

# **ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**



**Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα στη Διοίκηση Επιχειρήσεων-  
Ολική Ποιότητα (ΠΜΣ ΔΕ- ΔΟΠ)**

**Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΣΤΗ  
ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΔΕΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ. Η  
ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.**

**Ροΐδη Λήδα**

**Πτυχιούχος Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών**

**Πειραιάς, 2014**

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

*Αφιερωμένο στην αδερφή μου*

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## **Η επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Η περίπτωση των βιομηχανικών επιχειρήσεων.**

### **Σημαντικοί όροι**

Αποφάσεις επενδύσεων, χρηματιστηριακή αξία επιχείρησης, χρηματοοικονομικές αγορές

### **Περίληψη**

Στόχος της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της επίδρασης των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Τίθεται το ερώτημα αν η απόφαση για ανάληψη επενδυτικών σχεδίων οδηγεί σε αντίστοιχη αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Αποδίδουν οι επενδυτές του χρηματιστηρίου αξία στις επενδυτικές αποφάσεις των στελεχών των επιχειρήσεων;

Στο πρώτο μέρος της εργασίας, παρουσιάζεται η χρηματοοικονομική θεωρία. Αναλύεται η ορολογία της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης για τη θεωρητική προσέγγιση του θέματος. Ορίζεται η αξία της επιχείρησης, ο αντικειμενικός σκοπός της και οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Δίνεται ιδιαίτερο βάρος στις αποφάσεις επενδύσεων, στην αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων, καθώς και στα είδη των επενδυτικών αποφάσεων έτσι όπως τα σκιαγράφησε η διεθνής βιβλιογραφία.

Στο δεύτερο μέρος της διπλωματικής εργασίας παρουσιάζεται ο τρόπος με τον οποίο καλύφθηκε το θέμα από τη διεθνή αρθρογραφία. Από τότε που οι Modigliani και Miller (1958) ανέπτυξαν το υπόδειγμά τους περί ανεξαρτησίας των επενδυτικών αποφάσεων από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, πληθώρα ερευνητών ασχολήθηκε με την επίδραση των επενδύσεων στην αξία της επιχείρησης. Με μελέτες που καλύπτουν εύρος ετών από το 1984 μέχρι σήμερα, και δείγμα επιχειρήσεων από Ευρώπη, Αμερική, Αφρική και Ασία, παρουσιάζονται τα συμπεράσματα και τα σχόλια των ερευνητών. Ορισμένες μελέτες ικανοποιούν την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Καταλήγουν δηλαδή στο συμπέρασμα ότι οι αποφάσεις για επενδύσεις επιδρούν θετικά στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Σε κάποιες περιπτώσεις ωστόσο, παρατηρείται αρνητική ή μηδενική αντίδραση της αγοράς στις επενδυτικές αποφάσεις. Το γεγονός αυτό οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας,

εξεταζόμενου δείγματος επιχειρήσεων, χρονικής περιόδου κτλ που διαφοροποιούν τη μια μελέτη από την άλλη.

Το τρίτο μέρος της εργασίας αναφέρεται στη μεθοδολογία της έρευνας και στα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης. Για το δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων, τη χρονική περίοδο από το 1996 μέχρι το 2011, επιβεβαιώνεται η υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Όταν οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές, η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις αποφάσεις για επένδυση. Αποδεικνύεται δηλαδή η ύπαρξη θετικής συσχέτισης μεταξύ των επενδύσεων και της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι η παρούσα διπλωματική εργασία μελετά την επίδραση της πραγματικής εφαρμογής των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή αξία. Σε αντίθεση με μεγάλο μέρος της αρθρογραφίας που εστίασε στις ανακοινώσεις για επενδυτικές αποφάσεις. Αυτό είναι το στοιχείο που αποτελεί την ειδοποιό διαφορά της διπλωματικής εργασίας. Το γεγονός ότι αναφέρεται στις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση, και όχι στις ανακοινώσεις για μελλοντικά επενδυτικά σχέδια.

Ως επιστέγασμα της παρούσας διπλωματικής εργασίας, αναφέρουμε ότι το κύριο μέλημα της μελέτης είναι να καταδείξει τη σημαντικότητα των επενδυτικών αποφάσεων στη δημιουργία αξίας για την επιχείρηση και να τονίσει τη συμβολή της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης στην εξυγίανση της οικονομίας μέσω της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων.

## Πίνακας Περιεχομένων

	Σελίδα
Ευχαριστίες	9
Πρόλογος	10
Βιβλιογραφία προλόγου	13
<b>Μέρος Α- Θεωρητική Προσέγγιση</b>	<b>14</b>
<b>Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή</b>	<b>14</b>
1.1 Αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης	14
1.2 Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης	16
<b>Κεφάλαιο 2: Αναζήτηση αξίας</b>	<b>17</b>
2.1 Η αξία της επιχείρησης	17
2.2 Υποδείγματα αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων	18
2.3 Το υπόδειγμα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (economic value added- EVA)	22
2.4 Χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων	23
<b>Κεφάλαιο 3: Χρηματοοικονομικές αποφάσεις</b>	<b>25</b>
3.1 Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις και μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης	25
3.2 Αποφάσεις επενδύσεων	27
3.2.1 Διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων	28
3.2.2 Είδη επενδύσεων	30
<b>Κεφάλαιο 4: Αξιολόγηση επενδύσεων</b>	<b>35</b>
4.1 Εισαγωγή	35
4.2 Προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου	36
4.3 Αξιολόγηση επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας	37
4.4 Κίνδυνος και Αβεβαιότητα	40
4.5 Αξιολόγηση επενδύσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας	42
4.6 Μέτρηση της απόδοσης των επενδύσεων.	43
4.6.1 Αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων (Return On Investment- ROI)	43
4.6.2 Λογιστική απόδοση επένδυσης (accounting rate of return- ARR)	44
4.7 Η χρησιμότητα των επενδύσεων	45
<b>Κεφάλαιο 5: Παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική δραστηριότητα στη βιομηχανία</b>	<b>46</b>
<b>Κεφάλαιο 6: Η σχέση των επενδύσεων με άλλες χρηματοοικονομικές μεταβλητές</b>	<b>47</b>
<b>Κεφάλαιο 7: Επενδύσεις και οικονομική κρίση</b>	<b>51</b>
<b>Κεφάλαιο 8: Χρηματοοικονομικές Αγορές</b>	<b>53</b>
8.1 Η αποτελεσματικότητα των αγορών	54
8.2 Η αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις για επενδυτικές αποφάσεις	57

<b>Βιβλιογραφία Μέρους Α</b>	<b>60</b>
<b>Μέρος Β- Ανασκόπηση Αρθρογραφίας</b>	<b>63</b>
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	63
Κεφάλαιο 2: Επιβεβαίωση της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων	65
Κεφάλαιο 3: Μη επιβεβαίωση της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων	68
Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα	69
<b>Βιβλιογραφία Μέρους Β</b>	<b>71</b>
<b>Μέρος Γ- Μεθοδολογία</b>	<b>73</b>
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	73
1.1 Στατιστική Ανάλυση	73
1.2 Στατιστική ανάλυση και υπολογιστικά πακέτα	74
1.2.1 Το πακέτο EViews	74
1.3 Παλινδρόμηση	75
Κεφάλαιο 2: Μεθοδολογία της Έρευνας	76
2.1 Εισαγωγή	76
2.2 Μεθοδολογία	77
<b>Βιβλιογραφία Μέρους Γ</b>	<b>79</b>
<b>Μέρος Δ- Δείγμα</b>	<b>80</b>
Κεφάλαιο 1: Περιγραφή του δείγματος	80
<b>Μέρος Ε- Αποτελέσματα</b>	<b>81</b>
Κεφάλαιο 1: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης	81
Κεφάλαιο 2: Σχόλια Συμπεράσματα	84
<b>Μέρος ΣΤ- Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα</b>	<b>89</b>
<b>Μέρος Ζ- Επίλογος</b>	<b>91</b>
<b>Συγκεντρωτική Βιβλιογραφία</b>	<b>93</b>



## Ευχαριστίες

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες προς τον επιβλέποντα καθηγητή μου κύριο Παναγιώτη Αρτίκη, καθώς και προς τον καθηγητή κύριο Ιωάννη Σώρρο, για τη συνεργασία κατά τη διάρκεια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος, την ανάθεση του θέματος της παρούσας διπλωματικής εργασίας και την καθοδήγησή τους.

Θα ήθελα επίσης να ευχαριστήσω τους φίλους, συναδέλφους και συμφοιτητές που στάθηκαν δίπλα μου σε κάθε στάδιο των σπουδών μου.

Ιδιαίτερες ευχαριστίες θέλω να εκφράσω προς τους γονείς μου, ως ένα ελάχιστο δείγμα ευγνωμοσύνης για την αμέριστη στήριξή τους, στους οποίους οφείλω όλη τη διαδρομή των σπουδών μου μέχρι σήμερα. Τέλος, δεν θα μπορούσα να μην ευχαριστήσω ξεχωριστά την αδερφή μου, για την άμετρη κατανόηση και την πολύτιμη παρουσία της σε κάθε στιγμή της ζωής μου, που συνέβαλε με τα σχόλια και τις γνώσεις της στην αντιμετώπιση των δυσκολιών.

## Πρόλογος.

Η επιχείρηση ως παραγωγική- οικονομική μονάδα, συνδυάζει τους συντελεστές παραγωγής προκειμένου να παράγει προϊόντα ή υπηρεσίες για στους καταναλωτές. Τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης παρουσιάζονται στις οικονομικές της καταστάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις είναι μια δομημένη απεικόνιση της οικονομικής θέσης και επίδοσης μιας οικονομικής μονάδας και των συναλλαγών που έχουν αναληφθεί από αυτή. Αποσκοπούν στην παροχή πληροφόρησης προκειμένου να ληφθούν οικονομικές αποφάσεις. Τα λεγόμενα ενδιαφερόμενα μέρη είναι οι επενδυτές (υφιστάμενοι και πιθανοί – μελλοντικοί) οι εργαζόμενοι, οι δανειστές (τράπεζες και άλλοι δανειστές), οι προμηθευτές, οι πελάτες, το κράτος και οι υπηρεσίες του, καθώς και το κοινό γενικότερα. Οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν για την επιχείρηση έναν ουσιαστικό έλεγχο στις δραστηριότητες, στα έσοδα και στα έξοδά της, γεγονός που διευκολύνει στο να εντοπίζονται οι διαθέσιμοι πόροι, η ποσότητά τους και οι πηγές τους. Σύμφωνα με τη νομολογία, είναι απαραίτητο οι επιχειρήσεις να εμφανίζουν τη δραστηριότητά τους με χρηματοοικονομικούς όρους μία φορά το χρόνο, δείχνοντας έτσι την απόδοσή τους και τη γενικότερη κατάστασή τους. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση υπόκειται σε εξωτερικό έλεγχο. Οι οικονομικές καταστάσεις παρέχουν πληροφορίες σχετικές με τα περιουσιακά στοιχεία, τις Υποχρεώσεις, τα Ίδια Κεφάλαια, τα Έσοδα και Έξοδα, συμπεριλαμβανομένων των κερδών και των ζημιών, τις Ταμειακές ροές. (Νιάρχος Α. Ν, 2004)

Η χρηματοοικονομική διοίκηση ασχολείται με την παρακολούθηση και τη μελέτη των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης. Εστιάζοντας στα επιμέρους στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων, οι επενδυτικές δαπάνες αποτελούν σημαντική χρηματοοικονομική μεταβλητή που παρέχει χρήσιμες πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Οι αποφάσεις επενδύσεων είναι μια από τις τρεις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που λαμβάνει η διοίκηση και είναι ζωτικής σημασίας για την πορεία μιας οικονομικής μονάδας στο μέλλον. Η σημαντικότητα των επενδύσεων για τη δημιουργία αξίας έχει διαπιστωθεί από πολυάριθμες μελέτες της λογιστικής, χρηματοοικονομικής και οικονομικής αρθρογραφίας.

Η παρούσα διπλωματική εργασία κινείται γύρω από ένα κεντρικό άξονα, ο οποίος είναι οι επενδύσεις. Πιο συγκεκριμένα, στόχος της μελέτης είναι να διερευνηθεί η επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Αναφερόμαστε σε ένα σύνθετο πρόβλημα που απασχόλησε και απασχολεί τους οικονομικούς ερευνητές. Ο πυρήνας όμως της εργασίας περιβάλλεται από εξωτερικούς παράγοντες που ενδέχεται να τον επηρεάζουν. Επειδή το θέμα χρίζει πολύπλευρης ανάλυσης, θα ήταν σκόπιμο να τοποθετήσουμε την έρευνα στο χρόνο και το χώρο όπου εκπονείται, με φόντο την

παγκόσμια οικονομική κρίση, αλλά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της ελληνικής αγοράς.

Η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται εν μέσω της μεγαλύτερης χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης από τη δεκαετία του 1930. Οι ισχυρές αναταράξεις ξεκίνησαν τον Αύγουστο του 2007 στις ΗΠΑ με το σπάσιμο της φούσκας ακινήτων, και μεταδόθηκαν σε όλο τον κόσμο. Η παράταση της χρηματοπιστωτικής αναταραχής έχει επιδεινώσει τις προοπτικές για την παραγωγή, την απασχόληση και τις εμπορικές συναλλαγές σε διεθνές επίπεδο. Η δυσλειτουργία των χρηματοπιστωτικών αγορών συμπίπτει την οικονομία, ενώ η εξασθένηση της οικονομικής δραστηριότητας υπονομεύει περαιτέρω την κεφαλαιακή θέση του χρηματοπιστωτικού τομέα και την ικανότητά του να χρηματοδοτεί τις επιχειρήσεις και τα νοικοκυριά.

Η διεθνής κρίση έχει επηρεάσει αρνητικά και την ελληνική οικονομία, ιδίως την περίοδο μετά το Σεπτέμβριο του 2008. Ο ρυθμός ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας, ο οποίος ήταν σταθερά υψηλός από το δεύτερο ήμισυ της δεκαετίας του 1990, επιβραδύνθηκε σημαντικά το 2008. Είναι γεγονός ότι μέχρι το ξέσπασμα της οικονομικής κρίσης, η Ελλάδα σημείωνε μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης. Ειδικά μετά την είσοδό της στη ζώνη του ευρώ το 2002, πέτυχε ρυθμούς ανάπτυξης που ξεπερνούσαν αυτούς των άλλων ευρωπαϊκών κρατών καθώς και των ΗΠΑ. Ωστόσο, η ανάπτυξη αυτή ήταν πλασματική, καθώς προήλθε από την ιδιωτική και δημόσια καταναλωτική δαπάνη, που με τη σειρά της στηρίχτηκε σε ευρέως διαθέσιμες πιστώσεις χαμηλού κόστους. Η απότομη στροφή στην κρίση μετά από μία μακρά περίοδο ανάπτυξης, έφερε αναστάτωση στο επιχειρηματικό γίγνεσθαι. Σύμφωνα με τα στοιχεία της μελέτης της McKinsey and Company (2011) «Η Ελλάδα δέκα χρόνια μπροστά», το 2009 η ελληνική οικονομία προσγειώθηκε ανώμαλα με το δημοσιονομικό έλλειμμα να ξεπερνά το 15% του ΑΕΠ. Σύμφωνα με την ίδια μελέτη, την περίοδο 2008-2010 η ελληνική παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών συρρικνώθηκε. Η ύφεση σε συνδυασμό με τα διαρκή δημοσιονομικά ελλείμματα και τα επίσημα δάνεια βοήθειας από το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα και την Ευρωπαϊκή Ένωση αύξησαν το δημόσιο χρέος στα επίπεδα του 150% του ΑΕΠ το 2011.

Εκτός όμως από τις συνθήκες που επικρατούν στη διεθνή οικονομία, η ελληνική οικονομία υποφέρει από θεμελιώδη αναπτυξιακά προβλήματα. Η μελέτη της McKinsey and Company (2011) αναφέρεται χαρακτηριστικά στις «πέντε βασικές παθογένειες της ελληνικής οικονομίας», οι οποίες είναι οι εξής: (α) η δομή της οικονομίας που αποθαρρύνει τις επενδύσεις και τη δημιουργία οικονομιών κλίμακας, (β) το εκτεταμένο μέγεθος του ευρύτερου δημόσιου τομέα και η έλλειψη αποδοτικότητας αυτού, (γ) η δομή και οι όροι της αγοράς εργασίας που περιορίζουν την ευελιξία του εργατικού δυναμικού, (δ) το δύσβατο νομικό και δικαστικό σύστημα αποθαρρύνει τις επενδύσεις και, (ε) η μεγάλη έκταση της παραοικονομίας.

Αναλύοντας περεταίρω τις «πληγές» της ελληνικής οικονομίας, θα πρέπει στα σταθούμε στα κυριότερα προβλήματα που έχει να αντιμετωπίσει, τα οποία δυσχεραίνουν περεταίρω την άμβλυνση της οικονομικής κρίσης που αντιμετωπίζει. Πιο συγκεκριμένα,

ξεκινώντας από το δημοσιονομικό πρόβλημα και το μέγεθος του δημοσίου τομέα που συχνά επικαλείται ως το μέγιστο πρόβλημα της ελληνικής οικονομίας. Αξίζει να σημειώσουμε πως δεν είναι τόσο το μέγεθος του δημοσίου τομέα, όσο η κακή διαχείριση των χρηματικών δαπανών και η έλλειψη στόχων παραγωγικότητας. Ένα ακόμη πρόβλημα που έχει να αντιμετωπίσει η Ελλάδα είναι η φοροδιαφυγή, η οποία έχει βαθιές ρίζες στην ελληνική οικονομία και δεν μπορεί να εξαλειφθεί εύκολα. Το γεγονός αυτό βέβαια, δεν οφείλεται στα γονίδια των Ελλήνων, αλλά είναι αποτέλεσμα της έλλειψης κινήτρων για την πληρωμή των φόρων από τους πολίτες. Όπως η φοροδιαφυγή, έτσι και η διαφθορά και η σπατάλη είναι συνήθη φαινόμενα στην Ελλάδα, διότι δεν έχουν θεσμοθετηθεί αρκετά κίνητρα για την αποτροπή τους. Επιπλέον, η ελληνική οικονομία υποφέρει από την εκτεταμένη γραφειοκρατία. Το περιοριστικό ρυθμιστικό πλαίσιο και τα γραφειοκρατικά εμπόδια δυσχεραίνουν την ύπαρξη επενδύσεων και καθιστούν την ελληνική οικονομία μη ανταγωνιστική. Οι επιδοτήσεις επενδύσεων που συχνά σπαταλώνται, θα πρέπει να διέπονται από ένα διαφανές και ευέλικτο ρυθμιστικό πλαίσιο, ενώ παράλληλα οι ξένες επενδύσεις θα ενθαρρυνθούν. (Βαγιανός et al., 2010)

Με βάση την αισιόδοξη άποψη ότι κάθε κρίση γεννά ευκαιρίες για καινοτόμο σκέψη και ανάκαμψη, η παρούσα μελέτη θέλει να συνεισφέρει στην εξυγίανση της οικονομίας. Μέσω της ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων και χρηματοοικονομικών δεικτών, σκοπός της εργασίας είναι να αποδείξει τη θετική συσχέτιση μεταξύ των επενδύσεων και της αξίας της επιχείρησης. Οι επενδύσεις αποτελούν το μοχλό της οικονομικής ανάπτυξης, που θα αυξήσουν την ανταγωνιστικότητα και θα πυροδοτήσουν την ανάπτυξη σε όλους τους κλάδους. Σε συνδυασμό με την αναδιάρθρωση του επενδυτικού πλαισίου στην Ελλάδα, μπορούν να τεθούν οι βάσεις για την αναπτυξιακή πορεία της οικονομίας της χώρας.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΠΡΟΛΟΓΟΥ

Βαγιανός Δ., Βέττας Ν., Μεγήρ Κ., *Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία*, Αύγουστος 2010

Νιάρχος Α. Ν., *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2004

McKinsey&Company, Athens Office, *Η Ελλάδα 10 Χρόνια Μπροστά: Προσδιορίζοντας το νέο Εθνικό Μοντέλο Ανάπτυξης – Σύνοψη*, Σεπτέμβριος 2011

## Μέρος Α- Θεωρητική Προσέγγιση.

### Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.

#### 1.1 Αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης.

Ως επιχείρηση νοείται μια παραγωγική- οικονομική μονάδα, η οποία συνδυάζει τους συντελεστές παραγωγής προκειμένου να παράγει προϊόντα ή υπηρεσίες για στους καταναλωτές. Παράγει δηλαδή πλούτο και συμμετέχει στις οικονομικές δραστηριότητες. Είναι ένας οργανισμός του οποίου οι δραστηριότητες κατευθύνονται προς την επίτευξη συγκεκριμένων αντικειμενικών σκοπών (objectives). Οι επιχειρήσεις όμως, είναι πολύπλοκοι οργανισμοί που διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Για το λόγο αυτό απαιτείται η ανίχνευση και η μελέτη τόσο του εσωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης, όσο και του εξωτερικού της περιβάλλοντος. Απαιτείται δηλαδή η ανάλυση της εσωτερικής της δομής, της κουλτούρας και των πόρων της επιχείρησης, ενώ παράλληλα ερευνάται τόσο το μακρο-περιβάλλον (δηλαδή το πολιτικό, οικονομικό, κοινωνικό-πολιτισμικό, τεχνολογικό, νομικό και παγκόσμιο περιβάλλον), όσο και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Η διαδικασία αυτή είναι απαραίτητη προκειμένου να διαμορφωθεί η στρατηγική της επιχείρησης, μέσω της οποίας θα επιτευχθούν οι σκοποί της. Η επιχείρηση έχει τόσο οικονομικούς, όσο και μη οικονομικούς (κοινωνικούς) αντικειμενικούς σκοπούς, για τους οποίους γίνεται λόγος παρακάτω. (Αρτίκης Γ. Π., 2003)

Ξεκινώντας με τους οικονομικούς σκοπούς, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, ο σημαντικότερος σκοπός του οικονομικού μάνατζμεντ μίας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της (maximization of shareholder wealth). Στην περίπτωση που η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, τότε η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων πραγματοποιείται μέσω της μεγιστοποίησης της χρηματιστηριακής αξίας της τιμής της μετοχής της (market value). Βέβαια, στην αξία της επιχείρησης δεν περιλαμβάνεται μόνο η αξία των μετοχών, αλλά συμπεριλαμβάνονται όλα τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης που μπορούν να «δημιουργήσουν αξία» (value seeking), όπως πάγια περιουσιακά στοιχεία, εμπορεύματα, απαιτήσεις, χρέος και δικαιώματα.

Στα πλαίσια της μικροοικονομικής θεωρίας, ως σκοπός της επιχείρησης ορίζεται η μεγιστοποίηση των κερδών της (profit maximization). Ο σκοπός αυτός, όμως δεν είναι επαρκής για τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Η αναποτελεσματικότητα της μεγιστοποίησης των κερδών ως αντικειμενικού σκοπού της επιχείρησης, οφείλεται στους εξής δύο λόγους:

1. Δεν λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος που ενέχουν οι αποδόσεις των επενδυτικών προγραμμάτων, ωστόσο ο κίνδυνος επηρεάζει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας.
2. Δεν λαμβάνεται υπόψη ο χρόνος πραγματοποίησης της απόδοσης των επενδυτικών έργων, ωστόσο ο χρόνος αυτός επηρεάζει τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

Οι έννοιες της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων και της μεγιστοποίησης των κερδών, διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους. Η μεγιστοποίηση των κερδών είναι μία βραχυχρόνια επιδίωξη και αφορά μείωση κόστους και απασχόληση περιουσιακών στοιχείων για την άμεση επίτευξη κερδών. Ωστόσο στρατηγικές μεγιστοποίησης κερδών περισσότερο καταστρέφουν, παρά δημιουργούν πλούτο, μιας και αγνοούν την ύπαρξη νέων ευκαιριών στην αγορά και αποτυγχάνουν στην ανάληψη επενδύσεων. Αντίθετα, οι στρατηγικές μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων στοχεύουν στον εντοπισμό νέων ευκαιριών που θα προσδώσουν στην επιχείρηση ανταγωνιστικό πλεονέκτημα. Σήμερα, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων έχει υιοθετηθεί ως γενικός αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης από τα στελέχη των επιχειρήσεων. (Αρτίκης Π. Γ., 2010)

Από την άλλη, όταν αναφερόμαστε σε μη οικονομικούς σκοπούς, εννοούμε το αποτέλεσμα της αλληλεπίδρασης των προσωπικών αντικειμενικών σκοπών των συμμετεχόντων στην επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα, είναι η ικανοποίηση των αναγκών των εργαζομένων, η ικανοποίηση των διευθυντικών στελεχών, η συνεισφορά της επιχείρησης στο κοινωνικό σύνολο, η παροχή ποιοτικών υπηρεσιών, η διατήρηση καλών σχέσεων με τους πελάτες και τους προμηθευτές. (Αρτίκης Γ. Π., 2003)

Στο πνεύμα της μελέτης των οικονομικών και μη οικονομικών σκοπών, ή αλλιώς των ευθυνών της επιχείρησης (business responsibilities), κινήθηκαν και οι μελέτες των Milton Friedman και Archie Carroll. Κατά τον Friedman μοναδικό σκοπό της επιχείρησης αποτελεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. «Η μοναδική ευθύνη που έχει η επιχείρηση είναι να αξιοποιεί τους πόρους της, ώστε να αυξάνει τα έσοδά της, για όσο καιρό βρίσκεται μέσα στο παιχνίδι». Στον αντίποδα, ο Carroll υποστηρίζει ότι η επιχείρηση έχει τεσσάρων ειδών ευθύνες: τις οικονομικές, τις νομικές, τις ηθικές και τις ευθύνες διακριτικής ευχέρειας (discretionary). Οι δύο τελευταίες είναι οι κοινωνικές ευθύνες της επιχείρησης, οι οποίες στοχεύουν στη διατήρηση της καλής εικόνας της (good public image). Σύγχρονες εμπειρικές μελέτες έχουν δικαιώσει και τους δύο ερευνητές. Φαίνεται λοιπόν, πως η επίτευξη τόσο των οικονομικών στόχων της επιχείρησης, όσο και των μη οικονομικών, είναι μεγάλης σημασίας για την επιβίωση και την αειφορία της (sustainability). (Wheelen T. L., Hunger J. D., 2006)

## 1.2 Το πρόβλημα της αντιπροσώπευσης.

Η επιχείρηση είναι συνδυασμός και συνασπισμός πολλών μεμονωμένων «ατόμων», τα οποία επιδιώκουν πρωταρχικά την επίτευξη των προσωπικών τους σκοπών. Συνεπώς, κάθε εμπλεκόμενος μέρος στοχεύει στη μεγιστοποίηση του προσωπικού του οφέλους, γεγονός που γίνεται κατανοητό με γνωστό παράδειγμα της Θεωρίας Παιγνίων (Game Theory) «Το δίλημμα του φυλακισμένου».

Ο διαχωρισμός της ιδιοκτησίας από τον έλεγχο είναι η αιτία των διαφορετικών συμφερόντων μέσα στην ίδια επιχείρηση. Όταν εμφανίζονται διαφορές μεταξύ της μεγιστοποίησης των κερδών και των συμφερόντων της διευθυντικής ομάδας, τα ανώτατα στελέχη είναι πιθανό να ακολουθούν πολιτικές που εξυπηρετούν τα δικά τους συμφέροντα. Οι οικονομολόγοι χαρακτήρισαν αυτή την κατάσταση ως το πρόβλημα εντολέα- εντολοδόχου (principal- agent problem) και αφορά την πιθανότητα επιδίωξης από την πλευρά της διοίκησης των δικών της αντικειμενικών σκοπών, ακόμη κι αν αυτοί αποβαίνουν σε βάρος των κερδών των ιδιοκτητών. Σε τέτοιες περιπτώσεις, οι επιχειρήσεις προχωρούν σε συμβάσεις με τους διευθύνοντες συμβούλους, προκειμένου να δοθούν κίνητρα για την επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών. (Mansfield E., 1996)

Όταν αναφερόμαστε σε μία εισηγμένη εταιρεία, ο αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, που μετριέται με την τρέχουσα τιμή των μετοχών της επιχείρησης. Για να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός, απαιτείται η επιλογή αυτών των επενδύσεων που έχουν θετική καθαρή παρούσα αξία. Κυρίως σε περιπτώσεις όπου τα στελέχη της εταιρείας δεν κατέχουν σημαντικό αριθμό των μετοχών της, συχνά προκαλούνται συγκρούσεις συμφερόντων μεταξύ διοίκησης και μετόχων. Σε τέτοιες περιπτώσεις ελλοχεύει ο κίνδυνος τα ανώτατα στελέχη να υποβαθμίσουν τον πλούτο των μετόχων ως πρωταρχικού σκοπού, υπέρ της εξισορρόπησης των συμφερόντων των λοιπών συμμετεχόντων στην εταιρεία (stakeholders). Αυτό με άλλα λόγια σημαίνει ότι η διοίκηση μπορεί να δελεαστεί σε επιδίωξη επενδύσεων για λόγους προβολής ή για δημόσιες σχέσεις. Τότε είναι που δημιουργείται ένα «κενό αξίας». (Αρτίκης Π. Γ., 2010)

Προκειμένου να ελέγχουν οι μέτοχοι τις αποφάσεις της διοίκησης, προβαίνουν σε συνεχή παρακολούθηση των πράξεων της δεύτερης, γεγονός που σπαταλά πόρους και δημιουργεί επιπλέον κόστος στην επιχείρηση. Το κόστος αυτό είναι γνωστό ως κόστος αντιπροσώπευσης. Όπως είναι φυσικό, όταν οι δανειστές προβλέπουν υψηλό κόστος αντιπροσώπευσης, απαιτούν και υψηλό επιτόκιο προκειμένου να δανείσουν την εταιρεία. Έτσι, το κόστος αντιπροσώπευσης ενεργεί ως ένας παράγοντας μείωσης της αξίας της επιχείρησης. Υπάρχουν βέβαια ορισμένες επιχειρησιακές δραστηριότητες που προϋποθέτουν χαμηλό κόστος αντιπροσώπευσης, όπως είναι οι αποφάσεις μερισμάτων και χρηματοδότησης, ενώ άλλες υψηλό, όπως είναι οι αποφάσεις επενδύσεων. (Αρτίκης Π. Γ., 2002)



## Κεφάλαιο 2: Αναζήτηση αξίας.

### 2.1 Η αξία της επιχείρησης.

Η γνώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που τη διαμορφώνουν αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το πού βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πώς μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί. Για τον καθορισμό της συνολικής πραγματικής αξίας μίας επιχείρησης, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη και ο βαθμός αποδοτικότητάς της, μιας και είναι δυνατό να περικλείει και υπερπρόσοδο η οποία προσδίδει υπεραξία (goodwill ή fonds de commerce) στην επιχείρηση, όπως ο τίτλος της, το όνομά της στην αγορά, η δυνατότητά της να πραγματοποιήσει μελλοντικά κέρδη και άλλα.

Ωστόσο, στα οικονομικά των επιχειρήσεων δεν είναι τα κέρδη που έχουν σημασία, μιας και μπορεί να είναι αποτέλεσμα της δημιουργικής λογιστικής (earning management), αλλά οι χρηματικές ροές. Αυτό σημαίνει πως μια εταιρεία μπορεί να έχει κερδοφόρο ισολογισμό, αλλά να βαδίζει προς τη χρεωκοπία. Επομένως, στοιχεία όπως το κυκλοφορούν κεφάλαιο, η επίδραση των αποσβέσεων στα ταμειακά των επιχειρήσεων και οι μελλοντικές κεφαλαιουχικές επενδύσεις πρέπει να συνεκτιμώνται. (Αποστολόπουλος I. N., 2007)

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις δύσκολα μπορούν να προσδιορίσουν την καθαρή τους αξία. Και αυτό προκαλεί τροχοπέδη, μιας και τόσο η υποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας, όσο και η υπερτίμησή της μπορεί να δημιουργήσουν σημαντικά προβλήματα στην διαχείριση της.

Το ζητούμενο από τη διοίκηση είναι να επενδύει επικερδώς με στόχο την αύξηση της αξίας της επιχείρησης, δηλαδή του πλούτου των μετόχων. Αυτό δεν είναι ένα εύκολο εγχείρημα, μιας και σημαντικός παράγοντας επιτυχίας είναι η διάρθρωση του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Είναι δηλαδή ο αριθμός των εταιρειών λειτουργούν στον ίδιο κλάδο και η σχετική δύναμη (μερίδιο αγοράς) κάθε εταιρείας να επηρεάζει τις τιμές και τα κέρδη. Επομένως, στην αναζήτηση της αξίας θα πρέπει να ληφθεί υπόψη η ύπαρξη του ανταγωνισμού (ευκαιρία εισόδου και εξόδου από τον κλάδο, ευκολία στην αναπαραγωγή του προϊόντος ή της υπηρεσίας από άλλες εταιρείες κ.τ.λ.)

Τα χαρακτηριστικά του κλάδου επηρεάζουν και τα κέρδη από μία επένδυση. Η δομή της αγοράς είναι ίσως ο σημαντικότερος παράγοντας που επηρεάζει τις ταμειακές ροές ενός έργου, διότι μπορεί να μειώσει τα περιθώρια κέρδους του. Σε αγορές που είναι αρκετά ανταγωνιστικές από τη φύση τους, όπως λόγου χάρι οι χρηματιστηριακές, τα κέρδη, αν και σημαντικά, σπανίζουν. Αντίθετα, οι πραγματικές επενδύσεις αποφέρουν

περισσότερο διατηρήσιμα κέρδη και η εταιρεία αποκομίζει περισσότερα οφέλη σε σχέση με τις χρηματιστηριακές επενδύσεις.

Άλλος εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι η θέση της εταιρείας και η θέση του επενδυτικού έργου σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρείες. Η συμπεριφορά των εταιρειών και η ύπαρξη ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος σχετίζεται σοβαρά με τη δημιουργία αξίας. Είναι λοιπόν λογικό ότι η πιθανότητα πραγματοποίησης κέρδους είναι μεγαλύτερη εκεί που η επιχείρηση έχει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των ανταγωνιστών της. Αυτό φυσικά δεν σημαίνει ότι θα πρέπει να αποφεύγονται οι επενδύσεις σε ανταγωνιστικούς χώρους. Τα στελέχη όμως της χρηματοοικονομικής διοίκησης θα πρέπει να προσανατολίζονται σε επενδυτικές ευκαιρίες που προσθέτουν αξία.

Συνεπώς, η συμπεριφορά των εταιρειών και η δομή του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται είναι έννοιες αλληλένδετες και σχετίζονται από κοινού με τη δημιουργία αξίας. (Επίσκοπος Α., 2009)

## 2.2 Υποδείγματα αποτίμησης της αξίας των επιχειρήσεων.

Υπάρχει πληθώρα μεθόδων υπολογισμού της αξίας (αποτίμησης) μιας εταιρείας, ενώ διαφορετικές εταιρείες χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους. Συνήθως οι εδραιωμένες εταιρείες μετρούν την αξία τους βάσει των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους, της φήμης που έχουν δημιουργήσει και της τεχνογνωσίας που έχουν αποκτήσει. Αντίθετα, οι αναπτυσσόμενες εταιρείες δίνουν μεγαλύτερο βάρος στα περιθώρια ανάπτυξής τους και καθορίζουν την αξία τους βάσει των υφιστάμενων πωλήσεων και των εκτιμήσεων για μελλοντικά κέρδη. Γενικά, ο προσδιορισμός της αξίας μίας επιχείρησης είναι μία πολλή δύσκολη διαδικασία, πολλές φορές δε, καθίσταται αδύνατη.

Ο προσδιορισμός μίας δίκαιης και εύλογης αξίας (fair value) μίας επιχείρησης, επιτυγχάνεται μέσω των διαφόρων υποδειγμάτων αποτίμησης. Τα πλέον διαδεδομένα μοντέλα αποτίμησης επιχειρήσεων μπορούν να καταταχθούν σε τρεις μεγάλες κατηγορίες, ως εξής:

### 1. Αποτίμηση βάσει στοιχείων Εισοδήματος ή Κερδών (Income approach).

- i. Βάσει πολλαπλασιαστών Κερδών (Earnings Based Multiples) και Ενεργητικού της επιχείρησης (Asset Based Multiples).
- ii. Βάσει Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows Models).

2. Αποτίμηση βάσει στοιχείων της Αγοράς (Market approach).

- i. Αποτίμηση βάσει χρηματιστηριακών τιμών.
- ii. Βάσει Δεικτών Αγοράς ή Μέθοδος Συγκρίσιμων Εταιρειών για το σύνολο και τον κλάδο σε συνδυασμό με τους αντίστοιχους της συγκεκριμένης επιχείρησης (comparable transactions).

3. Αποτίμηση βάσει στοιχείων του Ενεργητικού και μη Κανονικών Κερδών (Asset-Based approach).

- i. Βάσει της Προσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης της Επιχείρησης (Adjusted Net Asset Value).
- ii. Βάσει των Επιπλέον ή μη Κανονικών Κερδών (Excess or Abnormal Earnings).

Στη συνέχεια, θα αναφερόμαστε εν συντομία τα κυριότερα μοντέλα αποτίμησης:

1. Υπόδειγμα του Δείκτη Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (Price to Earnings Ratio-PE):

Ο δείκτης Τιμής προς Κέρδη ανά Μετοχή (PE) δίνεται από τη σχέση:

$$PE = \frac{\text{Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής (P)}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή (EPS)}}$$

ή

$$PE = \frac{\text{Συνολική Χρηματιστηριακή αξία εταιρείας (Market Value of Equity)}}{\text{Κέρδη (Earnings of Equity)}}$$

Ο δείκτης είναι συνάρτηση των μελλοντικών καθαρών κερδών της επιχείρησης, που προσδιορίζεται από το ρυθμό ανάπτυξης τους ( $g$ ), του δείκτη διανομής μερισμάτων (DPR) και της αναμενόμενης απόδοσης που προσδοκούν οι επενδυτές. (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή WACC). Συνεπώς, όσο πιο υψηλός είναι ο δείκτης PE, τόσο υψηλός είναι και ο ρυθμός ανάπτυξης των κερδών.

2. Αποτίμηση βάσει στοιχείων του ενεργητικού (Asset Based Valuation):

Το αρχικό υπόδειγμα είναι γνωστό και ως δείκτης του Tobin (Tobin's Q ratio) και υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Tobin's Q} = \frac{\text{Αγοραία αξία επιχείρησης}}{\text{Τρέχον κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών της στοιχείων}}$$

Όπου η αγοραία αξία της επιχείρησης είναι ίση με το άθροισμα της αγοραίας αξίας των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων της και το κόστος αντικατάστασης είναι η συνολική δαπάνη που απαιτείται για την αντικατάσταση αυτών των στοιχείων με άλλα παρόμοια. Το υπόδειγμα εντοπίζει κατά πόσο υπάρχει απόκλιση μεταξύ αγοραίας και πραγματικής αξίας. Συνεπώς ένας δείκτης  $Q > 1$  φανερώνει ότι η αγορά προσδίδει κάποια υπεραξία στην επιχείρηση, ίσως λόγω μελλοντικών επενδυτικών ευκαιριών.

Στην πράξη συνήθως χρησιμοποιείται το Market to Book Ratio, που υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{MB} = \frac{\text{Αγοραία αξία κοινών μετοχών}}{\text{Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

3. Μέθοδοι Αποτίμησης βάσει Πολλαπλασιαστών της Αγοράς (Market Multiples):

3.1. Μέθοδος χρηματιστηριακών τιμών: Η μέθοδος αυτή εφαρμόζεται μόνο σε εισηγμένες εταιρείες και εξετάζει τα ιστορικά στοιχεία της χρηματιστηριακής τιμής μετοχής, του όγκου συναλλαγών και την πορεία της μετοχής σε συνδυασμό με την πορεία συγκεκριμένων χρηματιστηριακών δεικτών.

3.2. Μέθοδος δεικτών συγκρίσιμων εταιρειών: Όπου κατασκευάζεται ένα δείγμα εταιρειών, υπολογίζονται οι βασικοί δείκτες για κάθε εταιρεία και η μέση τιμή του δείγματος, και τέλος υπολογίζεται η δίκαιη αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας.

4. Αποτίμηση βάσει άλλων στοιχείων του Ενεργητικού και μη Κανονικών κερδών:

4.1. Βάσει της Προσαρμοσμένης Καθαρής Θέσης της επιχείρησης: Σύμφωνα με την μέθοδο αυτή, η αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με τα Ίδια Κεφάλαια της, όπως αυτά εμφανίζονται στον Ισολογισμό. Συγκεκριμένα, από το Ενεργητικό (ταμείο, εγκαταστάσεις, πελάτες κ.τ.λ.) αφαιρείται το Παθητικό (δάνεια, χρέη κ.τ.λ.).

4.2. Βάσει των Επιπλέον ή μη Κανονικών Κερδών: Η σχέση που δίνει την αξίας αποτίμησης σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, είναι το άθροισμα της λογιστικής

αξίας των ιδίων κεφαλαίων με το σύνολο των μη κανονικών κερδών προεξοφλημένων με το κόστος κεφαλαίου.

5. Αποτίμηση βάσει του Υποδείγματος Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών (Discounted Cash Flows Model):

Η μέθοδος αυτή είναι η πιο αποδεκτή μέθοδος αξιολόγησης μιας εταιρείας και συμπεριλαμβάνεται στις πιο αξιόπιστες. Η αξία της επιχείρησης σύμφωνα με την μέθοδο αυτή είναι ίση με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών που απορρέουν από την επιχειρηματική δραστηριότητα συν την αξία των περιουσιακών στοιχείων που δε σχετίζονται με την λειτουργία της επιχείρησης. Ως ποσοστό προεξόφλησης χρησιμοποιείται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου της επιχείρησης (WACC) που αποτελεί το σταθμικό μέσο κόστος των επιμέρους πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (τραπεζικός δανεισμός, παρακρατηθέντα κέρδη, κοινές και προνομιούχες μετοχές) και προέρχεται συνήθως από το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (CAPM) αντικατοπτρίζοντας έτσι τον κίνδυνο της επιχείρησης. (Κυριαζής Δ. Α., 2007)

Ένας διαφορετικός διαχωρισμός των μεθόδων αποτίμησης παρουσιάζεται στον παρακάτω πίνακα. Ο διαχωρισμός αυτός βασίζεται στο εξής κριτήριο: αν η επιχείρηση είναι ένας δρών οικονομικός οργανισμός με προοπτικές ή αν είναι ζημιογόνος και βαίνει σε εκκαθάριση. Στην πρώτη περίπτωση, γίνεται σύγκριση με ομοειδείς εταιρείες της αγοράς. Από πλευράς τρόπου αποτίμησης, διακρίνουμε τη λογιστική προσέγγιση και την προσέγγιση μέσω χρηματικών ροών. (Αποστολόπουλος Ι. Ν., 2007)

		<b>ΟΜΑΔΑ1</b> <b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΥΠΟ</b> <b>ΕΚΚΑΘΑΡΗΣΗ</b>	<b>ΟΜΑΔΑ2</b> <b>Η ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ</b> <b>ΛΕΙΤΟΥΡΓΕΙ</b>	<b>ΟΜΑΔΑ3</b> <b>ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΜΕ</b> <b>ΟΜΟΕΙΔΕΙΣ</b> <b>ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ</b>
<b>ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ:</b>	<b>ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ</b>	Μέθοδος αναπροσαρμοσμένης καθαρής αξίας	Μέθοδος πραγματικής καθαρής θέσης πλέον κεφαλαιοποιημένης μέσης ετήσιας υπερπροσόδου 5 τελευταίων ετών	Μέθοδος πολλαπλασιαστική κερδών (PE)
	<b>ΧΡΗΜ. ΡΟΕΣ</b>	Μέθοδος τρέχουσας αξίας περιουσιακών στοιχείων	Ομοίως των 5 μελλοντικών ετών	Μέθοδος πολλαπλασιαστική λογιστικής αξίας
		Μέθοδος κόστους αντικατάστασης	Μέθοδος κεφαλαιοποίησης του μ.ο. των οργανικών ετήσιων κερδών των 5 τελευταίων ετών Ομοίως της προσεχούς 5ετίας Μέθοδος της επιτροπής του Χρηματιστηρίου	Μέθοδος με βάση τις πρόσφατες εξαγορές επιλεγμένων επιχειρήσεων
				Μέθοδος με βάση τις πρόσφατες εξαγορές επιλεγμένων επιχειρήσεων
				Μέθοδος μελλοντικών προεξοφλητικών χρηματικών ροών (D.C.F.)

Πίνακας 2.2 Διαχωρισμός των μεθόδων αποτίμησης.

### 2.3 Το υπόδειγμα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (economic value added- EVA).

Η αυξανόμενη έμφαση στον πλούτο των μετόχων ως αντικειμενικού σκοπού της επιχείρησης, έχει οδηγήσει στη δημιουργία υποδειγμάτων για τη μέτρηση της ικανότητας των επιχειρήσεων να δημιουργούν αξία. Το πιο διαδεδομένο υπόδειγμα είναι της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA). Σύμφωνα με το υπόδειγμα αυτό, η αξία μίας επιχείρησης είναι το άθροισμα της αξίας των ήδη υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης συν την αξία της προβλεπόμενης μελλοντικής ανάπτυξης της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, η αξία της επιχείρησης είναι το άθροισμα τριών παραγόντων: της αξίας του επενδυμένου κεφαλαίου της, της παρούσας αξίας της EVA και της προβλεπόμενης παρούσας αξίας της EVA που θα συσσωρευτεί από μελλοντικές επενδύσεις. (Κυριαζής Δ. Α., 2007) Δηλαδή:

$$\text{Αξία της Επιχείρησης} = \text{Capital Invested} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t}$$

Το πλεονέκτημα του υποδείγματος είναι ότι δεν εξαρτάται από την αγορά, μπορεί να χρησιμοποιηθεί τόσο σε επίπεδο επιχείρησης, όσο και επίπεδο τμημάτων επιχείρησης, μετρώντας έτσι την απόδοση των στελεχών σε όλα τα επίπεδα διοίκησης. Το υπόδειγμα στηρίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό και συνδέεται με την Καθαρή Παρούσα Αξία.

Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι για να αυξηθεί ο πλούτος των μετόχων, πρέπει να αυξηθεί η απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου ή να επενδυθούν πρόσθετα καιφάλαια των οποίων η απόδοση θα υπερβαίνει το κόστος τους.

## 2.4 Χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων.

Ο όρος χρηματιστηριακή αξία (ή κεφαλαιοποίηση) μίας επιχείρησης αναφέρεται αποκλειστικά στις εισηγμένες εταιρείες και υπολογίζεται ως το γινόμενο του συνολικού αριθμού των μετοχών μιας εταιρείας επί της τρέχουσας χρηματιστηριακής της τιμής. Αντιπροσωπεύει το συνολικό τίμημα που θα πλήρωνε κάποιος αν αγόραζε το σύνολο των μετοχών μιας εταιρείας στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή. ([www.capital.gr](http://www.capital.gr))

Με τον όρο μετοχές ορίζουμε το αξιόγραφο που προκύπτει όταν το κεφάλαιο το οποίο συγκεντρώνεται για την ίδρυση μιας Ανώνυμης Εταιρείας διαιρείται σύμφωνα με το καταστατικό σε μικρότερα ίσα αξιακά μερίδια. Αποτελούν τίτλο ιδιοκτησίας ενός ποσοστού της εταιρείας και συμπεριλαμβάνονται στα ίδια κεφάλαια της. Το σύνολο της αξίας των μετοχών αποτελεί το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης και οι κάτοχοι των μετοχών αποκαλούνται μέτοχοι της εταιρείας. Οι μετοχές είναι βασικό εργαλείο στήριξης της κύριας πηγής άντλησης κεφαλαίων για τις ανώνυμες εταιρείες, με καταβολή κεφαλαίων αυτών που θέλουν να τις αποκτήσουν και να γίνουν μέτοχοι της επιχείρησης.

Χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης είναι η αξία της μετοχής που διαμορφώνεται κατά τη διαπραγμάτευσή της στη χρηματιστηριακή αγορά. Η χρηματιστηριακή αξία είναι πολύ σημαντική καθώς αποτιμάται καθημερινά στην αγορά με βάση τη θεωρία προσφοράς και ζήτησης κατόπιν εκτιμήσεων συγκυριών και χρονικών στιγμών.

Προηγουμένως, αναφέρθηκε ότι η αποτίμηση της αντικειμενικής αξίας μίας επιχείρησης είναι από δύσκολη έως αδύνατη. Η εισαγωγή μιας εταιρείας στο Χρηματιστήριο διευκολύνει σημαντικά τον καθορισμό της αντικειμενικής αξίας της μετοχής της. Πέρα από τη βελτίωση του βαθμού ρευστότητας της μετοχής της, η ύπαρξη αντικειμενικά

καθορισμένης αγοραίας αξίας διευκολύνει την αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον, το επενδυτικό κοινό είναι σε θέση να γνωρίζει περισσότερα πράγματα για μία εισηγμένη εταιρεία, από μία μη εισηγμένη, μιας και σημαντικά δεδομένα για τη μετοχή της (διασπορά, εμπορευσιμότητα κτλ.) είναι γνωστά. Τέλος, η μετοχή μιας εισηγμένης εταιρείας, έχοντας δοκιμαστεί στην προσφορά και τη ζήτηση της χρηματιστηριακής αγοράς, όχι μόνο έχει μια τρέχουσα τιμή που αποτελεί ενδεικτικό στοιχείο για την αξία της, αλλά έχει κι ένα ιστορικό παρελθόν χρήσιμο για τα συμπεράσματα των τεχνικών αναλυτών. (Αποστολόπουλος I. N., 2007)

Η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής (market value) είναι η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής στη Δευτερογενή Αγορά Κεφαλαίου. Αντιπροσωπεύει δηλαδή την Αξία της Επιχείρησης σε κάθε χρονική στιγμή με βάση την τιμή κλεισίματος. Η πραγματική αξία της μετοχής για τις εισηγμένες εταιρείες αντιπροσωπεύεται από τη χρηματιστηριακή τιμή της. Η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι συνάρτηση πολλών παραγόντων, οι οποίοι είναι συνυφασμένοι τόσο με τις γενικές συνθήκες της αγοράς, όσο και με την ίδια την ανώνυμη εταιρεία.

Πιο συγκεκριμένα, οι παράγοντες από τους οποίους επηρεάζεται η τιμή της μετοχής, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, διακρίνονται σε μακροοικονομικούς, μικροοικονομικούς και ψυχολογικούς. Όσον αφορά τους μακροοικονομικούς παράγοντες, εννοούμε τις γενικότερες συνθήκες που επικρατούν στην αγορά, όπως το ύψος του πληθωρισμού, το μέγεθος της ανεργίας, ο ρυθμός αύξησης του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος, το μέγεθος των ελλειμμάτων, το ύψος των επιτοκίων κ.τ.λ. Η γενικότερη οικονομική, κοινωνική και πολιτική κατάσταση που επικρατεί στη χώρα στην οποία δραστηριοποιείται η εταιρεία, ο κλάδος στον οποίο ανήκει, καθώς και η γενικότερη ψυχολογία που επικρατεί, επηρεάζουν εξίσου την τιμή της μετοχής της. Στους μικροοικονομικούς παράγοντες περιλαμβάνεται ό,τι σχετίζεται την ίδια την εταιρεία, δηλαδή την ικανότητα της διοίκησης, τη μερισματική πολιτική, τα κέρδη ανά μετοχή και το μέγεθος του χρηματοοικονομικού και επιχειρηματικού κινδύνου. Τέλος, η Συμπεριφορική Χρηματοοικονομική (Behavioral Finance) υποστηρίζει ότι συμπεριφορικοί παράγοντες, όπως η συμπεριφορά της αγέλης, η επίδραση των μέσων ενημέρωσης, ο φόβος ή η απληστία προκαλούν υπερβολές στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, είτε προς τα πάνω, είτε προς τα κάτω. (Φίλιππας Ν., 2010)



## Κεφάλαιο 3: Χρηματοοικονομικές αποφάσεις.

### 3.1 Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις και μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης.

Τρεις είναι οι πιο σημαντικές κατηγορίες αποφάσεων που πρέπει να πάρει μία επιχείρηση. Η απόφαση επένδυσης, η απόφαση χρηματοδότησης και η απόφαση σχετικά με το μέρισμα που θα διανείμει. Ο οικονομικός διευθυντής μίας επιχείρησης είναι κυρίως υπεύθυνος για την άντληση κεφαλαίων και τη χρησιμοποίησή τους με τέτοιο τρόπο ώστε να αυξάνεται η αξία της εταιρείας. Κατά συνέπεια, ο οικονομικός διευθυντής θα πρέπει να λαμβάνει αποφάσεις, εξετάζοντας την επίδρασή τους στην τιμή της μετοχής της εταιρείας του. Οι αποφάσεις που θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως στρατηγικές, είναι αυτές που έχουν μακροπρόθεσμες επιπτώσεις για την οργάνωση και βοηθούν την επιχείρηση να θέσει σε μελλοντική πορεία τη δράση της.

Συμπερασματικά, η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από τις χρηματοδοτικές αποφάσεις (η μέτρηση του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου), τις επενδυτικές αποφάσεις (επενδύσεις σε πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία) και τις μερισματικές αποφάσεις (διανομή της ελεύθερης ταμειακής ροής). Απαιτείται λοιπόν ο άριστος συνδυασμός τους για την επίτευξη του αντικειμενικού σκοπού της επιχείρησης. Μπορούμε, συνεπώς, να πούμε ότι η αξία της επιχείρησης αποτελεί συνάρτηση αυτών των τριών αποφάσεων και ότι η γενική μαθηματική διατύπωσή της είναι η ακόλουθη:

$$V = f(I, F, D)$$

όπου

$V$  = η αξία της επιχείρησης

$I$  = το χαρτοφυλάκιο των εταιρικών επενδύσεων

$F$  = η κεφαλαιακή διάρθρωση

$D$  = η μερισματική πολιτική της εταιρείας.

Στη συνέχεια παρουσιάζονται συνοπτικά οι τρεις χρηματοοικονομικές λειτουργίες που δύνανται να μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης.

1. Αποφάσεις επενδύσεων:

Η απόφαση επένδυσης (*investment decision*) συνδέεται με την εύρεση, αξιολόγηση και επιλογή επενδυτικών προγραμμάτων μιας επιχείρησης. Οι επενδυτικές αυτές αποφάσεις λαμβάνονται υπό το καθεστώς κινδύνου, γεγονός που σημαίνει ότι υπάρχει πιθανότητα οι αποδόσεις τους να αποκλίνουν από τις αναμενόμενες. Στην φάση της επιλογής των επενδυτικών προγραμμάτων, καθορίζεται μία ελάχιστη απόδοση αποδοχής της επένδυσης. Ο οικονομικός διευθυντής συγκεντρώνει και παρουσιάζει τις απαραίτητες πληροφορίες στο Διοικητικό Συμβούλιο για λήψη απόφασης σε θέματα που αφορούν επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης, μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες. Παραδείγματα τέτοιων δραστηριοτήτων είναι η αγορά νέων μηχανημάτων, η επέκταση του εργοστασίου, η διατήρηση αποθεμάτων ασφαλείας κ.τ.λ. Οι επενδυτικές αποφάσεις θα αναλυθούν λεπτομερώς στα επόμενα κεφάλαια. (Αποστολόπουλος Ι. Ν., 2007)

2. Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων:

Η απόφαση χρηματοδότησης (*financing decision*) αφορά τον καθορισμό της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, δηλαδή τον συνδυασμό μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης (μακροπρόθεσμα δάνεια, μετοχές) που να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της εταιρείας. Αναφερόμαστε δηλαδή στην εξασφάλιση των απαιτούμενων κεφαλαίων για την επίτευξη των αντικειμενικών εταιρικών στόχων. Σε αντίθεση με τις επενδυτικές αποφάσεις, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων αποτυπώνονται στο παθητικό του ισολογισμού της εταιρείας. Η κεφαλαιακή σύνθεση κάθε επιχείρησης είναι μεταβλητή και επηρεάζει τις τρέχουσες και μελλοντικές δραστηριότητές της, ορίζοντας τον τρόπο χρηματοδότησης των εκάστοτε επενδυτικών προγραμμάτων. Τέλος επηρεάζει και τις επενδυτικές αποφάσεις, καθώς καθορίζει την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση της επένδυσης.

Οι επενδύσεις που αναλαμβάνουν οι διοικήσεις των επιχειρήσεων χρηματοδοτούνται από κεφάλαια που προέρχονται από εσωτερικές πηγές (παρακρατηθέντα κέρδη και αποσβέσεις) και εξωτερικές πηγές. Οι εξωτερικές πηγές περιλαμβάνουν δάνεια από πιστωτικά ιδρύματα, χρηματοδοτική μίσθωση, έκδοση αξιογράφων, καθώς και εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, όπως η χρηματοδότηση από τις Εταιρείες Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ) (*venture capital*).

Ο Οικονομικός Διευθυντής πρέπει να προβλέπει ποιες θα είναι οι χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης, ώστε να εξασφαλίζει τις αντίστοιχες πηγές χρηματοδότησής τους, εντοπίζοντας πλήθος εναλλακτικών λύσεων και επιλέγοντας τη βέλτιστη. Η διαδικασία πρόβλεψης χρηματοδοτικών αναγκών αποτελείται από τρία βήματα. Την πρόβλεψη εσόδων και εξόδων της εταιρείας, την εκτίμηση του ύψους των επενδύσεων σε πάγιο και κυκλοφορούν ενεργητικό ώστε να υποστηριχθούν οι πωλήσεις, και τέλος τον καθορισμό των αναγκών χρηματοδότησης της εταιρείας. (Βασιλείου Δ., Ν. Ηρειώτης, 2008)

### 3. Μερισματική πολιτική:

Η *μερισματική πολιτική* (*dividend policy decision*) καθορίζει τον βαθμό εσωτερικής χρηματοδότησης της επιχείρησης, αναφέρεται δηλαδή στην απόφαση της επιχείρησης να διανείμει τα κέρδη της ως μερίσματα ή να τα παρακρατήσει επενδύοντάς τα σε διάφορα προγράμματα. Η πολιτική μερίσματος επιδρά στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της εταιρείας και συνδέεται με τη βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση, καθώς η τελευταία καθορίζει το ποσοστό των παρακρατημένων κερδών που απαιτούνται για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων.

## 3.2 Αποφάσεις επενδύσεων.

Με τον όρο επένδυση εννοούμε τη δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα, η οποία πραγματοποιείται με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον. (Ν. Φίλιππας, 2009). Κάθε επένδυση έχει ως σκοπό να αποφύγει ο επενδυτής να καταναλώσει τα κεφάλαιά του προκειμένου να επιδιώξει μια αβέβαιη μελλοντική ωφέλεια. Άρα κάθε επένδυση ενέχει κάποιο βαθμό κινδύνου και σκοπός του επενδυτή είναι ο μετριασμός του κινδύνου αυτού. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009)

Από την εξέταση του ισολογισμού μιας επιχείρησης προκύπτει ότι τα χρησιμοποιούμενα κεφάλαια έχουν επενδυθεί σε δύο διαφορετικές, από τον προορισμό και τη δυνατότητα ρευστοποίησης, βασικές κατηγορίες ενεργητικών στοιχείων. Στην πρώτη κατηγορία περιλαμβάνονται τα κτίρια, τα γήπεδα, οι εγκαταστάσεις, τα μηχανήματα, τα έπιπλα και σκεύη και γενικώς τα ενεργητικά στοιχεία τα οποία δεν προορίζονται για μεταπώληση, αλλά χρησιμοποιούνται για μεγάλο χρονικό διάστημα στην επιχείρηση για την πραγματοποίηση των αντικειμενικών σκοπών της. Αυτά ονομάζονται πάγια ενεργητικά στοιχεία της επιχείρησης. Στη δεύτερη κατηγορία εντάσσονται τα στοιχεία εκείνα τα οποία μεταβάλλονται συνεχώς μέσα στο παραγωγικό- συναλλακτικό κύκλωμα της επιχείρησης, και ονομάζονται κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και τα διαθέσιμα της επιχείρησης. Συνεπώς, οι αποφάσεις επενδύσεων περιλαμβάνουν την κατανομή πόρων μεταξύ πάγιων και κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων, τα οποία ανάλογα με τη δυνατότητα ρευστοποίησής του και τον προορισμό τους, αποτελούν δύο ξεχωριστές κατηγορίες του ενεργητικού.

Με τη στενή έννοια του όρου, ως επένδυση νοείται η τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε άλλα ενεργητικά στοιχεία, τα οποία προορίζονται να παραμείνουν στην επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η επένδυση περιλαμβάνει τα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τις εξωεπιχειρηματικές τοποθετήσεις, το τμήμα των αποθεμάτων του οποίου η διατήρηση αποτελεί πάγια ανάγκη για την ομαλή λειτουργία

της επιχείρησης (απόθεμα ασφαλείας), και οι πιστώσεις που έχουν χορηγηθεί στους πελάτες που αντιστοιχεί στους συνηθισμένους όρους πώλησης.

Με την ευρεία έννοια του όρου, επένδυση θεωρείται το σύνολο των ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης, πάγιων και κυκλοφορούντων. Η δεύτερη άποψη θεωρείται σωστότερη (Αρτίκης Γ. Π., 2002), περιλαμβάνοντας στην έννοια επένδυση και τα διαθέσιμα, η διατήρηση των οποίων επιβάλλεται από λόγους που αφορούν τη λειτουργία της επιχείρησης.

Στο διάγραμμα που ακολουθεί φαίνεται η επενδυτική διάρθρωση μιας επιχείρησης. Στην ουσία, τα προαναφερθέντα παρουσιάζονται με έναν τρόπο περισσότερο συνοπτικό και παραστατικό.

ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ	
ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	Πάγια Εξω-επιχειρηματικές τοποθετήσεις
ΜΙΚΡΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	Κυκλοφορούν: · Αποθέματα · Απαιτήσεις · διαθέσιμα

Διάγραμμα 3.2 Διάρθρωση Επενδύσεων

### 3.2.1 Διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων.

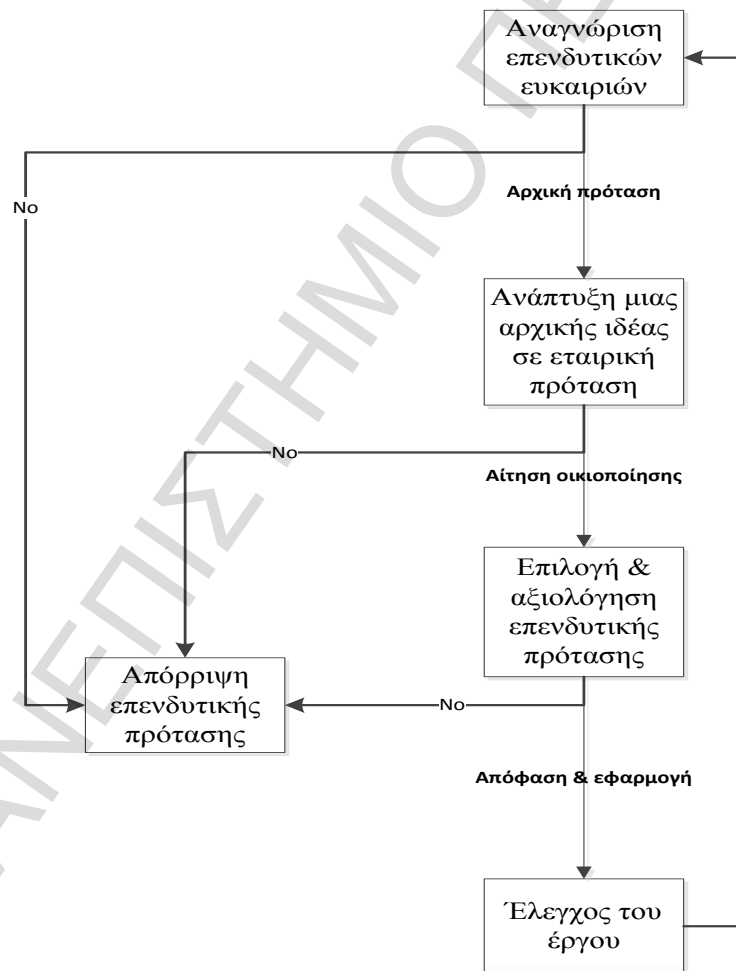
Για να γίνει περισσότερο κατανοητή η έννοια της επενδυτικής απόφασης, μπορεί να θεωρηθεί ως μια διαδικασία με επιμέρους στάδια, στην οποία συμμετέχουν αρκετοί άνθρωποι μέσα στην ιεραρχία της επιχείρησης, για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Πληθώρα συγγραφέων προσπάθησαν να περιγράψουν την διαδικασία λήψης αποφάσεων επενδύσεων.

Κάτι ανάλογο παρουσιάζεται στο βιβλίο «Αποφάσεις Στρατηγικών Επενδύσεων» (Strategic Investment Decisions: Theory, Practice and Process, 1993), όπου ο R. Butler και οι συνεργάτες του, βασιζόμενοι στο γενικό μοντέλο λήψης αποφάσεων που πρότεινε ο H. Mintzberg (1976), περιγράφουν τη λήψη επενδυτικής απόφασης με τέσσερα απλά βήματα. Πιο αναλυτικά, τα στάδια της διαδικασίας έχουν ως εξής:

1. Αναγνώριση επενδυτικών ευκαιριών.
  - 1.1. Πώς ξεκινάει το επενδυτικό σχέδιο;
  - 1.2. Υπάρχουν κίνητρα για την ενθάρρυνση των καλών επενδυτικών προτάσεων;
  - 1.3. Τι χρηματικό ποσό είναι διαθέσιμο προς δαπάνη;
2. Ανάπτυξη μιας αρχικής ιδέας σε εταιρική πρόταση.

- 2.1. Προκαταρκτική αξιολόγηση του έργου.
- 2.2. Είναι τεχνικά εφικτό;
- 2.3. Είναι συμβατό με την εταιρική στρατηγική της επιχείρησης;
3. Επιλογή και αξιολόγηση της επενδυτικής πρότασης.
  - 3.1. Προσδιορισμός κόστους και οφέλους.
  - 3.2. Προσδιορισμός της απόδοσης του έργου.
  - 3.3. Προσδιορισμός του κινδύνου που ενέχει το επενδυτικό σχέδιο.
4. Έλεγχος του έργου.
  - 4.1. Είναι σύμφωνο με το πρόγραμμα και τον προϋπολογισμό;
  - 4.2. Τι μαθήματα μπορούμε να συνάγουμε για μελλοντικές επενδυτικές αποφάσεις;

Το ακόλουθο διάγραμμα ροής απεικονίζει τη διαδικασία λήψης αποφάσεων κεφαλαιακών επενδύσεων.



Διάγραμμα 3.2.1 Διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Πηγή: R. Butler et al. “Strategic Investment Decisions: Theory, Practice and Process”, 1993.

### 3.2.2 Είδη επενδύσεων.

Στη βιβλιογραφία και αρθρογραφία της χρηματοοικονομικής διοίκησης, αναφέρονται πολλές κατηγορίες επενδύσεων. Η βασική κατηγοριοποίηση των επενδυτικών σχεδίων είναι η εξής:

1. *Επενδύσεις σε πάγια ενεργητικά στοιχεία*, οι οποίες δεν προορίζονται για μεταπώληση και έχουν χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα. Παραδείγματα τέτοιων επενδύσεων είναι επενδύσεις σε οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα κ.τ.λ. Οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία αποτελούν πράξη μεγάλης σοβαρότητας για την επιχείρηση, μιας και επηρεάζουν σημαντικά όχι μόνο τη μελλοντική της πορεία, αλλά και την ίδια της την υπόσταση. Γι αυτό το λόγο, η υιοθέτηση κάθε τέτοιας επένδυσης προϋποθέτει την λεπτομερή αξιολόγησή της, καθώς οι δυσμενείς συνέπειες μιας αποτυχημένης επένδυσης δεν εξαλείφονται ούτε με την πιο αποτελεσματική άσκηση διοίκησης. Η σοβαρότητα των επενδύσεων σε πάγια ενεργητικά στοιχεία έγκειται στα εξής χαρακτηριστικά τους: Καταρχάς, απαιτούν τη δέσμευση μεγάλων χρηματικών ποσών, τα οποία βέβαια ποικίλουν ανάλογα με τη φύση της επιχείρησης, τον κλάδο κ.τ.λ. Η επανάκτηση δε του ποσού απαιτεί μεγάλο χρονικό διάστημα και υπόκειται σε αβεβαιότητες, όπως ο κίνδυνος πρόωρης οικονομικής απαξίωσης και η μη δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησής τους. Επιπλέον, η αύξηση των σταθερών δαπανών είναι άμεση συνέπεια τέτοιων επενδυτικών αποφάσεων, γεγονός που προκαλεί και τη μετατόπιση του νεκρού σημείου του κύκλου εργασιών της επιχείρησης σε υψηλότερο επίπεδο, αναγκάζοντας με τη σειρά της την αύξηση της παραγωγικής απασχόλησης. Τέλος, όσον αφορά τη χρηματοδότηση τέτοιων επενδύσεων, απαιτείται χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας με ίδια κεφάλαια. Οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες, ανάλογα με το σκοπό που εξυπηρετούν, ως εξής:

- Τις *υποχρεωτικές προτάσεις* (mandatory proposals) που κρίνονται απαραίτητες για τη βιωσιμότητα της επιχείρησης.
- Τις *προτάσεις για αντικατάσταση των υπαρχουσών επενδύσεων* (replacement proposals) με στόχο τη μείωση του κόστους. Τα project μείωσης κόστους περιλαμβάνουν τη δέσμευση των πόρων σε προγράμματα όπου μειώνεται το τρέχον κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων, και αναγνωρίζονται ως έργα χαμηλού κινδύνου (Merrett και Sykes, 1973). Ωστόσο, τα σχέδια αυτά δεν θα πρέπει να αναμένεται ότι θα δημιουργήσουν συνέχεια για τις επενδυτικές δυνατότητες.
- Τις *επενδυτικές προτάσεις για επέκταση των υπαρχόντων πάγιων στοιχείων* (expansion proposals), με στόχο την αύξηση των εσόδων. Τέτοιες προτάσεις αφορούν έργα που περιλαμβάνουν δαπάνες παγίων, δαπάνες για εγκαταστάσεις, εξοπλισμό και μηχανήματα για την επέκταση ή τη διατήρηση της τρέχουσας

γραμμής των επιχειρήσεων. Το επίπεδο του κινδύνου που συνδέεται με τις εν λόγω επενδυτικές προτάσεις είναι σχετικά αυξημένο.

2. *Επενδύσεις εκτός επιχείρησης*, οι οποίες δεν σχετίζονται άμεσα με τον αντικειμενικό σκοπό της επιχείρησης και είναι συνήθως μεγάλης διάρκειας. Επενδύσεις τέτοιου τύπου είναι για παράδειγμα η συμμετοχή στο μετοχικό κεφάλαιο θυγατρικών επιχειρήσεων, η χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων σε άλλες επιχειρήσεις.
3. *Επενδύσεις σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία*, που διακρίνονται στις εξής υποκατηγορίες:
  - *Επενδύσεις σε αποθέματα* (πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα και έτοιμα προϊόντα). Αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης όσον αφορά τη διαχείριση αποθεμάτων, είναι η ελαχιστοποίηση της επένδυσης σε αποθέματα, είτε με τον προσδιορισμό του άριστου μεγέθους της παραγγελίας αποθεμάτων, είτε με τον προσδιορισμό του άριστου επιπέδου αποθέματος για την τοποθέτηση της νέας παραγγελίας αποθεμάτων, λαμβάνοντας υπόψη το κόστος παραγγελίας, διατήρησης και συνολικό κόστος αποθεμάτων.
  - *Επενδύσεις σε απαιτήσεις* (πιστώσεις της επιχείρησης σε πελάτες). Στις αναπτυγμένες χώρες, οι παροχή πιστώσεων είναι διαδεδομένη. Οι πωλήσεις, αν δεν καταλήξουν σε μετρητά, καταλήγουν σε λογαριασμούς απαιτήσεων (πελάτες ή γραμμάτια εισπρακτέα). Λαμβανομένης υπόψη της στρατηγικής σημασίας τους, οι επιχειρήσεις πρέπει να διαμορφώνουν την πολιτική εμπορικών πιστώσεων (credit policy). Είναι γεγονός ότι η χαλάρωση των προϋποθέσεων παροχής πιστώσεων, εμπορικών όρων και πολιτικής εισπράξεων, συνεισφέρουν στην αύξηση των πωλήσεων. Αντίστοιχα βέβαια, αυξάνεται το κόστος χρηματοδότησης των λογαριασμών απαιτήσεων, το κόστος είσπραξης και οι ζημιές από επισφαλείς απαιτήσεις.
  - *Επενδύσεις σε διαθέσιμα* (μετρητά στο ταμείο, καταθέσεις σε τράπεζες και εύκολα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα). Οι επιχειρήσεις διατηρούν μετρητά με σκοπό να χρηματοδοτούν τις καθημερινές τους συναλλαγές, να εξασφαλίσουν έναντι απρόβλεπτων ταμειακών εκροών να κερδοσκοπήσουν και να αντισταθμίσουν το κόστος των τραπεζικών υπηρεσιών. Τα μετρητά αντιπροσωπεύονται από εμπορεύσιμα βραχυπρόθεσμα αξιόγραφα. Είδη αξιογράφων που χρησιμοποιούνται ευρέως είναι οι συναλλαγματικές αποδοχής τράπεζας, τα εμπορικά χρεόγραφα, τα έντοκα γραμμάτια δημοσίου κ.τ.λ.

Μία άλλη κατηγοριοποίηση των στρατηγικών επενδυτικών αποφάσεων μίας επιχείρησης, είναι η ταξινόμησή τους σε δύο μεγάλες ευρύτερες ομάδες με βάση το επίπεδο κινδύνου και την αβεβαιότητα που ενέχουν:

1. *Εξωτερικές Στρατηγικές Επένδυσης ή Ανόργανη Ανάπτυξη (External strategy or inorganic growth)* οι οποίες περιλαμβάνουν τις επιλογές ανάπτυξης μέσω

συγχωνεύσεων και εξαγορών, κοινοπραξιών, εκποιήσεων ή του σχηματισμού στρατηγικών συμμαχιών.

2. *Εσωτερικές Στρατηγικές Επένδυσης ή Οργανική Ανάπτυξη (Internal Strategy of organic growth)* οι οποίες περιλαμβάνουν κεφαλαιουχικές δαπάνες και δαπάνες για έρευνα και ανάπτυξη (R&D). Είναι δαπάνες που πραγματοποιούνται με σκοπό να γίνει καλύτερα αυτό που ήδη γίνεται καλά. Οι εσωτερικές στρατηγικές δηλαδή, βασίζονται σε γνωστές δεξιότητες και ικανότητες της επιχείρησης και από την άποψη αυτή είναι σχετικά χαμηλού κινδύνου.

Όπως είναι σαφές, η ταξινόμηση των επενδυτικών αποφάσεων ποικίλει ανάλογα με το επιχειρηματικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται κάθε επιχείρηση και η επιλογή τους γίνεται ανάλογα με την πολιτική ανάληψης κινδύνου κάθε εταιρείας. Προηγουμένως έγινε αναφορά στα συνήθη είδη επενδύσεων και στρατηγικών αποφάσεων, ωστόσο η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία παρέχει πληθώρα ακόμη συστημάτων για την ταξινόμηση των επενδυτικών επιλογών. Είναι γεγονός πως οι διαφορές μεταξύ των κατηγοριοποιήσεων δεν είναι ουσιαστικές, αλλά οφείλονται κυρίως στις διαφορετικές ανάγκες κάθε ερευνητικής μελέτης. Ενδεικτικά παρουσιάζονται οι κάτωθι απόψεις.

Ο Kester (1984) υποστήριξε ότι η επιχείρηση πρέπει να διαθέτει το κατάλληλο μίγμα των δύο τύπων των επενδύσεων, ως μέρος της επενδυτικής της στρατηγικής. Οι δύο τύποι επενδύσεων που προτείνει είναι οι "συνδυαστικές επιλογές ανάπτυξης" (compound growth options) και οι "απλές επιλογές ανάπτυξης" (simple growth options). Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει συγκεκριμένες επενδύσεις, όπως η Έρευνα & Ανάπτυξη και η διαφοροποίηση αγοράς ή προϊόντος (market/ product diversification), τα οποία αναμένεται να δημιουργήσουν δυνατότητες ανάπτυξης και αύξηση εσόδων σε μακροπρόθεσμη βάση. Πιο συγκεκριμένα, τα σχέδια Έρευνας και Ανάπτυξης (R & D) αφορούν τη δέσμευση των πόρων για ένα έργο που κατευθύνεται προς την καινοτομία, την εισαγωγή και τη βελτίωση των προϊόντων και των διαδικασιών. Τα σχέδια αυτά χαρακτηρίζονται από ελάχιστη βεβαιότητα αποδόσεων, αποτελούν ωστόσο την κινητήρια δύναμη για την οικονομική ανάπτυξη της επιχείρησης και την αύξηση της παραγωγικότητας στο μέλλον. Από την άλλη, ως διαφοροποίηση νοείται το λανσάρισμα νέων προϊόντων ή η εμπορία των υφιστάμενων προϊόντων σε νέες γεωγραφικές περιοχές. Η διαφοροποίηση σε νέες αγορές και νέους τομείς προϊόντων είναι πιθανό να ενέχει σχετικά υψηλό επίπεδο κινδύνου. Τέλος, οι επενδύσεις που ανήκουν στις «απλές επιλογές ανάπτυξης», όπως είναι η επένδυση σε νέα εργοστασιακή μονάδα ή επενδύσεις μείωσης κόστους, αφορούν την απόφαση για ανάπτυξη της επιχείρησης. (N. Bhana, 2008) (Kester WC, 1984)

Ο J.A. Piper στο άρθρο του «κατηγοριοποιώντας επενδυτικά σχέδια στη λήψη αποφάσεων της διοίκησης» (Classifying capital projects for top management decision making) (1980), συγκεντρώνει ένα πλήθος από κατηγοριοποιήσεις των επενδύσεων σύμφωνα με μελέτες πολλών ερευνητών. Όπως σημειώνει στο άρθρο του, διαφορετικά μοντέλα κατηγοριοποιήσεων εξυπηρετούν διαφορετικούς σκοπούς. Η αναφορά στα είδη



επενδυτικών αποφάσεων ξεκινάει με την πρόταση του Joel Dean (1951), ο οποίος διακρίνει τέσσερις κατηγορίες:

1. Επενδύσεις αντικατάστασης (replacement activities), για μείωση του κόστους.
2. Επενδύσεις επέκτασης (expansion investments), για αύξηση εσόδων και παραγωγικότητας.
3. Επενδύσεις στη γραμμή προϊόντος (product line investments), που είναι δαπάνες σε νέα προϊόντα ή στη βελτίωση των παλιών προϊόντων.
4. Στρατηγικές επενδύσεις (strategic investments), οι οποίες είναι επενδύσεις που θα παρεισφρήσουν σε άλλα τμήματα της εταιρείας.

Ο Dean πάντως σημειώνει ότι η κατηγοριοποίηση των επενδύσεων είναι σχετική. Αντίστοιχα, οι Merret και Sykes σημειώνουν πέντε κατηγορίες επενδύσεων ως εξής, τονίζοντας ότι οι δύο πρώτες κατηγορίες δεν προφέρουν κέρδος, σε αντίθεση με τις τρεις τελευταίες.

1. Αναγκαίες επενδύσεις (obligatory investments)
2. Επενδύσεις ευημερίας (welfare amenities investment)
3. Επενδύσεις μηδενικού κινδύνου (risk free projects)
4. Κανονικά έργα (normal projects)
5. Κερδοσκοπικά έργα (speculative projects)

Ο Garbutt (1967) από την άλλη, διακρίνει τέσσερις ομάδες επενδύσεων με υποομάδες.

1. Έργα χωρίς απόδοση (no return projects)
  - 1.1. Προαιρετικά (optional)
  - 1.2. Αναγκαία (obligatory)
2. Διατήρηση της παλιάς εργασίας (maintaining old business)
3. Μείωσης κόστους (cost reduction)
4. Επέκταση και νέα προϊόντα (expansion and new products)
  - 4.1. Νέα προϊόντα (new products)
  - 4.2. Νέος σχεδιασμός (new design)

Ο Van Horne (1977) κατηγοριοποίησε τις επενδύσεις με βάση την πηγή της επενδυτικής πρότασης μέσα από την επιχείρηση και κατέληξε στις κάτωθι κατηγορίες, χωρίς όμως να δίνει περεταίρω πληροφορίες:

1. Νέα προϊόντα ή επέκταση των υπαρχόντων προϊόντων- μάρκετινγκ.
2. Αντικατάσταση εξοπλισμού ή κτιριακών εγκαταστάσεων- παραγωγή.
3. Έρευνα & Ανάπτυξη.
4. Εξερεύνηση (exploration).
5. Άλλο.

Το 1967 η Εθνική Ένωση Λογιστών (National Association of Accountants) των Ηνωμένων Πολιτειών της Αμερικής, πρότεινε το ακόλουθο σύστημα κατηγοριοποίησης, βασισμένο σε μελέτες 28 εταιρειών. Το εν λόγω σύστημα παρέχει πληροφορίες σχετικά με το είδος του έργου και την επενδυτική απόφαση.

1. Τοποθεσία (location)
2. Γραμμή προϊόντος (product line)
3. Προτεραιότητα (priority)
4. Σκοπός (purpose)
5. Περιουσιακό στοιχείο (asset class)
6. Άυλο περιουσιακό στοιχείο (non asset).

Εν γένει, η κατηγοριοποίηση των επενδυτικών σχεδίων εξαρτάται και από τον χαρακτήρα του επενδυτικού σχεδίου εξετάζοντάς το μεμονωμένα, αλλά και σε σχέση με τις υφιστάμενες δραστηριότητες της επιχείρησης. Όπως και οι ίδιοι οι ερευνητές υποστηρίζουν, οι κατηγορίες επενδύσεων που αναφέρθηκαν είναι σχετικές μεταξύ τους και αλληλεπικαλύπτονται. (Piper J.A., 1980)

## Κεφάλαιο 4: Αξιολόγηση επενδύσεων.

### 4.1 Εισαγωγή.

Η επένδυση κεφαλαίων σε επενδυτικά σχέδια αποτελεί απόφαση μεγάλης σοβαρότητας για τη διοίκηση μιας επιχείρησης. Ιδιαίτερα εάν πρόκειται για επενδύσεις σε πάγια ενεργητικά στοιχεία που πρόκειται να δεσμεύσουν μεγάλα χρηματικά ποσά. Από χρηματοδοτική άποψη, το ύψος των επενδύσεων καθορίζει τις ανάγκες χρηματοδότησης μεγάλης διάρκειας. Είναι επίσης γεγονός ότι η επανάκτηση του ποσού που επενδύθηκε απαιτεί συνήθως μεγάλο χρονικό διάστημα. Τέλος, οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία οδηγεί σε αύξηση των σταθερών δαπανών της επιχείρησης, όπως ασφάλιστρα, πρόσθετοι μισθοί, αποσβέσεις κτλ. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μετάθεση του νεκρού σημείου της επιχείρησης σε υψηλότερο επίπεδο.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η δέσμευση χρηματικών πόρων σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία με σκοπό την μελλοντικά πιο αποτελεσματική λειτουργία της επιχείρησης ορίζει την επένδυση. Είναι δηλαδή το κεφάλαιο που εκμεταλλευόμενο σωστά θα αποφέρει μετά από κάποια χρονική περίοδο θετικά οικονομικά αποτελέσματα. Επειδή οι επενδύσεις δεσμεύουν συνήθως σημαντικά χρηματικά ποσά για μεγάλες χρονικές περιόδους, οι επενδυτικές αποφάσεις επηρεάζουν αποφασιστικά τόσο τη βραχυχρόνια όσο και τη μακροχρόνια ζωή των επιχειρήσεων. Έτσι οι αποφάσεις πραγματοποίησης επενδύσεων προβάλλουν πλέον σαν η πιο σημαντική λειτουργία της επιχειρηματικής δράσης. Η μελλοντική λοιπόν επιτυχία, ακόμη και αυτή η βιωσιμότητα, μιας επιχείρησης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από τις επενδυτικές αποφάσεις που παίρνει αυτή σήμερα. Τα διαθέσιμα χρηματικά ποσά αξίζει να δεσμευθούν προκειμένου να πραγματοποιηθεί το επενδυτικό σχέδιο που έχει προκριθεί μεταξύ άλλων, μόνον εφόσον έχει γίνει η αξιολόγηση όλων των υποψήφιων επενδυτικών σχεδίων που θα μπορούσαν να αποφέρουν οικονομικά οφέλη.

Συμπερασματικά, πριν την υιοθέτηση ενός επενδυτικού σχεδίου, και κυρίως όταν πρόκειται για ανάληψη σοβαρής πάγιας επένδυσης, απαιτείται λεπτομερής αξιολόγησή του. Η ανάληψη μιας αποτυχημένης απόφασης επενδύσεων θα επιφέρει συνέπειες για όσο διάστημα διαρκεί, μέχρι τη πλήρη απόσβεσή της ή την πώληση με βέβαιη ζημιά. (Γ. Π. Αρτίκης, 2002)

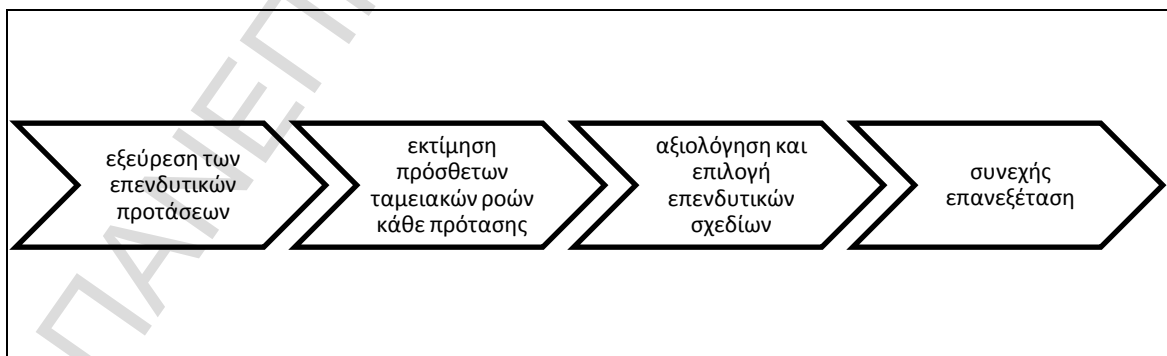
Η διαδικασία αξιολόγησης των επενδύσεων ξεκινάει με την εκτίμηση του κόστους της επένδυσης και των ταμειακών ροών που αναμένονται από την ανάληψη του επενδυτικού σχεδίου. Το κόστος της επένδυσης είναι τα μετρητά που απαιτούνται για την πραγματοποίηση του επενδυτικού σχεδίου, καθώς και κάθε σχετικό κόστος ευκαιρίας.

## 4.2 Προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου.

Όταν μία επιχείρηση εξετάζει την περίπτωση ανάληψης ενός επενδυτικού έργου, καλείται να προβεί σε δύο σημαντικές αποφάσεις. Την αξιολόγηση της επένδυσης και την εύρεση πηγών χρηματοδότησής της. Η αξιολόγηση της επενδυτικής απόφασης αφορά τα οφέλη που αναμένει να αποκομίσει η επιχείρηση μέσω του επενδυτικού έργου για χρονικό διάστημα συνήθως μεγαλύτερο του έτους. Αξιολογώντας αυτά τα οφέλη θα κρίνει εάν η επένδυση είναι συμφέρουσα ή όχι. Τέλος, η απόφαση χρηματοδότησης της επένδυσης, εάν και εφόσον κριθεί συμφέρουσα, αφορά τον τρόπο με τον οποίο θα χρηματοδοτηθεί το επενδυτικό έργο.

Ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου αναφέρεται στην ανάλυση των επενδυτικών σχεδίων και στην απόφαση ανάληψης ή απόρριψής τους. Ο προϋπολογισμός κεφαλαίου (capital budgeting) είναι η διαδικασία σχεδιασμού, αξιολόγησης και αποτίμησης εναλλακτικών επενδυτικών σχεδίων. Κατά τη διαδικασία αυτή, σχεδιάζονται οι δαπάνες της επιχείρησης σε μακροπρόθεσμα περιουσιακά στοιχεία, για την παραγωγή ενός αγαθού ή μίας υπηρεσίας. Μία επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή όταν η απόδοση που παρέχει είναι ίση ή μεγαλύτερη από την απαιτούμενη απόδοση των επενδυτών.

Πιο αναλυτικά, ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου περιλαμβάνει την εξεύρεση των επενδυτικών προτάσεων, την εκτίμηση των πρόσθετων ταμειακών ροών κάθε επενδυτικής πρότασης, την αξιολόγηση και επιλογή των επενδυτικών σχεδίων και τέλος τη συνεχή επανεξέταση των επενδυτικών προτάσεων μετά την αποδοχή τους, όπως φαίνεται στο παρακάτω σχήμα. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)



Σχήμα 4.2 Ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου.

### 4.3 Αξιολόγηση επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας.

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, το πρώτο βήμα της διαδικασίας αξιολόγησης επενδύσεων είναι η εκτίμηση του κόστους της επένδυσης και των ταμειακών ροών που προσδοκείται ότι θα επιφέρει. Το κόστος της επένδυσης (investment outlay) είναι τα μετρητά που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της επένδυσης, ενώ οι (καθαρές) ταμειακές ροές (cash flows) είναι η διαφορά μεταξύ των ταμειακών εισροών και ταμειακών εκροών.

Οι κυριότερες μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας είναι η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης, της επανείσπραξης του κόστους επένδυσης, της καθαρής παρούσας αξίας, της επανείσπραξης του κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία, του δείκτη απόδοσης και του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης. Αναφέρονται εν συντομία τα χαρακτηριστικά κάθε μεθόδου, ενώ αναλυτικά παρουσιάζονται στην αντίστοιχη βιβλιογραφία.

- Η μέθοδος της λογιστικής απόδοσης (accounting rate of return) υπολογίζει την απόδοση της επένδυσης με το λόγο του μέσου ετήσιου κέρδους προς το μέσο κόστος επένδυσης. Δηλαδή:

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

Η επενδυτική πρόταση θεωρείται συμφέρουσα εάν η λογιστική απόδοση είναι μεγαλύτερη ή ίση με την ελάχιστη αποδεκτή απόδοση. Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου είναι η ευκολία που παρουσιάζει, καθώς χρησιμοποιεί έτοιμες λογιστικές πληροφορίες. Αντίθετα, το μειονέκτημά της είναι ότι βασίζεται σε λογιστικό κέρδος και όχι σε ταμειακές ροές, συνεπώς δεν λαμβάνει υπόψη το χρόνο πραγματοποίησης των ταμειακών ροών.

- Η μέθοδος περιόδου επανείσπραξης (payback period) δείχνει το χρονικό διάστημα μέσα στο οποίο το επενδυτικό έργο θα αποδώσει την αρχική του επένδυση. Συγκρίνουμε την περίοδο επανείσπραξης του έργου με τη μέγιστη περίοδο η οποία απαιτείται να έχει το συγκεκριμένο έργο. Δηλαδή:

$$\text{Περίοδος επανείσπραξης κόστους επένδυσης} = \frac{\text{κόστος επένδυσης}}{\text{ετήσια καθαρή ταμ. ροή}}$$

Όταν η περίοδος επανείσπραξης του κόστους της επένδυσης είναι ίση ή μικρότερη με από τη μέγιστη αποδεκτή περίοδο επανείσπραξης, τότε η πρόταση γίνεται αποδοτική. Διαφορετικά, η επενδυτική πρόταση απορρίπτεται.

Το κύριο μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι δεν λαμβάνει υπόψη τις καθαρές ταμειακές ροές μετά την περίοδο επανείσπραξης και έτσι δεν μπορεί να μετρήσει την απόδοση της επένδυσης. Δίνει όμως μια ένδειξη του κινδύνου και της

ρευστότητας της επένδυσης. Θεωρείται ιδιαίτερη χρήσιμη μέθοδος στην περίπτωση επενδύσεων με γρήγορη τεχνολογική απαξίωση, όπου υπάρχει κίνδυνος να μην προλάβει η επιχείρηση να αποσβέσει την επένδυση. Είναι επίσης χρήσιμη μέθοδος σε χώρες με πολιτική αστάθεια, και χρησιμοποιείται κυρίως στην πρώτη διαλογή των επενδυτικών προτάσεων. Είναι περισσότερο ένας περιορισμός που πρέπει να ικανοποιηθεί και λιγότερο μια μέθοδος αξιολόγησης.

- Η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας (Net Present Value- NPV) δείχνει τη συμβολή της επένδυσης στην αξία της επιχείρησης. Εάν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική ή ίση με το μηδέν, τότε η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή. Σε αντίθετη περίπτωση απορρίπτεται. Συγκεκριμένα:

$$ΚΠΑ = \sum_{\tau=1}^v \frac{ΚΡΤ_{\tau}}{(1 + Κ)^{\tau}} - ΚΕ$$

όπου

ΚΠΑ= Καθαρή Παρούσα Αξία

ΚΤΡ= Καθαρή Ταμιακή Ροή

ΚΕ= Κόστος Επένδυσης

Κ= Ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου)

v= αριθμός περιόδων

Όταν η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση είναι η απόδοση που οι επενδυτές προσδοκούν να αποφέρουν οι επενδύσεις της επιχείρησης, και η επιχείρηση αποδέχεται μια πρόταση επένδυσης με θετική ΚΠΑ, τότε η τρέχουσα αξία των μετοχών θα αυξηθεί. Συνεπώς, η επιχείρηση αναλαμβάνει προτάσεις επενδύσεων με απόδοση μεγαλύτερη από την αναγκαία για να διατηρήσει την τρέχουσα αξία των μετοχών της.

Η συγκεκριμένη μέθοδος έχει τα εξής μειονεκτήματα. Αρχικά, βασίζεται στην υπόθεση ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένει σταθερό καθ όλη τη διάρκεια της επένδυσης. Επίσης, η μέθοδος ερμηνεύεται δύσκολα όταν οι επενδυτικές προτάσεις έχουν σημαντικά διαφορετικό κόστος επένδυσης. Στον αντίποδα, παρουσιάζει σημαντικά πλεονεκτήματα, όπως ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος, προεξοφλεί τις καθαρές ταμιακές ροές με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, εκφράζεται σε απόλυτα χρηματικά ποσά και όχι ποσοστά, οι καθαρές παρούσες αξίες των διαφορετικών επενδυτικών σχεδίων είναι εύκολο να υπολογιστούν γιατί ακολουθούν την ιδιότητα της προσθετικότητας, και τέλος λαμβάνει υπόψη τον κίνδυνο της επένδυσης. Τηρουμένων των αναλογιών, η επιχείρηση που αποδέχεται τις προτάσεις με τις υψηλότερες καθαρές παρούσες αξίες, μεγιστοποιεί την αξία της.

- Η μέθοδος επανείσπραξης του κόστους επένδυσης με βάση την παρούσα αξία (present value payback period method) υπολογίζει τον αριθμό των ετών που απαιτούνται για να εισπραχθεί το κόστος της επένδυσης, αφού έχουν προεξοφληθεί οι μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές. Η μέθοδος αυτή παρουσιάζει τα μειονεκτήματα της παραδοσιακής μεθόδου, με εξαίρεση το γεγονός ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος.
- Ο δείκτης απόδοσης ( $\Delta A$ ) της επένδυσης είναι ο λόγος της παρούσας αξίας των καθαρών ταμειακών ροών προς το κόστος της επένδυσης. Δηλαδή:

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

Η επένδυση κρίνεται συμφέρουσα όταν ο δείκτης απόδοσης είναι μεγαλύτερος ή ίσος με τη μονάδα. Η πραγματοποίηση του κόστους επένδυσης είναι στην κρίση της επιχείρησης. Οι τυχόν επόμενες ταμιακές εκροές είναι συμπληρωματικές του κόστους της επένδυσης και άρα αναγκαστικές, εφόσον το κόστος της επένδυσης παραμένει.

Ο δείκτης απόδοσης και η μέθοδος της καθαρής παρούσας αξίας δίνουν τα ίδια συμπεράσματα για την αξιολόγηση μιας επένδυσης. Η μέθοδος καθαρής παρούσας αξίας είναι προτιμότερη στην περίπτωση που η πραγματοποίηση μιας επενδυτικής πρότασης αποκλείει μια άλλη, επειδή εκφράζει σε απόλυτους όρους το οικονομικό όφελος της επένδυσης.

- Η μέθοδος του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (internal rate of return- IRR) δείχνει την απόδοση της επένδυσης και είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο το οποίο μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία του προγράμματος. Εάν ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης είναι μεγαλύτερος ή ίσος με την απαιτούμενη απόδοση, η πρόταση γίνεται αποδεκτή. Αλλιώς απορρίπτεται. Δηλαδή:

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

όπου

KE= Κόστος επένδυσης

KTP= Καθαρή ταμιακή ροή

r= Συντελεστής εσωτερικής απόδοσης

v= Αριθμός περιόδων

Το κύριο πλεονέκτημα της μεθόδου είναι ότι λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική αξία του χρήματος. Τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι τα εξής: η διαδικασία δοκιμής και λάθους που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης γίνεται ανεξέλεγκτη σε περιπτώσεις πολλών προτάσεων επενδύσεων με μεγάλη διάρκεια ζωής, η εξίσωση του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης δίνει πολλαπλούς συντελεστές εσωτερικής απόδοσης, τέλος η μέθοδος αυτή δεν δίνει την απόλυτη οικονομική συνεισφορά των επενδυτικών προτάσεων, αλλά μόνο τη σχετική συνεισφορά. (Αρτίκης Γ. Π., 2002)

#### 4.4 Κίνδυνος και Αβεβαιότητα.

Το περιβάλλον των επιχειρήσεων μεταλλάσσεται συνεχώς και με ταχείς ρυθμούς. Η έλλειψη πληροφοριών σχετικά με τις μεταβλητές που υπεισέρχονται στη διαδικασία λήψης αποφάσεων ονομάζεται αβεβαιότητα (uncertainty) και είναι αποτέλεσμα της δυναμικότητας του περιβάλλοντος. Σύμφωνα με τον καθηγητή Knight, η αβεβαιότητα διακρίνεται σε τρία είδη:

1. Άγνοια (ignorance) ως είδος αβεβαιότητας, ονομάζεται η πλήρης έλλειψη πληροφόρησης, όπου δεν είναι δυνατή η εφαρμογή καμίας επιστημονικής μεθόδου λήψης αποφάσεων, παρά μόνο μέσω της διαίσθησης των στελεχών.
2. Οικονομική απροσδιοριστία (economic indeterminacy) είναι το δεύτερο επίπεδο αβεβαιότητας, στο οποίο η λήψη αποφάσεων εξαρτάται από τις αντιδράσεις των άλλων επιχειρήσεων και αντιμετωπίζεται μέχρι ενός σημείου από τη θεωρία παιγνίων.
3. Κίνδυνος (risk) αναφέρεται όταν οι διαθέσιμες πληροφορίες επιτρέπουν την κατάσταση της κατανομής πιθανότητας των τυχαίων μεταβλητών που υπεισέρχονται στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. (Αρτίκης Π. Γ., 2010) Από την άποψη της αξιολόγησης επενδύσεων, κίνδυνος είναι το ενδεχόμενο οι πραγματικές καθαρές ταμειακές ροές της επένδυσης να είναι διαφορετικές από τις προβλεπόμενες.

Κατά τον Knight, μόνο ο κίνδυνος από τα τρία είδη αβεβαιότητας μπορεί να αντιμετωπιστεί και αυτό επιτυγχάνεται με τη χρήση στατιστικής ανάλυσης. Δηλαδή, μία επένδυση θεωρείται ότι ενέχει κίνδυνο όταν υπάρχουν περισσότερα από ένα δυνατά οικονομικά αποτελέσματα. (Δράκος Α. Α., Καραθανάσης Γ. Α., 2010)

Ο πιο ακριβής ορισμός που θα μπορούσε να δοθεί για τον κίνδυνο, είναι η μεταβλητότητα (variability) των δυνητικών αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο. Όταν μία επιχείρηση προβαίνει σε μία επένδυση, τότε αναμένει να αποκομίσει κάποια απόδοση, η οποία όμως δεν είναι βέβαιο ότι θα πραγματοποιηθεί. Για να ανταπεξέλθουν, λοιπόν οι επιχειρήσεις στη αβεβαιότητα,



προσδιορίζουν ένα σύνολο δυνητικών αποδόσεων το οποίο μπορεί να λάβουν από τη επένδυση και την πιθανότητα να πραγματοποιηθεί αυτή η απόδοση.

Ο κίνδυνος ενός επενδυτικού στοιχείου αποτελείται από το άθροισμα του επιχειρηματικού και του χρηματοδοτικού κινδύνου.

- Ο επιχειρηματικός (ή επενδυτικός) κίνδυνος αναφέρεται στην απόκλιση που προκαλείται από την αδυναμία της επιχείρησης να εκτιμήσει την τάση των γενικότερων οικονομικών μεταβλητών. Χαρακτηρίζει οποιαδήποτε επενδυτική δραστηριότητα και σχετίζεται με την ύπαρξη ανταγωνισμού, τις συνθήκες της αγοράς κτλ.
- Από την άλλη, ο χρηματοδοτικός κίνδυνος είναι η απόκλιση που οφείλεται στο γεγονός ότι η επιχείρηση έχει χρηματοδοτήσει μέρος των επενδύσεών της με δανειακά κεφάλαια και σχετίζεται με τη μεταβλητότητα των κερδών προ τόκων και φόρων (ΚΠΤΦ). (Επίσκοπος Α., 2009)

Στην αξιολόγηση επενδύσεων πραγματεύονται τρία είδη κινδύνου. Αυτά είναι ο κίνδυνος μιας μόνο επένδυσης, ο κίνδυνος της επιχείρησης ο οποίος αντανακλά τη συνεισφορά μιας πρότασης επένδυσης στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης (μη συστηματικός κίνδυνος) και τέλος ο κίνδυνος της αγοράς που αντανακλά την επίδραση μιας επενδυτικής πρότασης στο συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης που διαθέτει ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο (συστηματικός κίνδυνος).

Πιο αναλυτικά, ο κίνδυνος συγκεκριμένης επένδυσης (stand alone risk) μετριέται με τη διασπορά των προβλεπόμενων αποδόσεων της επένδυσης και υποθέτει ότι η συγκεκριμένη επένδυση είναι η μοναδική επένδυση της επιχείρησης και των μετόχων της. Εκτός από τον κίνδυνο μιας επένδυσης, εξετάζουμε τον κίνδυνο χαρτοφυλακίου, που αναφέρεται σε συνδυασμό επενδύσεων ή χαρτοφυλάκια. Ο κίνδυνος αυτός αναλύεται στον κίνδυνο εντός επιχείρησης ή μη συστηματικό και στον κίνδυνο της αγοράς ή συστηματικό κίνδυνο. Ο συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε πολιτικούς, οικονομικούς λόγους, και μεταβολές της παγκόσμιας οικονομικής κατάστασης, οι οποίες επηρεάζουν συνολικά όλες τις επενδύσεις. Ο δε μη συστηματικός κίνδυνος οφείλεται σε ιδιαίτερα γεγονότα της ίδιας της επιχείρησης ή του κλάδου που ανήκει. Τέτοια γεγονότα μπορεί να είναι, ο ρυθμός των πωλήσεων, η ρευστότητα της εταιρείας, η ανάπτυξη νέων προϊόντων, η πτώση ή η αύξηση ζήτησης για τον κλάδο που ανήκει κ.α.

Με άλλα λόγια, ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης είναι το άθροισμα του συστηματικού και του μη συστηματικού κινδύνου. Έχει παρατηρηθεί ότι ο συνολικός κίνδυνος μειώνεται σημαντικά αν αυξηθεί ο αριθμός των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου από έναν αριθμό και πάνω. Και αυτό γιατί έτσι εξαλείφεται ο μη συστηματικός κίνδυνος. Αντίθετα, ο κίνδυνος αγοράς δεν μπορεί να εξαλειφθεί, αλλά μπορεί να μειωθεί αν επιτευχθεί η κατάλληλη αναλογία μεταξύ των επενδύσεων του χαρτοφυλακίου.

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση εξετάζει τη συμπεριφορά του επενδυτή έναντι του κινδύνου. Σύμφωνα με τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση, υπάρχουν δύο παραδοχές:

(α) Οι επενδυτές προσπαθούν να αποφύγουν τον κίνδυνο. Ο επενδυτής προβαίνει στην πραγματοποίηση μιας επένδυσης όταν η προσδοκώμενη απόδοσή της είναι αρκετή για να τον ανταμείψει για τον κίνδυνο της επένδυσης.

(β) Ο κίνδυνος θεωρείται δεδομένος σε κάθε επιχειρηματική απόφαση. Ο κίνδυνος είναι συνυφασμένος με τον κόσμο των επιχειρήσεων και κάθε επενδυτική πρόταση ενέχει την έννοια του κινδύνου.

Είναι επομένως σαφές, ότι σε κάθε επενδυτική αξιολόγηση θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ο παράγοντας κινδύνου. (Αρτίκης Π. Γ., 2010) Οι μάνατζερ δεν ενδιαφέρονται μόνο να προβλέψουν τις χρηματοροές, να βρουν το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης και να εφαρμόσουν τα κριτήρια αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων. Πάντα ανησυχούν και διερωτώνται εάν υπάρχει ο κίνδυνος να αποτύχουν στην αξιολόγησή τους όταν οι προβλέψεις τους δεν επαληθεύονται. Γι' αυτό το λόγο έχουν αναπτυχθεί μέθοδοι που το εξερευνούν αυτό, όπως η ανάλυση ευαισθησίας, η ανάλυση του νεκρού σημείου, η προσομοίωση κ.α.

#### **4.5 Αξιολόγηση επενδύσεων σε συνθήκες αβεβαιότητας.**

Όπως αναλύθηκε προηγουμένως, υπάρχουν δύο προσεγγίσεις του τρόπου με τον οποίο ο κίνδυνος ενσωματώνεται στον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου. Η πρώτη προσέγγιση είναι η παραδοσιακή (traditional). Σύμφωνα με αυτή, κάθε επενδυτικό πρόγραμμα εξετάζεται ξεχωριστά και αξιολογείται με βάση τη δική του αναμενόμενη απόδοση και κίνδυνο. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται μεμονωμένος κίνδυνος του επενδυτικού προγράμματος (stand alone risk). Η δεύτερη προσέγγιση βασίζεται στη σύγχρονη θεωρία του χαρτοφυλακίου και εξετάζει την επίδραση του επενδυτικού προγράμματος είτε στην επιχείρηση, είτε στους μετόχους. Η προσέγγιση που εξετάζει τον κίνδυνο και την απόδοση που έχει το συνολικό χαρτοφυλάκιο των επενδυτικών προγραμμάτων στο συνολικό κίνδυνο και απόδοση της επιχείρησης ονομάζεται εταιρικός κίνδυνος του επενδυτικού προγράμματος (corporate or within firm risk). Αντίστοιχα, η προσέγγιση που αφορά την επίδραση που θα έχει το πρόγραμμα από την πλευρά των μετόχων, εξετάζεται η επίδραση που θα έχει το επενδυτικό πρόγραμμα στον κίνδυνο των χαρτοφυλακίων τους. Ο κίνδυνος αυτός ονομάζεται αγοραίος ή κίνδυνος αγοράς του επενδυτικού προγράμματος (market or beta risk).

Για χάριν ευκολίας, αλλά και λόγω της υψηλής συσχέτισης των τριών κινδύνων, οι περισσότεροι αναλυτές χρησιμοποιούν το μεμονωμένο κίνδυνο του κάθε επενδυτικού προγράμματος. Οι πιο σημαντικές μέθοδοι οι οποίες ακολουθούν την παραδοσιακή προσέγγιση είναι οι εξής:

- Η ισοδυναμία με τη βεβαιότητα. Η μέθοδος αυτή μετατρέπει τις αναμενόμενες πρόσθετες ταμειακές ροές με κίνδυνο, σε βέβαιες ταμειακές ροές, τις οποίες προεξοφλεί στο παρόν με επιτόκιο χωρίς κίνδυνο.
- Η προσαρμογή του προεξοφλητικού επιτοκίου, η οποία προσαρμόζει προς τα πάνω το προεξοφλητικό επιτόκιο της αξιολόγησης ενός επενδυτικού έργου, όταν ο κίνδυνος αυτού είναι μεγαλύτερος από τον κίνδυνο μίας τυπικής επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- Η ανάλυση ευαισθησίας, δείχνει κατά πόσο μεταβάλλεται η καθαρή παρούσα αξία (ή ο εσωτερικός βαθμός απόδοσης) ενός επενδυτικού προγράμματος, όταν μεταβάλλεται ένας από τους παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται το πρόγραμμα, *ceteris paribus*.
- Η ανάλυση σεναρίου, εξετάζει τρεις περιπτώσεις (αισιόδοξο σενάριο, απαισιόδοξο, μέσο ή πιο πιθανό σενάριο) με παρόμοιο τρόπο με την ανάλυση ευαισθησίας.
- Η μέθοδος προσομοίωσης, βασίζεται στη χρήση ηλεκτρονικών υπολογιστών, μιμούμενων την απόδοση του υπό εξέταση επενδυτικού προγράμματος.
- Τα δένδρα αποφάσεων, χρησιμοποιούνται όταν υπάρχει μερική συσχέτιση των αναμενόμενων ταμειακών ροών του επενδυτικού σχεδίου και αποτελούν τη γραφική απεικόνιση των δυνητικών αποτελεσμάτων. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2008)

## **4.6 Μέτρηση της απόδοσης των επενδύσεων.**

### **4.6.1 Αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων (Return On Investment-ROI).**

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) υπολογίζεται εάν διαιρεθούν τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων (*book income*) με τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία (μετά αποσβέσεων) μιας εταιρείας (*book net assets*). Δηλαδή:

$$ROI = \frac{Book\ Income}{Book\ Net\ Assets}$$

Είναι αρκετά χρήσιμος δείκτης γιατί συνδέει τα κέρδη μιας εταιρείας με τα κεφάλαια που η εταιρεία χρησιμοποιεί, συνεπώς είναι ενδεικτικός της σωστής και αποδοτικής χρησιμοποίησης των εταιρικών κεφαλαίων. Ο δείκτης της αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (ROI) βασίζεται μόνο σε λογιστικές αξίες, έτσι είναι ένα λογιστικό μέτρο της οικονομικής αποδοτικότητας. Στην ουσία, τα λογιστικά κέρδη, περιουσιακά στοιχεία και άλλα λογιστικά μέτρα της κερδοφορίας τραβούν περισσότερο την προσοχή των μετόχων. Ο λογιστικός ρυθμός απόδοσης εξαρτάται από ποια στοιχεία έχει επιλέξει ο λογιστής να θεωρήσει ως κεφαλαιουχικές επενδύσεις, αντί για λειτουργικά έξοδα και πόσο γρήγορα αυτές αποσβένονται.

Η χρηματοοικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι η αγορά ωθεί τους μάνατζερ να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας επιχείρησης (Fama et al, 1985). Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η λογιστική μέτρηση των επιδόσεων με δείκτες, όπως τα κέρδη ανά μετοχή, η απόδοση των επενδύσεων (ROI), και η απόδοση ίδιων κεφαλαίων (ROE) δεν μετρά σωστά την αξία των επενδυτικών αποφάσεων των μάνατζερ. Η πραγματική μέτρηση της μακροπρόθεσμης αξίας μιας επενδυτικής απόφασης είναι το αν δημιουργεί οικονομική αξία για τους μετόχους, όπως αυτό μετράται μέσω των αποδόσεων των μετοχών (abnormal stock returns).

Παρότι τα στελέχη επιχειρήσεων δεν χρησιμοποιούν το ROI σαν κριτήριο αξιολόγησης επενδυτικών σχεδίων, επειδή στηρίζονται περισσότερο σε χρηματοοικονομικά νούμερα όπως οι ταμειακές ροές και το κόστος κεφαλαίου, παρά σε λογιστικά νούμερα, το χρησιμοποιούν όμως συχνά μόνο σε σύγκριση με το κόστος κεφαλαίου. Εάν η απόδοση στα επενδυμένα κεφάλαια είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου, τότε η επένδυση προσθέτει στην αξία των μετοχών, αντίθετα μιλάμε για αρνητική καθαρή απόδοση.

#### 4.6.2 Λογιστική απόδοση της επένδυσης (Accounting Rate of Return-ARR).

Το κριτήριο της λογιστικής απόδοσης της επένδυσης είναι μια λογιστική μέθοδος εκτίμησης της αναμενόμενης μελλοντικής απόδοσης μιας κεφαλαιουχικής επένδυσης. Με τη μέθοδο αυτή, η αναμενόμενη απόδοση μετράται σαν ένας δείκτης, με βάση τις εξής μεταβλητές:

1. το αναμενόμενο ετήσιο καθαρό έσοδο (μετά από φόρους) από την επένδυση και
2. το μέσο κόστος της επένδυσης.

Δηλαδή:

$$ARR = \frac{\text{μέσο ετήσιο αναμενόμενο καθαρό έσοδο επένδυσης}}{\text{μέσο κόστος επένδυσης}}$$

Ο δείκτης λογιστικής απόδοσης της επένδυσης (ARR) εστιάζει στη συνολική απόδοση της επένδυσης, ανεξάρτητα από το πόσο γρήγορα ή αργά αυτή πραγματοποιείται.

Το μέσο ετήσιο εισόδημα προκύπτει από τη μέση ετήσια εισροή μείον τη μέση ετήσια εκροή που χρησιμοποιήθηκαν στην επένδυση. Η μέση ετήσια εισροή είναι η συνολική εισροή διαιρεμένη με το χρόνο ζωής της επένδυσης. Η μέση ετήσια εκροή θεωρεί ομοιόμορφη απόσβεση του αρχικού ποσού στη διάρκεια ζωής της επένδυσης. Το μέσο κόστος της επένδυσης υπολογίζεται από το μέσο όρο της αρχικής επένδυσης και της τελικής τιμής πώλησης. Η τιμή αυτή αντιπροσωπεύει το ποσό που ενδέχεται να ανακτήσει ο επενδυτής μετά τη λήξη της ζωής της επένδυσής του.

Η μέθοδος ARR παρουσιάζει αρκετά μειονεκτήματα. Το βασικότερο είναι ότι χάνει την αξιοπιστία της εάν το εκτιμώμενο ετήσιο μέσο έσοδο διαφέρει από χρόνο σε χρόνο. Επιπλέον, δεν λαμβάνει υπ' όψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος, με αποτέλεσμα η παρούσα αξία και οι μελλοντικές αξίες να θεωρούνται ίσες. Τέλος, ο δείκτης ARR δεν αναφέρεται στο κόστος κεφαλαίου. Ωστόσο, χρησιμοποιείται ευρύτατα, λόγω της ευκολίας στην εφαρμογή και στην κατανόησή της.

#### **4.7 Η χρησιμότητα των επενδύσεων.**

Όπως είναι κατανοητό, η έννοια της επένδυσης είναι συνυφασμένη με την έννοια του κινδύνου. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις που αποστρέφονται τον κίνδυνο των επενδυτικών αποφάσεων, αντιμετωπίζουν στην ουσία τον κίνδυνο της περιθωριοποίησής τους και την εκμηδένιση της ανταγωνιστικότητάς τους. Η αναπτυξιακή διαδικασία είναι το κίνητρο κάθε επενδυτικής απόφασης.

Στο μικρο-περιβάλλον, η πραγματοποίηση επενδύσεων συμβάλλει στη μείωση του κόστους παραγωγής, στη βελτίωση της ποιότητας των προϊόντων και στην αύξηση της ανταγωνιστικότητας των επιχειρήσεων. Πέρα από την οπτική της επιχείρησης, οι επενδυτικές δαπάνες είναι εξίσου σημαντικό κομμάτι του Ακαθάριστου Εγχώριου Προϊόντος. Αντίστοιχα με το επίπεδο της επιχείρησης, σε επίπεδο εθνικής οικονομίας, επιτυγχάνεται η προώθηση της ανταγωνιστικότητας της οικονομίας, βελτίωση των δεικτών απασχόλησης και εξαγωγών των προϊόντων.

Συνεπώς, οι επιχειρήσεις δεν πρέπει να αποφεύγουν τις επενδύσεις λόγω του κινδύνου που ενέχουν, αλλά να επιλέγουν επενδυτικά σχέδια με ελάχιστο κίνδυνο αποτυχίας. (Αρτίκης Γ. Π., 2002)

## **Κεφάλαιο 5: Παράγοντες που επηρεάζουν την επενδυτική δραστηριότητα στη βιομηχανία.**

Σύμφωνα με την έρευνα Επενδύσεων στη Βιομηχανία (IOBE, Οκτώβριος- Νοέμβριος 2011) εξετάζεται η επιρροή που ασκούν επτά (7) μεταβλητές στις επενδυτικές αποφάσεις των ελληνικών βιομηχανικών επιχειρήσεων. Οι μεταβλητές αυτές είναι οι εξής:

1. Τεχνολογικές εξελίξεις.
2. Προσδοκώμενη ζήτηση για τα παραγόμενα προϊόντα.
3. Κίνητρα για επενδύσεις.
4. Κέρδη των επιχειρήσεων.
5. Διαθεσιμότητα και κόστος κεφαλαίων.
6. Φορολογία κερδών.
7. Οικονομική Πολιτική.

Η έρευνα έδειξε ότι μόνο οι τεχνολογικές εξελίξεις επηρέασαν θετικά τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων το 2011 και το ίδιο και το 2012. Η συμβολή της προσδοκώμενης ζήτησης για προϊόντα επηρέασε οριακά ανοδικά τις επενδύσεις.

Το 2011, η μεγάλη πτώση στη ζήτηση εξαιτίας της ύφεσης, δεν μπορεί να κινητοποιήσει τις επιχειρήσεις να λάβουν σημαντικές επενδυτικές αποφάσεις και έτσι επηρεάζει αρνητικά το επενδυτικό μίγμα. Οι υπόλοιποι πέντε παράγοντες ασκούν επίσης αρνητική επιρροή στα επενδυτικά σχέδια των επιχειρήσεων, τόσο κατά το 2010, όσο και για τα έτη 2011 και 2012. Μετά τη ζήτηση, ο λιγότερο αρνητικός παράγοντας φαίνεται να είναι για το 2011 τα κίνητρα για επενδύσεις και τα κέρδη της επιχείρησης, παράγοντες οι οποίοι μέχρι το 2009 ενίσχυναν τις επενδυτικές αποφάσεις. Σύμφωνα με την έρευνα, η αντιστροφή της τάσης σε ότι αφορά τα κέρδη οφείλεται στη μεταβολή των αποτελεσμάτων για την πλειοψηφία των επιχειρήσεων που παρουσίαζαν κέρδη μέχρι και το 2009 σε ζημιές κατά τα δύο τελευταία χρόνια. Η διαθεσιμότητα, το κόστος κεφαλαίων και η φορολογία των κερδών επηρεάζουν αρνητικά τις επιχειρήσεις, τόσο για το 2011 όσο και για το 2012. Ο κυρίαρχος και πλέον δυσμενής παράγοντας επί των επενδυτικών σχεδιασμών των επιχειρήσεων είναι τα τελευταία έτη η οικονομική πολιτική στο σύνολό της, της οποίας ο αρνητικός ρόλος επιτείνεται σημαντικά κάθε έτος μέχρι το 2011.

## Κεφάλαιο 6: Η σχέση των επενδύσεων με άλλες χρηματοοικονομικές μεταβλητές.

Η σημαντικότητα των κεφαλαιακών δαπανών (επενδύσεων) για τη δημιουργία αξίας έχει εδραιωθεί από πολυάριθμες έρευνες της λογιστικής, χρηματοοικονομικής και οικονομικής αρθρογραφίας. Εκτός από την οπτική της επιχείρησης, οι επενδύσεις κεφαλαίου είναι εξίσου σημαντικό κομμάτι της εθνικής οικονομίας. Παραθέτοντας τη μικρο και μάκρο σημασία των επενδύσεων, η αρθρογραφία παρέχει πλούσια δεδομένα και αναλύσεις, διερευνώντας παράλληλα τη σχέση των επενδυτικών δαπανών με άλλες χρηματοοικονομικές μεταβλητές. Μεγάλο μέρος της ανάλυσης για την ζήτηση των επενδύσεων είναι το γεγονός ότι χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως το μέγεθός της, η ηλικία της, η μόχλευση, η μερισματική πολιτική, ο ισολογισμός της, η ευκολία πρόσβασης στον εξωτερικό δανεισμό, αλλά και μέσα μακροοικονομικής πολιτικής όπως η φορολογία, επιδρούν στις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Πάνω σε αυτό στήριξαν την ανάλυσή τους πολλοί οικονομολόγοι.

Η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης δεν ασκεί επιρροή στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων στον κόσμο της τέλει και πλήρους κεφαλαιαγοράς, όπως έχει αποδειχθεί από τους Modigliani και Miller (1958). Ωστόσο, η εταιρική οικονομική δομή μπορεί να σχετίζεται με τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων που αντιμετωπίζουν αβέβαιες προοπτικές και λειτουργούν σε ατελείς ή ελλιπείς αγορές κεφαλαίων, όταν το κόστος της εξωτερικής άντλησης κεφαλαίου υπερβαίνει την αξία των ιδίων κεφαλαίων. Οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε τέτοια περιβάλλοντα είναι ευαίσθητες ως προς τη διαθεσιμότητα εσωτερικών πηγών χρηματοδότησης.

Μια σειρά από μελέτες κατηγοριοποιούν τις επιχειρήσεις σύμφωνα με χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά, όπως το μέρισμα, το μέγεθος, την ηλικία, το χρέος, και σύμφωνα με την έρευνα, οι επενδυτικές αποφάσεις φαίνεται να σχετίζεται άμεσα με τα χρηματοοικονομικά στοιχεία της επιχείρησης. Στη συνέχεια, παραθέτουμε την αλληλεπίδραση των επενδύσεων με άλλα χρηματοοικονομικά μεγέθη, όπως αυτή αναλύθηκε και εξετάστηκε μέσα από πληθώρα εμπειρικών μελετών.

Η χρηματοοικονομική θέση (financial status) της επιχείρησης φαίνεται να επιδρά στις επενδυτικές αποφάσεις (Cleary S., 1999). Οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων αποδείχθηκε ότι παρουσιάζουν ευαισθησία ως προς την ύπαρξη επενδυτικών ευκαιριών, αλλά ακόμη μεγαλύτερη ευαισθησία ως προς τις μεταβλητές που αφορούν τη ρευστότητα της επιχείρησης. Κατατάσσοντας τις εταιρείες σε κατηγορίες ανάλογα με την ικανότητά τους να αντλήσουν ξένα κεφάλαια, αποδείχθηκε ότι οι επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων με υψηλή πιστοληπτική ικανότητα (σύμφωνα με την παραδοσιακή χρηματοοικονομική θεωρία) είναι εξαιρετικά ευαίσθητες στη

διαθεσιμότητα των εσωτερικών κεφαλαίων. Οι λιγότερο αξιόπιστες και φερέγγυες εταιρείες είναι πολύ λιγότερο ευαίσθητες στην εσωτερική διαθεσιμότητα κεφαλαίων.

Πολυάριθμες μελέτες (M. Fazzari et al., 1988) (Kadapakkam P. et al., 1998) τονίζουν τη σημασία των ταμειακών ροών ως καθοριστικού παράγοντα των επενδυτικών δαπανών, λόγω της «χρηματοοικονομικής ιεραρχίας». Με τον όρο «χρηματοοικονομική ιεραρχία» νοείται η ιεράρχηση των πηγών χρηματοδότησης (εσωτερικών και εξωτερικών) από όπου η επιχείρηση αντλεί τα κεφάλαια που θα διαθέσει σε επενδυτικά σχέδια. Σύμφωνα με την ιεραρχία, η εσωτερική χρηματοδότηση έχει σημαντικά πλεονεκτήματα κόστους έναντι των εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης.

Ορισμένες επιχειρήσεις δεν έχουν επαρκή πρόσβαση στις εξωτερικές αγορές κεφαλαίων ώστε να μπορέσουν να ανταποκριθούν στις μεταβολές του κόστους κεφαλαίου, των τιμών των περιουσιακών στοιχείων, ή στη φορολόγηση των επενδύσεων. Στο βαθμό που οι επιχειρήσεις έχουν περιορισμένη ικανότητα άντλησης ξένων κεφαλαίων, οι επενδύσεις μπορεί να εμφανίσουν «υπερβολική ευαισθησία» στις κινήσεις των ταμειακών ροών. Συνεπώς, φαίνεται πως η θετική συσχέτιση μεταξύ επενδύσεων και ταμειακών ροών είναι ένδειξη χρηματοοικονομικών περιορισμών. Οι M. Fazzari, Hubbard και Petersen (1988) παρουσίασαν μια εναλλακτική προσέγγιση από την έως τότε γνωστή νεοκλασική θεωρία όσον αφορά τις επενδύσεις, η οποία βασίστηκε στην άποψη ότι τα εσωτερικά και εξωτερικά κεφάλαια δεν είναι τέλεια υποκατάστατα. Σύμφωνα με αυτή την άποψη, οι επενδύσεις ίσως επηρεάζονται από χρηματοοικονομικούς παράγοντες, όπως η διαθεσιμότητα της εσωτερικής χρηματοδότησης, η πρόσβαση σε νέο χρέος ή ίδια κεφάλαια, ή η λειτουργία συγκεκριμένων πιστωτικών αγορών.

Η ύπαρξη περιορισμών στην επενδυτική δραστηριότητα των επιχειρήσεων λόγω εμποδίων στην πρόσβαση των εξωτερικών κεφαλαίων είναι σημαντική, ειδικά αν αυτοί οι περιορισμοί είναι ισχυρότεροι για τις μικρότερες επιχειρήσεις. Το μέγεθος της επιχείρησης είναι μια ακόμη μεταβλητή της οποίας η επίδραση πάνω στις επενδύσεις έχει διερευνηθεί (Kadapakkam P. et al., 1998) (Audretsch D. et al., 2002). Οι μικρές επιχειρήσεις συμβάλλουν σημαντικά στην ανάπτυξη στις περισσότερες οικονομίες, και κυρίως στις αναδυόμενες οικονομίες, όπου οι νέες εταιρείες θα έπρεπε να ενθαρρυνθούν με επενδυτικά κίνητρα για να ανταγωνιστούν τους λίγους και καλά οργανωμένους ομίλους. Έτσι, ο αντίκτυπος του μεγέθους στους επενδυτικούς περιορισμούς είναι ένα θέμα ιδιαίτερου ενδιαφέροντος. Είναι γεγονός ότι οι ερευνητές μελετούν λιγότερο τις μικρές επιχειρήσεις, πράγμα που αποτελεί αιτία ασύμμετρης πληροφόρησης. Επιπλέον, έρχονται αντιμέτωπες με υψηλότερο κόστος συναλλαγών και κόστος αντιπροσώπευσης. Εάν αυτοί οι παράγοντες είναι σημαντικοί, τότε οι μικρού μεγέθους επιχειρήσεις αναγκάζονται να στραφούν στα ίδια κεφάλαια για τη χρηματοδότησή τους περισσότερο από ότι οι μεγάλοι όμιλοι εταιρειών. Μελέτη σε δείγμα γερμανικών επιχειρήσεων διαφορετικών μεγεθών (Audretsch D. et al., 2002), κατέληξε σε αποτελέσματα που δείχνουν ότι οι μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις φαίνεται να αντιμετωπίζουν μεγαλύτερους περιορισμούς στη ρευστότητά τους και να επιδρά αυτό στην επενδυτική τους δραστηριότητα. Το γεγονός αυτό ερμηνεύεται από τη γερμανική υποδομή,



σχεδιασμένη για να βοηθά τη μικρή επιχείρηση σε θέματα ρευστότητας. Η ρευστότητα και η πληροφόρηση ως ερμηνευτικές μεταβλητές των επενδύσεων εξετάστηκαν και σε δείγμα Ιαπωνικών επιχειρήσεων (Hoshi T. et al., 1991). Για το δείγμα αποδείχθηκε ότι οι επενδύσεις παρουσιάζουν μεγαλύτερη ευαισθησία στην περίπτωση των επιχειρήσεων που δεν έχουν ισχυρούς χρηματοοικονομικούς δεσμούς με τις τράπεζες.

Εκτός από τη σημασία των ταμειακών ροών και της ρευστότητας, πληθώρα ερευνών ασχολήθηκε με την επίδραση της μόχλευσης στην επενδυτική πολιτική της επιχείρησης. Μελέτες τονίζουν τη σημασία της μόχλευσης ως ερμηνευτικής μεταβλητής των επενδύσεων περισσότερο από τις λειτουργικές ταμειακές ροές που συνήθως εξετάζεται (Lang L. et al., 1994). Με τον όρο μόχλευση εννοούμε τη διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Είναι η χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων. Αρνητική αποδεικνύεται η σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών σύμφωνα με έρευνες. (Frank T. Et al, 2008) (Yuan Y. Et al, 2011). Κατατάσσοντας τις επιχειρήσεις ανάλογα με την ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών (Lang L. et al., 1994), η έρευνα απέδειξε ότι η αρνητική σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδύσεων ισχύει στην περίπτωση των επιχειρήσεων με χαμηλό δείκτη Tobin's Q, και όχι για αυτές που έχουν καλές επενδυτικές ευκαιρίες. Παρατηρήθηκε λοιπόν, ότι η μόχλευση σχετίζεται αρνητικά με την ανάληψη επενδυτικών σχεδίων μόνο στην περίπτωση που οι επιχειρήσεις δεν διαθέτουν επενδυτικές ευκαιρίες με θετική παρούσα αξία. Σε κατηγοριοποίηση των επιχειρήσεων δείγματος φαρμακευτικών επιχειρήσεων στην Ινδία ανάλογα με το μέγεθος, τα αποτελέσματα για τις επιχειρήσεις μεσαίου και μεγάλου μεγέθους έδειξαν μια σημαντική θετική σχέση μεταξύ μόχλευσης και επενδυτικών αποφάσεων (Franklin J. et al., 2011). Αντίθετα, αρνητική σχέση αποδείχθηκε να υπάρχει στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων.

Όταν η επιχείρηση αντιμετωπίζει περιορισμούς στη χρηματοδότηση της με ξένα κεφάλαια λόγω ασύμμετρης πληροφόρησης, τότε θα στραφεί στη χρηματοδότηση των επενδυτικών δαπανών μέσω ιδίων κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή μια ανακοίνωση για αύξηση των επενδύσεων μπορεί να είναι ένα σημάδι που να φανερώνει την τρέχουσα κερδοφορία της επιχείρησης.

Σε ένα δυναμικό πλαίσιο, εάν οι μάνατζερ επενδύουν σε έργα με θετική παρούσα αξία, θα περιμέναμε να υπάρχει αιτιώδης σχέση που να οδηγεί από τις επενδύσεις στα κέρδη. Σε αντίθετη περίπτωση, εάν τα αποτελέσματα της έρευνας είναι απόρροια του γεγονότος ότι οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν περιορισμούς στη χρηματοδότηση κατά τον καθορισμό της επενδυτικής πολιτικής, θα περιμέναμε να δούμε ότι τα κέρδη προκαλούν τις επενδύσεις, επειδή η μεταβολή στις επενδυτικές δαπάνες οφείλεται περισσότερο στην αλλαγή της διαθεσιμότητας των κεφαλαίων, παρά στην αλλαγή της επενδυτικής ευκαιρίας. Και οι δύο εκδοχές είναι έγκυρες σύμφωνα με την αρθρογραφία (Lee B. et al, 1996). Δηλαδή, κατά μέσο όρο, οι επιχειρήσεις επενδύουν σε έργα των οποίων η NPV είναι θετική, αλλά περιορίζονται στην απόφασή τους από την έλλειψη ιδίων κεφαλαίων. Ως εκ τούτου, μια ανακοίνωση για κεφαλαιουχικές δαπάνες μπορεί να υποδεικνύει τόσο μια μεταβολή των διαθέσιμων πόρων, όσο και μια αλλαγή της επενδυτικής ευκαιρίας.

Συνεπώς αποδεικνύεται η δυναμική σχέση μεταξύ των δύο μεγεθών. Τα κέρδη προκαλούν επενδύσεις, αλλά είναι και απόρροια των επενδύσεων.

Τέλος, όσον αφορά τις μακροοικονομικές πολιτικές, όπως είναι οι αλλαγές στην φορολογία, μπορούν επίσης να επηρεάσουν τις επενδυτικές αποφάσεις. Επιχειρήσεις που είναι χρηματοοικονομικά περιορισμένες είναι πιο ευαίσθητες σε φορολογικές επιβαρύνσεις. Συγκεκριμένα, αυτό που ενδιαφέρει μια επιχείρηση προκειμένου να αναλάβει μια επένδυση είναι οι οριακοί φορολογικοί συντελεστές που επιβαρύνουν τις αποδόσεις από ένα επενδυτικό σχέδιο και όχι οι μέση φορολογική επιβάρυνση από τις επενδύσεις. Σε μια ατελή αγορά κεφαλαίου παρόλα αυτά, δεν αρκεί οι επιχειρήσεις να εστιάζονται μόνο στο κόστος της χρηματοδότησης, όπως αυτό καθορίζεται στις αγορές. Σε αυτή την περίπτωση, οι αποφάσεις για επενδύσεις επηρεάζονται από τον μέσο φορολογικό συντελεστή που επιβαρύνει τις αποδόσεις από τα επενδυτικά σχέδια όσο και από τις επιβαρύνσεις από τον οριακό φορολογικό συντελεστή.

Συμπερασματικά, είναι φανερό ότι η αρθρογραφία είναι πλούσια σε έρευνες που αφορούν τη σχέση των επενδύσεων με άλλες χρηματοοικονομικές μεταβλητές, τόσο αιτιώδεις σχέσεις, όσο και δυναμικές. Οι μελέτες έχουν εκπονηθεί σε διαφορετικές χρονικές περιόδους, για διαφορετικούς κλάδους, μορφές και μεγέθη επιχειρήσεων, με ποικίλες μεθοδολογίες και δείγματα. Πάντα υπάρχει χώρος για περαιτέρω έρευνα και μελέτη των χρηματοοικονομικών μεγεθών, για επιβεβαίωση των υποθέσεων και για νέα συμπεράσματα.

## Κεφάλαιο 7: Επενδύσεις και οικονομική κρίση.

Μελετώντας τις επενδύσεις σήμερα, δεν μπορούμε να μην αναφερθούμε στο εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον που αναμφίβολα τις επηρεάζει. Οικονομική κρίση είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία βιώνει διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Με τον όρο οικονομική δραστηριότητα εννοούμε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.τ.λ. Ο βασικότερος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις, οι οποίες όταν αυξομειώνονται, συμπαρασύρουν μαζί τους και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι η τρέχουσα χρηματοπιστωτική κρίση έχει επηρεάσει την παγκόσμια πραγματική οικονομία, με αρνητικές συνέπειες σε όλο το φάσμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Σε επίπεδο επιχειρήσεων η εν λόγω κρίση εκδηλώνεται με μία σειρά από δυσμενείς συνθήκες όπως πτώση της ζήτησης των προϊόντων και υπηρεσιών, πίεση για χαμηλότερες τιμές και μεγαλύτερη πίστωση, ενώ παρουσιάζονται έντονα προβλήματα είσπραξης απαιτήσεων αλλά και εξόφλησης υποχρεώσεων με παράλληλη προβληματική και ελλιπή χρηματοδότηση από τις τράπεζες. Σύμφωνα με μελέτη του ΟΟΣΑ, οι πιέσεις ρευστότητας, οι αντικειμενικές δυσκολίες για εύρεση πηγών χρηματοδότησης, ο περιορισμός των πιστώσεων, οι μειώσεις στις πωλήσεις και στις διαθέσιμες ταμειακές ροές, και οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν οι βραχυπρόθεσμες πληρωμές είναι μόνο μερικοί από τους παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν κάποιες ιδιωτικές επιχειρήσεις στη μείωση των επενδύσεών τους. (OECD, 2011)

Η ελληνική οικονομία βρίσκεται σε ύφεση από το πρώτο τρίμηνο του 2009. Οι επιχειρήσεις εξακολουθούν ακόμη και σήμερα να υφίστανται την ύφεση, την ανυπαρξία χρηματοδότησης, τις πολλαπλές φορολογίες, το προβληματικό διεθνές περιβάλλον και το κυρίαρχο κλίμα αβεβαιότητας. Σύμφωνα με την έκθεση του Συνδέσμου Επιχειρήσεων και Βιομηχανιών (ΣΕΒ, 2012) η παράταση της αβεβαιότητας σχετικά με την ικανότητα της χώρας να διατηρήσει τις προοπτικές ανάκαμψης από την υφιστάμενη κρίση πλέον επιδρά σημαντικά στην ικανότητα- ακόμα και ισχυρών και υγιών, επιχειρήσεων- να χρηματοδοτήσουν τις καθημερινές δραστηριότητές τους. Οι επιπτώσεις αυτής της αβεβαιότητας δεν αντανakλώνται μόνο στην αδυναμία ή τους όρους άντλησης χρηματοδότησης των καθημερινών λειτουργικών αναγκών μιας επιχείρησης, καθώς οποιαδήποτε επενδυτική πρωτοβουλία πλήττεται ακόμα περισσότερο από αυτή την εξέλιξη. Έρευνα του 2009 στις βιομηχανικές επιχειρήσεις της βορείου Ελλάδας κατέληξε στο συμπέρασμα ότι για το σύνολο των επιχειρήσεων του δείγματος που εξετάστηκε, έχουν επηρεαστεί αρνητικά ή πολύ αρνητικά τα επενδυτικά τους σχέδια. ([www.epistimonikomarketing.gr](http://www.epistimonikomarketing.gr))

Στον απόηχο της παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, αναπτύσσεται ένας νέος τρόπος σκέψης, ο οποίος όχι μόνο θα βοηθήσει στην αντιμετώπιση της κρίσης αλλά θα δώσει

νέα ώθηση για μακροχρόνια ανάπτυξη. Οι επενδύσεις είναι αυτές που θα βγάλουν τις επιχειρήσεις από το τέλμα στο οποίο της έχει οδηγήσει η κρίση. Σύμφωνα με τον Οργανισμό Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) προτείνεται η επένδυση σε άυλα περιουσιακά στοιχεία (intangibles assets) καθώς επίσης και οι επενδύσεις στην καινοτομία (innovation). Το πρώτο σχέδιο (project) αφορά σε επενδύσεις σε άυλα, δηλαδή μηχανογραφημένα στοιχεία, όπως το λογισμικό και βάσεις δεδομένων, επενδύσεις σε Έρευνα & Ανάπτυξη, πνευματικά δικαιώματα και εμπορικά σήματα. Προτρέπει τις επιχειρήσεις να επενδύσουν στη μάρκα (brand equity), στο ξεχωριστό ανθρώπινο κεφάλαιο, στις διαπροσωπικές σχέσεις που ενώνουν τους ανθρώπους, στην τεχνογνωσία (know how), στη διαφήμιση και το μάρκετινγκ. Η έρευνα υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις που ακολούθησαν αυτό το παράδειγμα σε Ευρώπη, Η.Π.Α. και Ιαπωνία, είδαν την παραγωγικότητά τους να αυξάνεται σημαντικά. (OECD, 2011) Ως μέρος της στρατηγικής αντιμετώπισης της οικονομικής κρίσης, αναπτύχθηκε από τον ΟΟΣΑ και η στρατηγική για την καινοτομία, εστιάζοντας σε μέτρα για την αποκατάσταση της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης. Το σχέδιο αυτό περιλαμβάνει οικονομικά πακέτα στήριξης που προορίζονταν για επενδύσεις στον τομέα της Έρευνας και Ανάπτυξης, σε σύγχρονες (smart) υποδομές, επενδύσεις στην εκπαίδευση, στην πράσινη (green) οικονομία, και τη στήριξη της καινοτομίας. (OECD, 2009)

## Κεφάλαιο 8: Χρηματοοικονομικές Αγορές.

Μία αναπτυγμένη οικονομία βασίζεται στην αποτελεσματική μεταφορά πόρων από τις πλεονάζουσες οικονομικές μονάδες στις ελλειμματικές. Αυτό σημαίνει τη μεταφορά κεφαλαίων από τους αποταμιευτές στις επιχειρήσεις που χρειάζονται κεφάλαια. Ο όρος αποτελεσματικότητα εμπεριέχει τις έννοιες της άμεσης ανταπόκρισης της αγοράς, με ταυτόχρονα χαμηλό κόστος.

Υπάρχει πληθώρα διαφορετικών χρηματοοικονομικών αγορών (financial markets) στη σύγχρονη οικονομία. Στις χρηματοπιστωτικές αγορές η τακτοποίηση απαιτήσεων και υποχρεώσεων με τα διάφορα χρηματοπιστωτικά μέσα αποτελεί κομμάτι της βιωσιμότητας, της εξέλιξης και της συνέχειας των μερών που συμμετέχουν. Η τακτοποίηση των απαιτήσεων και των υποχρεώσεων διεκπεραιώνεται από τη στιγμή της λογιστικής τους εγγραφής σε οριζόμενα χρονικά διαστήματα βάσει συμφωνιών και κανόνων που διέπουν το χρηματοπιστωτικό σύστημα. Ανάλογα το διάστημα συναλλαγής για τη διεκπαιρέωσή τους, κάνουμε το διαχωρισμό στις χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές. Όταν το διάστημα τακτοποίησης ορίζεται σε χρόνο μικρότερο του έτους, πραγματοποιείται στις χρηματαγορές (money markets), ενώ όταν ο χρόνος συναλλαγής προσδιορίζεται σε διάστημα μεγαλύτερο του έτους τότε γίνεται αναφορά στις κεφαλαιαγορές (capital markets). Πιο συγκεκριμένα

☞ Με τον όρο χρηματαγορές εννοούμε την αγορά στην οποία διακινούνται χρηματοπιστωτικά μέσα βραχυπρόθεσμης διάρκειας, τα οποία έχουν μεγάλη εμπορευσιμότητα και ρευστοποιούνται πολύ εύκολα, είναι δηλαδή στενά υποκατάστατα του χρήματος ή περιλαμβάνονται στον ορισμό της προσφοράς του χρήματος. Παράλληλα ο κίνδυνος αθέτησης και γενικότερα ο πιστωτικός κίνδυνος, οφειλόμενος στη διαχρονική μεταβολή της πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών των χρηματοπιστωτικών μέσων, είναι χαμηλός.

☞ Με τον όρο Κεφαλαιαγορά ορίζεται η αγορά στην οποία διακινούνται χρηματοπιστωτικά μέσα μακροπρόθεσμης διάρκειας, η εμπορευσιμότητα των οποίων είναι χαμηλότερη και η ρευστότητα τους λιγότερο εύκολη από αυτή των μέσων της χρηματαγοράς. Ο κίνδυνος αθέτησης και γενικότερα ο πιστωτικός τους κίνδυνος είναι, θεωρητικά τουλάχιστον, αυξημένος, αφού η μακροπρόθεσμη πρόβλεψη της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη δεν είναι εύκολη. (Αρτίκης Γ. Π., 2002)

## 8.1 Η αποτελεσματικότητα των αγορών.

Ο όρος αποτελεσματικότητα της αγοράς (market efficiency) ή αλλιώς αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς (stock market efficiency) αναφέρεται στο βαθμό κατά τον οποίο η τρέχουσες τιμές των διάφορων τίτλων αντικατοπτρίζουν τις διαθέσιμες πληροφορίες στην αγορά. Μία αγορά στην οποία κάθε νέα πληροφορία ενσωματώνεται πολύ γρήγορα και με ακρίβεια στις τιμές των τίτλων χαρακτηρίζεται ως αποτελεσματική. Με άλλα λόγια αποτελεσματική αγορά είναι αυτή στην οποία η αγοραία τιμή είναι μία αμερόληπτη εκτίμηση της αληθινής τιμής της επένδυσης.

Με άλλα λόγια, οι αγορές κεφαλαίου ορίζονται ως αποτελεσματικές όταν οι τιμές της αγοράς των διαφόρων χρεογράφων αντανακλούν όλες τις δυνατές υπάρχουσες δημόσιες πληροφορίες. Με το ρήμα αντανακλούν, νοείται ότι οι τιμές προσαρμόζονται με ταχείς ρυθμούς στις νέες πληροφορίες. Οι πληροφορίες αυτές αφορούν την οικονομία, τις χρηματιστηριακές αγορές, τη συγκεκριμένη εταιρεία κτλ. Πιο συγκεκριμένα, μια νέα πληροφορία μπορεί να επιφέρει αρχικά την αλλαγή της πραγματικής αξίας μίας μετοχής, αλλά στη συνέχεια θα ακολουθήσουν τυχαίες διακυμάνσεις (random walk) των τιμών. Σύμφωνα λοιπόν με τη θεωρία της αποτελεσματικής αγοράς, το πλεόνασμα κερδών (υπερκέρδη) δεν μπορεί να διατηρηθεί μακροχρόνια, διότι ένας σημαντικός αριθμός ατόμων με ικανοποιητικά κεφάλαια θα αντιληφθεί την ευκαιρία και θα εισέλθει στη συγκεκριμένη αγορά. Ως αποτέλεσμα αυτού, θα εξαντληθούν τα περιθώρια για πλεόνασμα κέρδους και έτσι οι τιμές θα ακολουθήσουν ένα τυχαίο βάδισμα.

Οι προϋποθέσεις για την ύπαρξη αποτελεσματικών αγορών είναι οι ακόλουθες:

- ⊗ Η αγορά των χρηματιστηριακών αξιών βρίσκεται σε ισορροπία και η κεφαλαιαγορά είναι τέλεια. Υπάρχει μεγάλη προσφορά και ζήτηση για κάθε αξιόγραφο, δεν υπάρχουν φόροι και προμήθειες επί των συναλλαγών και οι τιμές δεν επηρεάζονται από τη δράση μικρού αριθμού επενδυτών.
- ⊗ Επικρατούν συνθήκες πλήρους πληροφόρησης.
- ⊗ Όλοι οι συμμετέχοντες έχουν παρόμοιες υποκειμενικές εκτιμήσεις και συμφωνούν στις συνέπειες των πληροφοριών στις τρέχουσες και μελλοντικές τιμές των χρεογράφων.
- ⊗ Όλοι οι συμμετέχοντες έχουν ομογενείς προσδοκίες στον ίδιο χρονικό ορίζοντα.
- ⊗ Όλοι δανείζουν και δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο χωρίς κόστος αγοραπωλησίας.
- ⊗ Ο δείκτης πληθωρισμού είναι μηδενικός.

Οι παραπάνω προϋποθέσεις οδηγούν στη δημιουργία μίας συνεχούς αγοράς όπου διαμορφώνονται δίκαιες τιμές (fair prices). Στην πράξη αυτό που απαιτείται είναι οι

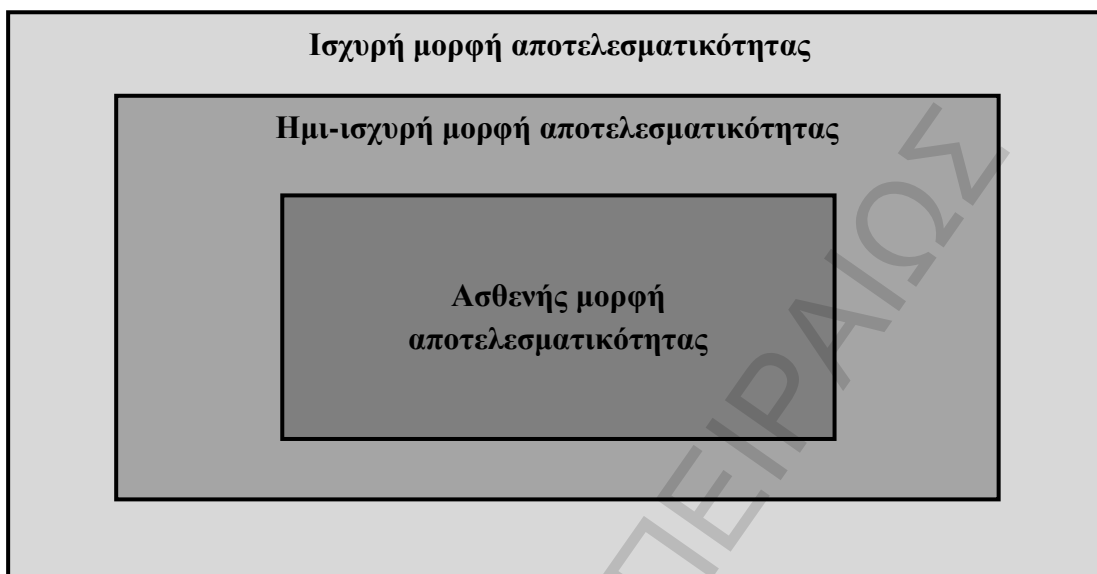
τιμές να δίνουν τα σωστά μηνύματα για την κατανομή κεφαλαίων, όταν τα αξιόγραφα γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Συνεπώς, αποτελεσματική αγορά κεφαλαίου υπάρχει όταν οι χρηματιστηριακές τιμές των αξιογράφων ταυτίζονται με την πραγματική τους αξία. (Αποστολόπουλος Ι. Ν., 2007)

Η Θεωρία των αποτελεσματικών αγορών βρίσκει εφαρμογή στη χρηματιστηριακή αγορά και ο λόγος είναι ότι οι τιμές των αξιόγραφων που διαπραγματεύονται σε αυτή τη μορφή κεφαλαιαγοράς μεταβάλλονται συνεχώς αντιδρώντας σχετικά άμεσα σε κάθε είδους εξωγενή παράγοντα. Η οικονομική ανάλυση δίνει απαντήσεις στις μεταβολές των τιμών των μετοχών μέσω της υπόθεσης της ορθολογικής κεφαλαιαγοράς. Η αξία των χρηματιστηριακών τίτλων σε κάθε χρονική στιγμή εξαρτάται από δύο μεγάλα σύνολα παραγόντων. Το ένα είναι το σύνολο των δεδομένων και πληροφοριών που βρίσκονται στη διάθεση των επενδυτών κάθε χρονική στιγμή και το άλλο είναι το προφίλ των επενδυτών. (Fama, 1970)

Η ύπαρξη των προϋποθέσεων της υπόθεσης της ορθολογικής χρηματιστηριακής αγοράς και η ορθολογική συμπεριφορά των επενδυτών μας οδηγεί στην ύπαρξη της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς. (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009). Ωστόσο ερευνητές και μελέτες υποστηρίζουν την αμφισβήτηση της αποτελεσματικής χρηματιστηριακής αγοράς για δύο βασικούς λόγους. Ο πρώτος είναι ότι σε μικρά χρηματιστήρια όπου ο αριθμός των υποψηφίων επενδυτών είναι μικρός, η επιλογή των μετοχικών τίτλων περιορισμένη και επικρατεί ισχύτητα συναλλαγών οι εμπειρικές μελέτες της θεωρίας αποτελεσματικής αγοράς εμφανίζουν παρεκκλίσεις από τις ισχύουσες προϋποθέσεις. Αυτό συμβαίνει γιατί σε τέτοιου είδους χρηματιστηριακές αγορές εμφανίζονται στρατηγικές αγοραπωλησιών και πληροφόρησης στη βάση μονοπωλιακών πλεονεκτημάτων από την πλευρά είτε της προσφοράς είτε της ζήτησης. Ο δεύτερος λόγος είναι η αμφισβήτηση του ορθολογισμού των επενδυτών καθώς ιστορικά εμφανίζεται η τάση της υπερτίμησης κάποιων μετοχικών τίτλων σε σχέση με την πληροφόρηση που υπάρχει τη δεδομένη χρονική στιγμή, η οποία αποδεικνύεται μετέπειτα παράλογη από την εξίσου μεγάλη υποτίμησή τους. Η υπόθεση της μη ορθολογικότητας των επενδυτών βασίζεται κυρίως στην ψυχολογία του ατόμου η οποία επηρεάζεται άμεσα από συμπεριφορικές τάσεις μμητισμού, φόβου, απληστίας, και ταύτισης κινήσεων σε ένα σύνολο. (Καραθανάσης, 2002)

Η Υπόθεση της Αποτελεσματικής Αγοράς δεν απορρίπτει την πιθανότητα να υπάρχουν ανωμαλίες, οι οποίες καταλήγουν στη δημιουργία υπερκανονικών κερδών. Στην πραγματικότητα, η αποτελεσματικότητα της αγοράς δεν απαιτεί οι τιμές να είναι ίσες με τη «δίκαιη αξία» (fair value) τους σε κάθε στιγμή. Οι τιμές μπορούν να είναι υπερτιμημένες ή υποτιμημένες σε τυχαία βάση, έτσι ώστε σε τελική ανάλυση να έχουν μηδενική μέση αξία. Για το λόγο αυτό, επειδή οι αποκλίσεις από τη δίκαιη τιμή μίας μετοχής είναι τυχαίες, οι στρατηγικές επενδύσεων που καταλήγουν να «νικούν την αγορά» δεν μπορούν να είναι συνεπή φαινόμενα.

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική βιβλιογραφία (Fama, 1970), διακρίνουμε τους εξής τρεις βαθμούς αποτελεσματικότητας της αγοράς χρεογράφων, όπως φαίνονται στο σχήμα:



Σχήμα 8.1 Βαθμοί αποτελεσματικότητας της αγοράς.

- Η αγορά χαρακτηρίζεται από *αποτελεσματικότητα ασθενούς βαθμού* όταν η τρέχουσα τιμή του χρεογράφου αντικατοπτρίζει τις πραγματοποιηθείσες τιμές του. Σύμφωνα με αυτήν την μορφή αποτελεσματικότητας, ιστορικές και παροντικές πληροφορίες της χρηματιστηριακής αγοράς όπως μεταβολές τιμών, χρηματιστηριακοί δείκτες, αποδόσεις, όγκος συναλλαγών αντικατοπτρίζονται στις τιμές των μετοχικών τίτλων επομένως δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για προβλέψεις στις τιμές των μετοχών τίτλων.
- Η αγορά χαρακτηρίζεται από *αποτελεσματικότητα ημισχυρής μορφής* όταν όλη η δημόσια πληροφόρηση αντικατοπτρίζεται ήδη στις τιμές των χρεογράφων. Σε αυτή τη μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές των μετοχικών τίτλων έχουν ενσωματώσει όλη τη δημοσιευμένη πληροφόρηση της χρηματιστηριακής αγοράς όπως ισολογισμούς εταιρειών, ανακοινώσεις κερδών, μερισμάτων, κ.α άρα δεν μπορεί να προβλεφτεί από τους επενδυτές μελλοντικές τιμές και επίτευξη υπερβάλλουσας απόδοσης. Επομένως η ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας περικλείει την ασθενή μορφή.
- Η αγορά χαρακτηρίζεται από *αποτελεσματικότητα ισχυρής μορφής* όταν οι τιμές των χρεογράφων αντανακλούν τόσο τη δημόσια όσο και την ιδιωτική πληροφόρηση. Στην ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας, οι τιμές των μετοχικών τίτλων αντικατοπτρίζουν όλες τις πληροφορίες δημοσιευμένες και μη, δηλαδή πληροφορίες που έχουν άτομα μέσα από μία εταιρεία και δεν έχουν δημοσιευτεί ακόμα. Επομένως το σύνολο των πληροφοριών αυτών, δεν μπορεί



να χρησιμοποιηθεί από τους επενδυτές για να προβλέψουν μελλοντικές τιμές των αξιόγραφων. Η ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας της αγοράς περιλαμβάνει και την ασθενής και την ημι-ισχυρή μορφή αγοράς. (Επίσκοπος Α., 2009)

Αξίζει να σημειώσουμε ότι η αποτελεσματικότητα των κεφαλαιαγορών δε σημαίνει ότι οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα για τέλεια πρόβλεψη. Αυτό που σημαίνει είναι ότι το τρέχον επίπεδο των τιμών είναι μία αμερόληπτη εκτίμηση του πραγματικού επιπέδου δεδομένων όλων των διαθέσιμων πληροφοριών.

## **8.2 Η αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις για επενδυτικές αποφάσεις.**

Η αποτελεσματικότητα της χρηματιστηριακής αγοράς (stock market efficiency) υπήρξε ένα από τα πιο μελετημένα θέματα της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Πληθώρα ερευνητών μελέτησε και μελετά την επίδραση που έχουν οι πληροφορίες που λαμβάνουν οι επενδυτές στη συμπεριφορά του χρηματιστηρίου. Προς αυτή την κατεύθυνση κινήθηκε και η έρευνα των Fama, Fisher, Jensen και Roll (1969) καταλήγοντας στο συμπέρασμα ότι οι τιμές των μετοχών αντιδρούν και προσαρμόζονται σχεδόν αμέσως μετά την ανακοίνωση της νέας πληροφορίας, υποστηρίζοντας την πρόταση της αποτελεσματικότητας της χρηματιστηριακής αγοράς. (Fama et al, 1969)

Παρόμοια αποτελέσματα είχε και η συντριπτική πλειοψηφία της εμπειρικής έρευνας. Υποστηρίζει δηλαδή την πεποίθηση ότι η αγορά είναι πληροφοριακά αποτελεσματική όσον αφορά στις διαθέσιμες στο κοινό πληροφορίες. Αυτό σημαίνει ότι οι τιμές των μετοχών αντανακλούν όλες τις δημόσιες πληροφορίες και ανταποκρίνονται γρήγορα στις νέες πληροφορίες που μπορεί να επηρεάσουν τον κίνδυνο και την απόδοση των τίτλων. Έτσι, σε μία πληροφοριακά αποτελεσματική αγορά, η αντίδραση της τιμής της μετοχής στις εταιρικές ανακοινώσεις αντιπροσωπεύει την αξιολόγηση των εταιρικών αποφάσεων από την αγορά.

Από τα παραπάνω μπορούμε να συνάγουμε το συμπέρασμα ότι οι χρηματιστηριακές αγορές είναι αποτελεσματικές στο να τοποθετούν και να κατανέμουν κεφάλαια με βάση την αναμενόμενη απόδοση και τον κίνδυνο. Με βάση αυτήν την παραδοχή, μπορούμε να προβούμε σε ορισμένες γενικεύσεις σχετικά με την ισορροπία της αγοράς και τις επιπτώσεις της στην εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης. (Αποστολόπουλος Ι. Ν., 2007)

Η πρόσφατη χρηματοοικονομική θεωρία υποστηρίζει ότι οι μάνατζερ είναι υποχρεωμένοι από τις δυνάμεις της αγοράς κεφαλαίων να λαμβάνουν επενδυτικές αποφάσεις με στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας επιχείρησης (Fama et al, 1985). Σύμφωνα με την άποψη αυτή, η λογιστική μέτρηση των επιδόσεων με δείκτες, όπως τα κέρδη ανά μετοχή, η απόδοση των επενδύσεων (ROI), και η απόδοση ιδίων κεφαλαίων

(ROE) δεν μετρά σωστά την αξία των επενδυτικών αποφάσεων των μανάτζερ. Η πραγματική μέτρηση της μακροπρόθεσμης αξίας μιας επενδυτικής απόφασης είναι το αν δημιουργεί οικονομική αξία για τους μετόχους, όπως αυτό μετράται μέσω των αποδόσεων των μετοχών (abnormal stock returns).

Σύμφωνα με την αρθρογραφία, τρεις είναι οι εναλλακτικές υποθέσεις σχετικά με την επίδραση των ανακοινώσεων περί επενδυτικών αποφάσεων στην χρηματιστηριακή αγορά:

- ✘ Η Υπόθεση μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων.
- ✘ Η Υπόθεση των θεσμικών επενδυτών.
- ✘ Υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών.

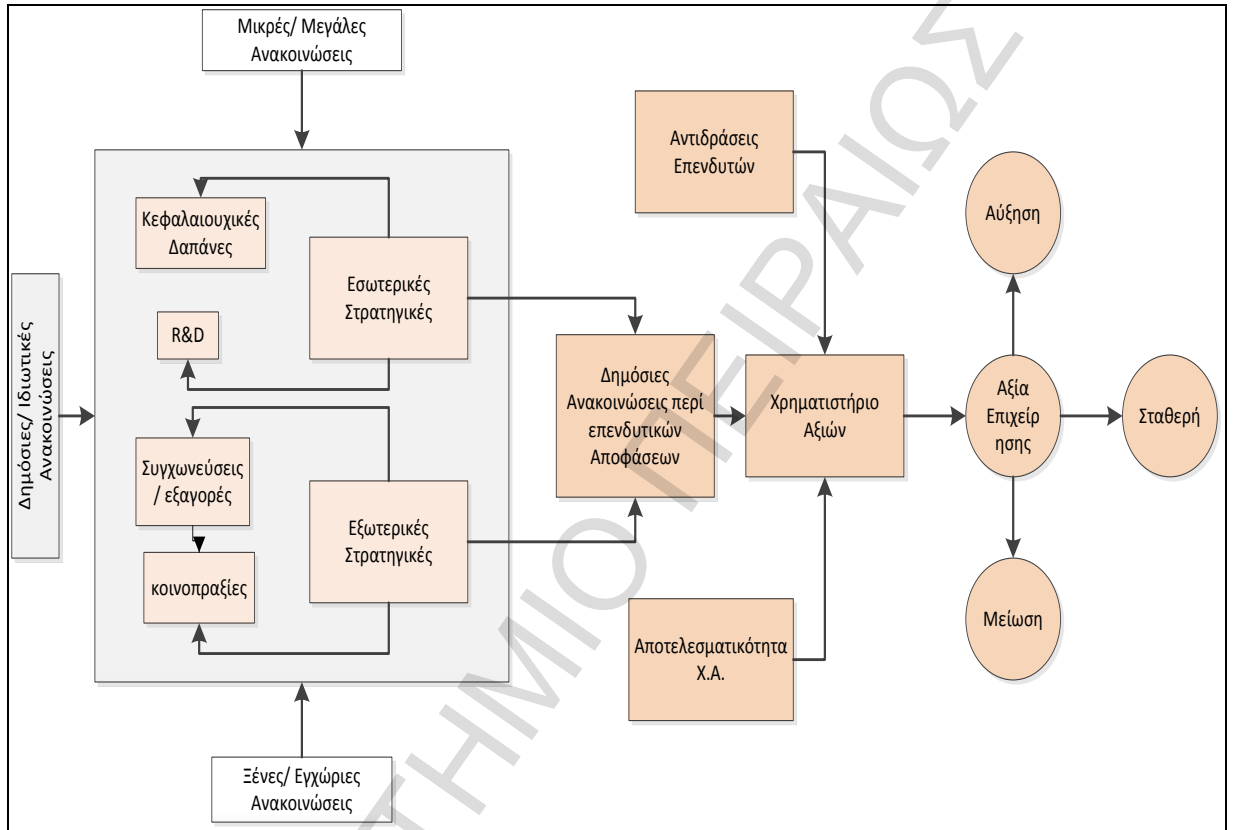
Πιο αναλυτικά, η *Υπόθεση μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων* (shareholder value maximization hypothesis) υποστηρίζει ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις εταιρικές ανακοινώσεις περί επενδύσεων, όταν θεωρείται ότι οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές. Η υπόθεση προβλέπει θετική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις αποφάσεις για επένδυση, διότι το χρηματιστήριο επιβραβεύει τους μανάτζερ για την ανάπτυξη στρατηγικών που αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων. Το σενάριο αυτό είναι γνωστό και ως νεοκλασική προσέγγιση, οποία αναμένει αύξηση των τιμών των μετοχών ανάλογη με το καθαρό όφελος των μετόχων.

Η δεύτερη υπόθεση, γνωστή ως *Υπόθεση των θεσμικών επενδυτών* (Institutional investors hypothesis) προβλέπει ότι το χρηματιστήριο αντιδρά αρνητικά στις ανακοινώσεις των επιχειρήσεων για επενδυτικές αποφάσεις. Η προσέγγιση αυτή είναι γνωστή και ως μωπική προσέγγιση (myopic approach) και υποδηλώνει ότι οποιαδήποτε μεγάλη δαπάνη για επένδυση ακολουθείται από μια προσαρμογή των τιμών των μετοχών προς τα κάτω, λόγω της υπεραισιοδοξίας των μανάτζερ. Έρευνες δείχνουν ότι οι κεφαλαιαγορές των Η.Π.Α. κυριαρχούνται από τέτοιους θεσμικούς επενδυτές, οι οποίοι επιδιώκοντας την ανώτερη τριμηνιαία απόδοση, περιφρονούν τις μακροπρόθεσμες επενδύσεις επειδή μειώνουν τα βραχυπρόθεσμα κέρδη. (Wooldridge et al, 1990)

Τέλος, η *Υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών* (rational expectations hypothesis) υποστηρίζει ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στο άκουσμα των νέων πληροφοριών είναι μηδενική. Το σενάριο αυτό προβλέπει ότι οι τιμές των μετοχών δεν αντιδρούν γρήγορα ή έντονα, επειδή οι επενδυτές θεωρούν ότι οι μανάτζερ προβαίνουν σε επενδύσεις προσωρινές, προκειμένου να διατηρήσουν την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων τους (competitive fitness) και όχι να δημιουργήσουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα (competitive advantage).

Για την καλύτερη κατανόηση των προαναφερθέντων, παρουσιάζεται το παρακάτω πλαίσιο (framework) βασισμένο στο αντίστοιχο, όπως το απέδωσαν οι Suresh S., Thenmozhi M. και Vijayaraghavan P., στο έργο τους “Stock Market reaction to corporate strategic decisions” (2006). Το πλαίσιο αυτό αποδίδει οπτικά τη σχέση μεταξύ

των επενδυτικών αποφάσεων και της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Διαχωρίζει τις επενδυτικές στρατηγικές σε εσωτερικές (internal strategies) και εξωτερικές (external strategies) και με τη βοήθεια ενός σχεδιαγράμματος δείχνει τα τρία διαφορετικά σενάρια που μπορούν να προκύψουν.



Σχήμα 8.2 Η σχέση μεταξύ επενδυτικών αποφάσεων και χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης.

Πηγή: Suresh S., Thenmozhi M., Vijayaraghavan P., *Stock Market reaction to corporate strategic decisions*, 2006

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΜΕΡΟΥΣ Α

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Αποστολόπουλος Ι. Ν., *Ειδικά θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως, Μέθοδοι, Εργαλεία, Εφαρμογές*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2007

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων*, εκδόσεις Interbooks, 2002

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων*, εκδόσεις Interbooks, 2002

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός*, εκδόσεις Interbooks, 2003

Αρτίκης Π. Γ., *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*, εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2010.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, θεωρία και πρακτική*, εκδόσεις Rosili, 2008.

Δράκος Α. Α., Καραθανάσης Γ. Α., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση των επιχειρήσεων*, εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2010.

Επίσκοπος Α., *Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Επενδύσεις και Χρηματοδότηση*, Εκδόσεις Σμπιλίας Α.Ε.Β.Ε. «Το Οικονομικόν», Αθήνα 2009.

Καραθανάση Γ. Α., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2002.

Κυριαζής Δ. Α., *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα 2007

Φίλιππας Ν. Δ., *Αμοιβαία κεφάλαια, Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις*, Εκδόσεις Μπάμπalos Β.- Στυλιανίδης Σ. Ε.Ε., Αθήνα 2010.

### ΞΕΝΗ

Butler R., Davies L., Pike R., Snarp J., *Strategic Investment Decisions: Theory, Practice and Process*, 1993 (ebook)

Mansfield E., *Managerial Economics, Theory, Applications and Cases*, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1996

Wheelen T. L., J. D. Hunger, *Concepts in Strategic Management and Business Policy*, Pearson Education Inc., New Jersey 2006

## ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

*Δελτίο Αποτελεσμάτων Έρευνας Επενδύσεων στη Βιομηχανία, Έρευνα Οκτωβρίου – Νοεμβρίου*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (ΙΟΒΕ), Φεβρουάριος 2012

*Οι Ελληνικές Επιχειρήσεις το 2010. Ανάλυση αποτελεσμάτων και απασχόλησης*, Εκδόσεις ΣΕΒ, Μάιος 2012

### ΞΕΝΗ

Audretsch David B., Elston Julie Ann, *Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany*, 2002

Bhana N., *The market reaction to capital expenditure announcements*, Investment Analysts Journal – No. 68, 2008

Cleary Sean, *The relationship between firm investment and financial status*, 1999

Fama E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, R. Roll, *The Adjustment of stock prices to new information*, 1969

Fama E. F., M. C. Jensen, *Organizational forms and investment decisions*, 1985

Fazzari Steven M., Hubbard R. Glenn, Petersen Bruce C., *Financing constraints and corporate investment*, 1988

Franck Tom, Huyghebaert Nancy, *The Impact of Leverage on Investment Expenditures: New Insights from Analyzing Private Enterprises*, 2008

Franklin John. S, Muthusamy. K, *Impact of Leverage on Firms Investment Decision*, International Journal of Scientific & Engineering Research Volume 2, Issue 4, April-2011

Hoshi Takeo, Kashyap Anil, Scharfstein David, *Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups*, 1991

Kadapakkam Palani-Rajan, Kumar P.C., Riddick Leigh A., *The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence*, 1998

Kester WC, *Today's options for tomorrow's growth*, Harvard Business Review, 1984

Lang Larry, Ofek Eli, Stulz Rene M., *Leverage, investment and firm growth*, 1994

Mintzberg, H., Raisinghani, D. & Theoret, A. 'The Structure of "Unstructured" Decision Processes', *Administrative Science Quarterly*, 1976.

Piper J.A., *Classifying capital projects for top management decision making*, 1980

OECD, *Effect of the economic crisis on R&D investment*, 2011

OECD, *A new OECD project, New sources of growth: intangible assets*, 2011

OECD, *Policy responses to the economic crisis: investing in innovation for long-term growth*, 2009

Suresh S., Thenmozhi M., Vijayaraghavan P., *Stock Market reaction to corporate strategic decisions*, 2006

Yuan Yuan, Motohashi Kazuyuki, *Impact of the Debt Ratio on Firm Investment: A case study of listed companies in China*, 2011

Woolridge J.R., C.C. Snow, *Stock market reaction to strategic investment decisions*, 1990

## **ΔΙΑΔΙΚΤΥΑΚΟΙ ΤΟΠΟΙ**

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

[www.epistimonikomarketing.gr](http://www.epistimonikomarketing.gr)

[www.iobe.gr](http://www.iobe.gr)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

[www.sev.org.gr](http://www.sev.org.gr)

## Μέρος Β- Ανασκόπηση Αρθρογραφίας.

### Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή.

Προκειμένου να αναλύσουν τη σχέση μεταξύ επενδύσεων και αξίας της επιχείρησης, οι οικονομολόγοι δεν παρουσίασαν μια απλή θεωρητική προσέγγιση, αλλά μια σειρά εμπειρικών υποδειγμάτων ώστε να τεκμηριώσουν τη θεωρία.

Υπάρχει μεγάλος αριθμός μελετών στη διεθνή βιβλιογραφία που ερευνούν τη σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων. Η απόδειξη της ισχύος της υπόθεσης της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων απασχόλησε πολλούς ερευνητές σε όλο τον κόσμο. Το θέμα αυτό εξακολουθεί να έχει ερευνητικό ενδιαφέρον μέχρι σήμερα, καθώς προκύπτουν διαφορετικά αποτελέσματα ανάλογα με το δείγμα επιχειρήσεων που επιλέγεται να εξεταστεί.

Οι εμπειρικές έρευνες που παρουσιάζονται στη συνέχεια, ανήκουν στη διεθνή αρθρογραφία. Ξεκινώντας την ιστορική αναδρομή από το 1985 και εξής εξετάζονται δείγματα επιχειρήσεων από τις Η.Π.Α., Μεγάλη Βρετανία, Αφρική και Ασία. Από το 1958 όταν οι Modigliani και Miller υποστήριξαν ότι οι επενδυτικές και οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις είναι ανεξάρτητες, πλήθος αρθρογραφίας δημοσιεύτηκε που υποστηρίζει τη σχέση μεταξύ τους, βασιζόμενο στις ατέλειες της κεφαλαιαγοράς.

Ο τρόπος που παρουσιάζεται η ανασκόπηση της αρθρογραφίας που ακολουθεί είναι με κριτήριο το αποτέλεσμα στο οποίο κατέληξαν οι μελέτες, σύμφωνα με τις τρεις εναλλακτικές υποθέσεις που αναλύθηκαν στην προηγούμενη ενότητα. Οι υποθέσεις σχετικά με την επίδραση των ανακοινώσεων για επενδυτικές αποφάσεις στην χρηματιστηριακή αγορά είναι η υπόθεση μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, η υπόθεση των θεσμικών επενδυτών και η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών. Αναφέρονται αντίστοιχα στη θετική, αρνητική και μηδενική επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων.

Αρχικά παραθέτουμε τις μελέτες που επιβεβαιώνουν την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων (νεοκλασική προσέγγιση). Ότι δηλαδή η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις εταιρικές ανακοινώσεις επενδύσεων, όταν ότι οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές. Θεωρείται ότι το χρηματιστήριο επιβραβεύει τους τα στελέχη που ακολουθούν στρατηγικές που αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων.

Η δεύτερη κατηγορία στην οποία ταξινομήσαμε την προγενέστερη έρευνα, αφορά τις μελέτες με αποτελέσματα που δεν συμφωνούν με την υπόθεση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Είναι οι μελέτες που επιβεβαιώνουν την υπόθεση των θεσμικών

επενδυτών και των ορθολογικών προσδοκιών. Η υπόθεση των θεσμικών επενδυτών προβλέπει ότι το χρηματιστήριο αντιδρά αρνητικά στις ανακοινώσεις των επιχειρήσεων για επενδυτικές αποφάσεις. Η υπόθεση των ορθολογικών προσδοκιών υποστηρίζει ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στο άκουσμα των νέων πληροφοριών είναι μηδενική.



## Κεφάλαιο 2: Επιβεβαίωση της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.

Το σημείο εκκίνησης για την εκπόνηση μελετών σχετικά με τη σχέση επένδυσης και αξίας της επιχείρησης είναι το άρθρο που δημοσιεύθηκε από τους J. J. McConnell και C. J. Muscarella. Το 1985 οι ερευνητές, θέλησαν να μελετήσουν αν η αντίδραση της αγοράς κεφαλαίων στις εταιρικές ανακοινώσεις για κεφαλαιουχικές δαπάνες είναι σύμφωνη με την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων και το παραδοσιακό μοντέλο της εταιρικής αποτίμησης. Παίρνοντας δείγμα από 658 αμερικανικές επιχειρήσεις που προέβησαν σε ανακοινώσεις σχετικά με τα σχέδια κεφαλαιουχικών δαπανών τους κατά την επταετή περίοδο από το 1975 μέχρι το 1981. Το δείγμα περιλάμβανε από κοινού δημόσιες εταιρείες κοινής ωφέλειας και βιομηχανικές επιχειρήσεις. Στο σύνολο του δείγματος η έρευνα αποδείχτηκε συνεπής με την υπόθεση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Πιο συγκεκριμένα, παρατηρήθηκε θετική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις των βιομηχανικών επιχειρήσεων, ενώ μηδενική αντίδραση παρατηρήθηκε στην περίπτωση των δημόσιων εταιρειών.

Λίγο αργότερα, το 1990 στις ΗΠΑ, οι J. R. Woolridge και C. C. Snow μελέτησαν την αντίδραση του χρηματιστηρίου στις εταιρικές ανακοινώσεις για στρατηγικές αποφάσεις, όπως δημιουργία κοινοπραξιών, επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, μεγάλες κεφαλαιουχικές δαπάνες και διαφοροποίηση με νέα προϊόντα και αγορές. Με δείγμα που περιλάμβανε 767 ανακοινώσεις 248 επιχειρήσεων σε 102 βιομηχανίες, την περίοδο μεταξύ Ιουνίου του 1972 και Δεκεμβρίου του 1987, το αποτέλεσμα της έρευνας επιβεβαιώνει την ύπαρξη ισχυρής θετικής συσχέτισης μεταξύ των ανακοινώσεων περί επενδύσεων και των τιμών της χρηματιστηριακής αγοράς. Ωστόσο, επισημαίνεται ότι η μελέτη ασχολήθηκε με τις αντιδράσεις της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις των εταιρικών αποφάσεων και όχι στα αποτελέσματα των εν λόγω αποφάσεων.

Οι Su Han Chan, George W. Gau και Ko Wang ερεύνησαν το 1995 την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς των Η.Π.Α. σε 447 ανακοινώσεις αποφάσεων μετεγκατάστασης επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1978-1990. Φαίνεται ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε τέτοιες αποφάσεις είναι συνδεδεμένη με το κίνητρο για μετεγκατάσταση και τις προοπτικές που συνεπάγεται για την επιχείρηση. Το αποτέλεσμα της έρευνας συμφωνεί με τα συμπεράσματα της σχετικής βιβλιογραφίας αναφορικά με την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε ανακοινώσεις των επενδυτικών αποφάσεων.

Οι Laurence E. Blose και Joseph C. P. Shieh (1997) μελέτησαν την αντίδραση της αγοράς στις επενδυτικές ανακοινώσεις κατ' αναλογία με το δείκτη Tobin Q. Με δείγμα αμερικάνικων εταιρειών από το 1985 μέχρι το 1989, η έρευνα κατέληξε σε ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ του δείκτη q και του μεγέθους της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις για επενδυτικές δαπάνες. Τα

συμπεράσματα έχουν ως εξής: (i) Τα αποτελέσματα παρέχουν αποδεικτικά στοιχεία που τεκμηριώνουν τη σχέση μεταξύ του δείκτη  $q$  και της πραγματική επένδυσης για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις. Για τις δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, ωστόσο, δεν υπάρχει τέτοια σχέση. (ii) Η μελέτη διαπιστώνει ότι το μέσο και το οριακό  $q$  συσχετίζονται, αλλά η σχέση είναι κάπως πιο περίπλοκη από την απλή ισότητα, όπως εκτιμάται από πολλές εμπειρικές μελέτες. (iii) Τα ευρήματα αυτά υποδηλώνουν ότι οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν το μέσο δείκτη Tobin  $Q$  για να εντοπίσουν τις εταιρείες με κερδοφόρες επενδυτικές ευκαιρίες.

Το 1998, οι H. Chung, P. Wright και C. Charoenwong χρησιμοποίησαν δείγμα 308 ανακοινώσεων για κεφαλαιουχικές δαπάνες εταιρειών στις Η.Π.Α., κατά τη διάρκεια της 15ετούς περιόδου μεταξύ 1981- 1995. Οι ερευνητές χρησιμοποιούν το Tobin  $Q$  ratio, για την ταξινόμηση του δείγματος σε επιχειρήσεις με αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες και σε εκείνες χωρίς σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι η αντίδραση του χρηματιστηρίου στις επενδυτικές ανακοινώσεις εξαρτάται περισσότερο από την εκτίμηση της αγοράς σχετικά με την ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών. Συγκεκριμένα, (1) για επενδύσεις με θετικό δείκτη  $Q$ , επαληθεύεται η υπόθεση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, και αντιστρόφως. (2) Εάν η αγορά κρίνει ως μη ποιοτικές τις επενδύσεις εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, τότε οι ανακοινώσεις για κεφαλαιακές δαπάνες επιδρούν αρνητικά στην τιμή της μετοχής τους. (3) Ανακοινώσεις για μείωση των κεφαλαιακών δαπανών από επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας, ασκούν αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών τους.

Με βάση τη μελέτη των Emanuele Bajo, Maroc Bigelli, Sandro Sandri το 1998 περί νέων επενδυτικών ανακοινώσεων μεταξύ των ετών 1989-1995 ιταλικών εταιρειών εισηγμένων στο Χρηματιστήριο του Μιλάνο, αποδείχθηκε θετική αντίδραση των τιμών των μετοχών σε νέες επενδυτικές αποφάσεις. Η αντίδραση των τιμών των μετοχών φαίνεται να είναι μεγαλύτερη για τις ανακοινώσεις κοινοπραξιών. Η ανταπόκριση της αγοράς είναι επίσης μεγαλύτερη για τις μη κρατικές εταιρείες και κυρίως όταν η ανακοίνωση αυτή γίνεται σε περίοδο ανόδου των τιμών των μετοχών. Οι επενδύσεις που ανακοινώθηκαν δεν έχουν καμία επίπτωση επί των μετοχών χωρίς δικαίωμα ψήφου, αλλά αυξάνουν την τιμή αγοράς των μετοχών με δικαίωμα ψήφου. Η έρευνα απέδειξε ότι οι νέες επενδύσεις οδηγούν σε προσωπικά οφέλη της διοίκησης και δεν προσθέτουν αξία στην επιχείρηση. Αυτό είναι σύμφωνο με την τυπική δομή της ιταλικής εταιρικής διακυβέρνησης, όταν ο κύριο μέτοχος ελέγχει μια εταιρεία εισηγμένη στο χρηματιστήριο, ενώ έχει μόνο μια κλασματική αξίωση για τις ταμειακές ροές της επιχείρησης.

Σε μελέτη τους το 1999 οι Bruce M. Burton, A. Alasdair Lonie και David M. Power παρέχουν νέες αποδείξεις σχετικά με την αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις επενδυτικών δαπανών στο Ηνωμένο Βασίλειο χρησιμοποιώντας ένα δείγμα 500 ανακοινώσεων από το 1989 μέχρι το 1991. Η έρευνα κατέληξε στα εξής συμπεράσματα. Πρώτον, φαίνεται ότι η αντίδραση της αγοράς στις ανακοινώσεις για κοινοπραξίες είναι

ιδιαίτερα θετικές, ενώ παρόμοιες ανακοινώσεις από μεμονωμένες επιχειρήσεις δεν προκαλούν καμία αντίδραση. Δεύτερον, αποδείχθηκε ότι η αντίδραση της αγοράς στις επενδύσεις μεμονωμένων εταιρειών σχετίζεται θετικά με το μέγεθος των δαπανών, αλλά μόνο για έργα που παράγουν ταμειακές ροές αμέσως. Τέλος, αναφέρεται ότι η μεταβλητότητα στην ανταπόκριση της αγοράς στις ανακοινώσεις που ακολουθούν μεγάλες εισροές μετρητών είναι σημαντικά χαμηλότερη από τη μεταβλητότητα στις αντιδράσεις των επενδυτών στις ανακοινώσεις που δεν οδηγούν σε εισροές.

Οι E. B. Del Brio, J. Perote και J. Pindado σε νέα τους μελέτη με δείγμα 212 ισπανικών εταιρειών, ανέπτυξαν μοντέλο που μελετά σε βάθος τη σχέση μεταξύ επενδύσεων και αξίας της επιχείρησης. Απέδειξαν την άμεση αλλά αντιστρόφως ανάλογη σχέση μεταξύ της αξίας της επιχείρησης και του όγκου των επενδύσεων και τη θετική σχέση μεταξύ ανακοινώσεων για επενδυτικές δαπάνες και αντίδρασης της αγοράς. Φαίνεται επίσης, ότι μακροπρόθεσμα, η αγορά δεν κάνει διακρίσεις μεταξύ των επιχειρήσεων που ανακοίνωσαν επενδυτικά σχέδια και εκείνων που επένδυσαν χωρίς να το ανακοινώσουν.

Οι E. Jones, J. Danbolt και I. Hirst, το 2004, μελέτησαν τη συμπεριφορά του δείγματος 402 εισηγμένων επιχειρήσεων στο Ηνωμένο Βασίλειο, κατά την 5ετή περίοδο μεταξύ 1991- 1996 και εντόπισαν μία σειρά από επιρροές των ανακοινώσεων στην αντίδραση του χρηματιστηρίου. Σε αντίθεση με τις άλλες μελέτες που ερευνούσαν αποκλειστικά την ισχύ της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, η συγκεκριμένη έρευνα εξέτασε ένα πιο ευρύ φάσμα των αποκρίσεων της αγοράς στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Συμπέρανε τελικά, ότι η αγορά διακρίνει τα επενδυτικά σχέδια σε επικερδή και ζημιογόνα και αντιδρά αναλόγως.

Σε μελέτη του το 2008 ο N. Bhana, εξέτασε δείγμα 378 ανακοινώσεων εταιρειών της Νοτίου Αφρικής την περίοδο από 1 Ιανουαρίου 1995 μέχρι 31 Δεκεμβρίου 2004. Το αποτέλεσμα της έρευνας ήταν η επιβεβαίωση της θετικής σχέσης μεταξύ εταιρικών ανακοινώσεων για επενδυτικές κινήσεις και της τιμής της μετοχής της εταιρείας.

Σε επιβεβαίωση της υπόθεσης της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων κατέληξε και η έρευνα των S. Akbar, S. Z. Ali Shah και I. Saadi (2008), εξετάζοντας δείγμα 884 ανακοινώσεων για κεφαλαιουχικές δαπάνες, από 426 εταιρείες διαφορετικών κλάδων, κατά τη διάρκεια μιας περιόδου 14 ετών (1990 – 2003), στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η αγορά φαίνεται να αντιδρά θετικά στις επενδυτικές δαπάνες των επιχειρήσεων.

Ομοίως συμβαίνει και με την περίπτωση του χρηματιστηρίου της Μαλαισίας. Σε μελέτη τους το 2010, οι L.L.Y. Hua και J. M. Shaikh, απέδειξαν ότι οι επενδυτές του χρηματιστηρίου της Μαλαισίας αποδίδουν αξία στις ανακοινώσεις για επενδύσεις, εξετάζοντας δείγμα από επιχειρήσεις του κατασκευαστικού κλάδου και εταιρείες παροχής υπηρεσιών.

Έτσι, τα εμπειρικά στοιχεία δείχνουν ότι όσο η χρηματιστηριακή αγορά είναι αποτελεσματική, θα περίμενε κανείς να επικρατήσει η υπόθεση της Μεγιστοποίησης της Αξίας των Μετόχων και ως εκ τούτου αναμένουμε τις χρηματιστηριακές αγορές να αντιδρούν θετικά στις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων.

### **Κεφάλαιο 3: Μη επιβεβαίωση της υπόθεσης μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.**

Οι S. Suresh, M. Thenmozhi και P. Vijayaraghavan το 2006, διεξήγαγαν έρευνα για την αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στην Ινδία στις ανακοινώσεις για στρατηγικές εταιρικές αποφάσεις. Το δείγμα που μελετήθηκε περιλάμβανε 474 γεγονότα που ανακοινώθηκαν από 122 βιομηχανικές επιχειρήσεις. Σε αντίθεση με τις προηγούμενες μελέτες, τα αποτελέσματα αυτής της έρευνας δείχνουν ότι η ινδική χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά αρνητικά στις ανακοινώσεις για στρατηγικές αποφάσεις των επιχειρήσεων. Συνεπώς στην περίπτωση της Ινδίας επιβεβαιώνεται η Υπόθεση των Θεσμικών Επενδυτών.

Η περίπτωση της Ινδίας μελετήθηκε εκ νέου το 2008 από τους M. Dash και G. Sriram, για να διερευνηθεί η επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων των επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή αγορά. Η μελέτη αφορά επενδύσεις σε κοινοπραξίες, εισαγωγή νέων προϊόντων ή εισαγωγή σε νέα αγορά, αλλαγή διοίκησης και άλλες, και καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι ανακοινώσεις περί επενδυτικών αποφάσεων επιδρούν στην αγοραία αξία της επιχείρησης, αλλά εξαρτάται από το είδος της επένδυσης. Ωστόσο, η μελέτη πάσχει από τον περιορισμό του μικρού μεγέθους του δείγματος, αφού μόνο 123 ανακοινώσεις έχουν ληφθεί υπόψη για την ανάλυση.

Κλείνουμε την αναδρομή με μια πρόσφατη μελέτη του 2011, η οποία αφορά την περίπτωση της χρηματιστηριακής αγοράς της Τουρκίας. Οι A. Özbebek, S. Canikli και Y. Aytürk μελέτησαν την αντίδραση της τουρκικής χρηματιστηριακής αγοράς σε δημόσιες ανακοινώσεις για κεφαλαιακές δαπάνες των επιχειρήσεων, λαμβάνοντας δείγμα που περιλάμβανε ανακοινώσεις 37 γεγονότων από 27 εταιρείες. Η έρευνα υποστηρίζει ότι η αντίδραση του χρηματιστηρίου εξαρτάται κατά βάση από εκτίμηση της αγοράς για την ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών και καταλήγει ότι οι ανακοινώσεις για αυξήσεις (μειώσεις) σε κεφαλαιουχικές δαπάνες δεν επηρεάζουν θετικά την τιμή της μετοχής, ούτε τις αποδόσεις των επιχειρήσεων.

## Κεφάλαιο 4: Συμπεράσματα.

Κάνοντας μια γενική ανασκόπηση της διεθνούς αρθρογραφίας, οι εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι τα αποδεικτικά στοιχεία σχετικά με το αν η αγορά αντιδρά θετικά στις επενδυτικές πολιτικές των επιχειρήσεων ή όχι, ποικίλουν. Με μια πρώτη ματιά γίνεται αντιληπτό ότι η υπόθεση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων είναι αυτή που επιβεβαιώνεται από την πλειοψηφία των μελετών. Φαίνεται δηλαδή να υπάρχει μία θετική σχέση μεταξύ των επενδυτικών αποφάσεων και της αντίδρασης των τιμών των μετοχών των εταιρειών.

Ωστόσο, υπάρχουν και οι περιπτώσεις, της αρνητικής συσχέτισης των δύο υπό μελέτη μεταβλητών. Εν προκειμένω, στις αγορές της Ινδίας και της Τουρκίας παρατηρείται ότι οι εταιρικές αποφάσεις επηρεάζουν αρνητικά, ή δεν επηρεάζουν καθόλου, τη συμπεριφορά της χρηματιστηριακής αγοράς. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να οφείλεται στις εξής αιτίες:

- i. Οι μέτοχοι δεν λαμβάνουν ευνοϊκά τις ανακοινώσεις των εταιρικών αποφάσεων.
- ii. Δεν υπάρχει το στοιχείο της έκπληξης στην ανακοίνωση των γεγονότων, καθώς η αγορά έχει προηγούμενη γνώση αυτών πριν προβεί η εταιρεία σε επίσημη ανακοίνωση.
- iii. Μπορεί η αγορά να μην είχε εμπιστοσύνη στη στρατηγική της επιχείρησης, όσον αφορά την υλοποίηση των στρατηγικών αποφάσεων που ανακοινώθηκαν.
- iv. Μπορεί η αγορά να είναι συνηθισμένη σε τέτοιες ανακοινώσεις, οι οποίες όμως είτε δεν εφαρμόζονται, είτε οι εταιρείες προβαίνουν σκόπιμα σε τέτοιες ανακοινώσεις, χωρίς σοβαρότητα, προκειμένου να επιτύχουν τεχνητή αύξηση των τιμών των μετοχών τους.

Συνεπώς, η έλλειψη εμπιστοσύνης στις αγορές είναι αυτή που προκάλεσε τα διαφορετικά αποτελέσματα στις έρευνες που έγιναν στην Τουρκία και στην Ινδία. Η διαφθορά και η παραοικονομία είναι οι κύριοι παράγοντες οι οποίοι κλονίζουν την εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού και δεν επιτρέπουν στην αγορά να λειτουργεί αποτελεσματικά. Δεν είναι τυχαίο το γεγονός ότι σε ανεπτυγμένες αγορές, όπως των Η.Π.Α, του Ηνωμένου Βασιλείου κ.τ.λ., δεν παρατηρούνται αντίστοιχα φαινόμενα.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι τα αποτελέσματα των ερευνών είναι πάντοτε εξαρτημένα από τις ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν στην υπό εξέταση αγορά. Διαφέρουν ως προς το δείγμα επιχειρήσεων που επιλέχθηκε σε κάθε περίπτωση, τη χρονική περίοδο την οποία εξετάζει η μελέτη, τη φύση του κλάδου, τη μεθοδολογία και τις μεταβλητές που επέλεξε το κάθε μοντέλο κ.α. Τα αποτελέσματα λοιπόν επηρεάζονται από τις συνθήκες υπό τις οποίες πραγματοποιήθηκε η κάθε έρευνα. Αυτός είναι και ο λόγος που πάντα υπάρχει χώρος για νέες μελέτες.

Η έρευνα οδηγεί σε πολύ χρήσιμα συμπεράσματα για τους οικονομολόγους, που όμως δεν είναι πανάκεια ούτε μπορούν να γενικευθούν για το σύνολο της αγοράς. Κάθε μελέτη περίπτωσης οδηγεί στα δικά της συμπεράσματα που είτε συμπίπτουν με την σχετική αρθρογραφία, είτε οδηγούν σε νέους δρόμους για έρευνα.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ ΜΕΡΟΥΣ Β

Akbar S., S. Zulfiqar A. Shah, I. Saadi, *Stock market reaction to capital expenditure announcements by UK firms*, 2008

Bajo Emanuele, Bigelli Maroc, Sandri Sandro, *The Stock Market Reaction to Investment Decisions: Evidence from Italy*, 1998

Bhana N., *The market reaction to capital expenditure announcements*, Investment Analysts Journal, 2008

Blose Laurence E., Shieh Joseph C. P., *Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements*, 1997

Bruce M. Burton, A. Alasdair Lonie, David M. Power, *The Stock Market Reaction to Investment Announcements: The Case of Individual Capital Expenditure Projects*, 1999

Chan Su Han, Gau George W. and Wang Ko, *Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocations*, 1995

Chung K. H., P. Wright , C. Charoenwong, *Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions*, 1998

Dash M., G. Sriram, *A study on the effect of company investment announcements on stock market prices in India*, 2008

Del Brio E. B., J. Perote , J. Pindado, *Measuring the Impact of Corporate Investment Announcements on Share Prices: The Spanish Experience*, 2003

Del Brio E. B., J. Perote , J. Pindado, *Investment and firm value: an analysis using panel data*, 2003

Hua L.L.Y., J. M. Shaikh, *Market Value Impact of Capital Investment Announcements: Malaysia Case*, 2010

Jones E., J. Danbolt, I. Hirst, *Company investment announcements and the market value of the firm*, 2004

Mcconnell J. J., C. J. Muscarella, *Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm*, 1985

Modigliani F., Miller M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, The American Economic Review, 1958

Özbebek, S. Canikli, Y. Aytürk, *Does Turkish Stock Market React to Public Announcements of Major Capital Expenditures?*, 2011

Suresh S., M.Thenmozhi, P.Vijayaraghavan, *Stock market reaction to corporate strategic decisions*, 2006

Woolridge J. R., C. C. Snow, *Stock market reaction to strategic investment decisions*, 1990



## Μέρος Γ- Μεθοδολογία.

### Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

#### 1.1 Στατιστική Ανάλυση.

Είναι γνωστό ότι η επιστημονική έρευνα βασίζεται στην παρατήρηση φαινομένων για να συλλέξει και να αναλύσει πληροφορίες και μετρήσεις που προέρχονται από αυτές τις παρατηρήσεις, και στη συνέχεια να προχωρήσει στην εξαγωγή χρήσιμων και γενικεύσιμων συμπερασμάτων. Η αναφορά σε αυτό το σύνολο των πληροφοριών και μετρήσεων συνήθως γίνεται με τον επιστημονικό όρο δεδομένα (data). Ένας ερευνητής διεξάγει επιστημονικές μελέτες και έρευνες με σκοπό να δώσει απαντήσεις σε συγκεκριμένα ερωτήματα και γενικούς προβληματισμούς. Η επιστημονική έρευνα επιτρέπει στους ερευνητές να προβαίνουν σε παρατηρήσεις των φαινομένων και των προβλημάτων που εξετάζουν. Η Στατιστική παρέχει τα κατάλληλα εργαλεία για το σχεδιασμό της διαδικασίας συλλογής, περιγραφής, ανάλυσης και επεξεργασίας αυτών των παρατηρήσεων. Δηλαδή, ένα σύνολο από μεθόδους και κανόνες που επιτρέπουν την οργάνωση μιας συλλογής δεδομένων, τη συνοπτική και αποτελεσματική παρουσίαση και ανάλυση τους, και τέλος την εξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων.

Σήμερα, σε μια εποχή που κατακλύζεται από πληθώρα πληροφοριών, η χρήση μεθόδων για την ανάλυση των δεδομένων κρίνεται επιβεβλημένη. Όπως σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής του σύγχρονου ανθρώπου, έτσι και στην οικονομική δραστηριότητα, τόσο σε μακροοικονομικό όσο και σε μικροοικονομικό επίπεδο, υπάρχουν διαθέσιμα δεδομένα. Από τα πιο χαμηλόβαθμα μέχρι τα πιο υψηλόβαθμα στελέχη επιχειρήσεων, όλοι λαμβάνουν υπόψη τους την ποσοτική ανάλυση των δεδομένων, προκειμένου να διαπιστωθεί η συμπεριφορά των οικονομικών μεγεθών (μεταβλητών) και η ύπαρξη ενδεχόμενης σχέσης μεταξύ τους, ώστε να ληφθούν οι σωστές αποφάσεις.

Στο χώρο των επιχειρήσεων, ο όρος της «στατιστικής ανάλυσης» έχει αντικαταστήσει αυτόν της «ανάλυσης των δεδομένων». Η στατιστική ανάλυση είναι ο συνδυασμός των βασικών στατιστικών μεθόδων και των υπολογιστικών συστημάτων. Τα στελέχη των επιχειρήσεων επιβάλλεται να έχουν γνώσεις στατιστικής ανάλυσης των δεδομένων, μιας και αποτελεί πλέον το βασικότερο σύστημα υποστήριξης αποφάσεων. Οι διεθνείς οικονομικές συνθήκες έχουν προκαλέσει αλλαγές στη διοίκηση των επιχειρήσεων και οι περισσότερες οικονομικές αποφάσεις λαμβάνονται υπό την πίεση του χρόνου, ενώ επηρεάζονται από πληθώρα μεταβλητών.

## 1.2 Στατιστική ανάλυση και υπολογιστικά πακέτα.

### 1.2.1 Το πακέτο EViews.

Στην εποχή της "πληροφορίας" και της "ψηφιακής τεχνολογίας", οι στατιστικές αναλύσεις χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο επιχειρώντας να εξάγουν γνώση από εμπειρικά δεδομένα-παρατηρήσεις. Η Στατιστική καλείται να δώσει απάντηση σε ερευνητικά ερωτήματα, καθώς και να ελέγξει την ορθότητα επιστημονικών θεωριών και υποθέσεων. Ο σχεδιασμός κλινικών, κοινωνιολογικών και χρηματοοικονομικών μελετών και η στατιστική ανάλυση των αποτελεσμάτων τους, είναι ίσως η περισσότερο γνωστή εφαρμογή των στατιστικών μεθόδων. Εύχρηστα και ευρέως διαδεδομένα στατιστικά λογισμικά προγράμματα (π.χ. SPSS, EVIEWS, Stata κ.α.), προσφέρουν πλέον τεράστια πληθώρα δυνατοτήτων στη στατιστική ανάλυση, επεξεργασία και αξιολόγηση δεδομένων.

Σε συνδυασμό με τη στατιστική ανάλυση χρησιμοποιούνται τα διάφορα υπολογιστικά πακέτα, όπως το Excel, το SPSS, το EViews, το Gauss και πολλά άλλα. Οι εφαρμογές αυτές είναι για τους ερευνητές τα απαραίτητα εργαλεία προκειμένου να μελετήσουν τα εφαρμοσμένα οικονομικά και την οικονομική θεωρία. Υπάρχει πληθώρα διαθέσιμων στατιστικών εργαλείων και πακέτων λογισμικού, τα οποία καλύπτουν όλες τις ανάγκες μιας στατιστικής ανάλυσης, από τις πιο απλές (όπως οι περιγραφικές και επαγωγικές τεχνικές), μέχρι και τις πιο σύνθετες (π.χ. μη γραμμικές συσχετίσεις, παλινδρόμηση, εξόρυξη γνώσης από δεδομένα, κλπ).

Το στατιστικό πακέτο EViews είναι μια στατιστική εφαρμογή για περιβάλλον Windows. Σκοπός της εφαρμογής αυτής είναι η ανάλυση οικονομικών δεδομένων, η παρουσίαση των αποτελεσμάτων σε γραφική μορφή και η κατασκευή οικονομετρικών υποδειγμάτων. Το συγκεκριμένο στατιστικό πακέτο περιλαμβάνει μια σειρά τεχνικών εκτίμησης οικονομικών υποδειγμάτων, μεθόδους για προβλέψεις και γραφικά, μη παραμετρικές μεθόδους για την εκτίμηση πυκνότητας πιθανότητας κ.α.

Χρησιμοποιείται κυρίως στην ανάλυση οικονομικών χρονολογικών σειρών σε ένα επίπεδο ανάλυσης που υπερβαίνει την απλή στατιστική ανάλυση και προσεγγίζει περισσότερο τη σύγκριση και εκτίμηση εναλλακτικών υποδειγμάτων, τη διεξαγωγή πολύπλοκων οικονομετρικών ελέγχων κτλ. (Τσιώνας Γ., 2008)

### 1.3 Παλινδρόμηση

Παλινδρόμηση (Regression) είναι μια στατιστική τεχνική μοντελοποίησης για την έρευνα της συσχέτισης μεταξύ μίας εξαρτώμενης μεταβλητής και μιας ή περισσότερων ανεξάρτητων μεταβλητών. Η Ανάλυση Παλινδρόμησης μας βοηθά να κατανοήσουμε τη μεταβολή της εξαρτώμενης μεταβλητής  $Y$  όταν μεταβάλλεται μία από τις ανεξάρτητες μεταβλητές  $X$ , ενώ οι άλλες ανεξάρτητες μεταβλητές κρατιούνται σταθερές. Συνήθως επιδιώκεται να εξακριβωθεί η αιτιώδης επίδραση μιας μεταβλητής επάνω σε μια άλλη. (Χαλικιάς Ι., 2003).

Με τον όρο «ανάλυση παλινδρόμησης» περιγράφονται όλες οι στατιστικές διαδικασίες που έχουν ως στόχο την ανίχνευση της σχέσης δύο ή περισσότερων μεταβλητών αλλά και την καταγραφή μοντέλου πρόβλεψης. Το αποτέλεσμα μίας τέτοιας διαδικασίας καταγράφεται ως μία συνάρτηση της μορφής:

$$Y = F(x_1, x_2, \dots, x_n,)$$

Η συνάρτηση  $F$  μπορεί να έχει οποιαδήποτε μορφή ωστόσο ο ερευνητής πρέπει να προσπαθεί να εντοπίζει το απλούστερο δυνατό μοντέλο, δηλαδή ένα της μορφής:

$$Y = a_1x_1 + a_2x_2 + a_nx_n$$

Το μοντέλο εγκαταλείπεται μόνο όταν αυτό δεν είναι αξιόπιστο στην πρόβλεψή του.

Αποτέλεσμα της παλινδρόμησης όταν χρησιμοποιείται ως τεχνική εξόρυξης δεδομένων, αποτελεί ένα μοντέλο που χρησιμοποιείται αργότερα για να προβλέψει τις τιμές της κατηγορίας για τα νέα δεδομένα. Παράδειγμα εφαρμογής της παλινδρόμησης αποτελεί η πρόβλεψη της ζήτησης για ένα νέο προϊόν ή ο υπολογισμός της θερμοκρασίας του περιβάλλοντος σε σχέση με την υγρασία και την ατμοσφαιρική πίεση κτλ. Η μεθοδολογία έχει σε γενικές γραμμές ως εξής: συγκεντρώνονται τα δεδομένα που αφορούν τις μεταβλητές ενδιαφέροντος και υιοθετείται η παλινδρόμηση για να υπολογίσει την ποσοτική επίδραση των μεταβλητών επάνω στη μεταβλητή που επηρεάζουν. Αξιολογείται επίσης η "στατιστική σημαντικότητα" των κατ' εκτίμηση συσχετίσεων, δηλαδή ο βαθμός εμπιστοσύνης (confidence) ότι η αληθινή συσχέτιση είναι κοντά στην κατ' εκτίμηση.

## Κεφάλαιο 2: Μεθοδολογία της Έρευνας.

### 2.1 Εισαγωγή

Το αντικείμενο της μελέτης μου επικεντρώνεται στην αναζήτηση της σχέσης μεταξύ των επενδύσεων που αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων και της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής τους. Θα γίνει δηλαδή μια προσπάθεια να απαντηθεί το ερώτημα αν αποτελούν οι επενδύσεις προσδιοριστικό παράγοντα της τιμής της μετοχής.

Η ανασκόπηση της βιβλιογραφίας που προηγήθηκε δείχνει πως κατά πλειοψηφία οι επενδυτές αποδίδουν αξία στις δαπάνες των επιχειρήσεων για επενδύσεις, ωστόσο υπάρχουν και διαφορετικές προσεγγίσεις. Ανάλογα με τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της έρευνας που αφορούν την αγορά, του κλάδο, τη χρονική περίοδο, το μέγεθος του δείγματος, τη μεθοδολογία του ερευνητή κ.α. προκύπτουν διαφορετικά αποτελέσματα. Το ερώτημα που τίθεται είναι το εξής: η χρηματιστηριακή τιμή μιας εισηγμένης εταιρείας μπορεί να επηρεαστεί από τις μεταβολές στις επενδύσεις;

Ο πίνακας που ακολουθεί παρουσιάζει μια σύντομη εξήγηση για τα πιθανά αποτελέσματα που θα προκύψουν.

Συσχέτιση μεταβλητών	Αποτέλεσμα
Ναι	Θετική Επιβεβαίωση της υπόθεσης μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων.
	Αρνητική Επιβεβαίωση της υπόθεσης των θεσμικών επενδυτών.
Όχι	Καμία Επιβεβαίωση της υπόθεσης των ορθολογικών προσδοκιών.

Πίνακας 2.2.1 Επιπτώσεις της συσχέτισης των μεταβλητών.

## 2.2 Μεθοδολογία

Σύμφωνα με τα παραδοσιακά χρηματοοικονομικά υποδείγματα αποτίμησης, η τιμή της μετοχής προσδιορίζεται από την προεξόφληση των μελλοντικών μερισμάτων που αναμένονται από την μετοχή. Στο υπόδειγμα που ανέπτυξαν οι Modigliani και Miller (1961), η τιμή μιας μετοχής επηρεάζεται από τα αναμενόμενα μερίσματα, την αύξηση στα αναμενόμενα μερίσματα και τις μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν τον κίνδυνο της μετοχής. Κατά τα κλασσικά υποδείγματα αποτίμησης, μια άλλη δέσμη παραγόντων διαμόρφωσης της τιμής της μετοχής είναι τα αναμενόμενα κέρδη, η αύξηση των κερδών και ο κίνδυνος της μετοχής. Πληθώρα μεταβλητών έχει εξεταστεί για την απόδειξη της αλληλεπίδρασής τους με την τιμή της μετοχής.

Εν προκειμένω, στο μοντέλο που θα εξετάσουμε, η εξαρτημένη μεταβλητή θα είναι η χρηματιστηριακή τιμή (SHARE\_PRICE\_MARCH). Στο σημείο αυτό αναφέρουμε ότι η τιμή της μετοχής που χρησιμοποιήθηκε δεν είναι η τιμή έναρξης της διαχειριστικής χρήσης, αλλά τρεις μήνες μετά από αυτή (τιμή Μαρτίου). Αυτό γίνεται προκειμένου η χρηματιστηριακή τιμή να έχει συμπεριλάβει την επίδραση της ανακοίνωσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι εισηγμένες εταιρείες επιτρέπεται να δημοσιοποιήσουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις τους ως το τέλος του τρίτου μήνα μετά τη λήξη της χρήσης.

Οι ερμηνευτικές μεταβλητές που θα χρησιμοποιηθούν στην παρούσα έρευνα θα είναι οι εξής:

- ⊗ D\_TOTAL\_ASSETS\_PS= η μεταβολή του Ενεργητικού ανά μετοχή (Assets Per Share) από το ένα έτος στο άλλο, όπου η αύξηση του ενεργητικού ανά μετοχή εκφράζει τις επενδύσεις της επιχείρησης. Όπως ορίστηκε σε προηγούμενη ενότητα, ως επένδυση νοείται η τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων της επιχείρησης σε άλλα ενεργητικά στοιχεία.
- ⊗ RETURN\_ON\_ASSETS= ο Δείκτης Αποδοτικότητας του Ενεργητικού ή Δείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων κεφαλαίων (ROA). Υπολογίζεται από το πηλίκο των Καθαρών Κερδών (Earnings) προς το σύνολο του Ενεργητικού (Total Assets). Ο δείκτης μετράει το βαθμό αξιοποίησης του ενεργητικού, την ικανότητα δηλαδή της επιχείρησης να «μετατρέπει» το ενεργητικό της σε καθαρά κέρδη.
- ⊗ LEVERAGE= η μόχλευση που αφορά το χρέος (Dept) προς το σύνολο του Ενεργητικού (Total Assets). Ως χρηματοοικονομική μόχλευση (financial leverage) ορίζεται η διαδικασία ανάληψης χρέους με σκοπό την έναρξη, συνέχιση ή επέκταση μιας επιχειρηματικής δραστηριότητας. Μια επιχείρηση θεωρούμε ότι κάνει ιδιαίτερη χρήση χρηματοοικονομικής μόχλευσης αν επιδιώκει χρηματοδότηση μέσω ξένων κεφαλαίων έναντι ιδίων κεφαλαίων.

⊗ OPERATING\_INCOME\_PS= Λειτουργικά (οργανικά) έσοδα ανά μετοχή. Χρησιμοποιήθηκε η συγκεκριμένη μεταβλητή διότι αφορά τα έσοδα που προκύπτουν από την κύρια δραστηριότητα ή από τον κύριο σκοπό της επιχείρησης, π.χ πωλήσεις εμπορευμάτων, έσοδα από παροχή υπηρεσιών κ.α. Σε αντίθεση με τα ανόργανα (non operating income) που επηρεάζονται από τυχαία γεγονότα.

Μπορούμε λοιπόν να εκφράσουμε την τιμή της μετοχής ως συνάρτηση των μεταβλητών αυτών ως εξής:

$$P = F(D\_TOTAL\_ASSETS\_PS, RETURN\_ON\_ASSETS, LEVERAGE, OPERATING\_INCOME\_PS)$$

Η συνάρτηση μπορεί να διατυπωθεί ως εξής:

$$P = C + b_1 DTA + b_2 ROA + b_3 L + b_4 OI + e$$

Όπου

P = η χρηματιστηριακή τιμή

C = ο σταθερός όρος

DTA = η μεταβολή του Ενεργητικού ανά μετοχή από το ένα έτος στο άλλο, όπου η αύξηση του ενεργητικού ανά μετοχή εκφράζει τις επενδύσεις της επιχείρησης

ROA = ο Δείκτης Αποδοτικότητας του Ενεργητικού

L = η μόχλευση

OI = Λειτουργικά (οργανικά) έσοδα ανά μετοχή

e = ο διαταρακτικός όρος

$b_1, b_2, b_3, b_4$  = οι εκτιμήσεις των συντελεστών βήτα (beta) των ανεξάρτητων μεταβλητών

Ανάμεσα από πολυάριθμες ερμηνευτικές μεταβλητές που κατά καιρούς χρησιμοποιήθηκαν σε αντίστοιχες μελέτες, η παρούσα διπλωματική εργασία θα χρησιμοποιήσει τη συγκεκριμένη δέσμη μεταβλητών για να εξετάσει την επίδρασή τους επένω στην εξαρτημένη μεταβλητή που είναι η χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ ΜΕΡΟΥΣ Γ

### ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Τσιώνας Γ. Ευθύμιος, *Υπολογιστικά πακέτα και οι οικονομικές τους εφαρμογές*, Αθήνα 2008

Χαλικιάς Ι., *Στατιστική Μέθοδοι Ανάλυσης για Επιχειρηματικές Αποφάσεις*, Εκδόσεις Rosili, Αθήνα 2003

### ΞΕΝΗ

Miller M. and Modigliani F., *Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*, The Journal of Business, 1961

## Μέρος Δ- Δείγμα

### Κεφάλαιο 1: Περιγραφή του δείγματος.

Η επιλογή του δείγματος είναι ένας σημαντικός παράγοντας που διαφοροποιεί τη μια μελέτη από άλλες παρεμφερείς. Η διερεύνηση της σχέσης μεταξύ των επενδύσεων και της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων αποτελεί αντικείμενο έρευνας για πολλούς οικονομολόγους. Όπως παρουσιάστηκε στην προηγούμενη ενότητα, η παγκόσμια αρθρογραφία διαθέτει ποικιλία μελετών με παρόμοιο αντικείμενο. Από τη δεκαετία του 1980 μέχρι σήμερα, σε οικονομίες από την Αμερική, την Ευρώπη και την Ασία και για πολλούς κλάδους επιχειρήσεων, εξετάστηκαν διαφορετικές δέσμες ερμηνευτικών μεταβλητών και με ποικίλες μεθοδολογίες ως προς την επίδρασή τους στην τιμή της μετοχής.

Η παρούσα ανάλυση βασίζεται σε δείγμα μη χρηματοοικονομικών (non-financial) επιχειρήσεων εισηγμένων στο Χρηματιστήριο NASDAQ και στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE). Η αγορά των Η.Π.Α. είναι από τις χρηματιστηριακές αγορές που πρωταγωνιστούν στις έρευνες της χρηματοοικονομικής, λόγω του μεγέθους της που είναι πλούσιο για έρευνα, αλλά και επειδή αποτελεί μια από τις πλέον ανεπτυγμένες οικονομίες, με ιδιαίτερο ενδιαφέρον για τους ερευνητές. Η πλειοψηφία των μελετών που παρουσιάστηκαν προηγουμένως αφορά την αμερικανική αγορά. Το γεγονός αυτό είναι σημαντικό διότι μας δίνεται η δυνατότητα για άμεση σύγκριση των αποτελεσμάτων μας και διεξαγωγή περισσότερο εμπειριστωμένων συμπερασμάτων.

Η εμπειρική έρευνα καλύπτει την χρονική περίοδο 1996 – 2011. Συνολικά για τις χρήσεις που επιλέχθηκαν, το δείγμα της έρευνας περιλαμβάνει 1568 επιχειρήσεις. Αξίζει να τονίσουμε τη σημασία του μεγέθους του δείγματος στην έρευνα, γεγονός που προσδίδει μεγαλύτερη αξιοπιστία στα αποτελέσματα που συνάγει.

Όλες οι παρατηρήσεις είναι Winsorized σε επίπεδο 5% ώστε να αποφύγουμε την επιρροή από ακραίες τιμές του δείγματος. Πρόκειται για τον υπολογισμό της μέσης τιμής μετά την αντικατάσταση των ακραίων παρατηρήσεων με τιμές που προσεγγίζουν περισσότερο το μέσο όρο.



## Μέρος Ε- Αποτελέσματα.

### Κεφάλαιο 1: Αποτελέσματα Παλινδρόμησης.

Στο μοντέλο που εξετάζουμε, η εξαρτημένη μεταβλητή είναι η χρηματιστηριακή τιμή (P) ενώ η δέσμη των ανεξάρτητων μεταβλητών αποτελείται από τη μεταβολή του Ενεργητικού ανά μετοχή (DTA), το Δείκτη Αποδοτικότητας του Ενεργητικού (ROA), τη Μόχλευση (L) και τα Λειτουργικά (οργανικά) έσοδα ανά μετοχή (OI). Η συνάρτηση εκφράζεται ως εξής:

$$P = C + b_1 DTA + b_2 ROA + b_3 L + b_4 OI + e$$

Με τη μέθοδο της παλινδρόμησης, εξετάσαμε για κάθε μία ερμηνευτική μεταβλητή αν παρουσιάζει συσχέτιση με την εξαρτημένη. Με αυτό τον τρόπο, θα φανεί εάν υπάρχει σχέση μεταξύ των μεταβλητών και θα προσδιοριστεί ο βαθμός σιγουριάς ότι το αποτέλεσμα που βρήκαμε είναι αξιόπιστο (στατιστικά σημαντικό).

Η συσχέτιση (correlation) είναι μία στατιστική τεχνική που επιτρέπει στον ερευνητή να παρατηρεί δύο μεταβλητές στο "φυσικό τους περιβάλλον" (μη-ελεγχόμενο περιβάλλον), και να προσδιορίζει και να μετρήσει επακριβώς τη σχέση που τις συνδέει. Ο στόχος της τεχνικής είναι να προσδιορίσει τη σχέση που συνδέει τις δύο μεταβλητές, υπολογίζοντας την τιμή του συντελεστή συσχέτισης.

Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζονται τα εμπειρικά αποτελέσματα της παλινδρόμησης, με τη μέθοδο panel data.

Dependent Variable: SHARE_PRICE_MARCH_WIN				
Method: Panel Least Squares				
Date: 03/06/14 Time: 18:48				
Sample (adjusted): 12/31/1997 12/30/2011				
Periods included: 15				
Cross-sections included: 1472				
Total panel (unbalanced) observations: 20259				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D_TOTAL_ASSETS_PS_WIN	0.089025	0.003137	28.37880	0.0000
RETURN_ON_ASSETS_	0.549520	0.238746	2.301691	0.0214
LEVERAGE_DEBT_ASSETS_	0.109881	0.033520	3.278104	0.0010
OPERATING_INCOME_PS_WIN	2.357999	0.044913	52.50134	0.0000
C	16.20446	0.152368	106.3511	0.0000
Effects Specification				
Period fixed (dummy variables)				
R-squared	0.312630	Mean dependent var	24.33579	
Adjusted R-squared	0.312019	S.D. dependent var	19.97720	
S.E. of regression	16.57001	Akaike info criterion	8.454004	
Sum squared resid	5557202.	Schwarz criterion	8.461428	
Log likelihood	-85615.83	Hannan-Quinn criter.	8.456431	
F-statistic	511.4215	Durbin-Watson stat	0.375257	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Πίνακας 1.1.1 Αποτελέσματα παλινδρόμησης.

Ακολουθεί συνοπτική ερμηνεία των μεγεθών που εικονίζονται στον παραπάνω πίνακα με τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης. Θα εξετάσουμε την ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου καθώς και τη συσχέτιση μεταξύ των μεταβλητών.

Πιο συγκεκριμένα, όσον αφορά τη ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου, από την τιμή του R- squared συμπεραίνουμε ότι το μοντέλο εξηγεί το 31,26% της μεταβλητότητας της τιμής της μετοχής. Το μέγεθος του R- squared υποδηλώνει μια μέτρια προς υψηλή σχέση. Το adjusted R- squared δεν είναι πολύ μικρότερο και δείχνει ότι το μοντέλο μπορεί να γενικευτεί στον πληθυσμό. Φαίνεται ότι η ερμηνευτική ικανότητα του μοντέλου είναι σχετικά υψηλή.

Στη συνέχεια θα εξετάσουμε τη συσχέτιση των μεταβλητών. Εν προκειμένω, βλέπουμε τους συντελεστές (coefficients) οι οποίοι είναι οι εκτιμήσεις των συντελεστών βήτα (beta) των ανεξάρτητων μεταβλητών και αντιπροσωπεύουν την κλίση της γραμμής παλινδρόμησης. Ο συντελεστής του σταθερού όρου C είναι στατιστικά σημαντικός. Είναι στην ουσία το σημείο τομής της γραμμής της παλινδρόμησης με τον άξονα Y, δηλαδή η τιμή που λαμβάνει η εξαρτημένη μεταβλητή όταν όλες οι ανεξάρτητες μηδενίζονται. Οι συντελεστές όλων των ερμηνευτικών μεταβλητών έχουν θετικό πρόσημο, γεγονός που υποδηλώνει θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη μεταβλητή.

Επιπλέον είναι στατιστικά σημαντικοί ( $p \text{ value} < 0,05$ ). Πιο συγκεκριμένα, σχετικά με το συντελεστή της ερμηνευτικής μεταβλητής  $D\_TOTAL\_ASSETS\_PS$  που αντιπροσωπεύει τις επενδύσεις και στον οποίο εστιάζουμε στη συγκεκριμένη έρευνα, βλέπουμε να παρουσιάζει θετική συσχέτιση και ότι είναι στατιστικά σημαντικός ( $p \text{ value} < 0,05$ ) γεγονός που δείχνει ότι το αποτέλεσμα φαίνεται να είναι αξιόπιστο.

Πιο αναλυτικά, οι συντελεστές των ανεξάρτητων μεταβλητών του Δείκτη Αποδοτικότητας του Ενεργητικού, της Μόχλευσης και των Λειτουργικών εσόδων ανά μετοχή καθώς και η σταθερά  $C$  είναι στατιστικά σημαντικοί. Αυτό σημαίνει πως οι ανεξάρτητες μεταβλητές ασκούν επιρροή στην εξαρτημένη, και συγκεκριμένα συσχετίζονται θετικά. Δηλαδή μια αύξηση στην τιμή των μεταβλητών αυτών οδηγεί αντίστοιχα σε αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης.

Η ανεξάρτητη μεταβλητή που μας ενδιαφέρει άμεσα, δηλαδή η μεταβολή του Ενεργητικού ανά μετοχή που αντιπροσωπεύει τις επενδύσεις, είναι επίσης στατιστικά σημαντική. Αποτελεί δηλαδή επεξηγηματική μεταβλητή της χρηματιστηριακής τιμής της επιχείρησης. Με άλλα λόγια αυτό σημαίνει πως οι επενδυτές στα χρηματιστήρια NASDAQ και Νέας Υόρκης (NYSE) αποδίδουν αξία στις επενδύσεις των επιχειρήσεων του δείγματος. Φαίνεται ότι για το δείγμα που επιλέχθηκε να εξεταστεί, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων επηρεάζουν θετικά τη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων.

Τα αποτελέσματα συνεπώς της ανάλυσης παλινδρόμησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας επιβεβαιώνουν την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Όταν οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές, η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις αποφάσεις για επένδυση. Φαίνεται λοιπόν πως η επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων είναι θετική για το δείγμα που εξετάσαμε.

## Κεφάλαιο 2: Σχόλια- Συμπεράσματα.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι να διερευνήσει την επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Το ερώτημα λοιπόν που τέθηκε ήταν το εξής: Ποια είναι η επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων; Το χρηματιστήριο αξιών επιβραβεύει τις αποφάσεις των στελεχών των επιχειρήσεων για επενδύσεις; Αποδίδουν αξία οι επενδυτές του χρηματιστηρίου στις επενδυτικές αποφάσεις των μάνατζερ;

Αντλήσαμε δεδομένα από τα χρηματιστήρια NASDAQ και Νέας Υόρκης (NYSE) για δείγμα 1568 επιχειρήσεων, τη χρονική περίοδο 1996 – 2011. Το ερώτημα απαντήθηκε χρησιμοποιώντας ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο panel data και φαίνεται πως οι επενδύσεις επιδρούν θετικά στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Το επενδυτικό κοινό των χρηματιστηρίων NASDAQ και Νέας Υόρκης (NYSE) πιστεύει ότι οι επενδύσεις έχουν θετική επιρροή στην αξία των επιχειρήσεων του δείγματος και στη χρηματιστηριακή τιμή τους.

Η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος είναι σχετικά υψηλή, η ανεξάρτητη μεταβλητή που αντιπροσωπεύει τις επενδύσεις είναι στατιστικά σημαντική και παρουσιάζει θετική συσχέτιση με την εξαρτημένη. Αξίζει να σημειωθεί ότι δείγμα που χρησιμοποιήθηκε στην έρευνα είναι μεγάλου μεγέθους, γεγονός που αυξάνει περισσότερο την αξιοπιστία του υποδείγματος.

Συνεπώς, φαίνεται ότι χρησιμοποιώντας το συγκεκριμένο μοντέλο, επιβεβαιώνεται η υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων, σύμφωνα με την οποία η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις εταιρικές ανακοινώσεις για επενδύσεις, όταν θεωρείται ότι οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές. Η θετική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις επενδυτικές αποφάσεις δείχνει ότι το χρηματιστήριο επιβραβεύει τα στελέχη για την ανάπτυξη στρατηγικών που αυξάνουν τον πλούτο των μετόχων. Επιβεβαιώνεται δηλαδή η νεοκλασική προσέγγιση, οποία αναμένει αύξηση των τιμών των μετοχών ανάλογη με το καθαρό όφελος των μετόχων.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι τα αποτελέσματα στα οποία οδηγήθηκε η παρούσα μελέτη αφορά το συγκεκριμένο δείγμα επιχειρήσεων των χρηματιστηρίων NASDAQ και Νέας Υόρκης (NYSE), για τα έτη 1996-2011 στις Η.Π.Α., κάνοντας χρήση του συγκεκριμένου μοντέλου και μεθοδολογίας. Ανάμεσα σε πληθώρα μεταβλητών, η έρευνα επέλεξε να μελετήσει την επίδραση συγκεκριμένων ερμηνευτικών μεταβλητών στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Διαφορετικές επιλογές πιθανώς να μας είχαν οδηγήσει σε διαφορετικά αποτελέσματα. Παρουσιάζοντας τη σχετική με το αντικείμενο βιβλιογραφία είδαμε διαφοροποίηση των συμπερασμάτων, γεγονός που οφείλεται στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας, κλάδου, χώρας, χρονικής

περιόδου εκπόνησης της μελέτης κτλ. Γι' αυτό το λόγο υπάρχει πάντα χώρος για περαιτέρω έρευνα που θα εμπλουτίσει περισσότερο την ήδη πλούσια αρθρογραφία.

Ωστόσο, αν συγκρίνουμε τα αποτελέσματά μας με αυτά των προγενέστερων ερευνών, με μια πρώτη ματιά βλέπουμε ότι τα αποτελέσματα της παρούσας διπλωματικής εργασίας συμφωνούν με ένα εκτεταμένο σώμα της αρθρογραφίας. Ότι δηλαδή οι επενδύσεις αποτελούν ερμηνευτική μεταβλητή της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων και μάλιστα επιδρούν θετικά στην τιμή της μετοχής των επιχειρήσεων. Μια αναπτυσσόμενη αγορά όπως αυτή της Αμερικής, φαίνεται να αντιδρά θετικά στην ανακοίνωση των εταιρειών για επενδυτικές κινήσεις. Οι επενδυτές των χρηματιστηρίων NASDAQ και Νέας Υόρκης (NYSE) αποδίδουν αξία στην απόφαση των επιχειρήσεων για επενδύσεις.

Για την περαιτέρω διερεύνηση του θέματος, θα συγκρίνουμε τα αποτελέσματα στα οποία οδηγήθηκε η παρούσα εργασία με αυτά των μελετών που έχουν εκπονηθεί στο παρελθόν. Η σύγκριση θα γίνει με κριτήριο την υπό εξέταση αγορά, τα χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων του κάθε δείγματος και τη μεθοδολογία της έρευνας που χρησιμοποίησαν οι μελετητές.

Τα χαρακτηριστικά κάθε χρηματιστηριακής αγοράς είναι ένας κρίσιμος παράγοντας που επηρεάζει σημαντικά τα αποτελέσματα κάθε μελέτης. Η εμπιστοσύνη του επενδυτικού κοινού στην εκάστοτε χρηματιστηριακή αγορά, οι ιδιαίτερες συνθήκες που επικρατούν όπως η παραοικονομία, η διαφθορά κτλ είναι μερικά από τα στοιχεία που διαφοροποιούν τις αγορές.

Η αμερικανική αγορά εξετάζεται στην παρούσα διπλωματική εργασία. Έχει επίσης αποτελέσει πολλές φορές αντικείμενο μελέτης. Στις περιπτώσεις όπου εξετάστηκε η αντίδραση της αμερικανικής αγοράς στις αποφάσεις επενδύσεων των επιχειρήσεων, αποδείχθηκε η θετική επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία. Ξεκινώντας την ανασκόπηση της αρθρογραφίας από τα τέλη της δεκαετίας του 70 και καταλήγοντας το 1995, τα αποτελέσματα της παρούσας εργασίας έρχονται να συμπληρώσουν μέχρι το 2011 την έρευνα στην αμερικανική αγορά. Πιο αναλυτικά, κατά την επταετή περίοδο από το 1975 μέχρι το 1981, σε δείγμα 658 επιχειρήσεων, η μελέτη των J. J. McConnell και C. J. Muscarella κατέληξε σε θετική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις επενδυτικές ανακοινώσεις των βιομηχανικών επιχειρήσεων. Λίγο αργότερα, για τα έτη μεταξύ 1972 και 1987, οι J. R. Woolridge και C. C. Snow μελέτησαν την αντίδραση του χρηματιστηρίου στις εταιρικές ανακοινώσεις για στρατηγικές αποφάσεις 248 επιχειρήσεων σε 102 βιομηχανίες, επιβεβαιώνοντας εκ νέου την ύπαρξη ισχυρής θετικής συσχέτισης των μεταβλητών. 447 ανακοινώσεις αποφάσεων μετεγκατάστασης επιχειρήσεων κατά την περίοδο 1978-1990 μελέτησαν οι Su Han Chan, George W. Gau και Ko, καταλήγοντας στο ίδιο αποτέλεσμα για την επιβεβαίωση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Τέλος, για τα έτη από το 1981 μέχρι το 1995, η μελέτη των H. Chung, P. Wright και C. Charoenwong σε 308 ανακοινώσεις κεφαλαιουχικών δαπανών, επιβεβαίωσε για ακόμη μια φορά τη θετική

συσχέτιση των επενδύσεων και της τιμής της μετοχής, όταν η αγορά εκτιμά την υψηλή ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών.

Η επιλογή του δείγματος είναι επίσης ένας παράγοντας καθοριστικής σημασίας για το αποτέλεσμα της μελέτης. Με κριτήριο τα χαρακτηριστικά του δείγματος, όπως λόγου χάρι ο κλάδος στον οποίο ανήκουν οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις, ή η ταξινόμηση των επιχειρήσεων του δείγματος με διάφορα κριτήρια όπως η ποιότητα των επενδύσεων κ.α., θα συνεχίσουμε παρουσιάζοντας τα ιδιαίτερα στοιχεία του δείγματος επιχειρήσεων που επέλεξαν να μελετήσουν οι προηγούμενοι ερευνητές.

Όπως αναλύθηκε σε προηγούμενη ενότητα, για την παρούσα διπλωματική εργασία το δείγμα που επιλέχθηκε για να διερευνηθεί η σχέση μεταξύ των επενδύσεων και της χρηματιστηριακής αξίας, αποτελείται από μη χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις (non-financial) εισηγμένες στο Χρηματιστήριο NASDAQ και στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης (NYSE). Για το συγκεκριμένο δείγμα φαίνεται οι επενδύσεις να επιδρούν θετικά στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Στο παρελθόν, οι J. J. McConnell και C. J. Muscarella (1985) εξέτασαν δείγμα που περιλάμβανε από κοινού δημόσιες εταιρείες κοινής ωφέλειας και βιομηχανικές επιχειρήσεις, για το οποίο παρατηρήθηκε θετική αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις των βιομηχανικών επιχειρήσεων, ενώ μηδενική αντίδραση παρατηρήθηκε στην περίπτωση των δημόσιων εταιρειών. Οι J. R. Woolfridge και C. C. Snow (1990) χρησιμοποίησαν δείγμα αποκλειστικά βιομηχανικών επιχειρήσεων. Οι Su Han Chan, George W. Gau και Ko Wang (1995) ως επενδυτική απόφαση όρισαν τις αποφάσεις μετεγκατάστασης επιχειρήσεων και αποδείχτηκε ότι η αντίδραση της χρηματιστηριακής αγοράς σε τέτοιες αποφάσεις είναι συνδεδεμένη με το κίνητρο για μετεγκατάσταση και τις προοπτικές που συνεπάγεται για την επιχείρηση. Οι Laurence E. Blose και Joseph C. P. Shieh (1997) μελέτησαν από κοινού βιομηχανικές επιχειρήσεις και δημόσιες επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας κατ' αναλογία με το δείκτη Tobin Q. Η έρευνα κατέληξε σε ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ του δείκτη  $q$  και του μεγέθους της αντίδρασης της χρηματιστηριακής αγοράς στις ανακοινώσεις για επενδυτικές δαπάνες για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις, ενώ δεν αποδείχτηκε κάτι ανάλογο για τις επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Στο ίδιο πνεύμα και οι H. Chung, P. Wright και C. Charoenwong (1998) που χρησιμοποίησαν το δείκτη Tobin Q για την ταξινόμηση του δείγματος σε επιχειρήσεις με αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες και σε εκείνες χωρίς σημαντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Η έρευνα κατέληξε στο συμπέρασμα ότι για επενδύσεις με θετικό δείκτη Q επαληθεύεται η υπόθεση της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, και αντιστρόφως. Για αρνητικό δείκτη Q στις επενδύσεις εταιρειών υψηλής τεχνολογίας, οι ανακοινώσεις για κεφαλαιακές δαπάνες επιδρούν αρνητικά στην τιμή της μετοχής τους. Τέλος, ανακοινώσεις για μείωση των κεφαλαιακών δαπανών από επιχειρήσεις χαμηλής τεχνολογίας, ασκούν αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών τους.

Η μεθοδολογία της έρευνας επηρεάζει σημαντικά τόσο τα αποτελέσματα της μελέτης όσο και την αξιοπιστία τους. Στην παρούσα εργασία ακολουθήθηκε η ανάλυση παλινδρόμησης με τη μέθοδο panel data, χρησιμοποιώντας το στατιστικό πακέτο EViews, όπως αναλύθηκε με λεπτομέρειες στην αντίστοιχη ενότητα. Το γεγονός ότι τα

αποτελέσματα της διπλωματικής εργασίας συμφωνούν με τα αποτελέσματα των προγενέστερων ερευνών, ανεξάρτητα από τη μεθοδολογία που ακολουθήθηκε, ενισχύει ακόμη περισσότερο την αξιοπιστία του μοντέλου που χρησιμοποιήσαμε. Στη συνέχεια, θα παρουσιάσουμε εν συντομία τη μεθοδολογία που ακολούθησαν προηγούμενες έρευνες.

Η συντριπτική πλειοψηφία των ερευνητών χρησιμοποιεί ως μεθοδολογία για την ανάλυση των δεδομένων τους τη μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων (event study methodology). Σύμφωνα με την μέθοδο ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων εξετάζουμε τις επιπτώσεις στις αποδόσεις των μετοχών, λόγω θετικών και αρνητικών ειδήσεων και γεγονότων, τα οποία ονομάζονται «επιχειρηματικά συμβάντα». Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η συγκεκριμένη μέθοδος χρησιμοποιήθηκε από τους J.J. McConnell και C.J. Muscarella (1985), και τον N. Bhana (2008) σε μελέτη δείγματος αμερικανικών επιχειρήσεων. Την ίδια μέθοδο ακολούθησαν επίσης οι E. B. Del Brio, J. Perote και J. Pindado (2003) στο έργο τους που αφορά την ισπανική αγορά, όπως και οι Saeed Akbara, Syed Zulfiqar Ali Shahb και Issedeeq Saadia (2008) σε δείγμα επιχειρήσεων της Μεγάλης Βρετανίας. Ομοίως και στις περιπτώσεις της μελέτης της Μαλαισιανής χρηματιστηριακής αγοράς από τους Lynn, Ling Yew Hua και Junaid M. Shaikh (2010) και της τουρκικής χρηματιστηριακής αγοράς από τους Aysegül Özbebek, Seda Canikli, Yusuf Aytürk (2011). Μια εναλλακτική μεθοδολογία που συναντήσαμε στην ανασκόπηση της αρθρογραφίας είναι η προσέγγιση των προσαρμοσμένων στην αγορά αποδόσεων (market-adjusted returns approach ή MARA). Τη μέθοδο αυτή ακολούθησαν οι J. Randall Woolridge και Charles C. Snow (1990) για δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων, οι Edward Jones, Jo Danbolt και Ian Hirst (2004) στο έργο τους αναφορικά με εισηγμένες επιχειρήσεις στο Ηνωμένο Βασίλειο, και οι Srinivasan Suresh, M. Thenmozhi και P. Vijayaraghavan (2006) στην έρευνά τους στη χρηματιστηριακή αγορά της Ινδίας. Τέλος, οι Kee H. Chung, Peter Wright και Charlie Charoenwong (1998) σε μελέτη αμερικανικών επιχειρήσεων, χρησιμοποίησαν αρχικά τον δείκτη Tobins  $q$  ως την καθοριστική μεταβλητή για την ταξινόμηση του δείγματος σε εκείνες της εταιρείες με αξιόλογες ευκαιρίες επενδύσεων και σε εκείνες που δεν είχαν τέτοιες ευκαιρίες. Εταιρείες με θετικό  $q$  θεωρούνται ως έχουσες αξιόλογες επενδυτικές ευκαιρίες και το αντίστροφο. Στη συνέχεια της μελέτης, οι ερευνητές χρησιμοποιούν την τυπική μεθοδολογία της ανάλυσης επιχειρηματικών συμβάντων.

Συγκρίνοντας συγκεντρωτικά τα αποτελέσματα της παρούσας διπλωματικής με αυτά των προγενέστερων μελετών, φαίνεται ότι υπάρχει συμφωνία μεταξύ τους. Για μελέτες σε διαφορετικές αγορές, ποικιλία δειγμάτων επιχειρήσεων και μεθοδολογίες ανάλυσης δεδομένων, η συντριπτική πλειοψηφία των μελετών επιβεβαίωσε την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Αυτό σημαίνει ότι η χρηματιστηριακή αγορά αντιδρά θετικά στις αποφάσεις για επένδυση, όταν οι επενδυτικές αποφάσεις είναι σε θέση να δημιουργήσουν θετικές μελλοντικές ταμειακές ροές. Το γεγονός ότι τα αποτελέσματα της ανάλυσης παλινδρόμησης της παρούσας εργασίας συνάδουν με τα αποτελέσματα της αρθρογραφίας είναι ένα στοιχείο που ενισχύει την αξιοπιστία των αποτελεσμάτων μας. Αξίζει βεβαίως να επαναλάβουμε ότι κάθε μελέτη είναι μοναδική

και εξαρτάται από τις ιδιαίτερες συνθήκες υπό τις οποίες εκπονήθηκε. Κανένα αποτέλεσμα δεν αποτελεί πανάκεια. Η συγκριτική ανάλυση και η σε βάθος μελέτη κάθε περίπτωσης είναι αυτή που οδηγεί σε συμπεράσματα χρήσιμα για την επιστήμη και τον κόσμο των επιχειρήσεων. Πάντα υπάρχει χώρος για νέες έρευνες που θα προσδώσουν περισσότερα στοιχεία στην πλούσια χρηματοοικονομική αρθρογραφία.

Τέλος, αξίζει να σημειώσουμε ότι η παρούσα διπλωματική εργασία μελέτησε την επίδραση της πραγματικής εφαρμογής των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή τους αξία. Σε αντίθεση με μεγάλο μέρος της αρθρογραφίας που εστίασε στις ανακοινώσεις για επενδυτικές αποφάσεις. Η παρούσα ανάλυση αναφέρεται στις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση, και όχι στις ανακοινώσεις για τα μελλοντικά επενδυτικά της σχέδια. Αυτό το στοιχείο είναι που διαφοροποιεί τη μελέτη από την προγενέστερη έρευνα και της προσδίδει διαφορετικό κύρος, μιας και αποτυπώνει τα χαρακτηριστικά της πραγματικής οικονομίας.



## Μέρος ΣΤ- Προτάσεις για περαιτέρω έρευνα

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση έχοντας ως πολύτιμο εργαλείο τις σύγχρονες μεθόδους της στατιστικής ανάλυσης αποτελεί ανεξάντλητη πηγή έρευνας για τους οικονομικούς αναλυτές. Από τότε που οι Modigliani και Miller (1958) ανέπτυξαν το υπόδειγμά τους περί ανεξαρτησίας των επενδυτικών αποφάσεων από την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, η επίδραση των επενδύσεων στην αξία της επιχείρησης απασχόλησε και θα συνεχίσει να απασχολεί τους ερευνητές.

Από τα τέλη του 1980 μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 2000 η εμπειρική έρευνα καλύπτει το θέμα παρουσιάζοντας πολλές διαφορετικές εκδοχές του. Υπάρχουν μελέτες σε αγορές της Αμερικής, Ασίας, Αφρικής και Ευρώπης, σε δείγμα επιχειρήσεων διαφορετικών κλάδων του ιδιωτικού ή του δημόσιου τομέα, επικεντρώνοντας το ενδιαφέρον της έρευνας σε συγκεκριμένα είδη επενδύσεων (επενδύσεις σε έρευνα και ανάπτυξη, συγχωνεύσεις και εξορές κτλ.), εξειδικεύοντας τα αποτελέσματα ανάλογα με την ποιότητα των επενδυτικών ευκαιριών, εξετάζοντας ποικίλες δέσμες μεταβλητών, αναλύοντας τα δεδομένα με διαφορετικές μεθοδολογίες. Μια ανασκόπηση στην προγενέστερη αρθρογραφία δείχνει επίσης ότι τα αποτελέσματα ποικίλουν. Κάποιες μελέτες επιβεβαιώνουν την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ επενδύσεων και χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Στον αντίποδα, άλλες έρευνες υποστηρίζουν την αρνητική ή ακόμη και μηδενική επίδραση των επενδυτικών σχεδίων στην τιμή της μετοχής.

Ακόμη κι αν η αρθρογραφία είναι πλούσια για το συγκεκριμένο αντικείμενο, υπάρχει ένας παράγοντας που δεν έχει εξεταστεί και θα παρουσίαζε τεράστιο ενδιαφέρον. Η οικονομική κρίση αναμφίβολα έχει επηρεάσει τόσο τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων, όσο και την εμπιστοσύνη του κοινού στις αγορές. Οι ερευνητές θα μπορούσαν να εκμεταλλευτούν την παγκόσμια ύφεση και να εκπονήσουν μελέτες πριν και μετά από αυτή. Σε προηγούμενα κεφάλαια της διπλωματικής εργασίας παρουσιάστηκαν τα συμπεράσματα των ερευνητών σε περιόδους οικονομικής άνθισης μέχρι το 2008 που ορίζεται ως σημείο αναφοράς της βύθισης της παγκόσμιας οικονομίας σε ύφεση. Η συγκριτική ανάλυση των αποτελεσμάτων πριν και μετά την οικονομική κρίση θα οδηγήσει σίγουρα σε πολύ ενδιαφέροντα συμπεράσματα. Έτσι αποδεικνύεται ότι η κρίση γεννά ευκαιρίες, επιφέρει αλλαγές και αποτελεί εφαλτήριο για την εξέλιξη της επιστήμης.

Όπως είναι φανερό από την ανασκόπηση των προγενέστερων ερευνών, κάθε μελέτη διαφοροποιείται έστω και ελάχιστα από τις υπόλοιπες λόγω του διαφορετικού δείγματος που εξετάζει, της χρονικής περιόδου στην οποία αναφέρεται η έρευνα, των ιδιαίτερων χαρακτηριστικών της εκάστοτε οικονομίας, της μεθοδολογίας που χρησιμοποιείται, των μεταβλητών που εξετάζονται κτλ. Συνεπώς, κάθε μελέτη έχει να προσδώσει επιπλέον

πορίσματα που θα αποτελέσουν γνώμονα στη λήψη αποφάσεων για τα στελέχη των επιχειρήσεων.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

## Μέρος Ζ- Επίλογος

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση αποβλέπει στη μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών της επιχείρησης διά μέσω τριών λειτουργιών: αποφάσεις επενδύσεων, αποφάσεις χρηματοδοτήσεων και χρηματοοικονομική ανάλυση και προγραμματισμός. Με άλλα λόγια, η Χρηματοοικονομική Διοίκηση ασχολείται με τη μελέτη και την ερμηνεία των οικονομικών καταστάσεων της επιχείρησης με σκοπό τη λήψη πληροφοριών που προσδίδουν αξία. Πιο συγκεκριμένα, οι αποφάσεις επενδύσεων περιλαμβάνουν την κατανομή πόρων μεταξύ πάγιων και κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων. Οι επενδύσεις, ως στοιχείο των οικονομικών καταστάσεων αυξάνουν την αξία της επιχείρησης όταν η καθαρή παρούσα αξία τους είναι θετική.

Στην πλειοψηφία τους οι εμπειρικές μελέτες επιβεβαιώνουν την υπόθεση της μεγιστοποίησης της αξίας των μετόχων. Αποδεικνύουν δηλαδή την ύπαρξη θετικής σχέσης μεταξύ επενδύσεων και χρηματιστηριακής αξίας. Σε άλλες περιπτώσεις αντίθετα, η επίδραση των επενδύσεων στην αξία των επιχειρήσεων φαίνεται να είναι αρνητική ή μηδενική. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά κάθε οικονομίας, η έλλειψη εμπιστοσύνης στις αγορές κτλ είναι λόγοι που οδηγούν στη διαφοροποίηση των συμπερασμάτων.

Η παρούσα διπλωματική διερεύνησε την επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων. Σκοπός της εργασίας ήταν να απαντήσει στο ερώτημα αν η αγορά αντιδρά θετικά ή όχι στις αποφάσεις των στελεχών για επενδύσεις. Η προσπάθεια αυτή αρχικά σε θεωρητικό επίπεδο, σκοπό είχε την κατανόηση των βασικών εννοιών και λειτουργιών που αφορούν τις επενδύσεις και τη χρηματιστηριακή αξία των επιχειρήσεων, προκειμένου να γίνει κατανοητή η ανάγκη για τη διερεύνηση της μεταξύ τους σχέσης. Έτσι στο τελευταίο κομμάτι της έρευνας μέσα από την ανάλυση παλινδρόμησης, αποδείχτηκε η θετική επίδραση των επενδύσεων στη χρηματιστηριακή των επιχειρήσεων για το δείγμα αμερικανικών εταιρειών της δεκαετίας 1996- 2011. Ειδοποιός διαφορά της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η διερεύνηση της επίδραση της πραγματικής εφαρμογής των επενδυτικών σχεδίων των επιχειρήσεων στη χρηματιστηριακή αξία. Αντίθετα με μεγάλο μέρος της αρθρογραφίας που μελέτησε τις ανακοινώσεις για επενδυτικές αποφάσεις, η παρούσα ανάλυση αναφέρεται στις επενδύσεις που έχει πραγματοποιήσει η επιχείρηση, και όχι στις ανακοινώσει για μελλοντικά επενδυτικά σχέδια.

Σκοπός μας ήταν να καταδειχθεί η τεράστια σημασία των επενδύσεων για την ανάπτυξη της επιχείρησης και της οικονομίας γενικότερα. Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων έχει σκοπό τον έλεγχο και τη λήψη αποφάσεων που δημιουργούν αξία, όχι μόνο στην επιχείρηση αλλά και σε επίπεδο εθνικής οικονομίας. Σε μια εποχή που οι επενδύσεις εκλείπουν, αποτελούν ωστόσο τον κινητήριο μοχλό για την απαγκίστρωση από τη συρρίκνωση και την ύφεση.

Στόχος της οικονομικής ανάλυσης είναι μέσα από την έρευνα να καταλήγει σε πορίσματα, χρήσιμα για την επιστήμη και τις επιχειρήσεις. Η χρηματοοικονομική ανάλυση αποτελεί σήμερα πολύτιμο εργαλείο στα χέρια των στελεχών των επιχειρήσεων για τη σωστή λήψη αποφάσεων, που βασίζονται σε επιστημονικά δεδομένα και έρευνα.

Κλείνοντας με ένα αισιόδοξο μήνυμα, ότι τα αποτελέσματα των εμπειρικών ερευνών αποτελούν πηγές για ενδοσκόπηση και αυτοβελτίωση. Η έλλειψη εμπιστοσύνης στις αγορές μπορεί να αντιστραφεί και η ύφεση να δώσει τη θέση της στην ανάπτυξη και τις καινοτόμες επενδύσεις.

## Συγκεντρωτική Βιβλιογραφία

### Ελληνική Βιβλιογραφία

Βαγιανός Δ., Βέττας Ν., Μεγήρ Κ., Η οικονομική κρίση στην Ελλάδα: Μεταρρυθμίσεις και ευκαιρίες σε μία κρίσιμη συγκυρία, Αύγουστος 2010

Αποστολόπουλος Ι. Ν., *Ειδικά θέματα Χρηματοδοτικής Διοίκησης, Μέθοδοι, Εργαλεία, Εφαρμογές*, Εκδόσεις Αθ. Σταμούλης, Αθήνα 2007

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Επενδύσεων*, εκδόσεις Interbooks, 2002

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων*, εκδόσεις Interbooks, 2002

Αρτίκης Γ. Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Ανάλυση και Προγραμματισμός*, εκδόσεις Interbooks, 2003

Αρτίκης Π. Γ., *Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου*, εκδόσεις Interbooks, Αθήνα 2010.

Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση, θεωρία και πρακτική*, εκδόσεις Rosili, 2008.

Δράκος Α. Α., Καραθανάσης Γ. Α., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση των επιχειρήσεων*, εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2010.

Επίσκοπος Α., *Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων, Επενδύσεις και Χρηματοδότηση*, Εκδόσεις Σμπίλιας Α.Ε.Β.Ε. «Το Οικονομικόν», Αθήνα 2009.

Καραθανάση Γ. Α., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Χρηματιστηριακές αγορές*, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 2002.

Κυριαζής Δ. Α., *Συγχωνεύσεις & Εξαγορές*, εκδόσεις Πανεπιστημιακό, Αθήνα 2007

Νιάρχος Α. Ν., *Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*, Εκδόσεις Σταμούλη, Αθήνα 2004

Φίλιππας Ν. Δ., *Αμοιβαία κεφάλαια, Η ελληνική πραγματικότητα και οι σύγχρονες διεθνείς εξελίξεις*, Εκδόσεις Μπάμπαλος Β.- Στυλιανίδης Σ. Ε.Ε., Αθήνα 2010.

## Ξένη Βιβλιογραφία

Butler R., Davies L., Pike R., Snarp J., *Strategic Investment Decisions: Theory, Practice and Process*, 1993 (ebook)

Mansfield E., *Managerial Economics, Theory, Applications and Cases*, Εκδόσεις Μπένου, Αθήνα 1996

Wheelen T. L., J. D. Hunger, *Concepts in Strategic Management and Business Policy*, Pearson Education Inc., New Jersey 2006

## Ελληνική Αρθρογραφία

*Δελτίο Αποτελεσμάτων Έρευνας Επενδύσεων στη Βιομηχανία, Έρευνα Οκτωβρίου – Νοεμβρίου*, Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (IOBE), Φεβρουάριος 2012

*Οι Ελληνικές Επιχειρήσεις το 2010*. Ανάλυση αποτελεσμάτων και απασχόλησης, Εκδόσεις ΣΕΒ, Μάιος 2012

McKinsey&Company, Athens Office, Η Ελλάδα 10 Χρόνια Μπροστά: Προσδιορίζοντας το νέο Εθνικό Μοντέλο Ανάπτυξης – Σύνοψη, Σεπτέμβριος 2011

## Ξένη Αρθρογραφία

Akbar S., S. Zulfiqar A. Shah, I. Saadi, *Stock market reaction to capital expenditure announcements by UK firms*, 2008

Audretsch David B., Elston Julie Ann, *Does firm size matter? Evidence on the impact of liquidity constraints on firm investment behavior in Germany*, 2002

Bajo Emanuele, Bigelli Maroc, Sandri Sandro, *The Stock Market Reaction to Investment Decisions: Evidence from Italy*, 1998

Bhana N., *The market reaction to capital expenditure announcements*, Investment Analysts Journal – No. 68, 2008

Blose Laurence E., Shieh Joseph C. P., *Tobin's q-Ratio and Market Reaction to Capital Investment Announcements*, 1997

Bruce M. Burton, A. Alasdair Lonie, David M. Power, *The Stock Market Reaction to Investment Announcements: The Case of Individual Capital Expenditure Projects*, 1999

Chan Su Han, Gau George W. and Wang Ko, *Stock Market Reaction to Capital Investment Decisions: Evidence from Business Relocations*, 1995

Chung K. H., P. Wright , C. Charoenwong, *Investment opportunities and market reaction to capital expenditure decisions*, 1998

Cleary Sean, *The relationship between firm investment and financial status*, 1999

Dash M., G. Sriram, *A study on the effect of company investment announcements on stock market prices in India*, 2008

Del Brio E. B., J. Perote , J. Pindado, *Measuring the Impact of Corporate Investment Announcements on Share Prices: The Spanish Experience*, 2003

Del Brio E. B., J. Perote , J. Pindado, *Investment and firm value: an analysis using panel data*, 2003

Fama E. F., L. Fisher, M. C. Jensen, R. Roll, *The Adjustment of stock prices to new information* , 1969

Fama E. F., M. C. Jensen, *Organizational forms and investment decisions*, 1985

Fazzari Steven M., Hubbard R. Glenn, Petersen Bruce C., *Financing constraints and corporate investment*, 1988

Franck Tom, Huyghebaert Nancy, *The Impact of Leverage on Investment Expenditures: New Insights from Analyzing Private Enterprises*, 2008

Franklin John. S, Muthusamy. K, *Impact of Leverage on Firms Investment Decision*, International Journal of Scientific & Engineering Research Volume 2, Issue 4, April-2011

Hoshi Takeo, Kashyap Anil, Scharfstein David, *Corporate structure, liquidity and investment: evidence from Japanese industrial groups*, 1991

Hua L.L.Y., J. M. Shaikh, *Market Value Impact of Capital Investment Announcements: Malaysia Case*, 2010

Jones E., J. Danbolt, I. Hirst, *Company investment announcements and the market value of the firm*, 2004

Kadapakkam Palani-Rajan, Kumar P.C., Riddick Leigh A., *The impact of cash flows and firm size on investment: The international evidence*, 1998

Kester WC, *Today's options for tomorrow's growth*, Harvard Business Review, 1984

Lang Larry, Ofek Eli, Stulz Rene M., *Leverage, investment and firm growth*, 1994

McConnell J. J., C. J. Muscarella, *Corporate capital expenditure decisions and the market value of the firm*, 1985

Mintzberg, H., Raisinghani, D. & Theoret, A. 'The Structure of "Unstructured" Decision Processes', *Administrative Science Quarterly*, 1976.

Modigliani F., Miller M. H., *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, *The American Economic Review*, 1958

Piper J.A., *Classifying capital projects for top management decision making*, 1980

OECD, *Effect of the economic crisis on R&D investment*, 2011

OECD, *A new OECD project, New sources of growth: intangible assets*, 2011

OECD, *Policy responses to the economic crisis: investing in innovation for long- term growth*, 2009

Özbebek, S. Canikli, Y. Aytürk, *Does Turkish Stock Market React to Public Announcements of Major Capital Expenditures?*, 2011

Suresh S., Thenmozhi M., Vijayaraghavan P., *Stock Market reaction to corporate strategic decisions*, 2006

Yuan Yuan, Motohashi Kazuyuki, *Impact of the Debt Ratio on Firm Investment: A case study of listed companies in China*, 2011

Woolridge J.R., C.C. Snow, *Stock market reaction to strategic investment decisions*, 1990

## **Διαδικτυακοί Τόποι**

[www.capital.gr](http://www.capital.gr)

[www.epistimonikomarketing.gr](http://www.epistimonikomarketing.gr)

[www.iobe.gr](http://www.iobe.gr)

[www.oecd.org](http://www.oecd.org)

[www.sev.org.gr](http://www.sev.org.gr)



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ