της παρούσας διπλωματικής εργασίας, και που αναφέραμε στην εισαγωγή.

Όταν αναλάβαμε τη διπλωματική μελετώντας τη βιβλιογραφία διαπιστώσαμε πόσο σημαντικός είναι ο βαθμός ανταπόκρισης. Το γεγονός ότι μας απάντησαν μόνο 46 Οικονομικοί Διευθυντές μας επέτρεψε να μελετήσουμε τις μεθόδους υπολογισμού κόστους ιδίων κεφαλαίων λαμβάνοντας υπόψη το προφίλ των επιχειρήσεων αλλά δεν είχαμε στη διάθεσή μας στοιχεία για να μελετήσουμε και τις υπόλοιπες ενότητες, όπως λόγω χάρη την κεφαλαιακή διάρθρωση.

Οι Saunders, Lewis, Thornhill<sup>81</sup> 2009, αναφέρουν ότι πρέπει να αξιολογούμε το ποσοστό των συμμετεχόντων που δεν θα μπορέσουν να απαντήσουν, πριν ακόμη ασχοληθούμε με το μέγεθος του δείγματός μας, γεγονός που μας καθησυχάζει.

Στην πρώτη φάση σχεδιασμού της έρευνάς μας αντλήσαμε πληροφορίες, και συγκεκριμένα τα στοιχεία επικοινωνίας, από τις επίσημες ιστοσελίδες των εισηγμένων εταιρειών και τα διασταυρώσαμε με τις διαθέσιμες πληροφορίες από την ιστοσελίδα του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Εντούτοις όταν άρχισε η αποστολή τον Ιούνιο 2010 διαπιστώσαμε ότι δεν μπορούμε να επικοινωνήσουμε με 6 Οικονομικούς Διευθυντές, επίσης μέχρι το τέλος Ιουνίου, 2010, διαπιστώσαμε ότι ουσιαστικά δεν μπορούσαμε να επικοινωνήσουμε συνολικά με 17 Οικονομικούς Διευθυντές από τους 268.

Ένα άλλο σημαντικό πρόβλημα, που ήδη έχουμε σχολιάσει στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων, είναι ότι έχουμε στη διάθεσή μας τις απαντήσεις 46 Οικονομικών Διευθυντών, δεν μπορούμε να γνωρίζουμε αν όντως έχουν εφαρμόσει τις μεθόδους και τις τεχνικές που έχουν επιλέξει. Σε αντίθεση με την έρευνα όμως, των Graham και Cambell εμείς λάβαμε τα ερωτηματολόγια συμπληρωμένα μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου και συνοδεύονταν όλα από την ψηφιακή υπογραφή του Οικονομικού Διευθυντή και προέρχονταν από την προσωπική, εταιρική, του διευθυνση.

---

<sup>81</sup> Saunders M., Lewis Ph., Thornhill A., 2009, Research Methods for business students, 5<sup>th</sup> edition, FT Prentice Hall

Επίσης διαπιστώσαμε ότι οι συμμετέχοντες είναι εξαιρετικά επιφυλακτικοί. Στην τηλεφωνική μας επικοινωνία (συνολικά τέσσερις κλήσεις) διαπιστώσαμε ότι υπήρχαν εταιρείες (8 συνολικά) που ήταν πρόθυμες να απαντήσουν στην έρευνά μας αλλά τελικά λόγω της εταιρικής πολιτικής δεν συμμετείχαν.

Σε αυτό το σημείο αναφέρουμε ότι υπό ιδανικές συνθήκες θα θέλαμε να είχαμε λάβει όλα τα ερωτηματολόγια συμπληρωμένα την ίδια χρονική περίοδο ώστε να οδηγηθούμε σε πιο ασφαλή συμπεράσματα. Ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών λόγω της οικονομικής κρίσης έχει σημειώσει σημαντική πτώση και είναι διαφορετικές οι συνθήκες. Όπως επίσης και ότι αρκετές εισηγμένες εταιρείες έχουν προσφύγει στο άρθρο 99<sup>82</sup> του πτωχευτικού δικαίου (μία εκ των οποίων συμμετείχε στην έρευνά μας).

Αναφέραμε στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων ότι ο επιβλέπων Καθηγητής μας συμβούλευσε να μην συμπεριλάβουμε προσωπικές ερωτήσεις, οπότε και δεν είναι εφικτή η ανάλυση του δημογραφικού προφίλ των 46 Οικονομικών Διευθυντών. Αρχικά είχαμε ενδοιασμούς αλλά όταν ξεκινήσαμε την έρευνα και μετά όταν άρχισε η επεξεργασία των ερωτηματολογίων διαπιστώσαμε ότι στην πλειοψηφία τους τα στελέχη είναι επιφυλακτικά. Επίσης ανακαλύψαμε ότι δεν έχουν όλες οι εισηγμένες, στο Χρηματιστήριο Αθηνών εταιρείες, τα βιογραφικά της ανώτατης διοίκησης στις επίσημες ιστοσελίδες τους, οπότε δεν είμαστε σε θέση να συμπληρώσουμε το δημογραφικό προφίλ των 46 Οικονομικών Διευθυντών. Τακτική που ακολουθήσαμε όπου ήταν εφικτό, δηλαδή υπολογίσαμε το σειριακό δείκτη τιμή μετοχής προς κέρδη, μελετήσαμε τις εταιρικές παρουσιάσεις και τα ενημερωτικά δελτία των τμημάτων εξυπηρέτησης μετόχων σε όλες τις επιχειρήσεις που συμμετείχαν στην έρευνά μας.

Τέλος η ηλεκτρονική μορφή του ερωτηματολογίου έδωσε την δυνατότητα στους συμμετέχοντες να επέμβουν. Δυστυχώς όλοι επέλεξαν να δηλώσουν τον κλάδο δραστηριότητας και ούτε ένας δεν συμπλήρωσε τις ανοικτές υποερωτήσεις (άλλες τεχνικές, άλλο, άλλες παράμετροι). Μολονότι αρχικά δεν θέλαμε να έχουμε ανοικτές ερωτήσεις, τα υψηλά ποσοστά που συγκέντρωσαν αυτές οι επιλογές, σε ορισμένες περιπτώσεις, μας δημιούργησαν αυτή την ανάγκη.

---

<sup>82</sup> Άρθρα στο οικονομικό τμήμα στην εφημερίδα Καθημερινή, 29-30 Οκτωβρίου 2011 και 25 Σεπτεμβρίου 2011.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Bierman H.J., 1993, Capital budgeting in 1992: a survey. Financial Management Vol. 22-24.
2. Bruner R.F., Eades K.M., Harris R., Higgins R.C., 1998, Best practices in estimating the cost of capital survey and synthesis. Financial Practice and Education Vol.8, pp.13-28.
3. Fama E.F., French K.R., 1992, The cross-section of expected stock returns, Journal of Finance Vol.47, pp 427-465.
4. Gitman, L.J., Forrester Jr., J.R., 1977, A survey of capital budgeting techniques used by major U.S. firms. Financial Management Vol. 6, pp.66-71. Στο διαδίκτυο δεν είναι διαθέσιμο, η παράθεση προκύπτει από το βασικό άρθρο των Graham, Cambell ό.π.
5. Graham, J.R., Harvey C.R., 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp.187-243.
6. Haka S.F., Gordon L.A., Pinches G.E., 1985, Sophisticated Capital Budgeting Selection Techniques and Firm Performance, The Accounting Review, Vol. LX, No 4.
7. Harris M., Raviv A., 1996, The Capital Budgeting Process: Incentives and Information, The Journal of Finance, Vol. 51, No.4, pp 1139-1174.
8. McDonald R.L, 1998, Real options and rules of thumb in capital budgeting, υπάρχει προσχέδιο του άρθρου του στην επίσημη ιστοσελίδα του Πανεπιστημίου Northwestern, Finance Department Kellogg School
9. Moore J.S., Reichert A.K., 1983, An analysis of the financial management techniques currently employed by large US corporations. Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 10, pp. 623-645.
10. Saunders M., Lewis Ph., Thornhill A., 2009, Research Methods for business students, 5<sup>th</sup> edition, FT Prentice Hall
11. Stanley, M.T., Block, S.B., 1984. A survey of multinational capital budgeting. The Financial Review Vol. 19, pp 36-54.
12. Trahan E.A., Gitman L.J., 1995, Bridging the theory-practice gap in corporate finance a survey of CFO, Quarterly Review of Economics and Finance, Vol 35, pp. 73-87.
13. Porter M., 1992, Capital choices: Changing the way America invests in industry. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, pp4-16.
14. Poterba J., Summers L., 1992, Time horizons of American firms: new evidence from a survey of CEOs, Project on Capital Choices, Harvard Business School.

## ΤΡΙΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Στην εισαγωγή αναφέραμε ότι στο παρόν κεφάλαιο θα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας με τα αποτελέσματα της έρευνας των Graham και Cambell.

### 3. ΣΥΓΚΡΙΣΗ

#### 3.1. Γενικές Παρατηρήσεις

Κρίνουμε πως είναι ιδιαίτερα σημαντικό να αναφέρουμε ότι οι Graham και Cambell δημιούργησαν μία βάση δεδομένων από τις απαντήσεις 392 Οικονομικών Διευθυντών εισηγμένων και μη εταιρειών. Συνολικά είχαν αποστείλει 4.400 ερωτηματολόγια και η δομή του ερωτηματολογίου τους ήταν διαφορετική και επέτρεπε τη δημογραφική ανάλυση σε κάθε κύρια ερώτηση, εφόσον μελετούσε το προφίλ του Διευθύνοντος Συμβούλου. Υπενθυμίζουμε ότι εμείς απευθυνθήκαμε μόνο στους Οικονομικούς Διευθυντές εταιρειών, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών και λάβαμε 46 συμπληρωμένα ερωτηματολόγια σε διάστημα περίπου ενός έτους. Ενώ η έρευνα των Graham και Cambell ολοκληρώθηκε σε λιγότερο από ένα μήνα. Τέλος η έρευνά μας ουσιαστικά πραγματοποιήθηκε το 2010 ενώ η έρευνα των Graham Cambell δημοσιεύτηκε, επικαιροποιημένη, το 2002, η αρχική είχε πραγματοποιηθεί το Φεβρουάριο 1999. Στην επίσημη ιστοσελίδα του Καθηγητή Graham αναφέρεται ότι μέχρι σήμερα ενημερώνεται η βάση δεδομένων, άλλωστε και εμείς όταν εξασφαλίσαμε την άδεια πνευματικών δικαιωμάτων αποστείλαμε ηλεκτρονικά τη λίστα των εισηγμένων εταιρειών<sup>83</sup>.

---

<sup>83</sup> Η λίστα των εταιρειών με όλα τα στοιχεία επικοινωνίας απεστάλη στα αγγλικά στον κ. Καθηγητή και προορίζεται για εκπαιδευτικούς μόνο σκοπούς, συνεπώς δεν έχουμε αθετήσει την δέσμευσή μας προς τους συμμετέχοντες.

### 3.2. Προφίλ επιχειρήσεων

Προκειμένου να μην επαναλαμβανόμαστε, αναφέρουμε συνοπτικά τα αποτελέσματα της έρευνας Graham και Cambell και εντός παρενθέσεως και υπογραμμισμένα αναφέρουμε τα αποτελέσματα της έρευνάς μας. Στην έρευνα των Graham και Cambell το 26% των εταιρειών τα έσοδα πωλήσεων δεν υπερβαίνουν τα \$100.000.000 (28,26% από €25.000.000-€99.000.000) και το 42% είχε έσοδα πωλήσεων τουλάχιστον \$1.000.000.000 (15,22%). 40% των συμμετεχόντων ανήκε στον κλάδο βιομηχανικά προϊόντα και υπηρεσίες (21,74%) και το 13% μεταφορές και ενέργεια (6,52%), 15% τραπεζικό κλάδο και ασφάλειες, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (17,39%), το 11% χονδρικό και λιανικό εμπόριο (23,91%) και το 9% στον κλάδο τεχνολογία<sup>84</sup> (2,17%).

Το 60% (41,17%) των 392 Οικονομικών Διευθυντών δήλωσαν πως ο δείκτης τιμή μετοχής προς κέρδη (P/E) ήταν μεγαλύτερος του 15. Ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (με βάση τις λογιστικές αξίες) ήταν μοιρασμένος ισόποσα, κατά 33%, στις συμμετέχουσες εταιρείες, δηλαδή ήταν 20% (21,62%, 20%<D/E<29%), μεταξύ 20% και 40% (35,13%) και τέλος στο υπόλοιπο 33% (18,92%) ήταν άνω του 40%. Το 32% των 392 εταιρειών είχε αξιολογηθεί από διεθνείς οίκους με A, το 20% από AA έως και AAA και το 27% BBB. Μόνο το 21% είχε BB και ορισμένοι εξ αυτών είχαν ιδιαίτερα χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Στην έρευνά μας μόνο οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τραπεζικό κλάδο έχουν απαντήσει τη συγκεκριμένη ερώτηση. Δηλαδή το 80,43% δεν έχει αξιολογηθεί ενώ από τις συμμετέχουσες που είχαν αξιολογηθεί το 62,50% ήταν BBB- (επισημαίνουμε ότι οι συγκεκριμένες απέστειλαν συμπληρωμένα τα ερωτηματολόγια το 2010).

Επειδή στην έρευνα μας μελετούμε μόνο την εμπειρία των συμμετεχόντων, δηλαδή μόνο των 46 Οικονομικών Διευθυντών ενώ οι Graham και Cambell μελετούν περισσότερο χαρακτηριστικά όπως το μορφωτικό επίπεδο, την ηλικία και τα έτη προϋπηρεσίας θα παρουσιάσουμε μόνο τις διαφορές όσον αφορά την πείρα των συμμετεχόντων. Επισημαίνουμε ότι στην έρευνα των Graham και Cambell διερευνήθηκε και το δημογραφικό προφίλ των Γενικών Διευθυντών (CEO- Chief Operating Officer).

Στην έρευνα των Graham και Cambell το 40% (43,48%) των CEO είχε λιγότερο από 4 έτη προϋπηρεσίας, το 26% (21,74%) 4 έως και 9 έτη και το 34% (34,78%) περισσότερο από 9 έτη.

<sup>84</sup> High tech.

Διαπιστώνουμε ότι δεν υπάρχουν σημαντικές διαφορές στα αποτελέσματά μας όσον αφορά το προφίλ των επιχειρήσεων, τηρουμένων των αναλογιών.

### **3.3. Αποφάσεις Επενδύσεων & Χρηματοδοτήσεων**

Ανατρέχοντας στη βιβλιογραφία αυτού του κεφαλαίου συμπεραίνουμε ότι τα μέλη της επιστημονικής κοινότητας στις περισσότερες σχολές Διοίκησης Επιχειρήσεων διδάσκουν την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας (προσαρμοσμένης και μη). Εντούτοις οι περισσότερες έρευνες έχουν παρουσιάσει ότι στην πράξη οι Οικονομικοί Διευθυντές χρησιμοποιούν τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης. Η έρευνα των Graham και Cambell παρουσίασε ότι το 74,9% (67,39%) των 392 Οικονομικών Διευθυντών χρησιμοποιεί πάντα την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας και το 75,9% (50,00%) πάντα τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης. Οι Graham και Cambell διαπίστωσαν ότι εταιρείες με δείκτη δανειακής επιβάρυνσης άνω του 30% χρησιμοποιούσαν κυρίως την μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας και του εσωτερικού συντελεστή απόδοσης ενώ στην έρευνά μας διαπιστώσαμε ότι επιλέγουν την ανάλυση ευαισθησίας και την καθαρή παρούσα αξία.

Όσον αφορά τις εταιρείες που διανείμουν μέρισμα, πρέπει να υπενθυμίσουμε ότι εμείς εξετάσαμε μόνο το 2010 ενώ η έρευνα των Graham και Cambell (G&C) ανέλυσε την μερισματική πολιτική των 392 εταιρειών. Εντούτοις αναφέρουμε ότι και στις δύο έρευνες οι εταιρείες που διένειμαν μέρος των κερδών τους στους μετόχους τους με την μορφή μερίσματος επιλέγουν κυρίως τον εσωτερικό συντελεστή απόδοσης.

Μία άλλη κοινή παρατήρηση είναι η επιμονή των Οικονομικών Διευθυντών να χρησιμοποιεί την περίοδο επανείσπραξης παρά τα μειονεκτήματά της. Το 56,7% (36,96%) των 392 Οικονομικών Διευθυντών τη χρησιμοποιεί σε συνδυασμό με το ελάχιστο όριο απόδοσης (26,09%). Τέλος το 38% των 392 Οικονομικών Διευθυντών χρησιμοποιεί πάντα τον πολλαπλασιαστή κερδών (19,57%).

Όσον αφορά το κόστος ιδίων κεφαλαίων και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων διαπιστώνουμε ότι το 73,5% (34,38%) των συμμετεχόντων στην έρευνα G&C εφαρμόζουν πάντα το μοντέλο, ενώ οι άλλες δύο πιο δημοφιλείς μέθοδοι υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων είναι οι μέσες ιστορικές αποδόσεις 39,41% (6,25%) και το πολυπαραγοντικό CAPM 34,29% (25,00%). Χωρίς να έχουμε στη διάθεσή μας επαρκή στοιχεία και λαμβάνοντας υπόψη τους βασικούς περιορισμούς της παρούσας

εργασίας θεωρούμε ότι η διαφορά που παρατηρείται σχετικά με την δημοτικότητα της μεθόδου των μέσων ιστορικών αποδόσεων ερμηνεύεται κυρίως από τις μεγάλες διαφορές που χαρακτηρίζουν την δευτερογενή αγορά των ΗΠΑ και του Καναδά σε σχέση με της Ελλάδα, επίσης στο δείγμα των G&C υπήρχαν και μη εισηγμένες και τέλος έχουν παρέλθει 11 χρόνια και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων έχει αποδείξει τη διαχρονικότητά του.

Εξετάζοντας τους συντελεστές προεξόφλησης ουσιαστικά εξετάζουμε τη χρήση των μεθόδων υπολογισμού του κόστους ιδίων κεφαλαίων. Στην έρευνα G&C το 24,65% προσαρμόζει τις ταμιακές ροές και το συντελεστή προεξόφλησης όταν αξιολογεί ένα επενδυτικό σχέδιο αναφορικά με τον κίνδυνο επιτοκίων (39,13%), το 18,75% και τους δύο όσον αφορά τον συναλλαγματικό (39,13%) και το 18,80% και τους δύο πάλι όσον αφορά τον κίνδυνο κυκλικών διακυμάνσεων (21,74%), τέλος το 66% δεν προσαρμόζει κανένα συντελεστή όσον αφορά τον κίνδυνο μεγέθους επιχείρησης (63,04%).

Αναφορικά με την κεφαλαιακή διάρθρωση υπάρχουν δύο θεωρίες η θεωρία trade-off [ουσιαστικά η μόχλευση έχει σημαντικές φορολογικές ελαφρύνσεις και αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για τις εταιρείες που βρίσκονται στο στάδιο ωρίμανσης], και η θεωρία pecking-order [οι επενδυτικές δραστηριότητες καλύπτονται με εσωτερική χρηματοδότηση και προτιμάται η λήψη δανείου παρά η αύξηση κεφαλαίου λόγω της υποτίμησης].

Μελετώντας τα αποτελέσματα και των δύο ερευνών διαπιστώνουμε ότι ο πιο σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων των 392 Οικονομικών Διευθυντών αναφορικά με το ύψος ξένων κεφαλαίων που θα αναλάβει η επιχείρησή τους είναι η χρηματοοικονομική ευελιξία, δηλαδή επιλέγουν να περιορίζουν τα δάνειά τους προκειμένου να εκμεταλλευθούν τις εσωτερικές πηγές για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών τους προγραμμάτων 59,38% (19,57%), η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (από διεθνείς οίκους), 57,10% (13,04%) και η αστάθεια των κερδών και των ταμιακών ροών 48,08% (21,74%).

Διερευνώντας και άλλους παράγοντες που επηρεάζουν την πολιτική χρηματοδότησης των συμμετεχόντων παρατηρούμε ότι στην έρευνα των G&C το 46,35% (23,91%) συνάπτει δάνεια όταν τα επιτόκια είναι ιδιαίτερα χαμηλά, το 46,78% (39,17%) συνάπτει δάνεια όταν τα πρόσφατα κέρδη δεν επαρκούν να χρηματοδοτήσουν τις

δραστηριότητες της επιχείρησης και το 30,79% (6,52%) συνάπτει δάνεια όταν η μετοχή της επιχείρησης είναι υποτιμημένη.

Αναφορικά με την έκδοση ομολογιακού δανείου σε χώρες του εξωτερικού διαπιστώνουμε ότι στην έρευνα των G&C η αντιστάθμιση κινδύνου, λόγω χάρη εάν υποτιμηθεί το ξένο νόμισμα δεν είναι υποχρεωτική η καταβολή τόκων στο νόμισμα της χώρας προέλευσης της επιχείρησης θεωρείται πολύ σημαντική σύμφωνα με το 85,84% των συμμετεχόντων (26,67%), ενώ το 63,39% θεωρεί πολύ σημαντικό να διατηρήσουν την πηγή χρηματοδότησης όσο το δυνατό πιο κοντά στη χρήση κεφαλαίων (20,00%) και το 52,25% (60,00%) των 392 Οικονομικών Διευθυντών επέλεξε την φορολογική νομοθεσία (πιο ευνοϊκή για τις αμερικανικές εταιρείες).

Σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης στην έρευνα των G&C το 10,00% (23,91%) των 392 Οικονομικών Διευθυντών δήλωσε ότι υπάρχει ένα αυστηρό σημείο αναφοράς, το 34,00% (13,04%) ότι υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί, το 37,00% (36,96%) ότι υπάρχει ευελιξία, ενώ το 19% (26,09%) δήλωσε ότι δεν υπάρχει σημείο αναφοράς.

Μελετώντας τις απαντήσεις των Οικονομικών Διευθυντών αναφορικά με την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, σχολιάζοντας μόνο τις παραμέτρους που θεωρούνται βαρύνουσας σημασίας, παρατηρούμε ότι στην έρευνα των G&C το 58,11% (35,71%) των συμμετεχόντων θεωρεί ότι η έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου αποτελεί ουσιαστικά μία συμφέρουσα μεταγενέστερη έκδοση κοινών μετοχών, το 50,68% (28,57%) θεωρεί ότι προς το παρόν η μετοχή τους είναι υποτιμημένη και το 47,95% (21,43%) επηρεάζεται από τη δυνατότητα ανάκλησης ή μετατροπής των ομολογίων σε μετοχές όταν και όποτε χρειαστεί.

Όσον αφορά τις πιο σημαντικές παραμέτρους που επηρεάζουν τις αποφάσεις των συμμετεχόντων όταν εξετάζουν το ενδεχόμενο έκδοσης νέων κοινών μετοχών διαπιστώνουμε ότι στην έρευνα G&C το 68,55% (17,65%) επέλεξε την αραιώση κερδών, το 66,94% (17,65%) το ποσοστό υποτίμησης ή υπερτίμησης των μετοχών στο χρηματιστήριο και το 62,60% (11,76%) απάντησε ότι αν η τιμή της μετοχής έχει αυξηθεί πρόσφατα τότε η τιμή έκδοσης της νέας μετοχής θα είναι υψηλή.

Συμπερασματικά παρατηρούμε ότι στην πράξη τα στελέχη της ανώτατης διοίκησης μολοντί στην πλειονότητά τους είναι έμπειρα, τόσο στην έρευνα του 1999 όσο και στη δική μας, δεν ακολουθούν πάντα τις αρχές της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης.

Δεν μπορούμε να ερμηνεύσουμε το γεγονός ότι παραμένουν δημοφιλείς μέθοδοι που είχαν πρωτοπαρουσιαστεί πριν από δεκαετίες και μάλιστα στην βιβλιογραφία, σύγχρονη και μη, υπάρχουν πολλές και αυστηρές κριτικές.

Εντούτοις τόσο στο 1999 όσο και τώρα διαπιστώνουμε ότι οι Οικονομικοί Διευθυντές θεωρούν ότι η αξία της επιχείρησής τους είναι υποτιμημένη, και νιώθουν εκτεθειμένοι σε εξωγενείς κινδύνους ενώ δεν λαμβάνουν σοβαρά υπόψη τους ότι πρέπει να συνεκτιμούν και τους κινδύνους εκείνους που είναι απόλυτα συνυφασμένους με επιχείρησή τους.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Barnea, A., Haugen, R., Senbet, L., 1980. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. Journal of Finance Vol.35, pp.1223-1234
2. Bierman, H.J., 1993. Capital budgeting in 1992: a survey. Financial Management Vol.22- 24.
3. Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R.C., 1998. Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. Financial Management Vol.27, pp70-91.
4. Bradley, M., Jarrell, G.A., Kim, E.H., 1984. On the existence of an optimal capital structure. Journal of Finance Vol.39, pp.899-917.
5. Brander, J.A., Lewis, T.R., 1986. Oligopoly and financial structure: the limited liability effect. American Economic Review Vol.76, pp.956-970
6. Brealey, R.A., Myers, S.C., 1996. Principles of Corporate Finance, 5<sup>th</sup> Edition. McGraw-Hill, New York.
7. Brennan, M.J., Schwartz, E.S., 1988. The case for convertibles, Journal of Applied Corporate Finance Vol.1, pp55-64
8. Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R., Higgins, R.C., 1998. Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis. Financial Practice and Education Vol.8, pp.13-28.
9. Castanias, R., 1983. Bankruptcy risk and optimal capital structure. Journal of Finance Vol.38, pp.1617-1635.
10. Chang, C., 1992. Capital structure as an optimal contract between employees and investors. Journal of Finance Vol.47, pp.1141-1158.
11. Chen, N-F., Roll, R., Ross, S.A., 1986. Economic forces and the stock market. Journal of Business Vol.59, pp.383-404.
12. Desai M.A., Foley C.F., Hines Jr. J.R., 2004. A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. The Journal of Finance, Vol.59, issue 6, pp. 2451-2487.
13. Fama, E.F., French, K.R., 1992. The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance Vol.47, pp.427-465.
14. Ferson, W.E., Harvey C.R., 1991. The variation of economic risk premiums. Journal of Political Economy Vol.99, pp.285-315.
15. Fisher, E.O., Heinkel, R., Zechner, J., 1989. Dynamic capital structure choice: theory and tests. Journal of Finance Vol.44, pp.19-40.
16. Flannery, M.J., 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice. Journal of Finance Vol.41, pp.19-37.
17. Friedman, M., 1953. Essays in Positive Economics. University of Chicago Press, Chicago.
18. Céczy, C., Minton, B.A., Schrand, C., 1997. Why firms use currency derivatives. Journal of Finance Vol.52, pp.1323-1354.
19. Gilson, S.C., 1997. Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms. Journal of Finance Vol.52, pp.111-133.
20. Graham, J.R., 1996. Debt and the marginal tax rate. Journal of Financial Economics Vol.41, pp41-73.
21. Graham, J.R., 1999a. Do personal taxes affect corporate financing decisions? Journal of Public Economics Vol.73, pp.147-185.
22. Graham, J.R., 1999b. Quarter 2, 1999 FEI Survey <http://www.duke.edu/~jgraham>
23. Graham, J.R., 2000. How big are the tax benefits of debt? Journal of Finance Vol.55, pp.1901-1941.
24. Green, R., 1984. Investment incentives debt and warrants. Journal of Financial Economics Vol.13, pp.115-136.
25. Grinblatt, M., Titman, S., 1998. Financial Markets and Corporate Strategy. Irwin McGraw-Hill, Boston.



26. Hanka, G., 1998. Debt and the terms of employment. Journal of Financial Economics Vol.48, pp.245-282.
27. Harris, M., Raviv, A., 1988. Corporate control contests and capital structure. Journal of Financial Economics Vol.20, pp. 55-86.
28. Heaton, J.B., 2002. Managerial optimism and corporate finance. Financial Management Association & Gale Group.
29. Helwege, J., Liang, N., 1996. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. Journal of Financial Economics Vol.40, pp.429-458.
30. Jagannathan, R., Kubota, K., Takehara, H., 1998. Relationship between labor income risk and average return: empirical evidence from the Japanese stock market. Journal of Business, Vol.71, pp.319-348.
31. Jagannathan, R., Wang, Z., 1996. The conditional CAPM and the cross-section of expected returns. Journal of Finance, Vol.51, pp.3-53.
32. Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. Journal of Finance Vol.48, pp65-91.
33. Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review Vol.76, pp323-339.
34. Jensen, M.C., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics Vol.3, pp.305-360.
35. Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. Journal of Finance Vol.32, pp.371-387.
36. Leland, H.E., Toft, K.B., 1996. Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. Journal of Finance Vol.51, pp.987-1019.
37. Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review pp.97-113.
38. Loughran, T., Ritter, J.R., 1995. The new issues puzzle. Journal of Finance Vol.50, pp.23-52.
39. Lucas, D.J., McDonald, R.L., 1990. Equity issues and stock price dynamics. Journal of Finance Vol.45, pp.1019-1043.
40. Mayers, D., 1998. Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. Journal of Financial Economics Vol.47, pp.83-102.
41. Miller, M.H., 1977. Debt and taxes. Journal of Finance Vol.32, pp.261-275.
42. Modigliani, F., Miller, M.H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital : a correction. American Economic Review Vol.53, pp.433-443.
43. Moore, J.S., Reichert, A.K., 1983. An analysis of the financial management techniques currently employed by large US corporations. Journal of Business Finance and Accounting Vol.10, pp.623-645.
44. Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics Vol.5, pp.147-175.
45. Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. Journal of Finance Vol.39, pp.575-592.
46. Myers, S.C., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics Vol.13, pp.187-224.
47. Opler, T.C., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics Vol.52, pp.3-46.
48. Pinegar, J.M., Wilbricht, L., 1989. What managers think of capital structure theory: a survey. Financial Management Vol.18, pp.82-91.
49. Ross, S.A., 1977. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. Bell Journal of Economics Vol.8, pp.1-32.
50. Sangster, A., 1993. Capital investment appraisal techniques: a survey of current usage. Journal of Business Finance and Accounting Vol.20, pp.307-332.
51. Scott, J.H., 1976. A theory of optimal capital structure. Bell Journal of Economics Vol.7 No.1, pp.33-54.

52. Shao, L.P., Shao, A.T., 1996. Risk analysis and capital budgeting techniques of US multinational enterprises. Managerial Finance Vol.22, pp.271-294.
53. Stanley, M.T., Block, S.B., 1984. A survey of multinational capital budgeting. The Financial Review Vol.19, pp.36-54.
54. Stein, J.c., 1992. Convertible bonds as backdoor equity financing. Journal of Financial Economics Vol.32, pp.3-21.
55. Stulz, R., 1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market of corporate control. Journal of Financial Economics Vol.20, pp.25-54.
56. Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. Journal of Finance Vol.43, pp.1-19.
57. Trahan, E.A., Gitman, L.J., 1995. Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers. Quarterly Review of Economics and Finance Vol.35, pp.73-87.

## ΤΕΤΑΡΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Στην εισαγωγή αναφέραμε ότι στο παρόν κεφάλαιο ουσιαστικά αντί επιλόγου θα ασχοληθούμε με δύο θέματα. Πρώτο θέμα μας πως θα μπορούσαμε να συνεχίσουμε περαιτέρω την έρευνά μας και δεύτερο θέμα είναι να προτείνουμε με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών που συμμετείχαν στην έρευνά μας πως θα μπορούσε να εμπλουτιστεί το περιεχόμενο των μαθημάτων της Χρηματοοικονομικής Λογιστικής Κατεύθυνσης του Προγράμματος Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

### 4. ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

#### 4.1. Γενικές Παρατηρήσεις

Αναφορικά με το πρώτο θέμα μας έχουμε ορισμένες ιδέες, που ουσιαστικά δημιουργήθηκαν επειδή αντιμετωπίσαμε σοβαρά προβλήματα. Υπενθυμίζουμε ότι όσον αφορά την πολιτική χρηματοδότησης δεν είχαμε στη διάθεσή μας τις απαραίτητες πληροφορίες.

#### 4.2. Πρόσθετες Ιδέες

Κρίνουμε πως είναι πολύ σημαντικό να δημιουργηθεί μία βάση δεδομένων που να ενημερώνεται ετησίως. Σε πρώτη φάση, χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα της έρευνάς μας και σε δεύτερη φάση, να αποστείλουμε το ερωτηματολόγιο και σε Οικονομικούς Διευθυντές μη εισηγμένων εταιρειών αλλά και στις εισηγμένες που δεν

συμμετείχαν. Λαμβάνοντας υπόψη ότι θα πρέπει να προσαρμόσουμε ενδεχομένως το ερωτηματολόγιο μας.

Επίσης έχουμε διαπιστώσει ότι ένα σημαντικό ποσοστό των 46 Οικονομικών Διευθυντών που συμμετείχαν στην έρευνά μας ήταν ιδιαίτερα συνεργάσιμο και κρίνουμε σκόπιμο να αποστείλουμε το ερωτηματολόγιο εκ νέου προτείνοντάς τους να αναφέρουν ποιες άλλες τεχνικές χρησιμοποιούν. Επιπλέον υπό ιδανικές συνθήκες θα επιθυμούσαμε η ίδια έρευνα να είχε πραγματοποιηθεί σε ένα πιο αυστηρό χρονικό πλαίσιο και με την μορφή προσωπικής συνέντευξης.

#### **4.3. Αξιολόγηση ευρημάτων έρευνας- Συμπεράσματα**

Στο παράρτημα παραθέτουμε το ερωτηματολόγιο και τη συνοδευτική επιστολή που αποστείλαμε στους Οικονομικούς Διευθυντές των εισηγμένων, στο Χρηματιστήριο Αθηνών, εταιρειών. Στην συνοδευτική επιστολή αναφέρουμε ότι ο ρόλος της έρευνας είναι διπλός, να μελετήσουμε τη συμπεριφορά των στελεχών αλλά και να διαμορφώσουμε το περιεχόμενο σπουδών.

Μολονότι το περιεχόμενο των μαθημάτων στη σχολή μας είναι εφάμιλλο των καλύτερων σχολών διοίκησης διαπιστώσαμε ότι κατά τη διάρκεια των σπουδών μας και ιδίως στα μαθήματα της κατεύθυνσης δεν εξετάσαμε όλες τις τεχνικές που αναφέραμε στο ερωτηματολόγιο μας.

Κρίνουμε σκόπιμο ότι θα έπρεπε να μελετήσουμε περισσότερο την ανάλυση ευαισθησίας και την αξία σε κίνδυνο εφόσον θεωρούνται εξαιρετικά σημαντικές. Με βάση τις απαντήσεις των 46 Οικονομικών Διευθυντών διαπιστώσαμε ότι το 41,30% χρησιμοποιεί πάντα την ανάλυση ευαισθησίας και το 19,57% χρησιμοποιεί πάντα την αξία σε κίνδυνο (VaR) όταν εξετάζει ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά.

Επίσης θεωρούμε ότι θα ήταν πολύ χρήσιμο να μελετάμε σε βάθος τις ελληνικές μεγάλες επιχειρήσεις με σαφή εξαγωγικό προσανατολισμό (με τη μορφή μελέτη περίπτωσης). Τέλος πιστεύουμε ότι είναι σημαντικό να υπάρχει ξεχωριστή ενότητα που θα μελετά τις συγχωνεύσεις και τις εξαγορές.

## ΑΝΤΙ ΕΠΙΛΟΓΟΥ

Ολοκληρώνοντας την έρευνά μας με όλες τις παραλείψεις της διαπιστώνουμε ότι υπάρχει απόσταση μεταξύ θεωρίας και πράξης και συμπεραίνουμε πως υπάρχει μια μόνο λύση, οι ακαδημαϊκοί να μελετήσουν χωρίς προκαταλήψεις τα ανώτατα στελέχη και τα ανώτατα στελέχη να αντιληφθούν ότι η ενεργή συμμετοχή τους στις εκάστοτε πανεπιστημιακές έρευνες συμβάλει στη δημιουργία βάσεων δεδομένων οι οποίες μπορούν να τους βοηθήσουν σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας.

Επιλέγουμε ως τελευταία παράγραφο μία φράση του Robert S. Kaplan<sup>85</sup>, από την στήλη του στο Harvard Business Review τον Μάιο του 2011 (Vol.89, no5).

«Υπάρχει ένα κενό – γνωστικό- και για να γεφυρωθεί πρέπει οι συνάδελφοί μου να απομακρυνθούν από τις οθόνες των προσωπικών υπολογιστών τους και να μελετήσουν με προσοχή τις επιχειρήσεις εκείνες που διακρίνονται και διακρίνονται οι επιχειρήσεις που αφουγκράζονται τις αλλαγές πρώτα από όλους, σε όλους τους τομείς.»

---

<sup>85</sup> Robert S. Kaplan, Baker Foundation Professor , Harvard Business School.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Akram, F., Rime, D., Sarno, L., 2009, Does the law of one price hold in international financial markets? evidence from tick data, Journal of Banking and Finance, Vol. 33, pp. 1741-1754.
2. Akram, F., Rime, D., Sarno, L., 2008, Arbitrage in the foreign exchange market: turning on the microscope, Journal of International Economics, Vol. 76, pp. 237-253.
3. Barnea, A., Haugen, R., Senbet, L., 1980. A rationale for debt maturity structure and call provisions in the agency theoretic framework. Journal of Finance Vol.35, pp.1223-1234
4. Bates, T.W., Kahle, K. M., Stultz, R.M., 2009, Why do U.S. firms hold so much more cash than they used to?, The journal of finance, Vol. LXIV, No. 5, p. 1985.
5. Berk, J.B., Stanton, R., Zechner, J., 2009, Human Capital, Bankruptcy and Capital Structure, working paper, University of California, Berkeley, and NBER.
6. Bernstein P.L., Damodaran A., 1998, Investment Management, University Edition, Wiley Frontiers in Finance
7. Bierman, H.J., 1993. Capital budgeting in 1992: a survey. Financial Management Vol.22- 24.
8. Bodie Z., Kane A. & Marcus A.J. ,2009, Investments, International Edition McGraw-Hill
9. Bodnar, G.M., Hayt, G.S., Marston, R.C., 1998. Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. Financial Management Vol.27, pp70-91.
10. Bradley, M., Jarrell, G.A., Kim, E.H., 1984. On the existence of an optimal capital structure. Journal of Finance Vol.39, pp.899-917.
11. Brander, J.A., Lewis, T.R., 1986. Oligopoly and financial structure: the limited liability effect. American Economic Review Vol.76, pp.956-970
12. Brav, O., 2009, Access to capital, capital structure, and the funding of the firm, The journal of finance, Vol. LXIV, No. 1, p. 263.
13. Brealey, R.A., Myers, S.C., 1996. Principles of Corporate Finance, 5<sup>th</sup> Edition. McGraw-Hill, New York.
14. Brennan, M.J., Schwartz, E.S., 1988. The case for convertibles, Journal of Applied Corporate Finance Vol.1, pp55-64
15. Briley R.A., Myers S.C. & Allen F., 2008, Principles of Corporate Finance, International Edition McGraw-Hill
16. Brown K.C., Reilly F.K., 2009, Analysis of Investments and Management of Portfolios, 9<sup>th</sup> Edition, South Western, Cengage Learning
17. Bruner, R.F., Eades, K.M., Harris, R., Higgins, R.C., 1998. Best practices in estimating the cost of capital: survey and synthesis. Financial Practice and Education Vol.8, pp.13-28.
18. Castanias, R., 1983. Bankruptcy risk and optimal capital structure. Journal of Finance Vol.38, pp.1617-1635.
19. Céczy, C., Minton, B.A., Schrand, C., 1997. Why firms use currency derivatives. Journal of Finance Vol.52, pp.1323-1354.
20. Chang, C., 1992. Capital structure as an optimal contract between employees and investors. Journal of Finance Vol.47, pp.1141-1158.
21. Chen, N-F., Roll, R., Ross, S.A., 1986. Economic forces and the stock market. Journal of Business Vol.59, pp.383-404.
22. Chhaochharia, V., Grinstein, Y., 2009, CEO compensation and board structure, The journal of finance, Vol. LXIV, No. 1, p. 231.
23. Comerton-Forde, C., Hendershott, T., Jones C.M., Moulton P.C., Seasholes, M.S., 2010, Time Variation in Liquidity: The Role of Market-Maker Inventories and Revenues, The journal of finance, Vol. LXV, No.1, pp.295-331.

24. Cousot, L., 2007, Conditions on option prices for absence of arbitrage and exact calibration, Journal of Banking and Finance, Vol. 31, pp. 3377-3397.
25. Da, Z., 2009, Cash flow, Consumption risk, and the cross-section of stock returns, The journal of finance, Vol. LXIV, No 2, p.923.
26. Damodaran A., 2002, Investment Valuation, 2<sup>nd</sup> edition, Wiley Finance.
27. Damodaran A., 2003, Investment Philosophies, J.Wiley & Sons
28. Desai M.A., Foley C.F., Hines Jr. J.R., 2004. A multinational perspective on capital structure choice and internal capital markets. The Journal of Finance, Vol.59, issue 6, pp. 2451-2487.
29. Donaldson G., 1994, Corporate Restructuring, Harvard Business School Press
30. Elliott, W.B., Koeter-Kant, J., Warr, R.S., 2008, Market timing and the debt –equity choice, Journal of Financial Intermediation, Vol. 17, pp. 175-197.
31. Fabozzi F.J., Mann S.V., Choudry M., 2002, The global money markets, Wiley Finance
32. Fama, E.F., French, K.R., 1992. The cross-section of expected stock returns. Journal of Finance Vol.47, pp.427-465.
33. Ferson, W.E., Harvey C.R., 1991. The variation of economic risk premiums. Journal of Political Economy Vol.99, pp.285-315.
34. Fisher, E.O., Heinkel, R., Zechner, J., 1989. Dynamic capital structure choice: theory and tests. Journal of Finance Vol.44, pp.19-40.
35. Flannery, M.J., 1986. Asymmetric information and risky debt maturity choice. Journal of Finance Vol.41, pp.19-37.
36. Fresard, L., 2008, Financial Strength and Product Market Behaviors: The real effects of corporate cash holdings, working paper, University of Neuchatel, Institute of Financial Analysis.
37. Friedman, M., 1953. Essays in Positive Economics. University of Chicago Press, Chicago.
38. Galai, D., Wiener, Z., 2008, Stakeholders and the composition of the voting rights of the board of directors, Journal of corporate finance, Vol. 14, pp.107-117.
39. Gerardi, K.S., Rosen, H.S., Willen P.S., 2010, The Impact of Deregulation and Financial Innovation on Consumers: The Case of the Mortgage Market, The Journal of Finance, Vol. LXV, No. 1, p. 333.
40. Gilson, S.C., 1997. Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms. Journal of Finance Vol.52, pp.111-133.
41. Gitman, L.J., Forrester Jr., J.R., 1977, A survey of capital budgeting techniques used by major U.S. firms. Financial Management Vol. 6, pp.66-71. Στο διαδίκτυο δεν είναι διαθέσιμο, η παράθεση προκύπτει από το βασικό άρθρο των Graham, Cambell ό.π.
42. Graham, J.R., 1996. Debt and the marginal tax rate. Journal of Financial Economics Vol.41, pp41-73.
43. Graham, J.R., 1999a. Do personal taxes affect corporate financing decisions? Journal of Public Economics Vol.73, pp.147-185.
44. Graham, J.R., 1999b. Quarter 2, 1999 FEI Survey <http://www.duke.edu/~jgraham>
45. Graham, J.R., 2000. How big are the tax benefits of debt? Journal of Finance Vol.55, pp.1901-1941.
46. Graham, J.R., Harvey C.R., 2001, The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, Journal of Financial Economics, Vol. 60, pp.187-243.
47. Green, R., 1984. Investment incentives debt and warrants. Journal of Financial Economics Vol.13, pp.115-136.
48. Grinblatt, M., Titman, S., 1998. Financial Markets and Corporate Strategy. Irwin McGraw-Hill, Boston.
49. Haka S.F., Gordon L.A., Pinches G.E., 1985, Sophisticated Capital Budgeting Selection Techniques and Firm Performance, The Accounting Review, Vol. LX, No 4.

50. Hameed, A., Kang, W. , Viswanathan, S., 2010, Stock Market Declines and Liquidity, The journal of Finance, Vol. LXV, No.1, p. 257.
51. Hanka, G., 1998. Debt and the terms of employment. Journal of Financial Economics Vol.48, pp.245-282.
52. Harris, M., Raviv, A., 1988. Corporate control contests and capital structure. Journal of Financial Economics Vol.20, pp. 55-86.
53. Harris M., Raviv A., 1996, The Capital Budgeting Process: Incentives and Information, The Journal of Finance, Vol. 51, No.4, pp 1139-1174.
54. Heaton, J.B., 2002. Managerial optimism and corporate finance. Financial Management Association & Gale Group.
55. Helwege, J., Liang, N., 1996. Is there a pecking order? Evidence from a panel of IPO firms. Journal of Financial Economics Vol.40, pp.429-458.
56. Hillier D., Grinblatt M., Titman S., 2008, Financial Markets and Corporate Strategy, European Edition, McGraw-Hill.
57. Hilton, R.W., 2009, Managerial Accounting, 8<sup>th</sup> edition, McGraw-Hill, Irwin.
58. Hsiao-Yun C., Ward C., 2000, Evaluating investment projects: the hurdle rate, Journal of Corporate Real Estate, Vol.2, No.4, pp. 295-303
59. Jagannathan, R., Kubota, K., Takehara, H., 1998. Relationship between labor income risk and average return: empirical evidence from the Japanese stock market. Journal of Business, Vol.71, pp.319-348.
60. Jagannathan, R., Wang, Z., 1996. The conditional CAPM and the cross-section of expected returns. Journal of Finance, Vol.51, pp.3-53.
61. Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: implications for stock market efficiency. Journal of Finance Vol.48, pp65-91.
62. Jensen, M.C., 1986. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. American Economic Review Vol.76, pp323-339.
63. Jensen, M.C., Meckling, W., 1976. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. Journal of Financial Economics Vol.3, pp.305-360.
64. Kaplan, S.N., Sensoy, B.A., Stromberg, P., 2009, Should investors bet on the jockey or the horse? Evidence from the evolution of firms from early business plans to public companies, The journal of finance, Vol. LXIV, No 1, p. 75.
65. Kaplan R.S., 2011, The Hollow Science, Harvard Business Review, Vol.89, No.5, p.46, May 2011.
66. Lazaridis J., Lyroudi K., Agorastos K., 1999, Capital budgeting and leasing decision – making of Hellenic companies, εργασία που παρουσιάστηκε στην 6η ετήσια συνάντηση της Multinational Finance Society, στο Τορόντο, του Καναδά, 7-10 Ιουλίου 1999.
67. Lazaridis J., Lyroudi K., 2001, Investment Policies of the Businesses in Cyprus, εργασία που παρουσιάστηκε στην 1η Ετήσια Συνάντηση της HFAA, στην Χίο, 16-17 Σεπτεμβρίου 2001.
68. Lazaridis J., 2004, Capital Budgeting Practices: A survey in the firms in Cyprus, Journal of Small Business Management, Vol. 42, No.4, pp. 427-433
69. Leland, H.E., Pyle, D.H., 1977. Informational asymmetries, financial structure, and financial intermediation. Journal of Finance Vol.32, pp.371-387.
70. Leland, H.E., Toft, K.B., 1996. Optimal capital structure, endogenous bankruptcy, and the term structure of credit spreads. Journal of Finance Vol.51, pp.987-1019.
71. Lintner, J., 1956. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. American Economic Review , Vol. 46, No 2, pp.97-113.
72. Lobo, B.J., Wann, C., Fulmer, J.G. (Jr), 2010, Greece: How can companies manage the new risks?, The Wiley Periodicals Inc. [DOI:10.1002/jcaf.20623]
73. Loughran, T., Ritter, J.R., 1995. The new issues puzzle. Journal of Finance Vol.50, pp.23-52.
74. Lucas, D.J., McDonald, R.L., 1990. Equity issues and stock price dynamics. Journal of Finance Vol.45, pp.1019-1043.
75. Luenberger D.G. ,1997, Investment Science OUP USA [pdf ]



76. Mayers, D., 1998. Why firms issue convertible bonds: the matching of financial and real investment options. Journal of Financial Economics Vol.47, pp.83-102.
77. McDonald R.L, 1998, Real options and rules of thumb in capital budgeting, υπάρχει προσχέδιο του άρθρου του στην επίσημη ιστοσελίδα του Πανεπιστημίου Northwestern, Finance Department Kellogg School
78. Miller, M.H., 1977. Debt and taxes. Journal of Finance Vol.32, pp.261-275.
79. Modigliani, F., Miller, M.H., 1963. Corporate income taxes and the cost of capital : a correction. American Economic Review Vol.53, pp.433-443.
80. Moore, J.S., Reichert, A.K., 1983. An analysis of the financial management techniques currently employed by large US corporations. Journal of Business Finance and Accounting Vol.10, pp.623-645.
81. Myers, S.C., 1977. Determinants of corporate borrowing. Journal of Financial Economics Vol.5, pp.147-175.
82. Myers, S.C., 1984. The capital structure puzzle. Journal of Finance Vol.39, pp.575-592.
83. Myers, S.C., Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics Vol.13, pp.187-224.
84. Olsen, L., Weirich, T.R., 2010, IFRS and the Financial Crisis, The Wiley Periodicals, [DOI: 10.1002/jcaf.20625]
85. Opler, T.C., Pinkowitz, L., Stulz, R., Williamson, R., 1999. The determinants and implications of corporate cash holdings. Journal of Financial Economics Vol.52, pp.3-46.
86. Ozkan, N., Talavera, O., Zaleska, A., 2010, Corporate Culture and the Tournament Hypothesis, Working paper, University of Bristol.
87. Pinegar, J.M., Wilbricht, L., 1989. What managers think of capital structure theory: a survey. Financial Management Vol.18, pp.82-91.
88. Reilly F.K. & Brown K.C., 2002, Investment Analysis & Portfolio Management Thomson Learning [(0-324-17173-0) pdf]
89. Reilly / Brown Investment Analysis & Portfolio Management (0-324-17173-0).
90. Rice, T., Strahan, P.E., 2009, Does credit competition affect small-firm finance?. Working paper, Boston College, Wharton Financial Institutions Center & NBER.
91. Rocca La, M., Rocca La, T., Cariola A., 2010, The influence of local institutional differences on the capital structure of SMEs: Evidence from Italy, International Small Business Journal, Sage, Vol. 28, p. 234. [DOI:10.1177/0266232609360614]
92. Ross, S.A., 1977. The determination of financial structure: the incentive signaling approach. Bell Journal of Economics Vol.8, pp.1-32.
93. Sagner, J.S., 2010, Basel 2: how will new bank capital rules affect your company?, Wiley Periodicals Inc. [DOI: 10.1002/jcaf. 20626]
94. Sangster, A., 1993. Capital investment appraisal techniques: a survey of current usage. Journal of Business Finance and Accounting Vol.20, pp.307-332.
95. Saunders M., Lewis Ph., Thornhill A., 2009, Research Methods for business students, 5<sup>th</sup> edition, FT Prentice Hall
96. Scellato, G., Ughetto, E., 2010, The Basel II reform and the provision of finance for R&D activities in SMEs: An analysis of a sample of Italian companies, International Small Business Journal, Vol. 28, p. 65.
97. Scott, J.H., 1976. A theory of optimal capital structure. Bell Journal of Economics Vol.7 No.1, pp.33-54.
98. Shao, L.P., Shao, A.T., 1996. Risk analysis and capital budgeting techniques of US multinational enterprises. Managerial Finance Vol.22, pp.271-294.
99. Stanley, M.T., Block, S.B., 1984. A survey of multinational capital budgeting. The Financial Review Vol.19, pp.36-54.
100. Stein, J.c., 1992. Convertible bonds as backdoor equity financing. Journal of Financial Economics Vol.32, pp.3-21.

101. Stephan, A., Talavera, O., Tsapin, A., 2010, Corporate Debt Maturity Choice in Emerging Financial Markets, Working paper, Jonkoping International Business School.
102. Strong R.A., 2009, Portfolio Construction, Management and Protection, 5<sup>th</sup> edition, South Western, Cengage Learning
103. Stulz, R., 1988. Managerial control of voting rights: financing policies and the market of corporate control. Journal of Financial Economics Vol.20, pp.25-54.
104. Thurman P.W., 2008, MBA Fundamentals statistics, Kaplan
105. Titman, S., Wessels, R., 1988. The determinants of capital structure choice. Journal of Finance Vol.43, pp.1-19.
106. Thompson J., Martin F., 2005, Strategic Management, Awareness and Change, 5<sup>th</sup> edition, South Western, Cengage Learning.
107. Tokic, D., 2010, What's at Stake in the BU Bailout? Wiley Periodicals Inc. [DOI 10.1002/jcaf.20620]
108. Trahan, E.A., Gitman, L.J., 1995. Bridging the theory-practice gap in corporate finance: a survey of chief financial officers. Quarterly Review of Economics and Finance Vol.35, pp.73-87.
109. Porter M., 1992, Capital choices: Changing the way America invests in industry. Journal of Applied Corporate Finance, Vol. 5, pp4-16.
110. Poterba J., Summers L., 1992, Time horizons of American firms: new evidence from a survey of CEOs, Project on Capital Choices, Harvard Business School.
111. Van Horne J.C., 1998, Financial Management and Policy, 11<sup>th</sup> edition, International edition, PHIPE, Prentice Hall.
112. Woodlock, P., Peng, G., 2010, Defined benefit plans: how rule changes may affect your firm, Wiley Periodicals Inc. [DOI 10.1002/jcaf.20628].

## ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Αγιακλόγλου Χρ., Μπένος Θ., 2007, Εισαγωγή στην Οικονομετρική Ανάλυση, Τομ.Α και Β., Εκδόσεις Γ.Μπένου
2. Αρτίκης Γ.Π., 2002 Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Επενδύσεων Interbooks
3. Αρτίκης Γ.Π., 2002 Χρηματοοικονομική Διοίκηση Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Interbooks
4. Αρτίκης Γ.Π., 2010, Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός, Interbooks
5. Αρτίκης Π.Γ. 2009 Διαχείριση Χαρτοφυλακίου Πανεπιστημιακές Σημειώσεις Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων
6. Αρτίκης Π.Γ., 2010, Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου, Interbooks
7. Αρτίκης Π.Γ., 2011, Διαχείριση Χαρτοφυλακίου, Interbooks
8. Αληφαντής Γ., 2008, Ενοποιημένες Οικονομικές Καταστάσεις, Εκδόσεις Πάμισος.
9. Γκίνογλου Δ., 2004, Λογιστική Εταιρειών, Φορολογία Εισοδήματος, Φυσικών και Νομικών Προσώπων, Εκδόσεις Rosili
10. Καζαντζής Χρ., 2006, Ελεγκτική και Εσωτερικός Έλεγχος, Εκδόσεις Business Plus ΑΕ
11. Καραθανάσης Γ.Α., 2002, Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματοοικονομικές Αγορές, Εκδόσεις Γ. Μπένου
12. Κυριαζής Δ., 2007, Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, Εκδόσεις Σμπίλιας
13. Νεγκάκης Χρ., 2006, Λογιστική Εταιρειών, Εκδόσεις Σοφία
14. Σαρσέντης, Β, Παπαναστασάτου Αν., 2000, Λογιστική Εταιρειών, Εκδόσεις Σταμούλη.
15. Grant Thornton, 2010, Εισηγμένες Εταιρείες, Χρήση 2009

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΡΑΙΑ

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION & MANAGEMENT  
MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

October 26, 2010

Dear Sirs,

My name is Anastasia Liosi, I am an MBA student at the University of Piraeus, my student identification number is MΔE 0932. My Supervisor Professor George Artikis for my Master Thesis advised me to read your paper "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the field". I wish to distribute an adapted translation of the attached questionnaire to the CFO's of the listed companies on Athens Stock Exchange.

I am writing to request copyright permissions pertaining to the attached questionnaire. The following Notice of Copyright will be included in my Master Thesis: *"The adapted translation of the FEI/Duke Special Survey on Corporate Financial Policy is provided to Anastasia Liosi, MBA student of the University of Piraeus, for research and scholarly purposes only. Further distribution and/or any commercial use of the questionnaire is strictly forbidden without the permission of [name of the copyright holder]."*

A copy of this email is also attached for your files. Please print this letter, sign it, and email me a scanned copy. If you have any questions or concerns, please contact me. I will send you an advanced copy of the results as soon as my survey is complete.

If you are not the copyright holder or do not have authority to grant this request, I would greatly appreciate any information you can provide concerning the current copyright holder.

Awaiting your reply, I remain

Yours sincerely,  
Anastasia Liosi

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION & MANAGEMENT  
MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

Anastasia Liosi MΔΕ 0932, MBA student at the University of Piraeus is seeking permission for use of the following copyrighted work, in order to conduct a survey for her Master Thesis:

*FEI/Duke Special Survey on Corporate Financial Policy Questionnaire*  
{[http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/GHSurvey/Survey\\_instrument.pdf](http://faculty.fuqua.duke.edu/~charvey/Research/GHSurvey/Survey_instrument.pdf) }

If you are not the rights holder, please complete the following if possible. Otherwise, please review the rest of the form and sign it at the bottom.

I believe the rights holder may be:

Anastasia Liosi requests permission for the use of your copyrighted work for the following purposes:

1. to distribute an adapted translation to the CFO's of the listed companies on Athens Stock Exchange for research and scholarly purposes only.

"I confirm that I am the rights-holder for this work, or have authority to grant permission to use the work, and that I grant permission for the use of the work by Anastasia Liosi, MBA student at the University of Piraeus to conduct a survey for her Master Thesis".

Signature:

Date:

**Please respond today if you haven't already completed a survey. Otherwise, kindly disregard.**

FEI and Duke University's Fuqua School of Business are conducting a comprehensive survey of corporate financial policy, unprecedented in scale and scope. The survey results will be presented at the prestigious *Harvard Business School/Journal of Financial Economics* conference on field research held in July. A special conference volume will publish the research papers. We anticipate that the results will also appear in finance textbooks and trade publications as well as made available on FEI's web site at [www.fei.org](http://www.fei.org).

We estimate that the survey will take you about **15 minutes**. Responses will be used only in aggregate. Please fax your responses to (877) 861-6448 or (973) 538-6144 by **FEBRUARY 23**. Thank you for taking the time to complete the survey. If you would like an advance copy of the results, please e-mail John Graham ([john.graham@duke.edu](mailto:john.graham@duke.edu)) or Campbell Harvey ([cam.harvey@duke.edu](mailto:cam.harvey@duke.edu)).

*Instructions: Fill in one square per line*

## 1. How frequently does your firm use the following techniques when deciding which projects or acquisitions to pursue?

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		a) Net Present Value (NPV)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		b) Internal Rate of Return (IRR)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		c) Hurdle Rate
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		d) Earnings multiple approach
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		e) Adjusted Present Value (APV)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		f) Payback period
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		g) Discounted payback period

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		h) Profitability index
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		i) Accounting Rate of Return (or Book Rate of Return on Assets)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		j) Sensitivity analysis (e.g., "good" vs. "fair" vs. "bad")
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		k) Value-at-Risk or other simulation analysis
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		l) We incorporate the "real options" of a project when evaluating it
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		m) Other _____

## 2. How frequently would your company use the following discount rates when evaluating a new project in an overseas market? *To evaluate this project we would use ...*

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		a) the discount rate for our entire company
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		b) the discount rate for the overseas market (country discount rate)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		c) a divisional discount rate (if the project line of business matches a domestic division)

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		d) a risk-matched discount rate for this particular project (considering both country and industry)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		e) a different discount rate for each component cashflow that has a different risk characteristic (e.g., depreciation vs. operating cash flows)

## 3. Does your firm estimate the cost of equity capital? Yes No (if "no", please skip to #4)

If "yes", how do you determine your firm's cost of equity capital?

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		a) with average historical returns on common stock
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		b) using the Capital Asset Pricing Model (CAPM, the "beta approach")
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		c) using the CAPM but including some extra "risk factors"

Never	0	1	2	3	4	Always	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		d) whatever our investors tell us they require
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		e) by regulatory decisions
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		f) back out from discounted dividend/earnings model, e.g., $Price = Div. / (cost\ of\ cap. - growth)$
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>		g) Other _____

## 4. When valuing a project, do you adjust either the discount rate or cash flows for the following risk factors?

We adjust				
disc. rate	cash flow	both	neither	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	a) risk of unexpected inflation
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	b) interest rate risk (change in general level of interest rates)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	c) term structure risk (change in the long-term vs. short term interest rate)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	d) GDP or business cycle risk
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	e) commodity price risk

We adjust				
disc. rate	cash flow	both	neither	
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	f) foreign exchange risk
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	g) distress risk (probability of bankruptcy)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	h) size (small firms being riskier)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	i) "market-to-book" ratio (ratio of market value of firm to book value of assets)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	J) momentum (recent stock price performance)
<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	k) Other _____

**5. What factors affect your firm's choice between short- and long-term debt?**

<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> a) we issue short term when short term interest rates are low compared to long term rates</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> b) matching the maturity of our debt with the life of our assets</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> c) we issue short-term when we are waiting for long-term market interest rates to decline</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> d) we borrow short-term so that returns from new projects can be captured more fully by shareholders, rather than committing to pay long-term profits as interest to debtholders</p>	<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> e) we expect our credit rating to improve, so we borrow short-term until it does</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> f) borrowing short-term reduces the chance that our firm will want to take on risky projects</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> g) we issue long-term debt to minimize the risk of having to refinance in "bad times"</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> h) Other _____</p>
--	---

**6. What was your firm's *approximate* (trailing) Price/Earnings ratio over the past 3 years? \_\_\_\_\_ (e.g., 18)**

**7. What is the credit rating for your firm's debt? Write NONE if debt not rated \_\_\_\_\_ (e.g., AA-, B+)**

**8. Has your firm seriously considered issuing debt in foreign countries?  Yes  No (If "no", please skip to #9)**  
**If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing foreign debt?**

<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> a) favorable tax treatment relative to the U.S. (e.g., different corporate tax rates)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> b) keeping the "source of funds" close to the "use of funds"</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> c) providing a "natural hedge" (e.g., if the foreign currency devalues, we are not obligated to pay interest in US\$)</p>	<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> d) foreign regulations require us to issue debt abroad</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> e) foreign interest rates may be lower than domestic interest rates</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> f) Other _____</p>
---	--

**9. Has your firm seriously considered issuing convertible debt?  Yes  No (If "no", please skip to #10)**  
**If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing convertible debt?**

<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> a) convertibles are an inexpensive way to issue "delayed" common stock</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> b) protecting bondholders against unfavorable actions by managers or stockholders</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> c) convertibles are less expensive than straight debt</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> d) other firms in our industry successfully use convertibles</p>	<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> e) avoiding short-term equity dilution</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> f) our stock is currently undervalued</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> g) ability to "call" or force conversion of convertible debt if/when we need to</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> h) to attract investors unsure about the riskiness of our company</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> i) Other _____</p>
--	--

**10. Has your firm seriously considered issuing common stock?  Yes  No (if "no", please skip to #11)**  
**If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing common stock?**

<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> a) if our stock price has recently risen, the price at which we can issue is "high"</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> b) stock is our "least risky" source of funds</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> c) providing shares to employee bonus/stock option plans</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> d) common stock is our cheapest source of funds</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> e) maintaining a target debt-to-equity ratio</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> f) using a similar amount of equity as is used by other firms in our industry</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> g) whether our recent profits have been sufficient to fund our activities</p>	<p>Not Important      Very Important 0   1   2   3   4</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> h) issuing stock gives investors a better impression of our firm's prospects than using debt</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> i) the capital gains tax rates faced by our investors (relative to tax rates on dividends)</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> j) diluting the holdings of certain shareholders</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> k) the amount by which our stock is undervalued or overvalued by the market</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> l) inability to obtain funds using debt, convertibles, or other sources</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> m) earnings per share dilution</p> <p><input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> <input type="checkbox"/> n) Other _____</p>
--	---



### 11. Does your firm have a target range for your debt ratio?

- no target range   
 flexible target range   
 somewhat tight target range   
 strict target range

### 12. What factors affect how you choose the appropriate amount of debt for your firm?

Not Important      Very Important

0   1   2   3   4

- a) the tax advantage of interest deductibility  
     b) the potential costs of bankruptcy, near-bankruptcy, or financial distress  
     c) the debt levels of other firms in our industry  
     d) our credit rating (as assigned by rating agencies)  
     e) the transactions costs and fees for issuing debt  
     f) the personal tax cost our investors face when they receive interest income  
     g) financial flexibility (we restrict debt so we have enough internal funds available to pursue new projects when they come along)  
     h) the volatility of our earnings and cash flows  
     i) we limit debt so our customers/suppliers are not worried about our firm going out of business

Not Important      Very Important

0   1   2   3   4

- j) we try to have enough debt that we are not an attractive takeover target  
     k) if we issue debt our competitors know that we are very unlikely to reduce our output  
     l) a high debt ratio helps us bargain for concessions from our employees  
     m) to ensure that upper management works hard and efficiently, we issue sufficient debt to make sure that a large portion of our cash flow is committed to interest payments  
     n) we restrict our borrowing so that profits from new/future projects can be captured fully by shareholders and do not have to be paid out as interest to debtholders  
     o) Other \_\_\_\_\_

### 13. What other factors affect your firm's debt policy?

Not Important      Very Important

0   1   2   3   4

- a) we issue debt when our recent profits (internal funds) are not sufficient to fund our activities  
     b) using debt gives investors a better impression of our firm's prospects than issuing stock  
     c) we issue debt when interest rates are particularly low  
     d) we use debt when our equity is undervalued by the market

Not Important      Very Important

0   1   2   3   4

- e) we delay issuing debt because of transactions costs and fees  
     f) we delay retiring debt because of recapitalization costs and fees  
     g) changes in the price of our common stock  
     h) we issue debt when we have accumulated substantial profits  
     i) Other \_\_\_\_\_

### 14. What is your firm's approximate long-term debt/total assets ratio? \_\_\_\_\_% (e.g., 40%)

### 15. Please fill in one square from each category that best describes your company.

#### Sales Revenue

- < \$25 million  
 \$25-99 million  
 \$100-499 million  
 \$500-999 million  
 \$1-5 billion  
 > \$5 billion

#### Foreign Sales

- 0%  
 1-24%  
 24-49%  
 ≥ 50%

#### Industry

- Retail and Wholesale  
 Mining, Construction  
 Manufacturing  
 Transport./Energy  
 Communication/Media  
 Bank/Finance/Insurance  
 Tech (software/biotech/etc.)

#### Ownership

- Public     Private

#### Pay Dividends

- Yes     No

#### Regulated Utility

- Yes     No

**If all options were exercised, what percent of common stock would be owned by the top three officers?**

- < 5%  
 5-10%  
 10-20%  
 >20%

#### CEO Education

- Undergraduate  
 MBA  
 non-MBA masters  
 > masters degree

#### Age of CEO

- < 40  
 40-49  
 50-59  
 ≥ 60

#### CEO tenure (time in current job)

- < 4 years  
 4-9 years  
 > 9 years

**THANK YOU for completing this survey!**

**Please fax your responses to (877) 861-6448 or (973) 538-6144 by February 23.**

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION & MANAGEMENT  
MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

October 26, 2010

Dear Sirs,

I am writing to you to inform you that Mrs Anastasia Liosi, is an MBA student of the University of Piraeus, MΔE0932 and I am supervising her Master Thesis.

Mrs Liosi is conducting a comprehensive survey on corporate financial policy, investment decision analysis and capital structure of the listed companies on Athens Stock Exchange.

The attached questionnaire is based on the FEI & Duke survey, (Financial Executives Institute & The Fuqua School of Business). I imagine you are well aware that your contribution is of great importance. Mrs Liosi will make sure that all participants will receive a copy of the results as soon as her survey is complete.

Thank you for taking the time to complete the survey and we are, both, grateful for your help.

Yours Sincerely,

Professor George Artikis

UNIVERSITY OF PIRAEUS



DEPARTMENT OF BUSINESS ADMINISTRATION & MANAGEMENT

MASTER IN BUSINESS ADMINISTRATION

**SURVEY ON CORPORATE FINANCIAL POLICY, INVESTMENT DECISION ANALYSIS  
AND CAPITAL STRUCTURE OF THE LISTED COMPANIES ON ATHENS STOCK  
EXCHANGE**

**You are kindly requested to answer the attached questionnaire and to email your  
responses to [mde0932@webmail.unipi.gr](mailto:mde0932@webmail.unipi.gr)**

University of Piraeus is conducting a comprehensive survey on corporate financial policy, investment decision analysis and capital structure of the listed companies on Athens Stock Exchange.

The survey has not excluded any sector and all listed companies on Athens Stock Exchange have received a copy of the questionnaire. We will disclose only aggregate information with utmost care since anonymity and confidentiality of the participants are central to our research.

We anticipate that the business world as well as the academic world will profit. The universities will reevaluate their programs in order to successfully educate the future leaders of the business world. But most importantly we will be in a position to perform an unprecedented comparative analysis in scale and scope.

Please bear in mind that without your input this survey will be of little use. You are kindly requested to answer the questionnaire, we estimate that the survey will take you about **15 minutes**. Please email your responses by. Participants will receive a copy of the results.



4. When valuing a project, do you adjust either the discount rate or cash flows for the following risk factors? If you adjust the discount rate type 1, cash flows type 2, if you adjust both type 3 or neither then type 0.

- i. Risk of unexpected inflation
- ii. Interest rate risk (change in general level of interest rates)
- iii. Term structure risk (change in the long term vs. short term interest rate)
- iv. GDP or business cycle risk
- v. Commodity price risk
- vi. Foreign exchange risk
- vii. Distress risk (probability of bankruptcy)
- viii. Size (small firms being riskier)
- ix. "Market-to-book" ratio (ratio of market value of firm to book value of assets)
- x. Momentum (recent stock price performance)
- xi. Other


**Instructions: For questions 5 & 8-12 fill in one square per line. Choose 0-1-2-3-4, please bear in mind that 0 (NOT IMPORTANT) & 4 (VERY IMPORTANT).**

5. What factors affect your firm's choice between short-and long-term debt?

- i. We issue short term when short term interest rates are low compared to long term rates
- ii. Matching the maturity of our debt with the life of our assets
- iii. We issue short-term when we are waiting for long term market interest rates to decline
- iv. We borrow short-term so that returns from new projects can be captured more fully by shareholders, rather than committing to pay long-term profits as interest to debt holders
- v. We expect our credit rating to improve, so we borrow short-term until it does
- vi. Borrowing short-term reduces the chance that our firm will want to take on risky projects
- vii. We issue long-term debt to minimize the risk of having to refinance in "bad times"
- viii. Other


6. What was your firm's approximate (trailing Price/ Earnings) over the past 3 years;.....(e.g. 18)

7. What is the credit rating for your firm's debt? Type NONE if debt not rated.....(e.g. AA-, B+).

8. Has your firm seriously considered issuing debt in foreign countries? If "no", please skip to #9. If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing foreign debt?

- i. Favorable tax treatment relative to Greece (e.g. different corporate tax rates)
- ii. Keeping the "source of funds" close to the "use of funds"
- iii. Providing a "natural hedge" (e.g. if the foreign currency devalues, we are not obliged to pay interest in Euros €)
- iv. Foreign regulations require us to issue debt abroad
- v. Foreign interest rates may be lower than domestic interest rates
- vi. Other


**9. Has your firm seriously considered issuing convertible debt? If "no", please skip to # 10. If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing convertible debt?**

- i. Convertibles are an inexpensive way to issue "delayed" common stock
- ii. Protecting bond holders against unfavorable actions by managers or stock holders
- iii. Convertibles are less expensive than straight debt
- iv. Other firms in our industry successfully use convertibles
- v. Avoiding short-term equity dilution
- vi. Our stock is currently undervalued
- vii. Ability to "call" or force conversion of convertible debt if/when we need to
- viii. To attract investors unsure about the riskiness of our company
- ix. Others


**10. Has your firm seriously considered issuing common stock? If "no", please skip to #11. If "yes", what factors affect your firm's decisions about issuing common stock?**

- i. If our stock price has recently risen, the price at which we can issue is "high"
- ii. Stock is our "least risky" source of funds
- iii. Providing shared to employees bonus/stock option plans
- iv. Common stock is our cheapest source of funds
- v. Maintaining a target debt-to-equity ratio
- vi. Using a similar amount of equity as is used by other firms in our industry
- vii. Issuing stock gives investors a better impression of our firm's prospects than using debt
- viii. The capital gains tax rates faced by our investors (relative to tax rates on dividends)
- ix. Diluting the holdings of certain shareholders
- x. The amount by which our stock is undervalued or overvalued by the market
- xi. Inability to obtain funds using debt, convertibles, or other sources
- xii. Earnings per share dilution
- xiii. Other


**11. What factors affect how you choose the appropriate amount of debt for your firm?**

- i. The tax advantage of interest deductibility
- ii. The potential costs of bankruptcy, near- bankruptcy, or financial distress
- iii. The debt levels of other firms in our industry
- iv. Our credit rating (as assigned by rating agencies)
- v. The transactions costs and fees for issuing debt
- vi. The personal tax cost our investors face when they receive interest income
- vii. Financial flexibility (we restrict debt so we have enough internal funds available to pursue new projects when they come along)
- viii. The volatility of our earnings and cash flows
- ix. We limit debt so our customers/ suppliers are not worried about our firm going out of business
- x. We try to have enough debt that we are not an attractive takeover target
- xi. If we issued debt our competitors know that we are very unlikely to reduce our output
- xii. A high debt ratio helps us bargain for concessions from our employees
- xiii. To ensure that upper management works hard and efficiently, we issue sufficient debt to make sure that a large portion of our cash flow is committed to interest payments
- xiv. We restrict our borrowing so that profits from new/ future projects can be captured fully by shareholders and do not have to be paid out as interest to debt holders
- xv. Other


**12. What other factors affect your firm's debt policy?**

- i. We issue debt when our recent profits (internal funds) are not sufficient to fund our activities
- ii. Using debt gives investors a better impression of our firm's prospects than issuing stock
- iii. We issue debt when interest rates are particularly low
- iv. We use debt when our equity is undervalued by the market
- v. We delay issuing debt because of transactions costs and fees
- vi. We delay retiring debt because of recapitalization costs and fees
- vii. Changes in the price of our common stock
- viii. We issue debt when we have accumulated substantial profits


**13. What is your firm's approximate long-term debt/ total assets ratio?**  
 .....%(e.g. 40%)

**14. Does your firm have a target range for your debt ratio? Type Y (YES) next to your choice.**

- i. No target range
- ii. Flexible target range
- iii. Somewhat tight target range
- iv. Strict target range


**15. Please fill in one square from each category that best describes your company. Type Y (for YES).**

**Sales Revenue:**

- i. <€25.000.000
- ii. €25.000.000-€99.000.000
- iii. €100.000.000-€499.000.000
- iv. €500.000.000-€999.000.000
- v. €1.000.000.000-€5.000.000.000


**Foreign sales:**

- i. 0%
- ii. 1%-24%
- iii. 24%-49%
- iv. ≥50%


**Pay Dividends**

**CFO tenure (time in current job):**

- i. <4 years
- ii. 4-9 years
- iii. >9 years


**If all options were exercised, what percent of common stock would be owned by the top officers?**

%

**Industry:**

- i. Retail & Wholesale
- ii. Construction, Materials
- iii. Industrial Goods & Services
- iv. Transport/ Energy/ Utilities
- v. Communication & Media
- vi. Bank/ Insurance/ Finance
- vii. Technology


**THANK YOU FOR YOUR HELP!**

**We are grateful to you for completing this survey!**

**Please email your responses by**

**to [mde0932@webmail.unipi.gr](mailto:mde0932@webmail.unipi.gr)**



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Πειραιάς 28/10/2010

Υπόψη

Οικονομικού Διευθυντή

Αξιότιμε Κύριε,

Θα ήθελα να σας γνωρίσω ότι η κα Αναστασία Λιόση, Μεταπτυχιακή Φοιτήτρια του Πανεπιστημίου Πειραιώς Τμήμα Οργάνωσης & Διοίκησης Επιχειρήσεων, ΜΔΕ0932, εκπονεί τη διπλωματική της εργασία υπό την επίβλεψη μου.

Σκοπός της έρευνας είναι η ανάλυση της διαδικασίας λήψης αποφάσεων αναφορικά με την αξιολόγηση πάγιων επενδύσεων και καθορισμού της διάρθρωσης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών .

Το ερωτηματολόγιο που εσωκλείουμε βασίστηκε στην ειδική έρευνα του FEI Financial Executives Institute & Duke The Fuqua School of Business. Η συμβολή σας είναι εξαιρετικά σημαντική για την επιτυχία της έρευνας και σας ενημερώνουμε ότι τα συμπεράσματα θα σας αποσταλούν αμέσως μετά τη συλλογή και ανάλυση των απαντήσεων.

Σας ευχαριστούμε εκ των προτέρων για το χρόνο και τη συνεργασία σας.

Με εκτίμηση,

Καθηγητής Γ. Αρτίκης

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

**ΕΡΕΥΝΑ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑΣ ΛΗΨΗΣ ΑΠΟΦΑΣΕΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΑΙ  
ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ  
ΑΘΗΝΩΝ**

**Σας παρακαλούμε να συμπληρώσετε το επισυναπτόμενο ερωτηματολόγιο & να το αποστείλετε στην ηλεκτρονική διεύθυνση [mde0932@webmail.unipi.gr](mailto:mde0932@webmail.unipi.gr)**

Το Πανεπιστήμιο Πειραιά ερευνά τη διαδικασία λήψης αποφάσεων αναφορικά με την αξιολόγηση παγίων επενδύσεων και καθορισμού της διάρθρωσης κεφαλαίων από την πλευρά των επιχειρήσεων, εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Τα ερωτηματολόγια αποστέλλονται σε όλες τις ελληνικές επιχειρήσεις, εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Οι απαντήσεις θα αναλυθούν συνολικά, σεβόμενοι απόλυτα την ανωνυμία των συμμετεχουσών εταιρειών.

Η χρησιμότητα της έρευνας είναι διττή. Από την μία πλευρά βοηθάει την ακαδημαϊκή κοινότητα στη διαμόρφωση εκπαιδευτικών προγραμμάτων περισσότερο αποτελεσματικών στην κατάρτιση των μελλοντικών στελεχών. Από την άλλη είναι χρήσιμη και για τις επιχειρήσεις, αν και η κύρια χρησιμότητα θα προκύψει από τη σύγκριση των ευρημάτων της έρευνας με τα ευρήματα αντίστοιχων ερευνών σε αναπτυγμένες χώρες.

Η επιτυχία της έρευνας εξαρτάται αποκλειστικά από τη δική σας συνεργασία. Σας παρακαλούμε να αφιερώσετε **15 λεπτά** για να συμπληρώσετε το ερωτηματολόγιο & να το αποστείλετε ηλεκτρονικά πριν τις **....2010**. Οι συμμετέχουσες επιχειρήσεις θα λάβουν ένα αντίγραφο των διαπιστώσεων και των συμπερασμάτων αμέσως μετά την ολοκλήρωση της έρευνας.

**1. Πόσο συχνά η επιχείρησή σας επιλέγει τις ακόλουθες τεχνικές όταν εξετάζει ένα επενδυτικό σχέδιο ή μία εξαγορά; Πληκτρολογήστε 0=ποτέ, 1=1 φορά, 2=σπάνια, 3=συχνά, 4= πάντα.**

- |       |  |  |
|-------|--|--|
| i.    | Δείκτης Λογιστικής Απόδοσης (Accounting Rate of Return)                            |  |
| ii.   | Περίοδος Επανείσπραξης (Payback Period)  |  |
| iii.  | Περίοδος Επανείσπραξης υπολογιζόμενη με παρούσες αξίες (Discounted Payback Period) |  |
| iv.   | Καθαρή Παρούσα Αξία (Net Present Value)  |  |
| v.    | Δείκτης Αποδοτικότητας (Profitability Index)                                       |  |
| vi.   | Εσωτερικός Συντελεστής Απόδοσης (Internal Rate of Return)                          |  |
| vii.  | Προσαρμοσμένη Παρούσα Αξία (Adjusted Present Value)                                |  |
| viii. | Ελάχιστο Αποδεκτό Όριο Απόδοσης (Hurdle Rate)                                      |  |
| ix.   | Προσέγγιση Πολλαπλασιαστή Κερδών (Earnings Multiple Approach )                     |  |
| x.    | Ανάλυση Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis)   |  |
| xi.   | Ανάλυση Προσομοίωσης (Simulation Analysis)   |  |
| xii.  | Αξία σε κίνδυνο (Value at risk)  |  |
| xiii. | Θεωρία πραγματικών δικαιωμάτων (Real Options Theory)                               |  |
| xiv.  | Άλλες τεχνικές   |  |

**2. Πόσο συχνά η επιχείρησή σας χρησιμοποιεί τους παρακάτω συντελεστές προεξόφλησης όταν αξιολογεί ένα επενδυτικό σχέδιο σε μία αγορά του εξωτερικού; Πληκτρολογήστε 0=ποτέ, 1=1 φορά, 2=σπάνια, 3=συχνά, 4= πάντα.**

- |      |   |  |
|------|---|--|
| i.   | Το συντελεστή προεξόφλησης της επιχείρησης συνολικά   |  |
| ii.  | Ένα συντελεστή προεξόφλησης κατάλληλο για τη χώρα του εξωτερικού                            |  |
| iii. | Το συντελεστή προεξόφλησης ενός τμήματος της επιχείρησης                                    |  |
| iv.  | Ένα συντελεστή προεξόφλησης προσαρμοσμένο στον κίνδυνο της χώρας & του κλάδου               |  |
| v.   | Ένα συντελεστή προεξόφλησης για κάθε συστατικό των ροών με βάση τον κίνδυνο κάθε συστατικού |  |

**3. Η επιχείρησή σας υπολογίζει το κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων;  Ναι ή  Όχι; Αν η απάντησή σας είναι όχι, αγνοήστε την υπόλοιπη ερώτηση και προχωρήστε στην ερώτηση 4. Αν όμως η απάντησή σας είναι ναι, πώς υπολογίζετε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησής σας; Πληκτρολογήστε 0=ποτέ, 1=1 φορά, 2=σπάνια, 3=συχνά, 4= πάντα.**

- |      |   |  |
|------|---|--|
| i.   | Με τις μέσες ιστορικές αποδόσεις των κοινών μετοχών   |  |
| ii.  | Με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM)  |  |
| iii. | Με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων, λαμβάνοντας υπόψη & άλλους παράγοντες κινδύνου πέρα από το συντελεστή beta |  |
| iv.  | Με βάση την απαιτούμενη από τους επενδυτές σας απόδοση  |  |
| v.   | Με βάση το Υπόδειγμα Προεξόφλησης Μερισμάτων  |  |
| vi.  | Άλλες μέθοδοι   |  |

4. Όταν αξιολογείτε ένα επενδυτικό σχέδιο και αναφορικά με τους ακόλουθους παράγοντες κινδύνου, αν προσαρμόζετε το συντελεστή προεξόφλησης πληκτρολογήστε 1, τις ταμιακές ροές πληκτρολογήστε 2, και τους δύο συντελεστές πληκτρολογήστε 3 ή κανένα 0.

- i. Κίνδυνος Πληθωρισμού
- ii. Κίνδυνος Επιτοκίων
- iii. Κίνδυνος σχέσης μακροπρόθεσμων προς βραχυπρόθεσμα επιτόκια, διαχρονικά
- iv. Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν ή Κίνδυνος κυκλικών διακυμάνσεων
- v. Κίνδυνος χρηματιστηριακής τιμής εμπορευμάτων (commodity price risk)
- vi. Συναλλαγματικός κίνδυνος
- vii. Κίνδυνος Πτώχευσης
- viii. Κίνδυνος μεγέθους επιχείρησης (λ.χ. οι πιο μικρές επιχειρήσεις θεωρούνται πιο εκτεθειμένες)
- ix. Κίνδυνος μεταβολής αριθμοδείκτη τρέχουσας προς λογιστική αξία
- x. Κίνδυνος μεταβολής της τάσης τρέχουσας τιμής μετοχών
- xi. Άλλο


**Οδηγίες: Για τις ερωτήσεις 5 & 8-12 συμπληρώνετε σε κάθε γραμμή το πλαίσιο. Επιλέγεται 0-1-2-3-4, λαμβάνοντας υπόψη ότι η επιλογή 0 (ΑΝΕΥ ΣΗΜΑΣΙΑΣ) & 4 (ΒΑΡΥΝΟΥΣΑΣ ΣΗΜΑΣΙΑΣ).**

5. Ποιες παραμέτρους εξετάζετε όταν επιλέγετε μακροπρόθεσμο και βραχυπρόθεσμο δανεισμό;

- i. Επιλέγουμε βραχυπρόθεσμο όταν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι χαμηλότερα σε σχέση με τα μακροπρόθεσμα
- ii. Επιλέγουμε να χρηματοδοτούμε τις επενδύσεις σε πάγιο ενεργητικό με μακροπρόθεσμα κεφάλαια και σε κυκλοφορούν ενεργητικό με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια
- iii. Επιλέγουμε βραχυπρόθεσμο δανεισμό όταν αναμένουμε πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων
- iv. Δανειζόμαστε βραχυπρόθεσμα προκειμένου οι μέτοχοι να ευνοηθούν από τις αποδόσεις των νέων επενδυτικών σχεδίων και συνάμα δεν επιλέγουμε την έκδοση μακροχρόνιου δανείου που αποτελεί μία μακροχρόνια δέσμευση
- v. Επιλέγουμε βραχυπρόθεσμο δανεισμό επειδή αναμένουμε την αναβάθμιση της πιστοληπτικής μας ικανότητας (μετά την οποία θα έχουμε καλύτερους όρους δανειοδότησης)
- vi. Με το βραχυπρόθεσμο δανεισμό μειώνονται οι πιθανότητες ανάληψης επενδυτικών σχεδίων υψηλού κινδύνου
- vii. Με τον μακροπρόθεσμο δανεισμό μειώνεται ο κίνδυνος χρηματοδότησης σε περιόδους οικονομικής δυσπραγίας
- viii. Άλλες παράμετροι


6. Τα τελευταία 3 χρόνια ο σειριακός αριθμοδείκτης Τιμή προς Κέρδη (trailing P/E) ήταν κατά προσέγγιση;.....(λ.χ. 18)

7. Ποια είναι η πιστοληπτική διαβάθμιση της επιχείρησής σας;.....(λ.χ. AA-, B+). Αν δεν έχετε αξιολογηθεί πληκτρολογήστε ΚΕΝΟ.



**11. Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν την απόφασή σας αναφορικά με το ύψος των ξένων κεφαλαίων που θα αναλάβει η επιχείρησή σας;**

- i. Το φορολογικό πλεονέκτημα ότι οι τόκοι εκπίπτουν από τα φορολογητέα κέρδη
  - ii. Το ενδεχόμενο πτώχευσης, έλλειψης ρευστότητας ή οικονομικής δυσπραγίας
  - iii. Το ύψος των ξένων κεφαλαίων των υπολοίπων επιχειρήσεων του κλάδου
  - iv. Η αξιολόγηση της πιστοληπτικής μας ικανότητας (από διεθνείς οίκους)
  - v. Το κόστος έκδοσης δανείων
  - vi. Η προσωπική φορολογική επιβάρυνση των δανειστών μας από τόκους πιστωτικών
  - vii. Η χρηματοοικονομική ευελιξία (περιορίζουμε τα δάνεια προκειμένου να εκμεταλλευθούμε εσωτερικές πηγές για τη χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων)
  - viii. Η αστάθεια των κερδών και των ταμιακών ροών μας
  - ix. Περιορίζουμε τη δανειακή μας επιβάρυνση για να καθυσυχάσουμε τους πελάτες και τους πιστωτές μας
  - x. Προσπαθούμε να έχουμε υψηλά δάνεια για να αποφύγουμε το ενδεχόμενο εξαγοράς
  - xi. Η σύναψη δανείου ερμηνεύεται από τους ανταγωνιστές μας ως πρόθεση αποφυγής μείωσης της παραγωγής μας
  - xii. Ένας υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης ενισχύει τη διαπραγματευτική μας δύναμη οδηγώντας τους υπαλλήλους μας σε παραχωρήσεις
  - xiii. Για να διασφαλίσουμε την αποδοτικότητα & την αποτελεσματικότητα της ανώτατης διοίκησης συνάπτουμε δάνεια σηματοδοτώντας ότι ένα σημαντικό τμήμα των ταμιακών μας ροών χρησιμοποιείται για πληρωμή τόκων
  - xiv. Περιορίζουμε τη δανειακή μας επιβάρυνση προκειμένου τα κέρδη από τα μελλοντικά επενδυτικά σχέδια να καταλήξουν πλήρως στους μετόχους και όχι σε πληρωμή τόκων
  - xv. Άλλοι παράγοντες
- |  |
|--|
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |

**12. Ποιοι άλλοι παράγοντες επηρεάζουν την πολιτική χρηματοδότησης της επιχείρησής σας;**

- i. Συνάπτουμε δάνεια όταν τα πρόσφατα κέρδη μας δεν επαρκούν να χρηματοδοτήσουν τις δραστηριότητες της επιχείρησής μας
  - ii. Η χρήση δανείων δίνει στο επενδυτικό κοινό μία καλύτερη εντύπωση των προοπτικών της επιχείρησης σε σχέση με την έκδοση μετοχών
  - iii. Συνάπτουμε δάνεια όταν τα επιτόκια είναι ιδιαίτερα χαμηλά
  - iv. Συνάπτουμε δάνεια όταν η μετοχή μας είναι υποτιμημένη
  - v. Καθυστερούμε την έκδοση ομολόγου εξαιτίας των εξόδων διαχείρισης
  - vi. Καθυστερούμε τη σύναψη δανείων όταν το κόστος έκδοσης είναι υψηλό
  - vii. Οι μεταβολές στην τιμή της κοινής μας μετοχής
  - viii. Εκδίδουμε δάνεια όταν έχουμε συσσωρεύσει σημαντικά κέρδη
- |  |
|--|
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |
|  |

**13. Ο αριθμοδείκτης Ξένα Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια προς Σύνολο Ενεργητικού είναι κατά προσέγγιση;.....(λ.χ. 40%)**



14. Η επιχείρησή σας έχει σημείο αναφοράς σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης; Για την επιλογή σας πληκτρολογήστε Ν (ναι) στο παρακείμενο πλαίσιο.

- i. Δεν υπάρχει σημείο αναφοράς
- ii. Υπάρχει ευελιξία αναφορικά με το σημείο αναφοράς
- iii. Υπάρχουν ορισμένοι περιορισμοί αναφορικά με το σημείο αναφοράς
- iv. Υπάρχει ένα αυστηρό σημείο αναφοράς


15. Σας παρακαλούμε να επιλέξετε από κάθε κατηγορία το παρακείμενο πλαίσιο που ταιριάζει στο προφίλ της επιχείρησής σας, πληκτρολογώντας Ν (ναι).

Η επιχείρησή σας έχει έσοδα πωλήσεων:

- i. <€25.000.000
- ii. €25.000.000-€99.000.000
- iii. €100.000.000-€499.000.000
- iv. €500.000.000-€999.000.000
- v. €1.000.000.000-€5.000.000.000


Οι εξαγωγές της επιχείρησής σας αποτελούν μέρος των εσόδων πωλήσεων κατά:

- i. 0%
- ii. 1%-24%
- iii. 24%-49%
- iv. ≥50%


Η επιχείρησή σας δίνει μέρισμα;

Είστε Οικονομικός Διευθυντής στην επιχείρηση:

- i. <4 χρόνια
- ii. 4-9 χρόνια
- iii. >9 χρόνια


Η επιχείρησής σας επιτρέπει τη χρήση δικαιωμάτων σε...% (ως μέρος της πολιτικής κινήτρων);

%

Η επιχείρησή σας ανήκει στον Κλάδο:

- i. Λιανικό & Χονδρικό Εμπόριο
- ii. Κατασκευές, Υλικά κατασκευών
- iii. Βιομηχανικά Προϊόντα & Υπηρεσίες
- iv. Μεταφορές/ Ενέργεια/ Υπηρεσίες Κοινής Ωφέλειας
- v. Μέσα Ενημέρωσης & Επικοινωνίας
- vi. Τράπεζες/ Ασφάλειες/ Χρηματοοικονομικές Υπηρεσίες
- vii. Τεχνολογία


Σας ευχαριστούμε για την πολύτιμη βοήθειά σας!

Σας παρακαλούμε πολύ να αποστείλετε, ηλεκτρονικά, συμπληρωμένο το ερωτηματολόγιο πριν τις ...2010 στη διεύθυνση [mde0932@webmail.unipi.gr](mailto:mde0932@webmail.unipi.gr)