

**ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ
ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ**

Νικολέτα Ε. Δελχανίδου

**Πτυχίο Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
Πανεπιστημίου Μακεδονίας**

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

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

2005

**ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ
ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ**

Νικολέτα Ε. Δελχανίδου

**Πτυχίο Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής
Πανεπιστημίου Μακεδονίας**

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

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων
Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

2005

Στην οικογένειά μου

Θ Ε Μ Α Τ Ι Κ Η

Π Ε Ρ Ι Λ Η Ψ Η

Η προβληματική της μεγιστοποίησης της μετοχικής απόδοσης, που αποτελεί τον πρωταρχικό στόχο των εταιρειών, δεν είναι νέα στην επιστήμη της οικονομικής των επιχειρήσεων. Οι τεχνικές και μέθοδοι μέτρησης της αξίας προσόδου του μετοχικού κεφαλαίου αποτέλεσε την πηγή έμπνευσης για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας. Συγκεκριμένα, στα πλαίσια της διπλωματικής αυτής εξετάζονται ποικίλες διαγνωστικές τεχνικές μέτρησης της επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, αποσκοπώντας στην επιλογή εκείνων που επιτυγχάνουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τον προσδιορισμό του βαθμού επίτευξης του εν λόγω επιχειρηματικού στόχου.

Η παρούσα εργασία διακρίνεται σε δύο μέρη, προκειμένου να γίνει μια πιο αντικειμενική και σφαιρική παρουσίαση του θέματος. Το πρώτο μέρος, που περιλαμβάνει τρία κεφάλαια, εξετάζει το πρόβλημα της μέτρησης της επιχειρηματικής επίδοσης από θεωρητική σκοπιά, ενώ το δεύτερο μέρος είναι αφιερωμένο στην πρακτική προσέγγιση του προβλήματος με τη μέτρηση διαφόρων δεικτών ενός δείγματος εισηγμένων στη χρηματιστηριακή αγορά εταιρειών.

Αναλυτικότερα, στο πρώτο κεφάλαιο παρουσιάζονται οι αντικειμενικοί σκοποί της παρούσας διατριβής, η μεθοδολογία στην οποία στηρίχθηκε, όπως επίσης και η δομή που ακολουθήθηκε.

Στο δεύτερο κεφάλαιο αφενός παρατίθενται ορισμένες βασικές έννοιες και αφετέρου εξετάζεται κατά πόσο ο κλάδος της λογιστικής με τη συλλογή, συγκέντρωση, καταγραφή, ταξινόμηση, ανάλυση, επεξεργασία και σύνοψη των άπειρων σε αριθμό και πολυσύνθετων στη φύση τους λογιστικών γεγονότων καταφέρνει να αποκαλύψει την πραγματική μετοχική απόδοση. Αποδεικνύεται ότι οι αρχές και οι κανόνες, που θεσπίζονται στα πλαίσια του λογιστικού κυκλώματος και της λογιστικής διαδικασίας, δεν επιτρέπουν την ορθολογική μέτρηση του πλούτου των μετόχων. Απόρροια αυτού είναι η παροχή πληροφοριών μειωμένης αξίας, αφού τα μεγέθη που εμφανίζονται στις λογιστικές καταστάσεις είναι συμβατικά. Με πιο απλά λόγια, η εικόνα των εταιρειών μέσα από τις οικονομικές τους καταστάσεις δεν αποδίδουν την αντικειμενική αλήθεια της πραγματικότητας.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρονται οι ποικίλες τεχνικές που ανέπτυξε ο κλάδος της χρηματοοικονομικής διοίκησης για την καλύτερη αξιοποίηση των λογιστικών πληροφοριών. Η μελέτη εστιάζεται σε μια από τις πλέον πιο ευρέως διαδεδομένες και αναγνωρισμένες μεθόδους ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων για τη μέτρηση και την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων τους αριθμοδείκτες. Η εκτεταμένη χρήση των τελευταίων δεν οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση του πληροφοριακού υλικού των λογιστικών εκθέσεων, που επέρχεται με το σχηματισμό διαφόρων δεικτών, οι οποίοι αφενός παρέχουν νέες πληροφορίες ανεξάρτητες των συστατικών τους και αφετέρου έχουν την ιδιότητα να περιορίζουν και να συμπυκνώνουν τον τεράστιο όγκο των λογιστικών δεδομένων και την πληθώρα των οικονομικών στοιχείων σε έναν μόνον αριθμό. Οφείλεται κυρίως στη λογική μεθοδολογία που υιοθετούν για τον υπολογισμό τους. Ο μεγάλος αριθμός τους, όπως επίσης και οι παραδοχές για τον υπολογισμό τους, όμως δεν διευκολύνουν πάντα τη μέτρηση του πλούτου των μετόχων. Ειδικότερα, για τον υπολογισμό των λεγόμενων παραδοσιακών δεικτών δεν επέρχεται μετασχηματισμός των λογιστικών δεδομένων, με αποτέλεσμα τα σφάλματα τα οποία εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις να μην εξαλείφονται πλήρως μέσα από τους εν λόγω δείκτες. Για το λόγο αυτό αναπτύχθηκαν από ακαδημαϊκούς και χρηματοοικονομικούς αναλυτές οι ονομαζόμενοι σύγχρονοι δείκτες. Μέσα από την παρουσίαση των γνωστότερων από αυτούς, τεκμηριώνεται ότι οι εν λόγω αριθμοδείκτες, αναγνωρίζοντας μια σειρά από χαρακτηριστικά που δημιουργούν πρόσθετη αξία σε μια επιχειρηματική μονάδα, επιτυγχάνουν αφενός να υπερκεράσουν τις αδυναμίες των λογιστικών μεγεθών και αφετέρου να υπολογίζουν με περισσότερη ακρίβεια τη μετοχική απόδοση.

Στο τέταρτο και τελευταίο κεφαλαίο παρουσιάζονται τόσο τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής επίδοσης των κυριότερων ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών εταιρειών, όπως διαμορφώθηκαν κατά την προηγούμενη εξαετία, όσο και τα αποτελέσματα στατιστικής ανάλυσης, στόχος της οποίας είναι αφενός η εύρεση ύπαρξης κάποιας σχέσης μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιρειών και των χρηματοοικονομικών δεικτών και αφετέρου ο υπολογισμός του βαθμού εξάρτησής τους. Από την εν λόγω ανάλυση γίνεται εμφανές ότι ο σύγχρονος δείκτης προστιθέμενου πλούτου, που αναπτύχθηκε από την εταιρεία Stern Stewart Co., είναι ο δείκτης εκείνος ο οποίος ερμηνεύει κατά το μεγαλύτερο ποσοστό την πορεία της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Αυτό σημαίνει ότι

ο ως άνω δείκτης είναι και το πιο αξιόπιστο μέγεθος για τη μέτρηση του πλούτου των μετόχων.

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι μέχρι σήμερα δεν έχει αναπτυχθεί ένα τέλειο εργαλείο για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων. Όλοι οι αριθμοδείκτες, είτε παραδοσιακοί είτε σύγχρονοι, εμφανίζουν κάποιο βαθμό σφάλματος. Εξάλλου, είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη η ανάλυση και επιλογή μετοχών με κριτήριο ένα μόνο μέτρο αξιολόγησης της επιχειρηματικής επίδοσης.

Π Ε Ρ Ι Ε Χ Ο Μ Ε Ν Α

Ευχαριστίες	i
Πίνακας Συντομεύσεων	ii
Κατάσταση Διαγραμμάτων	vi
Κατάσταση Πινάκων	vii
Κατάσταση Σχημάτων	ix
Κατάσταση Υποδειγμάτων	x

Μ Ε Ρ Ο Σ Α '

Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. Αντικειμενικός Σκοπός	3
1.2. Μεθοδολογία	4
1.3. Δομή	6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

2.1. Έννοια Χρηματοοικονομικής Διοίκησης	8
2.2. Στόχοι Χρηματοοικονομικής Διοίκησης	10
2.2.1. Αποφάσεις Επενδυτικές	11
2.2.2. Αποφάσεις Χρηματοδοτικές	12
2.2.3. Αποφάσεις Μερισματικής Πολιτικής	13
2.3. Χρηματοοικονομικές Καταστάσεις	14
2.3.1. Ισολογισμός	20
2.3.2. Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης	28

2.3.3.	Πίνακας Διάθεσης Αποτελεσμάτων	34
2.3.4.	Κατάσταση Μεταβολών Οικονομικής Θέσης	36
2.3.5.	Προσάρτημα	37
2.4.	Κριτική Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	44
	Βιβλιογραφία δευτέρου κεφαλαίου	49

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

3.1.	Γενικά	58
3.2.	Είδη Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης	59
3.3.	Μέθοδοι Ανάλυσης Οικονομικών Καταστάσεων	62
3.3.1.	Οριζόντια Ανάλυση	64
3.3.2.	Κάθετη Ανάλυση	65
3.3.3.	Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Δεικτών	67
3.4.	Παραδοσιακοί Δείκτες Μέτρησης Επίδοσης	80
3.4.1.	Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους	80
3.4.2.	Δείκτες Αποδοτικότητας Επενδύσεων	84
3.4.3.	Δείκτες Αποτίμησης	95
3.5.	Σύγχρονοι Δείκτες Μέτρησης Επίδοσης	112
3.5.1.	Δείκτης Προστιθέμενης Τρέχουσας Αξίας (MVA)	119
3.5.2.	Δείκτης Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (EVA)	123
3.5.3.	Δείκτης Προστιθέμενης Μετοχικής Αξίας (SVA)	134
3.5.4.	Δείκτης Αποδοτικότητας Χρηματοροών (CFROI)	136
3.5.5.	Δείκτης Προστιθέμενης Χρηματικής Αξίας (CVA)	141
3.5.6.	Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Μετόχων (TSR)	145
3.5.7.	Δείκτης Προστιθέμενου Πλούτου (WAI)	150
3.6.	Συμπεράσματα	165
	Βιβλιογραφία τρίτου κεφαλαίου.....	173

Μ Ε Ρ Ο Σ Β ´
Π Ρ Α Κ Τ Ι Κ Η Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
ΜΕΤΡΗΣΗ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

4.1. Σκοπός Έρευνας	195
4.2. Μεθοδολογία Έρευνας	196
4.3. Οικονομική Ανάλυση	211
4.4. Στατιστική Ανάλυση	221
4.5. Αποτελέσματα	238
Βιβλιογραφία τετάρτου κεφαλαίου	242

Μ Ε Ρ Ο Σ Γ ´
Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Α

Παράρτημα I	245
Βασικές Αρχές Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου	
Παράρτημα II	266
Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης	
Παράρτημα III	304
Άλλες Μέθοδοι Ανάλυσης Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων	
Παράρτημα IV	317
Αριθμοδείκτες	
Παράρτημα V	332
Κόστος Κεφαλαίου	
Γλωσσάριο	342
Ευρετήριο	356
Βιβλιογραφία	364

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να εκφράσω τις θερμότερες ευχαριστίες μου κατά πρώτο λόγο στον επιβλέποντα Καθηγητή κ. Γεώργιο Αρτίκη τόσο για την πολύτιμη συμβολή του σε όλα τα στάδια εκπόνησης της παρούσας διπλωματικής εργασίας όσο και για την επιτυχή ολοκλήρωσή της.

Ευχαριστώ ιδιαίτερος και τον κ. Παναγιώτη Αρτίκη, αρωγό στην προσπάθειά μου, αφενός για τις κατευθυντήριες οδηγίες που παρείχε καθ' όλη τη διάρκεια συγγραφής της παρούσας και αφετέρου για την άμεση ανταπόκρισή του στην άντληση και συλλογή χρήσιμου έντυπου και ηλεκτρονικού πληροφοριακού υλικού.

Επίσης, θεωρώ υποχρέωσή μου την τιμητική αναφορά στο σύζυγό μου κ. Κυριάκο Μαμούκαρη αφενός για την ανεκτίμητη ενίσχυσή του και αφετέρου για την τεχνολογική υποστήριξη που παρείχε κατά τη διάρκεια εκπόνησης της παρούσας.

Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών «Διοίκηση των Επιχειρήσεων» του Πανεπιστημίου Πειραιώς, που άμεσα ή έμμεσα συνέβαλαν στην εκπόνηση της παρούσας, όπως επίσης και τον Καθηγητή κ. Πρόδρομο Ευθύμογλου, χωρίς την παρότρυνση και ενθάρρυνση του οποίου δεν θα είχα παρακολουθήσει το εν λόγω μεταπτυχιακό τμήμα.

Νικολέτα Ε. Δελχανίδου

Μάρτιος 2005

Π Ι Ν Α Κ Α Σ
Σ Υ Ν Τ Ο Μ Ε Υ Σ Ε Ω Ν

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΣΥΝΤΟΜΕΥΣΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
A.I.C.P.A.	Accounting Institute of Certified Public Accountants
A.P.	Asset Productivity Αποδοτικότητα Περιουσιακών Στοιχείων
B.E.P.S. Ratio	Basic Earnings Per Share Ratio Δείκτης Απλός Κερδών Κατά Μετοχή
C.F.M.	Cash Flow Margin Περιθώριο Ταμιακών Ροών
C.F.R.O.I. Ratio	Cash Flow Return On Investment Ratio Δείκτης Αποδοτικότητας Χρηματορροών
CV .A. Ratio	Cash Value Added Ratio Δείκτης Προτιθέμενης Χρηματικής Αξίας
D.C.F.	Discount Cash Flow Προεξόφληση Ταμιακών Ροών
D.E.P.S. Ratio	Dual Earnings Per Share Ratio Δείκτης Μειωμένων Κερδών Κατά Μετοχή
D.P. Ratio	Dividend Payout Ratio Δείκτης Διανεμόμενων Κερδών
D.Y. Ratio	Dividend Yield Ratio Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης
E.P.S. Ratio	Earnings Per Share Ratio Δείκτης Κερδών Κατά Μετοχή
E.V.A. Ratio	Economic Value Added Ratio Δείκτης Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΣΥΝΤΟΜΕΥΣΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
F.A.S.B.	Financial Accounting Standard Board
F.L. Ratio	Financial Leverage Ratio Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης
G.I.G.	Gross Investment Growth Ανάπτυξη Μικτών Επενδύσεων
G.P.M. Ratio	Gross Profit Margin Ratio Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους
I.A.S.B.	International Accounting Standard Board
I.A.S.C.	International Accounting Standard Committee
I.R.R.	Internal Rate of Return Εσωτερικό Επιτόκιο Απόδοσης
P/B or M/B Ratio	Price to Value or Market to Value Ratio Δείκτης Τρέχουσας προς Λογιστική Αξία Μετοχής
M.V.A. Ratio	Market Value Added Ratio Δείκτης Προστιθέμενης Τρέχουσας Αξίας
NP. M. Ratio	Net Profit Margin Ratio Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους
N.P.V.	Net Present Value Καθαρή Παρούσα Αξία
P/E Ratio	Price to Earnings Ratio Δείκτης Τιμής προς Κέρδη Κατά Μετοχή
P/S Ratio	Price to Sales Ratio Δείκτης Τρέχουσας Αξίας Εταιρείας προς Πωλήσεις
R.I.	Residual Income Οικονομικό Κέρδος
R.O.A. or R.O.T.A. Ratio	Return On Assets or Return On Total Assets Ratio Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού ή Συνολικής Αποδοτικότητας

ΞΕΝΟΓΛΩΣΣΗ ΣΥΝΤΟΜΕΥΣΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
R.O.C. or R.O.C.E. or R.O.I.C. Ratio	Return On Capital or Return On Capital Employed or Return On Invested Capital Ratio Δείκτης Αποδοτικότητας Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων
R.O.E. Ratio	Return On Equity or Return on Net Worth Ratio Δείκτης Αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Καθαρής Θέσης ή Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας
R.O.N.A. Ratio	Return On Net Assets Ratio Δείκτης Αποδοτικότητας Καθαρού Ενεργητικού
S.V.A. Ratio	Shareholder Value Added Ratio Δείκτης Προστιθέμενης Μετοχικής Αξίας
T.S.R. or T.B.R. Ratio	Total Shareholder Return or Total Business Return Ratio Δείκτης Συνολικής Απόδοσης των Μετόχων ή Συνολικής Εταιρικής Απόδοσης
W.A.I. Ratio	Wealth Added Index Ratio Δείκτης Προστιθέμενου Πλούτου

ΕΛΛΗΝΟΓΛΩΣΣΗ ΣΥΝΤΟΜΕΥΣΗ	ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ
Α.Ε.	Ανώνυμη Εταιρεία
Α.Β.Ε.Ε.	Ανώνυμη Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία
Α.Β.Ε.Τ.Ε.	Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική και Τεχνική Εταιρεία
Α.Ε.Β.Ε.	Ανώνυμη Εμπορική και Βιομηχανική Εταιρεία
Α.Τ.Ε.	Ανώνυμη Τεχνική Εταιρεία
Β.Ε.Α.Ε.	Βιομηχανική και Εμπορική Ανώνυμη Εταιρεία
Δ.Λ.Π.	Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα
Δ.Π.Χ.Π.	Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης
Δ.Σ.	Διοικητικό Συμβούλιο
Ε.Γ.Λ.Σ.	Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο
Ε.Ε.	Ευρωπαϊκή Ένωση
Ε.Ο.Κ.	Ευρωπαϊκή Οικονομική Κοινότητα
Κ.Β.Σ.	Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων
Ν.Π.Δ.Δ.	Νομικό Πρόσωπο Δημοσίου Δικαίου
Ο.Τ.Α.	Οργανισμός Τοπικής Αυτοδιοίκησης
Σ.Ο.Λ.	Σώμα Ορκωτών Λογιστών
Σ.Ο.Ε.Λ.	Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών- Λογιστών
Φ.Ε.Κ.	Φύλλο Εφημερίδας της Κυβερνήσεως
Χ.Α.Α.	Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Κ Α Τ Α Σ Τ Α Σ Η

Δ Ι Α Γ Ρ Α Μ Μ Α Τ Ω Ν

Διάγραμμα 3.1: Βαρύτητα οδηγών αξίας ανά γεωγραφική περιοχή	149
Διάγραμμα 3.2: Μέσος όρος WAI ανά χώρα	162
Διάγραμμα 4.1: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών δείγματος	201
Διάγραμμα 4.2: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κατασκευαστικό κλάδο και στον κλάδο της βαριάς βιομηχανίας	202
Διάγραμμα 4.3: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο βασικών μετάλλων και ορυκτών	203
Διάγραμμα 4.4: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο της μεταποιητικής βιομηχανίας	204
Διάγραμμα 4.5: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στο χρηματοπιστωτικό τομέα	205
Διάγραμμα 4.6: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο της πληροφορικής	206
Διάγραμμα 4.7: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών	207
Διάγραμμα 4.8: Διαχρονική εξέλιξη γενικού δείκτη και χρηματιστηριακών τιμών μετοχών εταιρειών που ανήκουν στον κλάδο των υπηρεσιών	208
Διάγραμμα 4.9: Στατιστικά χαρακτηριστικά ετήσιων μοντέλων	234
Διάγραμμα 4.10: Στατιστικά χαρακτηριστικά απλών γραμμικών μοντέλων	237
Διάγραμμα 4.11: Δείκτης WAI εταιρειών δείγματος	239

Κ Α Τ Α Σ Τ Α Σ Η

Π Ι Ν Α Κ Ω Ν

Πίνακας3 .1:	Αποτελέσματα έρευνας του Stephen Taub	123
Πίνακας3 .2:	Αποτελέσματα έρευνας των Uyemura, Kantor και Pettit	131
Πίνακας3 .3:	Αποτελέσματα έρευνας των Dodd και Chen	133
Πίνακας3 .4:	Αποτελέσματα έρευνας των Krentz και Waddell	141
Πίνακας3 .5:	Αποτελέσματα έρευνας του Daniel Stelter	148
Πίνακας3 .6:	Αποτελέσματα έρευνας του Stern Stewart (απόσπασμα)	159-160
Πίνακας3 .7:	Αποτελέσματα έρευνας του Stern Stewart (απόσπασμα)	163-164
Πίνακας4 .1:	Κατάλογος δείγματος εταιρειών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. που μετέχουν στην έρευνα	198-200
Πίνακας4 .2:	Κατάλογος χρηματοοικονομικών δεικτών που χρησιμοποιήθηκαν για στατιστική ανάλυση	209
Πίνακας4.3:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη GPM	212
Πίνακας4.4:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη NPM	213
Πίνακας4.5:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη ROA	214
Πίνακας 4.6:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη ROE	215
Πίνακας4.7:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη P/E	217
Πίνακας4.8:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη P/B	218
Πίνακας4.9:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη MVA	219
Πίνακας4. 10:	Χρηματοοικονομική επίδοση εταιρειών βάσει του δείκτη WAI	220

Πίνακας4. 11:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Χρονικό διάστημα 1998 - 2003 –	222
Πίνακας4. 12:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 1998 –	224
Πίνακας4. 13:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 1999 –	226
Πίνακας4. 14:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 2000 –	228
Πίνακας4. 15:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 2001–	229
Πίνακας4. 16:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 2002 –	231
Πίνακας4. 17:	Αποτελέσματα πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA και WAI – Έτος 2003 –	232
Πίνακας4 .18:	Αποτελέσματα απλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς NPM – Χρονικό διάστημα 1998 - 2003 –	235
Πίνακας4 .19:	Αποτελέσματα απλής γραμμικής παλινδρόμησης MV προς P/B – Χρονικό διάστημα 1998 - 2003 –	235
Πίνακας4. 20:	Αποτελέσματα απλής γραμμικής παλινδρόμησης MVπρος MVA – Χρονικό διάστημα 1998 - 2003 –	236
Πίνακας4. 21:	Αποτελέσματα απλής γραμμικής παλινδρόμησης MVπρος WAI – Χρονικό διάστημα 1998 - 2003 –	236
Πίνακας4. 22:	Αποτελέσματα έρευνας	240-241

Κ Α Τ Α Σ Τ Α Σ Η
Σ Χ Η Μ Α Τ Ω Ν

Σχήμα 3.1:	Χάρτης συσχέτισης παραγόντων αξίας	118
Σχήμα 3.2:	Σχέση προστιθέμενης οικονομικής αξίας και προστιθέμενης τρέχουσας αξίας	129
Σχήμα 3.3:	Φιλοσοφία δείκτη συνολικής απόδοσης μετόχων	146

Κ Α Τ Α Σ Τ Α Σ Η
Υ Π Ο Δ Ε Ι Γ Μ Α Τ Ω Ν

Υπόδειγμα διάρθρωσης σχεδίου λογαριασμών	17-18
Υπόδειγμα ισολογισμού	21-25
Υπόδειγμα κατάστασης λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης	29-30
Υπόδειγμα κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης	31
Υπόδειγμα πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων	32
Υπόδειγμα προσαρτήματος	41-42

Μ Ε Ρ Ο Σ Α '

Θ Ε Ω Ρ Η Τ Ι Κ Η
Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1

Ε Ι Σ Α Γ Ω Γ Η

ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

ΔΟΜΗ

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 1

Ε Ι Σ Α Γ Ω Γ Η

1.1. ΑΝΤΙΚΕΙΜΕΝΙΚΟΣ ΣΚΟΠΟΣ

Η εκπόνηση της παρούσας διπλωματικής εργασίας διεξήχθη στα πλαίσια του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών με τίτλο «Διοίκηση των Επιχειρήσεων» του ομώνυμου τμήματος του Πανεπιστημίου Πειραιώς.

Σκοπός της παρούσας διατριβής αποτελεί η ενδεδειγμένη μελέτη των διαφόρων τεχνικών μέτρησης του πρώτιστου στόχου των εταιρειών, δηλαδή αυτόν της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Το ενδιαφέρον στην παρούσα εργασία εστιάζεται στη μέτρηση του προαναφερόμενου στόχου τόσο μέσα από τις παραδοσιακές τεχνικές μέτρησης της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων όσο και μέσα από τις σύγχρονες μεθόδους, οι οποίες πρόσφατα έχουν αναπτυχθεί και θεωρείται ότι καταφέρνουν να υπερκεράσουν όλες τις εικονικές και πλασματικές οικονομικές πληροφορίες.

Απώτερος σκοπός, λοιπόν, της εν λόγω μελέτης αποτελεί ο προσδιορισμός, κατά την τελευταία εξαετία, της χρηματοοικονομικής επίδοσης των σημαντικότερων ελληνικών εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών εταιρειών, μέσα από τη χρησιμοποίηση παραδοσιακών και σύγχρονων αριθμοδεικτών, όπως επίσης και η εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά αφενός με το βαθμό αξιοπιστίας των διαφόρων μεθόδων μέτρησης της επίδοσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας και αφετέρου με την επιλογή των τεχνικών

εκείνων που θα οδηγήσουν τους ενδιαφερόμενους στη λήψη ορθολογικά κερδοφόρων οικονομικών αποφάσεων.

1.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε για την εκπόνηση της παρούσας έρευνας αποσκοπεί στην όσο το δυνατό σφαιρική και αντικειμενική παρουσίαση της προβληματικής της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.

Ειδικότερα, στο πρώτο μέρος της εργασίας παρουσιάζεται η θεωρητική προσέγγιση του θέματος. Για το λόγο αυτό τα επόμενα δύο κεφάλαια στηρίζονται σε βιβλιογραφικές παραπομπές και άρθρα. Συγκεκριμένα παρατίθενται ορισμένες βασικές έννοιες και εξετάζεται κατά πόσο ο κλάδος της λογιστικής και της χρηματοοικονομικής καταφέρνει να αποκαλύψει την πραγματική μετοχική απόδοση. Ιδιαίτερη έμφαση δίδεται σε μια συγκεκριμένη τεχνική μέτρησης της επιχειρηματικής επίδοσης, τους αριθμοδείκτες, οι οποίοι ομαδοποιούνται σε δύο κατηγορίες: τους παραδοσιακούς και τους σύγχρονους. Στα πλαίσια αυτά εξετάζονται ο τρόπος υπολογισμού τους, όπως επίσης και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα που παρουσιάζουν. Μάλιστα παρατίθενται αποσπάσματα ερευνών που αφορούν στην αντικειμενικότητα και την ορθότητά τους.

Στη συνέχεια, στο δεύτερο μέρος, που τιτλοφορείται πρακτική προσέγγιση, παρουσιάζονται αποτελέσματα σχετικής έρευνας, πρωτεύον στόχος της οποίας είναι αφενός η εύρεση ύπαρξης κάποιας σχέσης μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιρειών και των

χρηματοοικονομικών δεικτών και αφετέρου ο υπολογισμός του βαθμού εξάρτησής τους. Αναλυτικότερα, το χρονικό διάστημα της μελέτης αφορά την προηγούμενη εξαετία. Το διάστημα αυτό επιλέχθηκε με γνώμονα αφενός τη διεξαγωγή πρόσφατων συμπερασμάτων και αφετέρου τη μελέτη της πορείας των εταιρειών τόσο κατά τη διετία ακμής των ελληνικών χρηματιστηριακών μεγεθών όσο και κατά τα έτη που ακολούθησαν, στα οποία παρατηρήθηκε κάμψη των εν λόγω μεγεθών. Εξάλλου, η επιλογή του δείγματος των εταιρειών, οι οποίες συμμετέχουν στην παρούσα έρευνα, έγινε με ιδιαίτερη μέριμνα. Ειδικότερα, όλες οι επιλεγθείσες εταιρείες, που αποτελούν αντιπροσωπευτικό δείγμα των κυριότερων κλάδων της δευτερογενούς και της τριτογενούς παραγωγής της ελληνικής οικονομίας, είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.), τουλάχιστον από το 1996, ενώ για όλο το υπό εξέταση χρονικό διάστημα κατείχαν πρωτεύουσα θέση από άποψη κεφαλαιοποίησης στον αντίστοιχο κλάδο στον οποίο ανήκουν και δραστηριοποιούνται. Με τον τρόπο αυτό αφενός επιτυγχάνεται συγκρισιμότητα των οικονομικών μεγεθών, διότι παρέχουν παρόμοια πληροφόρηση, αφού υπόκεινται σε ένα ομοιόμορφο νομοθετικό και λογιστικό κανονιστικό πλέγμα διατάξεων, και αφετέρου είναι δυνατή η γενίκευση των αποτελεσμάτων χωρίς την ύπαρξη σημαντικού ποσοστού στατιστικού σφάλματος. Σημειώνεται επίσης ότι οι αριθμοδείκτες που επιλέχθηκαν για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας είναι οι δύο πιο διαδεδομένοι από έκαστη κατηγορία δεικτών που επιτρέπουν τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων.

1.3. ΔΟΜΗ

Η μελέτη για την αρτιότερη παρουσίαση του θέματος διακρίνεται σε δύο μέρη. Στο πρώτο μέρος, το οποίο απαρτίζεται από τρία κεφάλαια, παρατίθεται η καθιερωμένη εισαγωγή και αναλύονται οι τεχνικές μέτρησης του πλούτου των μετόχων, όπως αναπτύχθηκαν από τη λογιστική και τη χρηματοοικονομική επιστήμη, καθώς επίσης και τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους. Στο δεύτερο μέρος παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής επίδοσης των σημαντικότερων ελληνικών εταιρειών βάσει των παραδοσιακών και σύγχρονων διαγνωστικών τεχνικών για το υπό μελέτη χρονικό διάστημα. Επίσης, παρατίθενται αποτελέσματα στατιστικής ανάλυσης που αφορούν στην εύρεση σχέσεων μεταξύ της χρηματιστηριακής απόδοσης των μετόχων και των διαφόρων αριθμοδεικτών που αποσκοπούν στη μέτρηση της μετοχικής απόδοσης.

Σύντομη επισκόπηση της δομής και του περιεχομένου της εργασίας περιλαμβάνεται στη Θεματική Περίληψη που προηγείται του πίνακα περιεχομένων, ενώ στο τέλος της εργασίας παρατίθενται συμπληρωματικές πληροφορίες, υπό τη μορφή παραρτημάτων. Ακόμη, στις τελευταίες σελίδες έχει ενσωματωθεί γλωσσάριο και ευρετήριο όρων για την καλύτερη εξυπηρέτηση των αναγνωστών. Οι τελευταίοι δύναται να απευθυνθούν στις βιβλιογραφικές παραπομπές, καθώς και στις ηλεκτρονικές διευθύνσεις για την άντληση περισσότερων πληροφοριών.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ
ΚΑΙ ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ**

ΕΝΝΟΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΣΤΟΧΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

ΚΡΙΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 2
Χ Ρ Η Μ Α Τ Ο Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Η Δ Ι Ο Ι Κ Η Σ Η
Κ Α Ι
Λ Ο Γ Ι Σ Τ Ι Κ Ε Σ Κ Α Τ Α Σ Τ Α Σ Ε Ι Σ
Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ω Ν Μ Ο Ν Α Δ Ω Ν

2.1. ΕΝΝΟΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Ο όρος *χρηματοοικονομική διοίκηση (financial management)* αναφέρεται στη διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών κυρίως αποφάσεων με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (stockholders' wealth maximization), η οποία επιτυγχάνεται διαμέσου της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Κατά καιρούς διάφοροι ορισμοί διατυπώθηκαν για τη διευκρίνηση και επεξήγηση της έννοιας της χρηματοοικονομικής διοίκησης¹. Μεταξύ αυτών ο ορισμός που υιοθέτησε ο Solomon Ezraⁱⁱ θεωρείται ότι είναι ο πιο περιεκτικός και αντιπροσωπευτικός. Κατά τον ορισμό αυτό «το κεντρικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής είναι η ορθολογική χρήση των κεφαλαίων και η κεντρική διαδικασία που περιλαμβάνεται είναι η λογική αντιπαραβολή των

¹ Ένας ορισμός, που επικράτησε για μεγάλο χρονικό διάστημα, ισχυριζόταν ότι η χρηματοοικονομική διοίκηση σχετίζεται με την εξεύρεση και διαχείριση κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται σε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα. Ο παραδοσιακός αυτός ορισμός θεωρείται στενής έννοιας, διότι δεν αναφέρεται στη διαδικασία λήψης αποφάσεων και περιορίζεται αποκλειστικά αφενός στην προμήθεια των κεφαλαίων από διάφορες πηγές και αφετέρου στη νομική και στη λογιστική σχέση της επιχειρηματικής μονάδας προς αυτές. Άλλος ορισμός υποστήριξε ότι η χρηματοοικονομική διοίκηση ενδιαφέρεται για οτιδήποτε λαμβάνει χώρα κατά τη διεξαγωγή των εργασιών μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Και ο ορισμός αυτός κατά τη γνώμη των περισσότερων ακαδημαϊκών συγγραφέων θεωρείται ιδιαίτερα ευρύς και ασαφής για να τυχάνει συγκεκριμένης αναγνώρισης και σημασίας.

πλεονεκτημάτων πιθανών χρήσεων έναντι του κόστους εναλλακτικών πηγών, ώστε να επιτευχθούν οι ευρύτεροι οικονομικοί σκοποί τους οποίους η επιχειρηματική οικονομική μονάδα θέτει για την ίδια».

Η χρηματοοικονομική διοίκηση, επομένως, περικλείει τις έννοιες του προγραμματισμού των δραστηριοτήτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας και του ελέγχου της πορείας τηςⁱⁱⁱ. Ο **χρηματοοικονομικός προγραμματισμός (*financial planning*)**, από τη μια πλευρά, αφορά αφενός την εξεύρεση των πηγών κεφαλαίων και αφετέρου το σχεδιασμό της χρήσης αυτών για την επίτευξη των οργανωσιακών στόχων της επιχείρησης. Ο **χρηματοοικονομικός έλεγχος (*financial controlling*)**, από την άλλη πλευρά, σχετίζεται με τη μελέτη και την εξέταση των αποκλίσεων μεταξύ των πραγματοποιηθέντων και των προσδοκώμενων αποτελεσμάτων. Η διαδικασία αυτή επιτρέπει μεν τη μέτρηση του βαθμού υλοποίησης του επιδιωκόμενου σκοπού της επιχείρησης, τη λήψη δε διορθωτικών ενεργειών, αποσκοπώντας στη βελτίωση της θέσης της επιχείρησης και φυσικά στην ανάπτυξή της.

Με άλλα λόγια, η επιστήμη της χρηματοοικονομικής διοίκησης αναπτύσσει μεθόδους και τεχνικές συγκέντρωσης, επιλογής και αξιοποίησης πληροφοριών, τόσο του εσωτερικού όσο και του εξωτερικού περιβάλλοντος μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, με σκοπό τη λήψη ορθολογικά οικονομικών αποφάσεων. Η διαδικασία αυτή επιτυγχάνεται με την κατάρτιση επιχειρηματικών σχεδίων και στρατηγικών πολιτικών δράσης της επιχείρησης τόσο σε μακροπρόθεσμο όσο και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα².

² Οι Joel E. Ross και Michael J. Kami αναφέρουν ότι «χωρίς στρατηγική η επιχείρηση είναι σαν ένα πλοίο χωρίς τιμόνι που κάνει συνέχεια κύκλους και σαν ένα όχημα χωρίς προορισμό»^{iv}.

2.2. ΣΤΟΧΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Ο πυρήνας της χρηματοοικονομικής διοίκησης αποτελείται από τρεις βασικές κατηγορίες αποφάσεων που καλούνται οι ιθύνοντες μιας επιχείρησης να λάβουν^v. Η πρώτη αφορά τις χρηματοδοτικές αποφάσεις και αναφέρεται στη διαδικασία εξεύρεσης πηγών κεφαλαίων. Η δεύτερη σχετίζεται με την αποτελεσματική διαχείριση αυτών των κεφαλαίων μέσα από την ανάληψη αποδοτικών επενδύσεων. Η τρίτη κατηγορία αφορά στη χάραξη μερισματικής στρατηγικής και πολιτικής κερδών.

Οι τρεις αυτές κατηγορίες αποφάσεων δεν είναι ανεξάρτητες μεταξύ τους^{vi,vii,viii}. Το αντίθετο μάλιστα. Συγκεκριμένα, οι **επενδυτικές αποφάσεις (*investment decisions*)**, που περιλαμβάνουν την κατανομή πόρων μεταξύ των παγίων και κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων, τα οποία από το σκοπό, τον προορισμό, καθώς επίσης και τη δυνατότητα ρευστοποίησής τους αποτελούν δύο διαφορετικές κατηγορίες ενεργητικών στοιχείων, σχετίζονται άμεσα με τις **χρηματοδοτικές αποφάσεις (*financing decisions*)**, οι οποίες περιλαμβάνουν την άντληση μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων για την απρόσκοπτη λειτουργία της επιχείρησης. Η σχέση τους έγκειται στο γεγονός ότι η διάρθρωση του ενεργητικού μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας επηρεάζει το βαθμό κινδύνου που αντιμετωπίζει και, κατά συνέπεια, την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Επιπλέον, τα κεφάλαια που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση κάποιου περιουσιακού στοιχείου πρέπει να έχουν διάρκεια τουλάχιστον ίση με τη χρονική περίοδο που θα χρησιμοποιηθεί αποδοτικά το στοιχείο αυτό. Για τους ανωτέρω λόγους η κεφαλαιακή διάρθρωση ανά χρονική διάρκεια των κεφαλαίων συνδέεται άρρηκτα με τη σύνθεση του ενεργητικού κατά κατηγορίες στοιχείων διαφόρων βαθμών

ρευστότητας και, αντίστροφα, οι επιλογές που γίνονται αναφορικά με τις επενδύσεις δεν πρέπει να είναι ανεξάρτητες από το χρόνο λήξης των κεφαλαίων που η επιχείρηση έχει στη διάθεσή της^{ix}.

Επιπρόσθετα, οι **αποφάσεις μερισματικής πολιτικής και διαχείρισης (*dividend policy and share decisions*)** συνδέονται με τις επενδυτικές αποφάσεις, αφού από τις τελευταίες εξαρτάται η επιχειρηματική πορεία μιας εταιρικής μονάδας, όπως επίσης και ο βαθμός επίτευξης του αρχικού σκοπού της χρηματοοικονομικής διοίκησης, δηλαδή της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων. Εξάλλου, η πολιτική που καθορίζει και εφαρμόζει μια επιχείρηση σχετικά με τη διανομή μερίσματος επηρεάζει και τη διάρθρωση των κεφαλαίων της, αφού τα καθαρά κέρδη που παρακρατούνται και δεν διανέμονται υπό μορφή μερισμάτων αντιπροσωπεύουν την αύξηση της καθαρής της θέσης^x.

2.2.1. ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ

Ο προαναφερόμενος βασικός χρηματοοικονομικός στόχος, ήτοι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, δύναται να αναδιατυπωθεί ως η μεγιστοποίηση των μελλοντικών χρηματορροών στην περίπτωση που μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα καταστρώνει το επενδυτικό πλάνο δράσης της. Αυτό σημαίνει ότι μια επενδυτική πρόταση είναι ελκυστική και συμφέρουσα για την επιχείρηση στην περίπτωση που οδηγεί στην πραγματοποίηση θετικών καθαρών χρηματορροών. Πιο απλά, η λήψη της σχετικής απόφασης αποσκοπεί στη μελλοντική είσπραξη εσόδων μεγαλύτερων του κόστους που ενέχει μια επενδυτική δραστηριότητα.

Οι αποφάσεις λοιπόν για το επενδυτικό έργο που θα αναλάβει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα αφορούν στη διάθεση κεφαλαίων σε δραστηριότητες που θα αποδώσουν οφέλη στο μέλλον. Επειδή, όμως, τα μελλοντικά οφέλη δεν είναι δυνατό να προσδιορίζονται με απόλυτη βεβαιότητα, κάθε απόφαση για την ανάληψη κάποιου επενδυτικού έργου περιλαμβάνει και έναν ορισμένο βαθμό κινδύνου. Για το λόγο αυτό οι αποφάσεις για τις επενδύσεις κεφαλαίου θα πρέπει να βασίζονται σε αξιολογήσεις των σχετικών εναλλακτικών προτάσεων, που συνεκτιμούν την αναμενόμενη αποδοτικότητα των επενδύσεων στη διάρκεια και στη διάσταση του χρόνου, συνδυάζοντας ταυτόχρονα και το βαθμό κινδύνου που αυτές ενέχουν.

Είναι λοιπόν φανερό ότι οι αποφάσεις που λαμβάνονται σχετικά με το επενδυτικό έργο της επιχείρησης καθορίζουν, πρώτον, το συνολικό μέγεθος του ενεργητικού της, δεύτερον, τη σύνθεσή του κατά κατηγορίες στοιχείων και, τρίτον, το πλέγμα κινδύνων που αντιμετωπίζει η οικονομική μονάδα από την ανάληψη συγκεκριμένων δραστηριοτήτων. Βασικά, λοιπόν, απώτερος χρηματοοικονομικός στόχος στην περίπτωση λήψης επενδυτικών αποφάσεων αποτελεί η επιλογή εκείνων των δράσεων που αποβλέπουν στη μεγαλύτερη δυνατή αποδοτικότητα με το μικρότερο βαθμό κινδύνου.

2.2.2. ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ

Η δεύτερη βασική κατηγορία αποφάσεων αφορά τις επιλογές ανάμεσα σε διάφορες κατηγορίες κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Οι αποφάσεις αυτές καθορίζουν τη σχέση ανάμεσα σε ίδια και ξένα κεφάλαια και τα ποσοστά συμμετοχής μακροπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων

και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων και ειδικότερα κάθε υποκατηγορίας κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της επιχείρησης.

Είναι φανερό ότι οι επιλογές που θα λάβουν χώρα στον τομέα αυτό προσδιορίζουν σε τελική ανάλυση την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, καθώς επίσης και το βαθμό κινδύνου που αυτή παρουσιάζει για τους χρηματοδότες της, υπό την έννοια της ικανότητας της πρώτης να αποδίδει στους δεύτερους την αμοιβή που δικαιούνται ή που αναμένουν για τα κεφάλαια που έχουν διαθέσει και δεσμεύσει για τη λειτουργία της επιχειρηματικής μονάδας.

Προκύπτει, λοιπόν, ότι στην περίπτωση των χρηματοδοτικών αποφάσεων ο πρώτιστος στόχος της χρηματοοικονομικής διοίκησης αναφέρεται ειδικότερα στη μεγιστοποίηση της παρούσας αξίας των μερισμάτων που η επιχείρηση αναμένεται να δώσει στους μετόχους της διαχρονικά και στο διηνεκές. Οι αποφάσεις λοιπόν που λαμβάνει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα και σχετίζονται με τον καθορισμό της κεφαλαιακής της διάρθρωσης αποσκοπούν στη χρηματοδότηση της επιχείρησης με το χαμηλότερο δυνατό κόστος για αυτήν και το μικρότερο κίνδυνο για τους χρηματοδότες της.

2.2.3. ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής και διαχείρισης αναφέρονται, αφενός, στον καθορισμό του ποσοστού των καθαρών ετήσιων κερδών που διατίθενται στους μετόχους ή τους εταίρους μιας επιχείρησης και, αφετέρου, στη χάραξη στρατηγικής για τη σταθερότητα ή μη του χρηματικού ποσού ανά μετοχή ή εταιρικό μερίδιο που διανέμεται ως μέρισμα από χρόνο σε χρόνο.

Από την άλλη πλευρά, η ετήσια παρακράτηση καθαρών κερδών αποτελεί μια μορφή αποταμίευσης για την επιχειρηματική οικονομική μονάδα και αποβλέπει στην αυτοχρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της, προκειμένου να υπάρξουν περισσότερα κέρδη και, κατά συνέπεια, υψηλότερα μερίσματα στο μέλλον. Η εν λόγω πράξη σημαίνει ότι οι μέτοχοι της επιχείρησης καλούνται να θυσιάσουν τη δυνατότητα για κατανάλωση, που προσφέρουν τα μερίσματα σε μια συγκεκριμένη περίοδο, με ανταμοιβή τα υψηλότερα μερίσματα που θα προκύψουν στο μέλλον. Για το λόγο αυτό στην περίπτωση αποφάσεων μερισματικής πολιτικής κρίνεται κατά πόσο τα κέρδη που αναμένονται από την επένδυση των καθαρών κερδών που παρακρατήθηκαν δικαιολογούν τη θυσία της δυνατότητας για κατανάλωση στην τρέχουσα περίοδο από τους μετόχους.

2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

Η επιστήμη της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τον ευρύτερο κλάδο της λογιστικής³. Η **λογιστική (accounting)** έχει ως αντικειμενικό σκοπό την καταγραφή των οικονομικών γεγονότων που λαμβάνουν χώρα στα πλαίσια λειτουργίας μιας επιχειρηματικής μονάδας⁴, ενώ

³ Με τη φράση «ευρύτερος κλάδος της λογιστικής» νοείται αφενός η Γενική Λογιστική, η οποία κατηγοριοποιείται σε Δημόσια (Κρατική, Ο.Τ.Α., Ν.Π.Δ.Δ.) και Ιδιωτική (Αγροτική, Ασφαλιστική, Βιομηχανική, Εμπορική, Ναυτιλιακή, Τραπεζική, κ.λπ.) και η Ελεγκτική (Εσωτερική και Εξωτερική) και αφετέρου η Μικρο-λογιστική (Οικογενειακής Μονάδας, Επιχειρηματική - η οποία περαιτέρω διακρίνεται σε Χρηματοοικονομική, Διοικητική και Φοροτεχνική - και Κυβερνητική) και Μακρο-λογιστική (Εθνικού Εισοδήματος, Εισροών - Εκροών, Χρηματικών Ροών, Ισοζυγίου Πληρωμών)^{xi}.

⁴ Σύμφωνα με ορισμό που δόθηκε από το Accounting Institute of Certified Public Accountants (A.I.C.P.A.) «λογιστική είναι η τεχνική της καταχώρησης, της ταξινόμησης, της συνοπτικής παρουσίασης, κατά εύληπτο τρόπο και σε χρηματικές μονάδες, συναλλαγών και γεγονότων, που είναι, εν μέρει τουλάχιστο, χρηματοοικονομικού χαρακτήρα, και της επεξήγησης των αποτελεσμάτων από αυτά»^{xii}.

η χρηματοοικονομική διοίκηση χρησιμοποιεί ως αφετηρία τα αποτελέσματα της λογιστικής, προκειμένου, πρώτον, να διεξάγει συμπεράσματα αναφορικά με την πορεία της επιχείρησης κατά το παρελθόν και, δεύτερον, να δημιουργήσει μια ολοκληρωμένη βάση υπολογισμού για την εμπειριστατωμένη εκτίμηση και τεκμηριωμένη πρόβλεψη της μελλοντικής εξέλιξης της επιχείρησης. Είναι λοιπόν φανερό ότι η λογιστική προσφέρει πρωτογενές εμπειρικό υλικό, το οποίο εφόσον είναι ομοειδές κατά το περιεχόμενό του και αξιόπιστο, δύναται να χρησιμοποιηθεί από τα στελέχη του τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης για τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων^{xiii}.

Στα πλαίσια λοιπόν του λογιστικού κυκλώματος συλλέγονται, καταγράφονται, επεξεργάζονται και ταξινομούνται πληροφορίες, που συγκεντρωτικά απεικονίζονται σε διάφορες καταστάσεις, οι οποίες ονομάζονται **λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις (accounting or financial statements)** και εκδίδονται σε περιοδικά χρονικά διαστήματα. Οι εν λόγω καταστάσεις ομαδοποιούνται σε δύο κατηγορίες^{xiv}. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις λογιστικές εκθέσεις οι οποίες καταρτίζονται αποκλειστικά για τη διοίκηση των οικονομικών μονάδων. Συνεπώς, απευθύνονται στους εσωτερικούς χρήστες (όπως για παράδειγμα είναι ο γενικός διευθυντής, τα διευθυντικά στελέχη, καθώς επίσης και οι εργαζόμενοι που βρίσκονται σε χαμηλότερες βαθμίδες ιεράρχησης της διοικητικής πυραμίδας), προκειμένου να καθίσταται δυνατός ο προγραμματισμός και έλεγχος των τρεχουσών εταιρικών δραστηριοτήτων, ο καθορισμός και προσδιορισμός τόσο των βραχυπρόθεσμων όσο και των μακροπρόθεσμων οργανωσιακών στόχων, καθώς επίσης και η διαμόρφωση και χάραξη της στρατηγικής της επιχείρησης. Στη δεύτερη κατηγορία περιέχονται οι καταστάσεις εκείνες που προβλέπονται από την

κείμενη ελληνική νομοθεσία⁵, και ενώ είναι χρήσιμες και στη διοίκηση των οικονομικών μονάδων, αποσκοπούν κυρίως στην πληροφόρηση των ατόμων που βρίσκονται εκτός των οικονομικών μονάδων, οι οποίοι καλούνται εξωτερικοί χρήστες. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι μέτοχοι, οι δυνητικοί και υφιστάμενοι επενδυτές, οι χρηματοδοτικοί οργανισμοί, τα τραπεζικά ιδρύματα, οι πιστωτές, οι δανειστές, οι προμηθευτές, οι πελάτες, τα εργατικά σωματεία, οι επαγγελματικές οργανώσεις, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές, οι κρατικές υπηρεσίες και οι δημόσιοι οργανισμοί.

Στο σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι το ενδιαφέρον στην παρούσα εργασία επικεντρώνεται στις ανώνυμες εισηγμένες στο Χ.Α.Α. εταιρείες, οι οποίες αποτελούν επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες που υπόκεινται στις διατάξεις της υποχρεωτικής τήρησης τρίτης κατηγορίας βιβλίων και στοιχείων⁶.

⁵ Η τήρηση των λογιστικών βιβλίων καθιερώθηκε για πρώτη φορά με το νόμο 2190/1920^{xv} περί «ανωνύμων εταιρειών» (όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α'/30.03.1963) περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον») και επεκτάθηκε με τα νομοθετικά διατάγματα 8/1947^{xvi} (ΦΕΚ 272/ΤΕΥΧΟΣ Α'/09.12.1947) περί «τηρήσεως βιβλίων υπό των επιτηδευματιών» και 578/1948^{xvii} (ΦΕΚ 81/ΤΕΥΧΟΣ Α'/05.04.1948) περί «κυρώσεως του από 07.12.1947 νομοθετικού διατάγματος» και τον αναγκαστικό νόμο 810/1948^{xviii} (ΦΕΚ 254/ΤΕΥΧΟΣ Α'/29.09.1948) περί «συγκεντρώσεως λογιστικών στοιχείων», ενώ με το νόμο 3190/1955^{xix} (ΦΕΚ 91/ΤΕΥΧΟΣ Α'/16.04.1955) περί «εταιρειών περιορισμένης ευθύνης» ρυθμίζεται η καθιέρωση λογιστικών βιβλίων και στις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης.

Σημειώνεται ότι έκτοτε σειρά κανονιστικών και ρυθμιστικών διατάξεων έχουν εκδοθεί, οι οποίες τροποποιούν και συμπληρώνουν τους αρχικούς κανονισμούς, και αποσκοπούν στην ενιαία και συστηματική ενημέρωση και πληροφόρηση των εξωτερικών χρηστών με κορύφωση την εισαγωγή του ελληνικού γενικού λογιστικού σχεδίου με το νόμο 1041/1980^{xx} (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α'/02.04.1980) περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποιήσεως και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου» και το προεδρικό διάταγμα 1123/1980^{xxi} (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α'/15.12.1980) περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου». Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι με τα προεδρικά διατάγματα 409/1986^{xxii} (ΦΕΚ 192/ΤΕΥΧΟΣ Α'/28.11.1986), 498/1987^{xxiii} (ΦΕΚ 236/ΤΕΥΧΟΣ Α'/31.12.1987), 56/1991^{xxiv} (ΦΕΚ 26/ΤΕΥΧΟΣ Α'/02.04.1991), 325/1994^{xxv} (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α'/06.10.1994) και 326/1994^{xxvi} (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α'/06.10.1994) θεσμοθετείται η σταδιακή προσαρμογή της προαναφερόμενης κείμενης ελληνικής νομοθεσίας στις κοινοτικές οδηγίες και κανονισμούς.

⁶ Εμμέσως από τις διατάξεις της παραγράφου 2 του άρθρου 17 του προεδρικού διατάγματος 186/1992^{xxvii} (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α'/26.05.1992) περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων», αλλά και από τη λογιστική επιστήμη, προκύπτει ότι τα βιβλία της τρίτης κατηγορίας είναι το Γενικό Ημερολόγιο, τα Αναλυτικά και τα Συγκεντρωτικά Ημερολόγια, το Ημερολόγιο Εγγραφών Ισολογισμού (προαιρετικό), το Γενικό Καθολικό και τα Αναλυτικά Καθολικά, το Βιβλίο Απογραφών και Ισολογισμών, το Μητρώο Παγίων και το Βιβλίο Αποθήκης και Παραγωγής Κοστολογίου. Επιπρόσθετα, σύμφωνα με την παράγραφο 1 των άρθρων 5 και 6 του ίδιου ως άνω κανονισμού, για την άσκηση του επαγγέλματός του, ο επιτηδευματίας της πρώτης κατηγορίας τηρεί βιβλίο αγορών, και ο επιτηδευματίας της δεύτερης κατηγορίας τηρεί βιβλίο εσόδων - εξόδων.

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ

ΓΕΝΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ

ΟΜΑΔΑ 1^η		ΟΜΑΔΑ 2^η		ΟΜΑΔΑ 3^η		ΟΜΑΔΑ 4^η		ΟΜΑΔΑ 5^η	
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ		ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ		ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ – ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ – ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	
10	Εδαφικές εκτάσεις	20	Εμπορεύματα	30	Πελάτες	40	Κεφάλαιο	50	Προμηθευτές
11	Κτίρια - Εγκαταστάσεις κτιρίων - Τεχνικά έργα	21	Προϊόντα έτοιμα - Προϊόντα ημιτελή	31	Γραμμάτια εισπρακτέα	41	Αποθεματικά - Διαφορές Αναπροσαρμογής - Επιχορηγήσεις Επενδύσεων	51	Γραμμάτια πληρωτέα
12	Μηχανήματα - Τεχνικές εγκαταστάσεις - Λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός	22	Υποπροϊόντα - Υπολείμματα	32	Παραγγελίες στο εξωτερικό	42	Αποτελέσματα εις νέο	52	Τράπεζες, λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
13	Μεταφορικά μέσα	23	Παραγωγή σε εξέλιξη	33	Χρεώστες διάφοροι	43	Ποσά προορισμένα για αύξηση κεφαλαίου	53	Πιστωτές διάφοροι
14	Έπιπλα - Λοιπός εξοπλισμός	24	Πρώτες ύλες - Βοηθητικές ύλες - Υλικά συσκευασίας	34	Χρεόγραφα	44	Προβλέψεις	54	Υποχρεώσεις από φόρους και τέλη
15	Ακινήτοποιήσεις υπό εκτέλεση - Προκαταβολές κτήσης παγίων στοιχείων	25	Αναλώσιμα υλικά	35	Λογαριασμοί διαχείρισης προκαταβολών και πιστώσεων	45	Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	55	Ασφαλιστικοί οργανισμοί
16	Ασώματες ακινήτοποιήσεις - Έξοδα πολυετούς απόσβεσης	26	Ανταλλακτικά παγίων στοιχείων	36	Μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού	46	.....	56	Μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού
17	.....	27	.....	37	.....	47	.....	57	.....
18	Συμμετοχές - Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	28	Είδη συσκευασίας	38	Χρηματικά διαθέσιμα	48	Λογαριασμοί συνδέσμου με υποκαταστήματα	58	Λογαριασμοί περιοδικής κατανομής
19	Πάγιο ενεργητικό υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	29	Αποθέματα υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	39	Απαιτήσεις και διαθέσιμα υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	49	Προβλέψεις και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	59	Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων

ΔΙΑΓΡΑΜΜΑ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ

ΓΕΝΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ		ΑΝΑΛΥΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ		ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ		ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	(λογαριασμοί κατά προορισμό)	(0)
ΟΜΑΔΑ 6 ^η ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΕΞΟΔΑ ΚΑΤ' ΕΙΔΟΣ	ΟΜΑΔΑ 7 ^η ΟΡΓΑΝΙΚΑ ΕΣΟΔΑ ΚΑΤ' ΕΙΔΟΣ	ΟΜΑΔΑ 8 ^η	ΟΜΑΔΑ 9 ^η	ΟΜΑΔΑ 10 ^η
60 Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	70 Πωλήσεις εμπορευμάτων	80 Γενική εκμετάλλευση	90 Διάμεσοι αντικριζόμενοι λογαριασμοί	00
61 Αμοιβές και έξοδα τρίτων	71 Πωλήσεις προϊόντων έτοιμων και ημιτελών	81 Έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα	91 Ανακατάταξη εξόδων - Ανακατάταξη αγορών - Ανακατάταξη εσόδων	01 Αλλότρια περιουσιακά στοιχεία
62 Παροχές τρίτων	72 Πωλήσεις λοιπών αποθεμάτων και άχρηστου υλικού	82 Έξοδα και έσοδα προηγούμενων χρήσεων	92 Κέντρα (θέσεις) κόστους	02 Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών
63 Φόροι - Τέλη	73 Πωλήσεις υπηρεσιών	83 Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	93 Κόστος παραγωγής - Παραγωγή σε εξέλιξη	03 Απαιτήσεις από αμφοτεροβαρείς συμβάσεις
64 Διάφορα έξοδα	74 Επιχορηγήσεις - Διάφορα έσοδα πωλήσεων	84 Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων	94 Αποθέματα	04 Διάφοροι λογαριασμοί πληροφοριών χρεωστικοί
65 Τόκοι και συναφή έξοδα	75 Έσοδα παρεπόμενων ασχολιών	85 Αποσβέσεις παγίων στοιχείων μη ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	95 Αποκλίσεις από το πρότυπο κόστος	05 Δικαιούχοι αλλότριων περιουσιακών στοιχείων
66 Αποσβέσεις παγίων στοιχείων ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	76 Έσοδα κεφαλαίων	86 Αποτελέσματα χρήσης	96 Έσοδα - Μικτά αναλυτικά αποτελέσματα	06 Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών
67	77	87	97 Διαφορές ενσωμάτωσης και καταλογισμού	07 Υποχρεώσεις από αμφοτεροβαρείς συμβάσεις
68 Προβλέψεις εκμετάλλευσης	78 Ιδιοπαραγωγή παγίων - Χρησιμοποιημένες προβλέψεις εκμετάλλευσης	88 Αποτελέσματα προς διάθεση	98 Αναλυτικά αποτελέσματα	08 Διάφοροι λογαριασμοί πληροφοριών πιστωτικοί
69 Οργανικά έξοδα κατ' είδος υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	79 Οργανικά έσοδα κατ' είδος υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων	89 Ισολογισμός	99 Εσωτερικές διασυνδέσεις	09 Λογαριασμοί τάξεως υποκαταστημάτων ή άλλων κέντρων

Μάλιστα, σύμφωνα με τις δύο πρώτες παραγράφους του άρθρου 7 του Κώδικα Βιβλίων και Στοιχείων (Κ.Β.Σ.) οι επιτηδευματίες αυτής της κατηγορίας οφείλουν να τηρούν τα βιβλία τους κατά τη διπλογραφική μέθοδο με οποιοδήποτε λογιστικό σύστημα⁷, σύμφωνα όμως με τις γενικά παραδεκτές αρχές της λογιστικής⁸, και να εφαρμόζουν υποχρεωτικά το **Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (Ε.Γ.Λ.Σ.)**⁹, διάγραμμα διάρθρωσης του οποίου παρουσιάζεται στις προηγούμενες σελίδες. Εξάλλου, ο νόμος ορίζει ρητά πως οι κεφαλαιουχικές εταιρείες οφείλουν όπως δημοσιοποιούν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, που αναπτύσσονται περιληπτικά στις επόμενες υπο-ενότητες (2.3.1-2.3.5) σε

⁷ Τα λογιστικά συστήματα διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Το πρώτο ονομάζεται συνθετικο-αναλυτικό σύστημα χαρακτηριστικό του οποίου είναι ότι τα λογιστικά γεγονότα καταχωρούνται πρώτα συνοπτικά στα λεγόμενα Γενικά ή Συνθετικά Βιβλία και στη συνέχεια οι καταχωρήσεις μεταφέρονται στα λεγόμενα Αναλυτικά ή Ειδικά Βιβλία. Το δεύτερο σύστημα καλείται αναλυτικο-συνθετικό σύστημα και σε αυτό η πορεία των εγγραφών είναι αντίστροφη^{xxviii,xxix,xxx}.

⁸ Οι γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές, λόγω της ιδιαίτερης σημασίας για την πληρέστερη κατανόηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, παρατίθενται συνοπτικά στο Παράρτημα Ι της παρούσας εργασίας.

⁹ Το Ε.Γ.Λ.Σ., ως θεσμός, καθιερώθηκε με το νόμο 1041/1980^{xxxi} (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1980) περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποίησεως και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου», ο οποίος αποτέλεσε τη βάση για την έκδοση του προεδρικού διατάγματος 1123/1980^{xxxi} (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/15.12.1980) περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου», ενώ στη συνέχεια συμπληρώθηκε και τροποποιήθηκε με τα προεδρικά διατάγματα 502/1984^{xxxi} (ΦΕΚ 179/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/14.11.1984) και 186/1986^{xxxi} (ΦΕΚ 74/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/11.06.1986) περί «τροποποίησης και συμπληρώσεως των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου».

Το Ε.Γ.Λ.Σ. αποτελεί ένα πίνακα στον οποίο εμφανίζονται οι λογαριασμοί που τηρεί το λογιστήριο μιας οικονομικής μονάδας, συστηματικά ταξινομημένοι, ομαδοποιημένοι, τοποθετημένοι και κωδικοποιημένοι. Η ομαδοποίηση των λογαριασμών αποσκοπεί, πρώτον, στο να προκύπτουν χρήσιμες πληροφορίες από τα συνολικά δεδομένα κάθε ομάδας και τη συσχέτιση των δεδομένων των επιμέρους ομάδων και, δεύτερον, στο να διευκολύνεται η αρίθμηση των λογαριασμών (βλέπε σελίδες 17-18 και 26).

Η ύλη του Ε.Γ.Λ.Σ. διακρίνεται στη γενική εισαγωγή και σε έξι ακόμα μέρη. Στη γενική εισαγωγή δίνεται ο ορισμός της λογιστικής τυποποίησης και τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από αυτή, η έννοια και η σπουδαιότητα των γενικών και των κλαδικών λογιστικών σχεδίων, τόσο από μικροοικονομική όσο και από μακροοικονομική άποψη, καθώς επίσης και τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του ελληνικού σχεδίου και το ιστορικό της κατάρτισής του. Στο πρώτο μέρος αναλύονται οι βασικές αρχές του σχεδίου των λογαριασμών. Στο δεύτερο μέρος περιλαμβάνεται η γενική λογιστική, με τρία επιμέρους κεφάλαια που αφορούν το σχέδιο λογαριασμών γενικής λογιστικής, τη λειτουργία και συνδεσμολογία των λογαριασμών της γενικής λογιστικής με διευκρινήσεις στην ορολογία και το περιεχόμενό τους και τις πράξεις σε συνάλλαγμα και άλλα συναφή θέματα. Στο τρίτο μέρος περιέχονται οι λογαριασμοί τάξεως, με τους οποίους παρακολουθούνται σημαντικές πληροφορίες και χρήσιμα στατιστικά στοιχεία. Στο τέταρτο μέρος περιλαμβάνονται δύο κεφάλαια τα οποία αναφέρονται, πρώτον, στις οικονομικές καταστάσεις και, δεύτερον, στους αριθμοδείκτες. Το πέμπτο και έκτο μέρος είναι αφιερωμένο στην οργάνωση και λειτουργία της αναλυτικής λογιστικής, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στο πρόγραμμα δράσης, στην πρότυπη κοστολόγηση και στον προϋπολογιστικό έλεγχο.

ορισμένα τακτά περιοδικά χρονικά διαστήματα¹⁰.

2.3.1. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ο **ισολογισμός (balance sheet)** είναι μια από τις κύριες χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Πρόκειται για τη λογιστική κατάσταση που εμφανίζει κατά τρόπο συνοπτικό τόσο τα περιουσιακά στοιχεία μιας οικονομικής μονάδας, κατ' είδος και αξία, όσο και τις πηγές προέλευσής τους σε ενιαίο νόμισμα και σε ορισμένη χρονική στιγμή¹¹.

Από τον ανωτέρω ορισμό γίνεται φανερό ότι ο ισολογισμός εμφανίζει τη **χρηματοοικονομική κατάσταση (financial position)** μιας επιχείρησης σε δεδομένη χρονική στιγμή^{xxxvi}. Για το λόγο αυτό η κατάσταση του ισολογισμού ονομάζεται και έκθεση χρηματοοικονομικής κατάστασης. Με τον όρο χρηματοοικονομική κατάσταση νοούνται, πρώτον, τα μέσα δράσης που κατέχει η επιχείρηση, ή με άλλα λόγια τα περιουσιακά στοιχεία τα οποία διαθέτει, και, δεύτερον, τις υποχρεώσεις της επιχείρησης προς το φορέα ή / και προς τρίτους^{xxxvii}.

Αναλυτικότερα, το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής μονάδας καλείται **ενεργητικό (assets)**. Τα στοιχεία αυτά

¹⁰ Οι οικονομικές καταστάσεις με βάση διάφορα κριτήρια διακρίνονται:

- Ανάλογα με το χρόνο κατάρτισής τους σε τακτικές, προσωρινές και έκτακτες (οι οποίες ταξινομούνται περαιτέρω σε εκκαθάρισης, συγχώνευσης και μετατροπής).
- Ανάλογα με το δίκαιο που διέπει την κατάρτισή τους σε εμπορικές και φορολογικές.
- Ανάλογα με το εάν αφορά μια μόνο εταιρεία ή όλες τις εταιρείες ενός ομίλου σε ατομικές και ενοποιημένες.

¹¹ Σύμφωνα με την παράγραφο 1 του άρθρου 29 του Κ.Β.Σ. ο επιτηδευματίας που τηρεί βιβλία τρίτης κατηγορίας συντάσσει για κάθε χρήση ισολογισμό της επιχείρησής του (σύμφωνα με σχετικό υπόδειγμα), ενώ στο άρθρο 26 του ως άνω νόμου ορίζεται ότι η διαχειριστική περίοδος περιλαμβάνει δωδεκάμηνο χρονικό διάστημα και ότι η λογιστική χρήση κλείνει την 30^η Ιουνίου ή την 31^η Δεκεμβρίου κάθε έτους^{xxxv}.

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ) (ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
A. ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΟΦΕΙΛΟΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (A)	xx	xx
B. ΈΞΟΔΑ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ		
1. Έξοδα ίδρυσης και πρώτης εγκατάστασης	xx	xx
2. Συναλλαγματικές διαφορές δανείων	xx	xx
3. Τόκοι δανείων κατασκευαστικής περιόδου	xx	xx
4. Λοιπά έξοδα εγκατάστασης	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΕΞΟΔΩΝ ΕΓΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ (B)	xx	xx
Γ. ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		
I. Ασώματες ακινητοποιήσεις		
1. Έξοδα ερευνών και ανάπτυξης	xx	xx
2. Παραχωρήσεις και δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας	xx	xx
3. Υπεραξία επιχείρησης	xx	xx
4. Προκαταβολές κτήσης ασώματων ακινητοποιήσεων	xx	xx
5. Λοιπές ασώματες ακινητοποιήσεις	xx	xx
Σύνολο ασώματων ακινητοποιήσεων	xx	xx
II. Ενσώματες ακινητοποιήσεις		
1. Γήπεδα - Οικόπεδα	xx	xx
2. Ορυχεία - Μεταλλεία - Λατομεία - Αγροί - Φυτείες - Δάση	xx	xx
3. Κτίρια και τεχνικά έργα	xx	xx
4. Μηχανήματα και τεχνικές εγκαταστάσεις	xx	xx
5. Μεταφορικά μέσα	xx	xx
6. Έπιπλα και λοιπός εξοπλισμός	xx	xx
7. Ακινητοποιήσεις υπό εκτέλεση και προκαταβολές	xx	xx
Σύνολο ενσώματων ακινητοποιήσεων	xx	xx
III. Συμμετοχές και άλλες μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		
1. Συμμετοχές σε συνδεδεμένες επιχειρήσεις	xx	xx
2. Συμμετοχές σε λοιπές επιχειρήσεις	xx	xx
3. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων	xx	xx
4. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις κατά λοιπών συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεων	xx	xx
5. Γραμμάτια εισπρακτέα μακροπρόθεσμης λήξης	xx	xx
6. Τίτλοι με χαρακτήρα ακινητοποιήσεων	xx	xx
7. Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	xx	xx
Σύνολο συμμετοχών και άλλων μακροπρόθεσμων απαιτήσεων	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΓI+ΓII+ΓIII)	xx	xx
	<i>Σε μεταφορά</i>	<i>xx</i>

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)			
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ			
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ		Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
	Από μεταφορά	xx	xx
Δ. ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ			
I. Αποθέματα			
1. Εμπορεύματα		xx	xx
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή		xx	xx
3. Παραγωγή σε εξέλιξη		xx	xx
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Αναλώσιμα υλικά - Ανταλλακτικά - Είδη συσκευασίας		xx	xx
5. Προκαταβολές για αγορές αποθεμάτων		<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο αποθεμάτων		xx	xx
II. Απαιτήσεις			
1. Πελάτες		xx	xx
2. Γραμμάτια εισπρακτέα		xx	xx
3. Γραμμάτια σε καθυστέρηση		xx	xx
4. Κεφάλαιο εισπρακτέο στην επόμενη χρήση		xx	xx
5. Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά συνδεδεμένων επιχειρήσεων		xx	xx
6. Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις κατά λοιπών συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεων		xx	xx
7. Απαιτήσεις κατά οργάνων διοίκησης		xx	xx
8. Δεσμευμένοι λογαριασμοί καταθέσεων		xx	xx
9. Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις εισπρακτέες στην επόμενη χρήση		xx	xx
10. Επισφαλείς - Επίδικοι πελάτες		xx	xx
11. Χρεώστες διάφοροι		xx	xx
12. Λογαριασμοί διαχείρισης προκαταβολών και πιστώσεων		<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο απαιτήσεων		xx	xx
III. Χρεόγραφα			
1. Μετοχές		xx	xx
2. Ομολογίες		xx	xx
3. Λοιπά χρεόγραφα		xx	xx
4. Ίδιες μετοχές		<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο χρεογράφων		xx	xx
IV. Διαθέσιμα			
1. Ταμείο		xx	xx
2. Ληγμένα τοκομερίδια εισπρακτέα		xx	xx
3. Καταθέσεις όψεως και προθεσμίας		<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο διαθέσιμων		<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (ΔI+ΔII+ΔIII+ΔIV)		xx	xx
Ε. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ			
1. Έξοδα επομένων χρήσεων		xx	xx
2. Έσοδα χρήσης εισπρακτέα		xx	xx
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί ενεργητικού		<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Ε)		<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ+Δ+Ε)		<u>xx</u>	<u>xx</u>

**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ**

ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
A. ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ		
I. Κεφάλαιο		
1. Καταβεβλημένο κεφάλαιο	xx	xx
2. Οφειλόμενο κεφάλαιο	xx	xx
3. Αποσβεσμένο κεφάλαιο	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο κεφαλαίων	xx	xx
II. Διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο		
Σύνολο διαφοράς από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	<u>xx</u>	<u>xx</u>
III. Διαφορές αναπροσαρμογής - Επιχορηγήσεις επενδύσεων		
1. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών και χρεογράφων	xx	xx
2. Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων	xx	xx
3. Επιχορηγήσεις επενδύσεων παγίου ενεργητικού	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο διαφορών αναπροσαρμογής και επιχορηγήσεων	xx	xx
IV. Αποθεματικά κεφάλαια		
1. Τακτικό αποθεματικό	xx	xx
2. Αποθεματικά καταστατικού	xx	xx
3. Ειδικά αποθεματικά	xx	xx
4. Έκτακτα αποθεματικά	xx	xx
5. Αφορολόγητα αποθεματικά ειδικών διατάξεων νόμων	xx	xx
6. Αποθεματικό για ίδιες μετοχές	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο αποθεματικών κεφαλαίων	xx	xx
V. Αποτελέσματα εις νέο		
1. Υπόλοιπο κερδών χρήσης εις νέο	xx	xx
2. Υπόλοιπο ζημιών χρήσης εις νέο	-xx	-xx
3. Υπόλοιπο ζημιών προηγούμενων χρήσεων	<u>-xx</u>	<u>-xx</u>
Σύνολο αποτελεσμάτων εις νέο	xx	xx
VI. Ποσά προορισμένα για αύξηση κεφαλαίου		
1. Καταθέσεις μετόχων ή εταίρων	xx	xx
2. Διαθέσιμα μερίσματα χρήσης για αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο ποσών προορισμένων για αύξηση κεφαλαίου	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ (AI+AII+AIII+AIV+AV+AVI)	xx	xx
B. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ		
1. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	xx	xx
2. Λοιπές προβλέψεις	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ ΓΙΑ ΚΙΝΔΥΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΞΟΔΑ (B)	xx	xx
<i>Σε μεταφορά</i>	xx	xx

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ) (ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΠΑΘΗΤΙΚΟ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
	<i>Από μεταφορά</i>	<i>xx xx</i>
Γ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		
<i>I. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
1. Ομολογιακά δάνεια	xx	xx
2. Δάνεια τραπεζών	xx	xx
3. Δάνεια ταμειωτηρίων	xx	xx
4. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	xx	xx
5. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεις	xx	xx
6. Τράπεζες, λογαριασμός μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων με εγγύηση γραμματίων εισπρακτέων	xx	xx
7. Γραμμάτια πληρωτέα μακροπρόθεσμης λήξης	xx	xx
8. Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων</i>	<i>xx</i>	<i>xx</i>
<i>II. Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</i>		
1. Προμηθευτές	xx	xx
2. Γραμμάτια πληρωτέα	xx	xx
3. Τράπεζες, λογαριασμός βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων	xx	xx
4. Προκαταβολές πελατών	xx	xx
5. Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη	xx	xx
6. Ασφαλιστικοί οργανισμοί	xx	xx
7. Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες στην επόμενη χρήση	xx	xx
8. Υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις	xx	xx
9. Υποχρεώσεις προς λοιπές συμμετοχικού ενδιαφέροντος επιχειρήσεις	xx	xx
10. Μερίσματα πληρωτέα	xx	xx
11. Πιστωτές διάφοροι	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων</i>	<i>xx</i>	<i>xx</i>
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ (ΓΙ+ΓΙΙ)	xx	xx
Δ. ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΟΙ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ		
1. Έσοδα επομένων χρήσεων	xx	xx
2. Έξοδα χρήσης πληρωτέα (δεδουλευμένα)	xx	xx
3. Λοιποί μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΒΑΤΙΚΩΝ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Δ)	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ (Α+Β+Γ+Δ)	<u>xx</u>	<u>xx</u>

ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ) (ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
1. Αλλότρια περιουσιακά στοιχεία	xx	xx
2. Χρεωστικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	xx	xx
3. Απαιτήσεις από αμοτεροβαρείς συμβάσεις	xx	xx
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ ΧΡΕΩΣΤΙΚΩΝ	xx	xx
ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
1. Δικαιούχοι αλλότριων περιουσιακών στοιχείων	xx	xx
2. Πιστωτικοί λογαριασμοί εγγυήσεων και εμπράγματων ασφαλειών	xx	xx
3. Υποχρεώσεις από αμοτεροβαρείς συμβάσεις	xx	xx
4. Λοιποί λογαριασμοί τάξεως	xx	xx
ΣΥΝΟΛΟ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΩΝ ΤΑΞΕΩΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ	xx	xx

☞ Σημείωση:

Εννοιολογικά **λογαριασμός (account)** είναι είτε κατηγορία, είτε τάξη, είτε ομάδα, είτε διάκριση των στοιχείων του ενεργητικού, παθητικού και της καθαρής περιουσίας, η οποία έχει γνώρισμα, που αποκλείει τη σύγχυση, και έκταση, που μετατρέπεται σε αξία και σε ενιαίο νόμισμα^{xxxviii}.

Αναφορικά με τη δομή του υποδείγματος του ισολογισμού πρέπει να τονιστεί ότι ακολουθούνται οι επιταγές ταξινόμησης που ορίζει το Ε.Γ.Λ.Σ. Ειδικότερα, οι λογαριασμοί διακρίνονται σε δέκα ομάδες, βάσει των επιταγών της λογιστικής επιστήμης, οι οποίες αριθμούνται με τη φυσική σειρά των αριθμών 1-9 και 0 (βλέπε σελίδες 17-18). Αναλυτικότερα:

- Οι ομάδες 1-8 αφιερώνονται στη γενική λογιστική:
 - Οι ομάδες 1-5 περιλαμβάνουν τους λογαριασμούς του ισολογισμού, δηλαδή εκείνους που στο τέλος της χρήσης, κατά κανόνα, παρουσιάζουν υπόλοιπα (χρεωστικά ή πιστωτικά) τα οποία συνθέτουν τον ισολογισμό. Συγκεκριμένα στις ομάδες 1-3 περιλαμβάνονται λογαριασμοί του ενεργητικού (στοιχεία Α -Ε του ενεργητικού του υποδείγματος του ισολογισμού) και στις ομάδες 4-5 περιέχονται οι λογαριασμοί του παθητικού (στοιχεία Α-Δ του παθητικού του υποδείγματος του ισολογισμού).
 - Οι ομάδες 6-8 περιλαμβάνουν τους ονομαζόμενους αποτελεσματικούς λογαριασμούς, οι οποίοι στο τέλος της χρήσης μηδενίζονται, με τη μεταφορά των υπολοίπων τους, αρχικά, στους λογαριασμούς της γενικής εκμετάλλευσης και αποτελεσμάτων χρήσης και, στη συνέχεια, σε λογαριασμούς του ισολογισμού. Ειδικότερα, στην ομάδα 6 περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί των οργανικών εξόδων κατ' είδος, στην ομάδα 7 περιέχονται οι λογαριασμοί των οργανικών εσόδων κατ' είδος και στην ομάδα 8 ανήκουν οι λογαριασμοί εκτάκτων και ανόργανων εξόδων, εσόδων και αποτελεσμάτων, όπως επίσης και οι λογαριασμοί σύνθεσης που είναι απαραίτητοι για τον προσδιορισμό και τη διάθεση του αποτελέσματος της διαχειριστικής χρήσης.
- Η ομάδα 9 αφιερώνεται στην αναλυτική λογιστική εκμετάλλευσης. Η λογιστική του κόστους και των αναλυτικών αποτελεσμάτων, όπως διαφορετικά ονομάζεται, ασχολείται με την κοστολογική επεξεργασία των δαπανών, με τον προσδιορισμό του κόστους και με τη σύγκριση των πραγματικών με τις πρότυπες δαπάνες.
- Η ομάδα 0 αφιερώνεται στους λογαριασμούς τάξεως. Οι εν λόγω λογαριασμοί αποτελούν μια ιδιαίτερη κατηγορία λογαριασμών, οι οποίοι λειτουργούν και μεταβάλλονται κατά ζεύγη σε αυτόνομο λογιστικό κύκλωμα. Για το λόγο αυτό απεικονίζονται χωριστά από την κατάσταση του ισολογισμού.

διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες με κριτήρια αφενός το σκοπό για τον οποίο προορίζονται και αφετέρου το βαθμό ρευστοποίησής τους. Η πρώτη κατηγορία, που καλείται **πάγια περιουσιακά στοιχεία (noncurrent assets)**, περιλαμβάνει το σύνολο των υλικών και άυλων οικονομικών αγαθών, τα οποία παραμένουν στην επιχείρηση για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους και οι υπηρεσίες τους χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων. Η δεύτερη κατηγορία φέρει το όνομα **κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (current assets)**. Σε αυτήν περιέχονται τα οικονομικά εκείνα αγαθά τα οποία παραμένουν στην επιχείρηση για χρονικό διάστημα έως ένα έτος και παύουν να υφίστανται άπαξ και χρησιμοποιηθούν (αναλωθούν). Στον αντίποδα του ενεργητικού βρίσκεται το **παθητικό (owners' equity and liabilities)** του ισολογισμού, το οποίο παρουσιάζει τις διάφορες πηγές άντλησης των κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των μέσων δράσης μιας επιχειρηματικής μονάδας. Και το παθητικό διακρίνεται σε δύο μεγάλες κατηγορίες με κριτήριο τη νομική σχέση που συνδέει την επιχείρηση με το δικαιούχο της εκάστοτε υποχρέωσης. Ειδικότερα, η πρώτη κατηγορία αφορά τις υποχρεώσεις της επιχείρησης προς το φορέα, ήτοι τη διοίκησή της, και αποτελεί τη λεγόμενη **καθαρή θέση ή καθαρή περιουσία της επιχείρησης (owners' or stockholders' equity)**. Η δεύτερη κατηγορία καλείται **υποχρεώσεις (liabilities)** και με κριτήριο το χρόνο ληκτότητας αυτών δύναται να ομαδοποιηθούν σε **μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (long-term liabilities)**, υποχρεώσεις δηλαδή με χρόνο ληκτότητας μεγαλύτερο του έτους, και σε **βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (current liabilities)**, ήτοι υποχρεώσεις με χρόνο ληκτότητας μικρότερο του έτους.

Στις προηγούμενες σελίδες παρατίθεται υπόδειγμα ισολογισμού που

είναι υποχρεωμένες να ακολουθούν οι κεφαλαιουχικές εταιρείες, σύμφωνα με επιταγή των υπ' αριθμ. 409/1986^{xxxix} και 419/1986^{xl} προεδρικών διαταγμάτων.

2.3.2. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ

Η *κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (income statement)* περιλαμβάνεται μεταξύ των άλλων ετήσιων οικονομικών καταστάσεων που υποχρεούται να καταρτίζει και να δημοσιοποιεί μια επιχείρηση που υπάγεται στις διατάξεις του άρθρου 7 του Κ.Β.Σ.^{xli}. Η σύνταξη της εν λόγω κατάστασης στοχεύει στην παρουσίαση των αποτελεσμάτων του κύκλου εργασιών και των δραστηριοτήτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου.

Λογιστικά, η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσης είναι ένας λογαριασμός, ο οποίος χρησιμοποιείται στο τέλος της λογιστικής χρήσης και αποσκοπεί στον προσδιορισμό των συνολικών καθαρών αποτελεσμάτων που πραγματοποιήθηκαν από τις δραστηριότητες της επιχείρησης κατά την κλειόμενη χρήση^{xlii,xliii}. Αναλυτικότερα, τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης, πριν από την αφαίρεση των φόρων που βαρύνουν τα κέρδη, προκύπτουν από τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης¹², από τα χρηματοοικονομικά

¹² Τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης με κριτήριο την αιτία υλοποίησης εσόδων και εξόδων διακρίνονται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη αφορά τα οργανικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης, τα οποία ισούνται με τη διαφορά μεταξύ των οργανικών εσόδων και των οργανικών εξόδων και απεικονίζουν τα λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης, τα οποία έχουν πραγματοποιηθεί κάτω από συνθήκες και κανονικές συνθήκες εκτέλεσης των τυπικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Ανάλογα με το επίπεδο ανάλυσης τα εν λόγω αποτελέσματα διακρίνονται στα μικτά αποτελέσματα εκμετάλλευσης και τα καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης. Στην πρώτη ομάδα περιλαμβάνονται τα έξοδα που προέκυψαν από εκπνοή του αντίστοιχου κόστους, το οποίο παύει να εμφανίζεται στο ενεργητικό λόγω της μεταβίβασης της κυριότητας των στοιχείων με την πώλησή τους, ενώ στη δεύτερη ομάδα περιέχονται οι δαπάνες που πραγματοποιήθηκαν στη λογιστική χρήση και δεν έχουν ενσωματωθεί σε υλικές αξίες. Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τα ανόργανα αποτελέσματα εκμετάλλευσης, τα οποία ισούνται με τη διαφορά μεταξύ των ανόργανων εσόδων και κερδών και των ανόργανων εξόδων και ζημιών. Απεικονίζουν τα αποτελέσματα της επιχείρησης, τα οποία έχουν πραγματοποιηθεί κάτω από μη συνθήκες δραστηριότητες της επιχείρησης.

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ**

ΓΕΝΙΚΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
ΧΡΕΩΣΗ		
<i>I. Αποθέματα έναρξης χρήσης</i>		
1. Εμπορεύματα	xx	xx
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή	xx	xx
3. Υποπροϊόντα και υπολείμματα	xx	xx
4. Παραγωγή σε εξέλιξη (προϊόντα υπό κατεργασία)	xx	xx
5. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Υλικά συσκευασίας	xx	xx
6. Αναλώσιμα υλικά	xx	xx
7. Ανταλλακτικά παγίων	xx	xx
8. Είδη συσκευασίας	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο αποθεμάτων έναρξης χρήσης</i>	xx	xx
<i>II. Αγορές χρήσης</i>		
1. Εμπορεύματα	xx	xx
2. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Υλικά συσκευασίας	xx	xx
3. Αναλώσιμα υλικά	xx	xx
4. Ανταλλακτικά παγίων	xx	xx
5. Είδη συσκευασίας	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο αγορών χρήσης</i>	xx	xx
<i>III. Αποθέματα τέλους χρήσης</i>		
1. Εμπορεύματα	xx	xx
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή	xx	xx
3. Υποπροϊόντα και υπολείμματα	xx	xx
4. Παραγωγή σε εξέλιξη (προϊόντα υπό κατεργασία)	xx	xx
5. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Υλικά συσκευασίας	xx	xx
6. Αναλώσιμα υλικά	xx	xx
7. Ανταλλακτικά παγίων	xx	xx
8. Είδη συσκευασίας	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο αποθεμάτων τέλους χρήσης</i>	xx	xx
<i>IV. Οργανικά έξοδα</i>		
1. Αμοιβές και έξοδα προσωπικού	xx	xx
2. Αμοιβές και έξοδα τρίτων	xx	xx
3. Παροχές τρίτων	xx	xx
4. Φόροι - Τέλη (πλην των ενσωματωμένων στο λειτουργικό κόστος)	xx	xx
5. Διάφορα έξοδα	xx	xx
6. Τόκοι και συναφή έξοδα	xx	xx
7. Αποσβέσεις παγίων ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	xx	xx
8. Προβλέψεις εκμετάλλευσης	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο οργανικών εξόδων</i>	xx	xx
<i>V. Ιδιοπαραγωγή και βελτιώσεις παγίων</i>	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο ιδιοπαραγωγής και βελτιώσεων παγίων</i>	xx	xx
<i>VI. Κέρδη εκμετάλλευσης</i>	<u>xx</u>	<u>xx</u>
<i>Σύνολο κερδών εκμετάλλευσης</i>	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΧΡΕΩΣΗΣ (I+II-III+IV-V+VI)	<u>xx</u>	<u>xx</u>

**ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥ ΓΕΝΙΚΗΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ**

ΓΕΝΙΚΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
ΠΙΣΤΩΣΗ		
<i>I. Πωλήσεις</i>		
1. Εμπορεύματα	xx	xx
2. Προϊόντα έτοιμα και ημιτελή	xx	xx
3. Υποπροϊόντα και υπολείμματα	xx	xx
4. Πρώτες και βοηθητικές ύλες - Υλικά συσκευασίας	xx	xx
5. Αναλώσιμα υλικά	xx	xx
6. Ανταλλακτικά παγίων	xx	xx
7. Είδη συσκευασίας	xx	xx
8. Άχρηστα υλικά	xx	xx
9. Υπηρεσίες	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο πωλήσεων	xx	xx
<i>II. Λοιπά οργανικά έσοδα</i>		
1. Επιχορηγήσεις και διάφορα έσοδα πωλήσεων	xx	xx
2. Έσοδα παρεπόμενων ασχολιών	xx	xx
3. Έσοδα κεφαλαίων	xx	xx
4. Χρησιμοποιημένες προβλέψεις εκμετάλλευσης	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο λοιπών οργανικών εσόδων	xx	xx
<i>III. Ζημίες εκμετάλλευσης</i>		
Σύνολο ζημιών εκμετάλλευσης	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΣΗΣ (I+II+III)	<u>xx</u>	<u>xx</u>

ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)		
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
A. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ		
Κύκλος εργασιών	xx	xx
Μείον: Κόστος πωλήσεων	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Μικτά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) εκμετάλλευσης	xx	xx
Πλέον: Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης	xx	xx
Μείον: Έξοδα διοικητικής λειτουργίας	xx	xx
Έξοδα λειτουργίας ερευνών - ανάπτυξης	xx	xx
Έξοδα λειτουργίας διάθεσης	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Μερικά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) εκμετάλλευσης	xx	xx
Πλέον: Έσοδα συμμετοχών	xx	xx
Έσοδα χρεογράφων	xx	xx
Κέρδη πώλησης συμμετοχών και χρεογράφων	xx	xx
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έσοδα	xx	xx
Μείον: Διαφορές αποτίμησης συμμετοχών και χρεογράφων	xx	xx
Έξοδα και ζημίες συμμετοχών και χρεογράφων	xx	xx
Πιστωτικοί τόκοι και συναφή έξοδα	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Ολικά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) εκμετάλλευσης	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ	xx	xx
B. ΕΚΤΑΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ		
Πλέον: Έκτακτα και ανόργανα έσοδα	xx	xx
Έκτακτα κέρδη	xx	xx
Έσοδα προηγούμενων χρήσεων	xx	xx
Έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων	xx	xx
Μείον: Έκτακτα και ανόργανα έξοδα	xx	xx
Έκτακτες ζημίες	xx	xx
Έξοδα προηγούμενων χρήσεων	xx	xx
Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΕΚΤΑΚΤΩΝ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	xx	xx
Γ. ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ		
Πλέον: Αποσβέσεις παγίων στοιχείων	xx	xx
Μείον: Οι από αυτές ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΝ	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ [ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ] (A+B-Γ)	<u>xx</u>	<u>xx</u>

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ) (ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΔΙΑΘΕΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
Καθαρά αποτελέσματα (κέρδη ή ζημίες) χρήσης	xx	xx
Πλέον / Μείον: Υπόλοιπο αποτελεσμάτων (κερδών ή ζημιών) προηγούμενων χρήσεων	xx	xx
Πλέον / Μείον: Διαφορές φορολογικού ελέγχου προηγούμενων χρήσεων	<u>xx</u>	<u>xx</u>
Σύνολο	xx	xx
Μείον: Φόρος εισοδήματος	xx	xx
Λοιποί μη ενσωματωμένοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ Ή ΖΗΜΙΕΣ ΕΙΣ ΝΕΟ	<u>xx</u>	<u>xx</u>

ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ) (ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ		
ΔΙΑΘΕΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ	Ποσά κλειόμενης χρήσης	Ποσά προηγούμενης χρήσης
Η διάθεση των κερδών γίνεται ως εξής:		
1. Τακτικό αποθεματικό	xx	xx
2. Πρώτο μέρισμα	xx	xx
3. Πρόσθετο μέρισμα	xx	xx
4. Αποθεματικά καταστατικού (αναφέρονται οι σχετικές διατάξεις)	xx	xx
5. Ειδικά και έκτακτα αποθεματικά (αναφέρονται οι σχετικές διατάξεις)	xx	xx
6. Αφορολόγητα αποθεματικά (αναφέρονται οι σχετικές διατάξεις)	xx	xx
7. Αμοιβές από ποσοστά μελών διοικητικού συμβουλίου	xx	xx
8. Υπόλοιπο κερδών εις νέο	<u>xx</u>	<u>xx</u>
ΣΥΝΟΛΟ	<u>xx</u>	<u>xx</u>

αποτελέσματα¹³, από τα έξοδα των λειτουργιών διοίκησης, έρευνας - ανάπτυξης και διάθεσης¹⁴, από τα έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα¹⁵, από τα έσοδα και τα έξοδα, όπως επίσης και από τα κέρδη και τις ζημίες προηγούμενων χρήσεων που πραγματοποιήθηκαν μέσα στη χρήση¹⁶, από προβλέψεις για ζημίες και έξοδα εξαιρετικού χαρακτήρα¹⁷, καθώς και από τις μη ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος αποσβέσεις παγίων στοιχείων¹⁸.

Από τα ανωτέρω συνάγεται το συμπέρασμα ότι ο προσδιορισμός των αποτελεσμάτων χρήσης δύναται να γίνει με δύο μεθόδους^{xliv}. Σύμφωνα με την πρώτη μέθοδο, που καλείται **μέθοδος των συναλλαγών ή μέθοδος της κατάστασης εισοδήματος (transaction approach or income statement approach)**, σε πρώτη φάση, υπολογίζεται το οργανικό αποτέλεσμα

¹³ Ως χρηματοοικονομικά αποτελέσματα, υπό το πρίσμα της λογιστικής, νοούνται τα έσοδα και έξοδα συμμετοχών και χρεογράφων, οι διαφορές αποτίμησης και οι διαφορές από πώληση αυτών, οι πιστωτικοί τόκοι και τα λοιπά έσοδα κεφαλαίων, όπως και οι χρεωστικοί τόκοι και τα συναφή έξοδα.

¹⁴ Τα έξοδα που αφορούν τις λειτουργίες της διοίκησης, της έρευνας - ανάπτυξης και της διάθεσης αποτελούν κόστη μη προσδιοριστικά των μικτών αποτελεσμάτων. Αυτό σημαίνει ότι τα εν λόγω έξοδα δεν βαρύνουν τα αποθέματα (είτε αυτά εμφανίζονται ως τελικά αποθέματα στον ισολογισμό της επιχείρησης είτε αυτά εμφανίζονται στο κόστος πωληθέντων), αλλά μεταφέρονται στα αποτελέσματα χρήσης. Σημειώνεται, επίσης, ότι εάν μια οικονομική μονάδα δεν τηρεί το σύστημα της αναλυτικής λογιστικής, τα εν λόγω έξοδα προσδιορίζονται εξω-λογιστικά με βάση τα στοιχεία που προκύπτουν από τους σχετικούς λογαριασμούς της γενικής λογιστικής.

¹⁵ Τα ανόργανα αποτελέσματα είναι εκείνα που προέρχονται από τυχαίες και συμπτωματικές πράξεις, συναλλαγές ή άλλες δραστηριότητες της εταιρείας. Στην κατηγορία των ανόργανων εσόδων και εξόδων περιλαμβάνονται αντίστοιχα και τα έκτακτα έσοδα και τα έκτακτα έξοδα, που αν και έχουν σχέση με τη βασική και δευτερεύουσες δραστηριότητες της επιχείρησης, η πραγματοποίησή τους οφείλεται σε έκτακτα γεγονότα και περιστατικά.

¹⁶ Η χωριστή παρουσίαση των εσόδων και εξόδων, καθώς και των κερδών και ζημιών, που πραγματοποιήθηκαν από δραστηριότητες προηγούμενων χρήσεων, υπαγορεύεται από τις λογιστικές παραδοχές της περιοδικότητας και της συσχέτισης των εξόδων με τα έσοδα.

¹⁷ Κατά το Ε.Γ.Λ.Σ. πρόβλεψη είναι η κράτηση ορισμένου ποσού που γίνεται κατά το κλείσιμο του ισολογισμού της οικονομικής μονάδας σε βάρος του λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης ή του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης. Η εν λόγω κράτηση αποβλέπει στην κάλυψη ζημίας ή εξόδων ή ενδεχόμενης υποτίμησης στοιχείων του ενεργητικού, όταν κατά την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού είναι πιθανή η πραγματοποίησή τους, χωρίς όμως να είναι γνωστό το ακριβές μέγεθός τους ή ο χρόνος πραγματοποίησής τους ή και τα δύο. Οι προβλέψεις διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη αφορά προβλέψεις για κινδύνους εκμετάλλευσης και εφόσον τα έξοδα αυτά είχαν πραγματοποιηθεί εντός της κλειόμενης χρήσης θα είχαν καταχωρηθεί σε προσαύξηση των οργανικών εξόδων. Η δεύτερη κατηγορία αναφέρεται σε προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους και εφόσον τα έξοδα αυτά είχαν πραγματοποιηθεί μέσα στην εκάστοτε διαχειριστική χρήση θα είχαν καταχωρηθεί στα αποτελέσματα χρήσης ως έκτακτα και ανόργανα έξοδα ή ως έξοδα προηγούμενων χρήσεων, ανάλογα με την περίπτωση.

¹⁸ Οι αποσβέσεις των παγίων περιουσιακών στοιχείων που δεν ενσωματώνονται στο λειτουργικό κόστος αναφέρονται στις πρόσθετες αποσβέσεις που προβλέπονται από την ισχύουσα νομοθεσία.

εκμετάλλευσης, το οποίο προκύπτει από τη διαφορά των οργανικών εξόδων από τα οργανικά έσοδα, και, σε δεύτερη φάση, προστίθενται τα ανόργανα έσοδα και κέρδη και αφαιρούνται τα ανόργανα έξοδα και ζημίες, τα οποία αποτελούν και τα αποκαλούμενα έκτατα και ανόργανα αποτελέσματα. Σύμφωνα με τη δεύτερη μέθοδο, που ονομάζεται **μέθοδος διατήρησης της ακεραιότητας του κεφαλαίου ή μέθοδος του ισολογισμού (capital maintenance approach or balance sheet approach)**, ο υπολογισμός του καθαρού συνολικού αποτελέσματος χρήσης στηρίζεται στον καθορισμό της διαφοράς μεταξύ των καθαρών θέσεων δύο διαδοχικών ισολογισμών έναρξης και λήξης¹⁹.

Στις σελίδες 29 - 31 παρουσιάζονται τα υποδείγματα του λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης, που δεν υποβάλλεται σε τύπο δημοσιότητας, και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης που προβλέπονται και υιοθετούνται από το Ε.Γ.Λ.Σ.

2.3.3. ΠΙΝΑΚΑΣ ΔΙΑΘΕΣΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ

Γεγονός είναι ότι αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση σε μια εταιρική /

¹⁹ Το αποτέλεσμα που πραγματοποιεί μια επιχειρηματική μονάδα σε μια χρονική περίοδο είναι ίσο με τη μεταβολή που επήλθε στην καθαρή της θέση κατά την περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη τις καταβολές και απολήψεις των φορέων της. Η μεταβολή αυτή δύναται να διακριθεί σε ουσιαστική μεταβολή της καθαρής θέσης και σε τυπική μεταβολή της καθαρής θέσης. Στην πρώτη περίπτωση, κατά τον υπολογισμό της μεταβολής της καθαρής θέσης λαμβάνονται υπόψη οι αξίες τόσο των υλικών όσο και των άυλων στοιχείων που δημιουργεί με τη δράση της η επιχείρηση. Όμως, ο εν λόγω υπολογισμός του αποτελέσματος ανατρέπει εκ βάθρων τις λογιστικές παραδόσεις σε διεθνή κλίμακα και περικλείει υποκειμενικές εκτιμήσεις, που δεν παρέχουν εχέγγυα αντικειμενικότητας. Στη δεύτερη περίπτωση, κατά τον υπολογισμό της μεταβολής της καθαρής θέσης, λαμβάνονται υπόψη μόνο τα λογιστικά γεγονότα που έλαβαν χώρα και επηρεάζουν τα υλικά και άυλα περιουσιακά στοιχεία της μονάδας. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η εν λόγω αντίληψη, σε σχέση με την προηγούμενη, είναι περισσότερο αντικειμενική, με αποτέλεσμα να υιοθετείται διεθνώς από τη λογιστική επιστήμη.

μετοχική σχέση²⁰, τόσο από οικονομική όσο και από νομική άποψη, η συμμετοχή των εταίρων / μετόχων στα κέρδη και στις ζημίες. Η συμμετοχή αυτή στις προσωπικές εταιρείες ρυθμίζεται κατά κύριο λόγο από τις διατάξεις του αστικού κώδικα και του καταστατικού, ενώ στις ανώνυμες εταιρείες, στις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης και στους συνεταιρισμούς ρυθμίζεται από ειδικούς νόμους που διέπουν καθεμία από τις εν λόγω εταιρικές μορφές²¹.

Μάλιστα, από φορολογική σκοπιά, τα κέρδη των ανωνύμων εταιρειών, που είναι υποχρεωμένες στην τήρηση πλήρους διπλογραφικού συστήματος, ανεξάρτητα από το ύψος των ακαθάριστων εσόδων τους, προσδιορίζονται κατά τη μέθοδο της αντιπαράθεσης των δαπανών και εσόδων, τα δε κατ' αυτόν τον τρόπο προσδιοριζόμενα κέρδη θα πρέπει να συμφωνούν και προς τα προκύπτοντα από τη σύγκριση των αντίστοιχων δύο διαδοχικών ισολογισμών^{li}.

Επομένως, ο **πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων (retained earnings statement)**, υπόδειγμα του οποίου βάσει των επιταγών του Ε.Γ.Λ.Σ. παρατίθεται στη σελίδα 32, αποτελεί μια χρηματοοικονομική κατάσταση στην οποία απεικονίζεται ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζονται τα προς διάθεση κέρδη, όπως επίσης και ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η διάθεση των εν λόγω κερδών στους εταίρους / μετόχους. Συγκεκριμένα, τα προς διάθεση κέρδη διατίθενται για διανομή μερίσματος, σχηματισμό διαφόρων αποθεματικών

²⁰ Η μετοχική σχέση διέπεται από τη βασική αρχή της ισότητας των μετόχων, που έχει διττή σημασία^{xiv,xvi}. Αφενός δηλώνει ότι τα μετοχικά δικαιώματα που απορρέουν από τη μετοχική σχέση είναι ίσα, ότι δηλαδή όλες οι μετοχές παρέχουν κατ' αρχήν ίσα δικαιώματα (σύμφωνα με τις επιταγές του εδαφίου 2 του άρθρου 30 του νόμου 2120/1920^{xvii} περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 (ΦΕΚ 37/ΤΕΥΧΟΣ Α'/30.03.1963) περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίο κείμενο») και αφετέρου ότι κάθε μετοχή εκπροσωπεί ίσο τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου. Η αρχή της ισότητας των μετόχων είναι σχετική. Ισότητα των μετοχών υπάρχει μόνο για τις μετοχές της ίδιας ονομαστικής αξίας και της αυτής κατηγορίας. Διότι σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου είναι δυνατό να εκδοθούν μετοχές διαφορετικής σε σχέση με τις παλιές ονομαστικής αξίας κι ακόμη να εκδοθούν μετοχές με διάφορα προνόμια έναντι των κοινών μετοχών.

²¹ Ειδικότερα, οι ανώνυμες εταιρείες ρυθμίζονται από το νόμο 2190/1920^{xviii}, όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α'/30.03.1963), οι εταιρείες περιορισμένης ευθύνης από το νόμο 3190/1955^{xlix} (ΦΕΚ 91/ΤΕΥΧΟΣ Α'/16.04.1955) και οι συνεταιρισμοί από το νόμο 1667/1986ⁱ (ΦΕΚ 196/ΤΕΥΧΟΣ Α'/06.12.1986), όπως αυτοί τροποποιήθηκαν, συμπληρώθηκαν και ισχύουν σήμερα.

κεφαλαίων που προβλέπονται από το νόμο ή από ειδικές διατάξεις του καταστατικού ή από αποφάσεις της γενικής συνέλευσης και σε υπόλοιπο κερδών εις νέον.

2.3.4. ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ

Η κατάσταση μεταβολών οικονομικής θέσης (*statement of changes in financial position*) εμφανίζει τις πηγές των νέων κεφαλαίων που αποκτήθηκαν κατά τη διάρκεια του διαχειριστικού έτους και τις χρήσεις στις οποίες τα κεφάλαια αυτά έχουν επενδυθεί. Η σύνταξη της εν λόγω κατάστασης δεν επιβάλλεται ρητά από την κείμενη ελληνική νομοθεσία, όμως, η κατάρτιση και δημοσίευσή της έχει καθιερωθεί από την επιχειρηματική πρακτική.

Αναλυτικότερα, ο πίνακας μεταβολών οικονομικής θέσης απαρτίζεται από δύο μέρη^{lii}. Το πρώτο μέρος είναι η **κατάσταση μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης (*statement of changes in working capital*)**, στην οποία απεικονίζονται οι μετασχηματισμοί των βραχυπρόθεσμων λογαριασμών μιας επιχειρηματικής μονάδας. Ο κανόνας για την κατάρτιση του εν λόγω πίνακα στηρίζεται στην αρχή ότι μια μείωση του κεφαλαίου κίνησης αποτελεί εισροή και ως εκ τούτου πηγή κεφαλαίων, ενώ, από την άλλη πλευρά, κάθε αύξηση του κεφαλαίου κίνησης είναι εκροή και επομένως χρήση κεφαλαίου. Το δεύτερο μέρος είναι η **κατάσταση πηγών και χρήσεων (*statement of funds' sources and uses*)** στην οποία εμφανίζονται αφενός οι πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, από τις οποίες αντλήθηκαν κεφάλαια, και αφετέρου ο τρόπος με τον οποίο χρησιμοποιήθηκαν τα εν λόγω κεφάλαια, πέρα της κάλυψης αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης. Μάλιστα για την πληρέστερη και αρτιότερη

ενημέρωση των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων οι ταμιακές ροές που προέρχονται από διάφορες πηγές και αναλώνονται σε διάφορες χρήσεις ομαδοποιούνται ανάλογα με τη φύση τους σε ροές από λειτουργικές δραστηριότητες, από επενδυτικές δραστηριότητες και από χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

2.3.5. ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ

Το **προσάρτημα (section of management discussion and analysis of financial condition and results of operations)** αποτελεί υποχρεωτική συμπληρωματική οικονομική κατάσταση²² του ισολογισμού, της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης και του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων. Περιλαμβάνει πρόσθετες πληροφορίες, επεξηγήσεις ή αναλύσεις των στοιχείων που περιλαμβάνονται στις καταστάσεις αυτές. Απώτερος σκοπός του προσαρτήματος είναι η διευκόλυνση όλων των παραγόντων, στους οποίους απευθύνονται οι οικονομικές καταστάσεις, για την κατανόηση του περιεχομένου των τελευταίων και τον προσδιορισμό της αληθινής οικονομικής κατάστασης των επιχειρηματικών μονάδων.

Στο προσάρτημα οφείλονται να περιέχονται οι παρακάτω τουλάχιστον πληροφορίες:

- Πληροφορίες σχετικές με τη σύννομη κατάρτιση και δομή των οικονομικών καταστάσεων.

²² Το ελάχιστο περιεχόμενων των πληροφοριών που πρέπει να περιλαμβάνει το προσάρτημα καθορίζεται στο άρθρο 43α, διατάξεις όμως που αφορούν το περιεχόμενό του υπάρχουν διάσπαρτες και στα άρθρα 42α, 42β, 42ε και 43 του νόμου 2190/1920ⁱⁱⁱ περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 (ΦΕΚ 37/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963) περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον».

- Η επωνυμία και η έδρα της εταιρείας, καθώς επίσης και των επιχειρήσεων που συντάσσουν ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, στις οποίες περιλαμβάνονται ή πρόκειται να περιληφθούν και οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας, όπως και ο τόπος όπου οι εν λόγω καταστάσεις είναι διαθέσιμες.
- Οι μέθοδοι αποτίμησης των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων και τυχόν αναπροσαρμογές αυτών, κατόπιν εφαρμογής διατάξεων ειδικών νόμων. Επιπλέον, πρέπει να αναφέρονται οι μέθοδοι υπολογισμού τόσο των αποσβέσεων όσο και των προβλέψεων. Ομοίως, ο λογιστικός χειρισμός των συναλλαγματικών διαφορών, δηλαδή εάν μεταφέρθηκαν ή καταχωρήθηκαν στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης ή σε οποιοδήποτε λογαριασμό του ισολογισμού, στην τελευταία δε περίπτωση πρέπει να αναφέρεται και ο τρόπος μελλοντικής τακτοποίησής τους.
- Πληροφορίες που αφορούν συμμετοχές της εταιρείας στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων. Ειδικότερα αναφέρεται το ποσοστό συμμετοχής, το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων των τελευταίων, όπως και το συνολικό αποτέλεσμα της τελευταίας χρήσης για την οποία καταρτίστηκαν οικονομικές καταστάσεις των εν λόγω επιχειρήσεων.
- Πληροφορίες αναφορικά με τα αποθέματα και πιο συγκεκριμένα τη μέθοδο αποτίμησης αυτών. Μάλιστα σε περίπτωση μεταβολής της μεθόδου υπολογισμού της τιμής κτήσης ή του κόστους παραγωγής των αποθεμάτων, που επήλθε λόγω μεταβολής συνθηκών ή άλλων σοβαρών αιτιών, απαιτείται η γνωστοποίηση της επίδρασης της αλλαγής τόσο στους λογαριασμούς του ισολογισμού όσο και στα

αποτελέσματα χρήσης. Ομοίως, δημοσιοποιούνται και τυχόν διαφορές από αποτίμηση και η αιτιολόγηση αυτής.

- Πληροφορίες σχετικές με τις υποχρεώσεις και τις προβλέψεις. Αναλυτικότερα, αναφέρονται τα συνολικά ποσά των οικονομικών δεσμεύσεων από συμβάσεις, εγγυήσεις και άλλες συμβατικές ή πιθανές υποχρεώσεις, οι οποίες δεν εμφανίζονται στους λογαριασμούς τάξεως, υποχρεώσεις με λήξη μεγαλύτερη των πέντε ετών από την ημέρα κλεισίματος του ισολογισμού, όπως και υποχρεώσεις για τις οποίες η εταιρεία χορήγησε εμπράγματα ασφάλειες.
- Πρόσθετες πληροφορίες που αναφέρονται στα αποθεματικά που διατηρεί η εταιρεία²³.
- Ο αριθμός και η ονομαστική αξία των μετοχών κάθε κατηγορίας^{iv} όταν

²³ Αναφορικά με τα αποθεματικά κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι αυτά αποτελούν από οικονομική άποψη τμήμα των ίδιων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και διακρίνονται με κριτήριο την εμφάνισή τους ή μη στον ισολογισμό σε εμφανή (τα οποία περιέχονται στον ισολογισμό μιας εταιρείας σε ιδιαίτερο κατάλληλα διακεκριμένο λογαριασμό) και αφανή (τα οποία είτε δεν εμφανίζονται στον ισολογισμό είτε αναγράφονται σε αυτόν αλλά με τίτλο διαφορετικό από το τίτλο του αποθεματικού και ταξινομούνται περαιτέρω σε λανθάνοντα και σε κεκρυμμένα, σε πρωτογενή και σε υστερογενή). Με κριτήριο το γενεσιουργό αίτιό τους τα αποθεματικά διακρίνονται σε υποχρεωτικά (τα οποία σχηματίζονται κατ' επιταγή του νόμου ή του καταστατικού ή από συμβατική υποχρέωση της εταιρείας) και σε προαιρετικά (τα οποία δημιουργούνται με ελεύθερη απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων). Με κριτήριο το χρόνο σχηματισμού τους τα αποθεματικά διακρίνονται σε τακτικά (που σχηματίζονται με περιοδικές κρατήσεις) και σε έκτακτα (τα οποία δημιουργούνται σε μια κράτηση ή σε πολλές, αλλά όχι περιοδικές, για την αντιμετώπιση ορισμένου εξόδου ή ζημίας). Λόγω της σκοπιμότητας και της σημαντικότητας των αποθεματικών, ο σχηματισμός τους έχει επιβληθεί από το νόμο ως υποχρέωση στις ανώνυμες εταιρείες και στις εταιρείες περιορισμένες ευθύνης.

Τα αποθεματικά δημιουργούνται κατά κανόνα από την παρακράτηση κερδών οποιαδήποτε μορφής^{iv}. Ειδικότερα, με το σχηματισμό αποθεματικών υλοποιούνται οι ακόλουθοι σκοποί:

- Αύξηση της καθαρής περιουσίας και των μέσων δράσης της εταιρείας: Μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα αυτοχρηματοδοτείται και δύναται να αναπτυχθεί αυτοδύναμα αφενός δίχως να εξαρτάται από ξένα κεφάλαια και αφετέρου δίχως να διατρέχει τους κινδύνους που δημιουργεί πολλές φορές η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων. Επιπλέον, όταν παραστεί ανάγκη χρηματοδότησης από ξένες πηγές οι όροι είναι ευνοϊκότεροι, αφού με τα αποθεματικά αυξάνει η οικονομική επιφάνεια της επιχείρησης και επομένως η πιστοληπτική της ικανότητα.
- Διαφύλαξη της σταθερότητας και ακεραιότητας των ίδιων κεφαλαίων: Σε ορισμένες μορφές εταιρειών τα αποθεματικά αποτελούν πηγή ικανοποίησης των δανειστών. Σε περίπτωση, λοιπόν, πραγματοποίησης είτε ζημιών είτε μεγάλης έκτασης έκτακτων εξόδων το μετοχικό κεφαλαίο παραμένει αμείωτο. Επιπλέον, ο σχηματισμός τέτοιων αποθεματικών επιβάλλεται σε περιόδους πληθωρισμού, όπως επίσης και όταν η επιχείρηση διαθέτει πάγια περιουσιακά στοιχεία τα οποία υπόκεινται σε κίνδυνο οικονομικής απαξίωσης ταχύτερο από το χρόνο απόσβεσής τους.
- Άσκηση μερισματικής πολιτικής: Σε ορισμένες περιπτώσεις ο σχηματισμός αποθεματικών είναι πιθανόν να αποβλέπει στην άσκηση κατάλληλης πολιτικής μερίσματος, δηλαδή στη διανομή σχετικά σταθερού μερίσματος. Έτσι, σε χρήσεις μεγάλων κερδών περιορίζεται η διανομή μερίσματος και αντίστοιχα σχηματίζεται αποθεματικό, ενώ ενισχύεται η διανομή μερίσματος σε χρήσεις ελλειπών κερδών και αντίστοιχα διατίθεται το αποθεματικό, ή ακόμη γίνεται διανομή μερίσματος και σε ζημιογόνες χρήσεις με τη διάθεση σχηματισμένου από κερδοφόρες χρήσεις αποθεματικών.

υπάρχουν περισσότερες κατηγορίες μετοχών²⁴.

- Λεπτομερειακά στοιχεία που αφορούν τις προνομιούχες μετοχές²⁵, εφόσον υπάρχουν.
- Πληροφορίες που σχετίζονται με τις μετοχές επικαρπίας²⁶ ή τους ιδρυτικούς τίτλους²⁷.

²⁴ Το κεφάλαιο της ανώνυμης εταιρείας διαιρείται σε μερίδια τα οποία καλούνται μετοχές. Η μετοχή αποτελεί αξιόγραφο στο οποίο ενσωματώνεται η μετοχική σχέση και ένα τμήμα του μετοχικού κεφαλαίου. Με βάση τα προνόμια τα οποία παρέχει μια μετοχή διακρίνεται σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις λεγόμενες «κοινές μετοχές», ενώ η δεύτερη περιέχει το σύνολο των μετοχών που καλούνται «προνομιούχες μετοχές».

Τα βασικά δικαιώματα που παρέχει η κοινή μετοχή, εφόσον αυτά δεν περιορίζονται από το καταστατικό της εταιρείας, είναι τα ακόλουθα:

- Συμμετοχή κατ' αναλογία στα κέρδη που πραγματοποιεί η εταιρεία.
- Συμμετοχή κατ' αναλογία στη διοίκηση της εταιρείας που υλοποιείται με τη συμμετοχή και τη ψήφο του μετόχου στις γενικές συνελεύσεις.
- Συμμετοχή κατ' αναλογία σε κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου που υλοποιείται με το δικαίωμα προτίμησης που παρέχεται υπέρ των παλιών μετόχων.
- Συμμετοχή κατ' αναλογία στο προϊόν εκκαθάρισης της εταιρείας.

²⁵ Οι προνομιούχες μετοχές, κατά τον ημεδαπό νόμο, διακρίνονται σε «μετοχές μετά ψήφου» και «μετοχές άνευ ψήφου». Οι προνομιούχες μετοχές είναι δυνατό να παρέχουν τα εξής πρόσθετα δικαιώματα, το είδος και η έκταση των οποίων πρέπει να αναγράφονται επί του τίτλου της μετοχής:

- Την προνομιακή (πριν από τις κοινές μετοχές) απόληψη του πρώτου μερίσματος, ενώ στη διανομή του πρόσθετου μερίσματος δεν προηγούνται αλλά συντρέχουν με τις κοινές.
- Την προνομιακή απόληψη του πρώτου μερίσματος και για προηγούμενες εταιρικές χρήσεις, στις οποίες δεν καταβλήθηκε μέρισμα λόγω ζημιών ή καταβλήθηκε ανεπαρκές μέρισμα λόγω ανεπάρκειας κερδών, και σε αυτή την περίπτωση φέρουν το όνομα σωρευτικές προνομιούχες μετοχές.
- Την προνομιακή απόδοση του προϊόντος εκκαθάρισης που αναλογεί στις εν λόγω μετοχές.
- Την καταβολή σταθερού μερίσματος, δηλαδή την καταβολή ορισμένου ποσού ή ποσοστού από τα κέρδη, που προβλέπεται από το καταστατικό της εταιρείας.
- Ειδικά για τις προνομιούχες μετοχές με δικαίωμα ψήφου είναι δυνατό να προβλέπεται η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές. Η μετατροπή γίνεται με δήλωση του μετόχου μέσα σε ορισμένο χρόνο και σε καθορισμένη τιμή.
- Ειδικά οι προνομιούχες μετοχές χωρίς δικαίωμα ψήφου εκτός από τα παραπάνω προνόμια δύναται να παρέχουν δικαίωμα απόληψης τόκου σε περίπτωση έλλειψης κερδών ή μη επάρκειας αυτών για την καταβολή του πρώτου μερίσματος.

²⁶ Οι μετοχές επικαρπίας χορηγούνται από την εταιρεία σε αντικατάσταση των κοινών μετοχών τις οποίες ακυρώνει λόγω απόσβεσης του μετοχικού κεφαλαίου. Με τον όρο απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου νοείται η ολική ή η τμηματική απόδοση στους μετόχους της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους, η οποία γίνεται είτε από υφιστάμενα διαθέσιμα αποθεματικά είτε από καθαρά κέρδη τα οποία δεν είχαν μετατραπεί ακόμα σε αποθεματικά^{vi}. Σημειώνεται ότι η απόσβεση διαφέρει από τη μείωση του μετοχικού κεφαλαίου. Ειδικότερα, κατά την απόσβεση ελαττώνεται μόνο η περιουσία (ενεργητικό) μιας εταιρείας, όχι και το μετοχικό κεφάλαιο, το οποίο ως μαθηματική ποσότητα παραμένει ανέπαφο και αναγράφεται ολόκληρο στον ισολογισμό. Κατά τη μείωση του κεφαλαίου, αντίθετα, μειώνεται όχι μόνο η περιουσία της εταιρείας αλλά και το μετοχικό κεφάλαιο, αφού μέρος αυτού επιστρέφεται στους μετόχους.

²⁷ Οι ιδρυτικοί τίτλοι δεν αποτελούν μετοχές αλλά ειδικού τύπου αξιόγραφα τα οποία διανεμήθηκαν σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα ως αποζημίωση / ανταμοιβή των ενεργειών τους κατά την ίδρυση και σύσταση της εταιρείας^{vii}.

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ

ΔΙΑΤΑΞΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΗΣ

A. Σύνομη κατάρτιση και δομή των οικονομικών καταστάσεων -

Παρεκκλίσεις που έγιναν χάριν της αρχής της πραγματικής εικόνας

Άρθρο 42α, &3: Παρέκκλιση από τις σχετικές διατάξεις περί κατάρτισης των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων, που κρίθηκε απαραίτητη για την εμφάνιση, με απόλυτη σαφήνεια, της πραγματικής εικόνας που απαιτεί η διάταξη της &2 του άρθρου αυτού.

Άρθρο 42β, &1: Παρέκκλιση από την αρχή του αμετάβλητου της δομής και μορφής εμφάνισης του ισολογισμού και του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης.

Άρθρο 42β, &2: Καταχώρηση στον προσιδιάζοντα λογαριασμό στοιχείου σχετιζόμενου με περισσότερους υποχρεωτικούς λογαριασμούς.

Άρθρο 42β, &3: Προσαρμογή στη δομή και στους τίτλους των λογαριασμών με αραβική αρίθμηση, όταν η ειδική φύση της επιχείρησης το απαιτεί.

Άρθρο 42β, &4: Συμπύξεις λογαριασμών του ισολογισμού που αντιστοιχούν σε αραβικούς αριθμούς, για τις οποίες συντρέχουν οι προϋποθέσεις της διάταξης αυτής.

Άρθρο 42β, &5: Αναμορφώσεις κονδυλίων προηγούμενης χρήσης για να καταστούν ομοειδή και συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα κονδύλια της κλειόμενης χρήσης.

B. Αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων

Άρθρο 43α, &1: Μέθοδοι αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων και υπολογισμού των αποσβέσεων, καθώς και των προβλέψεων για υποτιμήσεις τους.

Άρθρο 43α, &1: Βάσεις μετατροπής σε δραχμές (από 01.01.2002 σε ευρώ) περιουσιακών στοιχείων εκφρασμένων σε ξένο νόμισμα και λογιστικός χειρισμός των συναλλαγματικών διαφορών.

Άρθρο 43, &2: Παρέκκλιση από τις μεθόδους και τις βασικές αρχές αποτίμησης. Εφαρμογή ειδικών μεθόδων αποτίμησης.

Άρθρο 43, &7: Αλλαγή μεθόδου υπολογισμού της τιμής κτήσης ή του κόστους παραγωγής των αποθεμάτων ή των κινητών αξιών.

Άρθρο 43, &7: Παράθεση της διαφοράς μεταξύ της αξίας αποτίμησης των αποθεμάτων και κινητών αξιών και της τρέχουσας τιμής αγοράς τους, εφόσον είναι αξιόλογη.

Άρθρο 43, &9: Ανάλυση και επεξήγηση της γενομένης μέσα στη χρήση με βάση ειδικό νόμο αναπροσαρμογής της αξίας των παγίων περιουσιακών στοιχείων και παράθεση της κίνησης του λογαριασμού διαφορές αναπροσαρμογής.

Γ. Πάγιο ενεργητικό και έξοδα εγκατάστασης

Άρθρο 42ε, &8: Μεταβολές παγίων στοιχείων και εξόδων εγκατάστασης (πολυετούς απόσβεσης).

Άρθρο 43, &5: Ανάλυση πρόσθετων αποσβέσεων.

Άρθρο 43, &5: Προβλέψεις για υποτίμηση ενσώματων παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Άρθρο 43, &3: Ανάλυση και επεξήγηση των ποσών των εξόδων εγκατάστασης (πολυετούς απόσβεσης) που αφορούν τη χρήση.

Άρθρο 43, &3: Τα ποσά και ο λογιστικός χειρισμός των συναλλαγματικών διαφορών που προέκυψαν στην παρούσα χρήση κατά την πληρωμή (δόσεων) ή / και την αποτίμηση στο τέλος της χρήσης δανείων ή πιστώσεων, χρησιμοποιηθέντων αποκλειστικά για κτήσεις παγίων στοιχείων.

Άρθρο 43, &4: Ανάλυση και επεξήγηση των κονδυλίων έξοδα ερευνών και ανάπτυξης, παραχωρήσεις και δικαιώματα βιομηχανικής ιδιοκτησίας, και υπεραξία επιχείρησης.

Δ. Συμμετοχές

Άρθρο 43α, &1: Συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων με ποσοστό μεγαλύτερο από 10%.

Άρθρο 43α, &1: Σύνταξη ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων στις οποίες περιλαμβάνονται και οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας.

Άρθρο 43α, &1: Αποτίμηση αποθεμάτων κατά παρέκκλιση από τους κανόνες αποτίμησης του άρθρου 43 για λόγους φορολογικών ελαφρύνσεων.

Άρθρο 43α, &1: Διαφορές από υποτίμηση κυκλοφορούντων στοιχείων του ενεργητικού και λόγοι στους οποίους οφείλονται.

Ε. Μετοχικό κεφάλαιο

Άρθρο 43α, &1: Κατηγορίες μετοχών στις οποίες διαιρείται το κεφάλαιο.

Άρθρο 43α, &1: Εκδοθείσες μετοχές μέσα στη χρήση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Άρθρο 43α, &1 και 42ε, &10 : Εκδοθέντες τίτλοι και ενσωματωμένα σε αυτούς δικαιώματα.

Άρθρο 43α, &1: Απόκτηση ίδιων μετοχών μέσα στην παρούσα χρήση.

ΠΡΟΣΑΡΤΗΜΑ (ΗΜΕΡΑ/ ΜΗΝΑΣ/ ΕΤΟΣ)
(ΑΡΙΘΜΟΣ) ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΧΡΗΣΗ

ΔΙΑΤΑΞΗ ΚΑΙ ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΤΗΣ

ΣΤ. Προβλέψεις και υποχρεώσεις

Άρθρο 42ε, &14: Ανάλυση του λογαριασμού λοιπές προβλέψεις, εάν το ποσό του είναι σημαντικό.

Άρθρο 43α, &1: Οικονομικές δεσμεύσεις από συμβάσεις, κ.λπ., που δεν εμφανίζονται στους λογαριασμούς τάξεως. Υποχρεώσεις καταβολής ειδικών μηνιαίων παροχών και οικονομικές δεσμεύσεις για συνδεδεμένες επιχειρήσεις.

Άρθρο 43α, &1: Πιθανές οφειλές σημαντικών ποσών φόρων και ποσά φόρων που ενδεχομένως να προκύψουν σε βάρος της κλειόμενης και των προηγούμενων χρήσεων, εφόσον δεν εμφανίζονται στις υποχρεώσεις ή στις προβλέψεις.

Άρθρο 43α, &1: Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πάνω από πέντε έτη.

Άρθρο 43α, &1: Υποχρεώσεις καλυπτόμενες με εμπράγματα ασφάλειες.

Ζ. Μεταβατικοί λογαριασμοί

Άρθρο 42ε, &12: Ανάλυση των κονδυλίων των μεταβατικών λογαριασμών έσοδα χρήσης εισπρακτέα και έξοδα χρήσης δεδουλευμένα.

Η. Λογαριασμοί τάξεως

Άρθρο 42ε, &11: Ανάλυση των λογαριασμών τάξεως, στην έκταση που δεν καλύπτεται η υποχρέωση αυτή από την επόμενη κατηγορία Ι.

Ι. Χορηγηθείσες εγγυήσεις και εμπράγματα ασφάλειες

Άρθρο 42ε, &9: Εγγυήσεις και εμπράγματα ασφάλειες που χορηγήθηκαν από την εταιρεία.

ΙΑ. Αμοιβές, προκαταβολές και πιστώσεις σε όργανα διοίκησης

Άρθρο 43α, &1: Αμοιβές μελών οργάνων διοίκησης και διεύθυνσης της εταιρείας.

Άρθρο 43α, &1: Υποχρεώσεις που δημιουργήθηκαν ή αναλήφθηκαν για βοηθήματα σε αποχωρήσαντα στην παρούσα χρήση μέλη οργάνων διοίκησης και διεύθυνσης της εταιρείας.

Άρθρο 43α, &1: Δοθείσες προκαταβολές και πιστώσεις σε όργανα διοίκησης (μέλη διοικητικών συμβουλίων και διαχειριστές).

ΙΒ. Αποτελέσματα χρήσης

Άρθρο 43α, &1: Κύκλος εργασιών κατά κατηγορίες δραστηριότητας και γεωγραφικές αγορές.

Άρθρο 43α, &1: Μέσος όρος του απασχοληθέντος κατά τη διάρκεια της χρήσης προσωπικού και κατηγορίες αυτού, με το συνολικό κόστος τους. Διευκρινίζεται ότι στο διοικητικό υπαλληλικό προσωπικό περιλαμβάνεται το με μηνιαίο μισθό αμειβόμενο προσωπικό και στο εργατοτεχνικό προσωπικό οι αμειβόμενοι με ημερομίσθιο.

Άρθρο 42ε, &15: Ανάλυση των έκτακτων και ανόργανων εξόδων και εσόδων (δηλαδή των λογαριασμών έκτακτα και ανόργανα έξοδα και έκτακτα και ανόργανα έσοδα). Αν τα ποσά των λογαριασμών έκτακτες ζημιές και έκτακτα κέρδη είναι σημαντικά, κατ' εφαρμογή της διάταξης του άρθρου 43α, &1, παρατίθεται και αυτών ανάλυση (με βάση τους λογαριασμούς του Ε.Γ.Λ.Σ.).

Άρθρο 42ε, &15: Ανάλυση των λογαριασμών έσοδα προηγούμενων χρήσεων, έσοδα από προβλέψεις προηγούμενων χρήσεων και έξοδα προηγούμενων χρήσεων.

Τόπος, (ημερομηνία)

(ακολουθούν υπογραφές για την ειδική θεώρηση των προσώπων που προβλέπει η &5 του άρθρου 43α)

- Ο αριθμός και η ονομαστική αξία των μετοχών που εκδόθηκαν στη χρήση για κάθε κάλυψη αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου, καθώς και η αξία έκδοσης των μετοχών αυτών.
- Πληροφορίες που αφορούν την τυχόν απόκτηση από την εταιρεία δικών της μετοχών.
- Πληροφορίες αναφορικά με τα αποτελέσματα και ειδικότερα ανάλυση του κύκλου εργασιών κατά κατηγορίες δραστηριότητας και κατά γεωγραφικές περιοχές, όταν οι κατηγορίες ή οι αγορές διαφέρουν ουσιαστικά μεταξύ τους.
- Η έκταση επηρεασμού των αποτελεσμάτων χρήσης σε περίπτωση παρέκκλισης από τις μεθόδους αποτίμησης που προβλέπει ο νόμος για λόγους φορολογικών ελαφρύνσεων, σε περίπτωση δε που από την παρέκκλιση αυτή αναμένεται να προκύψουν ουσιώδεις φορολογικές επιβαρύνσεις σε επόμενες χρήσεις παρέχονται λεπτομερείς επεξηγήσεις.
- Τα ποσά των φόρων που οφείλονται, καθώς και εκείνα που αναμένονται να προκύψουν σε βάρος της κλειόμενης και των προηγούμενων χρήσεων, εφόσον τα ποσά αυτά είναι σημαντικά και δεν εμφανίζονται στις υποχρεώσεις ή στις προβλέψεις της εταιρείας.
- Ο μέσος όρος του αριθμού του προσωπικού που απασχολήθηκε κατά κατηγορίες, με ανάλυση της επιβάρυνσης της χρήσης από μισθούς και ημερομίσθια, κοινωνικές επιβαρύνσεις και βοηθήματα.
- Τα ποσά που βάρυναν τη χρήση τόσο ως αμοιβές όσο και ως προκαταβολές και πιστώσεις, σε μέλη οργάνων διοίκησης και διεύθυνσης, καθώς και οι υποχρεώσεις που δημιουργήθηκαν ή

αναλήφθηκαν για βοηθήματα σε αποχωρήσαντα μέλη των οργάνων αυτών κατά κατηγορία.

- Οποιοσδήποτε άλλες πληροφορίες που απαιτούνται από ειδικές διατάξεις της νομοθεσίας ή που κρίνονται αναγκαίες, για την αρτιότερη πληροφόρηση των μετόχων και των τρίτων και για την παρουσίαση μιας πιστής εικόνας της περιουσίας, της χρηματοοικονομικής κατάστασης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας.
- Ο αριθμός και η ημερομηνία συνεδρίασης του Διοικητικού Συμβουλίου (Δ.Σ.) κατά την οποία το προσάρτημα εγκρίθηκε.

Στις σελίδες 41 - 42 παρατίθεται το υπόδειγμα του προσαρτήματος, όπως υιοθετήθηκε και κοινοποιήθηκε με το υπ' αριθμ. 38/22.12.1988 έγγραφο του Τεχνικού Γραφείου του Σώματος Ορκωτών Λογιστών (Σ.Ο.Λ.)^{lviii}.

2.4. ΚΡΙΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Θεματικό αντικείμενο της λογιστικής, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι η εποπτεία της οικονομικής δραστηριότητας της επιχείρησης και ειδικότερα η συλλογή, συγκέντρωση, καταγραφή, ταξινόμηση, ανάλυση, επεξεργασία και σύνοψη των άπειρων σε αριθμό και πολυσύνθετων στη φύση τους λογιστικών γεγονότων, των οποίων συνοπτικά πληροφοριακά στοιχεία αποκαλύπτονται στους ενδιαφερόμενους με τις οικονομικές καταστάσεις, που είναι επομένως το τελικό προϊόν της λογιστικής διαδικασίας.

Εντούτοις, αμείλικτο προβάλλει το ερώτημα εάν οι οικονομικές καταστάσεις, παρά την αλματώδη πρόοδο που συντελέστηκε με τη σύνταξη και

κατάρτιση του Ε.Γ.Λ.Σ. αφενός και τη θέσπιση και υιοθέτηση των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών αφετέρου εκπληρώνουν την αποστολή τους²⁸. Με άλλα λόγια, το ερώτημα εστιάζεται στο εάν οι εν λόγω καταστάσεις παρέχουν αξιόπιστα στοιχεία σχετικά με την οικονομική κατάσταση και τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, καθώς επίσης και τη δυνατότητα μέτρησης του βαθμού επίτευξης του πρωταρχικού ρόλου των τελευταίων, ήτοι τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων.

Οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις αποτελούν αναμφισβήτητα σημαντική πηγή άντλησης πληροφοριών για τις οικονομικές μονάδες. Οι χρήστες, όμως, των εν λόγω καταστάσεων οφείλουν να γνωρίζουν ότι αυτές εμφανίζουν ορισμένες αδυναμίες, οι οποίες μειώνουν την πληροφοριακή τους αξία και καθιστούν έτσι τα μεγέθη που παρουσιάζουν συμβατικά²⁹. Είναι γεγονός ότι η πραγματική εικόνα την οποία αξιώνει ο νόμος δεν συμπίπτει με την αντικειμενική αλήθεια, διότι ο ίδιος ο νόμος υιοθετεί θεμελιώδεις αποκλίσεις από την αρχή αυτή³⁰.

²⁸ Κρίνεται σκόπιμο στο σημείο αυτό να σημειωθεί ότι η Ευρωπαϊκή Ένωση αποδίδοντας τεράστια σημασία στη διεθνή εναρμόνιση όσον αφορά στην εφαρμογή λογιστικών προτύπων, αφού αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ευδόωση της προσπάθειάς της για δίκαιο και αποτελεσματικό ανταγωνισμό, προέβη στη θέσπιση των *Διεθνών Λογιστικών Προτύπων* (Δ.Λ.Π.)^{ix} (βλέπε Παράρτημα II της παρούσας εργασίας). Με τον όρο *Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα* νοείται ένα σύνολο λογιστικών αρχών, κανόνων και διαδικασιών, γενικά αποδεκτών, η καθιέρωση των οποίων οδηγεί σε ομοιομορφία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και συνεπώς σε ακριβή, αληθή και ομοιόμορφη πληροφόρηση των χρηστών τους. Με την υιοθέτηση των εν λόγω αρχών και παραδοχών φαίνεται να αναγνωρίζεται το πάγιο αίτημα των ενδιαφερόμενων μερών για συγκρισιμότητα, διαφάνεια και αξιοπιστία των οικονομικών πληροφοριών, στοιχεία τα οποία αποτελούν θεμελιώδεις προϋποθέσεις για μια ενιαία αγορά κεφαλαίου. Η εφαρμογή των Δ.Λ.Π. στην Ελλάδα καθιερώνεται με το νόμο 2992/2002^k (ΦΕΚ 54/ΤΕΥΧΟΣ Α'/20.03.2002) περί «μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις». Τα εν λόγω πρότυπα θα εφαρμόζονται υποχρεωτικά από τις ανώνυμες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α., και προαιρετικά από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και επιλέγουν τους τακτικούς κατά το νόμο ελεγκτές τους από το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών – Λογιστών (Σ.Ο.Ε.Λ.). Καταληκτική ημερομηνία εφαρμογής τους ορίστηκε η 01.01.2005.

²⁹ Η πληρέστερη κατανόηση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων που απορρέουν από τη λογιστική τυποποίηση απαιτεί τη γνώση των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών (βλέπε Παράρτημα I της παρούσας μελέτης).

³⁰ Για παράδειγμα, οι κανόνες αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων που προβλέπει ο νόμος διέπονται από την αρχή της συντηρητικότητας με αποτέλεσμα οι αξίες αποτίμησης να μην αντικατοπτρίζουν τις αληθινές αξίες των πραγμάτων. Καθίσταται λοιπόν φανερό ότι η αρχή της πραγματικής εικόνας καθιερώνει, όχι την απόλυτη, αλλά την πραγματική εικόνα που προκύπτει με βάση τις παραδεγμένες λογιστικές αρχές.

Συγκεκριμένα, ο ισολογισμός αποτελεί μια συνοπτική εικόνα της οικονομικής θέσης της επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή. Γίνεται λοιπόν φανερό ότι η εν λόγω κατάσταση δεν εκφράζει ούτε την τρέχουσα αξία των περιουσιακών της στοιχείων, ούτε την αγοραία αξία της επιχείρησης ως σύνολο, αλλά ούτε και την τρέχουσα αξία των μετοχών της. Η κατάρτιση του ισολογισμού βασίζεται στην αρχή του ιστορικού κόστους, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι εμφανίζει το κόστος κτήσης των περιουσιακών στοιχείων στο παρελθόν και τις πηγές των κεφαλαίων που διατέθηκαν στο παρελθόν για την απόκτηση των μέσων δράσης της εταιρείας. Επιπλέον, περιέχει υποκειμενικές εκτιμήσεις (όπως λόγου χάρη οι προβλέψεις, οι αποσβέσεις, κ.λπ.) που καθιστούν περισσότερο αμφίβολη την αντικειμενικότητα του ως άνω πίνακα, ενώ η δυνατότητα επιλογής εναλλακτικών λογιστικών τεχνικών και μεθόδων, για τον προσδιορισμό διαφόρων μεγεθών καθιστά, όπως είναι φανερό, τα μεγέθη αυτά συμβατικά.

Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης σε συνδυασμό με τον πίνακα διάθεσης κερδών, από την άλλη πλευρά, αποκαλύπτουν τις μεταβολές που επήλθαν στα αδιανέμητα κέρδη· αποτελούν με άλλα λόγια το συνδυαστικό κρίκο δύο διαδοχικών ισολογισμών. Σημειώνεται ότι τα αποτελέσματα χρήσης είναι μια δυναμική κατάσταση, διότι εκφράζει τη ροή των εσόδων και εξόδων κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου, σε αντίθεση με τον ισολογισμό που αποτελεί μια στατική κατάσταση, ένα φωτογραφικό στιγμιότυπο της επιχειρηματικής μονάδας. Βέβαια θα πρέπει στο σημείο αυτό να επισημανθεί ότι και οι δύο αυτοί πίνακες καταρτίζονται με βάση τις βασικές παραδοχές και αρχές που διέπουν τη λογιστική. Σύμφωνα με τις τελευταίες, τα έσοδα αναγνωρίζονται βάσει της αρχής του δεδουλευμένου, ενώ τα έξοδα βαρύνουν τα αποτελέσματα εκείνης της λογιστικής χρήσης στην οποία

πραγματοποιήθηκαν τα αντίστοιχα έσοδα (αρχή του συσχετισμού). Επιπλέον, τόσο τα έσοδα όσο και τα έξοδα απεικονίζονται σε τιμές κτήσης, με κριτήριο την αρχή του ιστορικού κόστους. Η εφαρμογή των προαναφερόμενων παραδοχών έχει ως συνέπεια να μην λαμβάνονται υπόψη οι επιπτώσεις που έχουν οι μεταβολές των τιμών στα διάφορα στοιχεία των λογιστικών μονάδων.

Επίσης, δεν πρέπει να παραβλεφθεί το γεγονός ότι τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις καταστάσεις αυτές είναι μόνο εκείνα τα οποία δύναται να αποδοθούν κατά αντικειμενικό τρόπο σε νομισματικές μονάδες. Με τον τρόπο αυτό αποκλείεται η παροχή πληροφοριών ποιοτικής φύσης.

Μια άλλη διάσταση στην ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα είναι ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις συντάσσονται και δημοσιοποιούνται πρωτίστως για να καλυφθούν οι εταιρείες έναντι της φορολογούσας αρχής και δευτερευόντως για την πληροφόρηση των ενδιαφερομένων. Δεδομένου, πρώτον, ότι τα κελεύσματα της φορολογικής νομοθεσίας υπερισχύουν δυστυχώς των αντιλήψεων της χρηματοοικονομικής και λογιστικής επιστήμης, των ιδιωτικοοικονομικών κριτηρίων, ακόμη δε και της κείμενης εμπορικής νομοθεσίας, και, δεύτερον, ότι τα ιστορικά λογιστικά κονδύλια καθίστανται ανομοιόμορφα λόγω της παρόδου του χρόνου, είναι προφανές ότι οι εν λόγω καταστάσεις από όργανα ορθολογικής πληροφόρησης μετατρέπονται σε μέσα στρέβλωσης της αλήθειας.

Η εσφαλμένη και παραπλανητική πληροφόρηση που δίνουν τα ιστορικά λογιστικά στοιχεία στους ενδιαφερόμενους για την επιχείρηση και στους αρμόδιους κρατικούς φορείς για τη χάραξη της οικονομικής πολιτικής, ιδιαίτερα σε περιόδους πληθωρισμού, έχει ολέθριες συνέπειες για τις ίδιες τις επιχειρηματικές μονάδες αλλά και για την οικονομία της χώρας γενικότερα^{lxi}. Συγκεκριμένα, η παραπλανητική πληροφόρηση των διοικητικών στελεχών της

ιεραρχικής πυραμίδας οδηγεί στη λήψη ανορθόδοξων αποφάσεων. Επιπλέον, η εσφαλμένη πληροφόρηση των μετόχων σχετικά με τα αποτελέσματα χρήσης που πραγματοποίησε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα, ένα μέρος των οποίων είναι εικονικό (προϊόν πληθωρισμού), οδηγεί σε διανομή κεφαλαίων με απώτερη συνέπεια τη βελτίωση του επιπέδου ζωής των μετόχων όχι από πραγματικά εισοδήματα αλλά, αντίθετα, από ανάλωση κεφαλαίων. Η φορολογία των πληθωριστικών κερδών, που προσδιορίζονται με βάση το ιστορικό κόστος, μειώνει περισσότερο τόσο τα ίδια κεφάλαια όσο και τη ρευστότητα των επιχειρήσεων με σοβαρές επιπτώσεις τόσο στη βιωσιμότητα όσο στη μελλοντική τους πορεία. Είναι λοιπόν εύλογο το συμπέρασμα ότι όλα τα ανωτέρω σημειωθέντα οδηγούν σε εσφαλμένες οικονομικές αναλύσεις. Οι παραδοσιακές τεχνικές μέτρησης της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων, που κατά κανόνα απεικονίζονται με τη μορφή αριθμοδεικτών, οι οποίοι εξάγονται με βάση τα παραπλανητικά στοιχεία των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, αναπόφευκτα οδηγούν σε εσφαλμένες αναλύσεις. Ως εκ τούτου, και υπό το πρίσμα της πληροφόρησης των μετόχων και των δανειστών παρατηρείται ότι η πληροφόρηση αυτών είναι ελλιπής.

Παρά τις παραπάνω αναμφισβήτητες αδυναμίες των οικονομικών καταστάσεων οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές οφείλουν να μελετούν σε βάθος το σύνολο αυτών των καταστάσεων που δημοσιεύει κάθε επιχείρηση προκειμένου να σχηματίσουν σφαιρική και ολοκληρωμένη εικόνα για την κατάσταση και την πορεία της μονάδας. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να μελετούνται συνδυασμένα όλοι οι λογιστικοί πίνακες. Η απομόνωση ενός εξ αυτών οδηγεί σε ανεπαρκή και εσφαλμένα συμπεράσματα.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Δ Ε Υ Τ Ε Ρ Ο Υ Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο Υ

- i Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών”, Αθήνα, 1993.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή στη χρηματοοικονομική, σελίδες 23-26.
- ii Solomon Ezra, «The Theory of Financial Management», Publications “Columbia University Press”, New York, 1963.
Chapter 1: Introduction, pages 15-18.
- iii Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης», Τεύχος Α, Θεσσαλονίκη, 1998.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή, σελίδες 15-24.
- iv Joel E. Ross and Michael J. Kami, «Corporate Management in Crisis: Why the Mighty Fall», Publications “Prentice Hall”, Englewood Cliffs, New Jersey, 1973.
Chapter 3: Strategic management, page 132.
- v Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή, σελίδες 32-37.
- vi Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών”, Αθήνα, 1993.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή στη χρηματοοικονομική, σελίδες 26-29.
- vii Ιωάννης Γ. Τζωάννου, «Χρηματοδοτική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Σμπίλιας”, Αθήνα, 1993.
Κεφάλαιο 1: Γενική επισκόπηση της χρηματοδοτικής διοικήσεως, σελίδες 18-20.

- viii James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications "Prentice Hall", New Jersey, 2001.
Chapter 1: Goals and functions of finance, pages 3-10.
- ix Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 3: Βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων, σελίδες 111-121.
- x Fred J. Weston and Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος "Παπαζήσης", Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 17: Πολιτική μερισμάτων, σελίδες 523-528.
- xi Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος Ι, Θεσσαλονίκη, 1990.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή, σελίδες 61-72.
- xii Accounting Institute of Certified Public Accountants (A.I.C.P.A.), Accounting Terminology Bulletins No. 1, 1941.
- xiii Βασίλειος Π. Γαλάνης, «Μηχανογραφημένη Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Αθήνα - Πειραιάς, 1995.
Κεφάλαιο 1: Σύνοψη και περιεκτική περιγραφή του αντικειμένου της λογιστικής, του ρόλου της και του σκοπού της, σελίδες 27-31.
- xiv Χρήστος Β. Ναούμ, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική», 2^η Έκδοση, Αθήνα, 1994.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγικές έννοιες, σελίδες 22-23.
- xv Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α'/30.03.1963).
- xvi Νομοθετικό Διάταγμα 8/1947 περί «τηρήσεως βιβλίων υπό των επιτηδευματιών» (ΦΕΚ 272/ΤΕΥΧΟΣ Α'/09.12.1947).

- xvii Νομοθετικό Διάταγμα 578/1948 περί «κυρώσεως του από 7 Δεκεμβρίου 1947 νομοθετικού διατάγματος» (ΦΕΚ 81/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/05.04.1948).
- xviii Αναγκαστικός Νόμος 810/1948 περί «συγκεντρώσεως λογιστικών στοιχείων» (ΦΕΚ 254/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/29.09.1948).
- xix Νόμος 3190/1955 περί «εταιρειών περιορισμένης ευθύνης» (ΦΕΚ 91/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/16.04.1955).
- xx Νόμος 1041/1980 περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποιήσεως και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1980).
- xxi Προεδρικό Διάταγμα 1123/1980 περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/15.12.1980).
- xxii Προεδρικό Διάταγμα 409/1986 περί «μεταβολών του νόμου 2190/1920 βάσει οδηγιών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας» (ΦΕΚ 192/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/28.11.1986).
- xxiii Προεδρικό Διάταγμα 498/1987 περί «μεταβολών του νόμου 2190/1920 βάσει του Κοινοτικού Δικαίου» (ΦΕΚ 236/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/31.12.1987).
- xxiv Προεδρικό Διάταγμα 56/1991 περί «τροποποιήσεως του κανονιστικού νόμου 2190/1920 βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 13ης Δεκεμβρίου 1976 περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 58 παράγραφος 2 της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της», Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L026/91/31.01.1977, (ΦΕΚ 26/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1991).

- xxv Προεδρικό Διάταγμα 325/1994 περί «μεταβολών των κανονιστικών νόμων βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 8ης Νοεμβρίου 1990 για την τροποποίηση της Οδηγίας 78/660/ΕΟΚ για τους ετήσιους λογαριασμούς και της οδηγίας 83/349/ΕΟΚ για τους ενοποιημένους λογαριασμούς όσον αφορά τις εξαιρέσεις υπέρ των μικρών και μεσαίων εταιρειών, καθώς και τη δημοσίευση των λογαριασμών σε ECU, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L317/604/16.11.1990 (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.10.1994).
- xxvi Προεδρικό Διάταγμα 326/1994 περί «μεταβολών των κανονιστικών νόμων βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 8ης Νοεμβρίου 1990 για την τροποποίηση της Οδηγίας 78/660/ΕΟΚ για τους ετήσιους λογαριασμούς και της οδηγίας 83/349/ΕΟΚ για τους ενοποιημένους λογαριασμούς όσον αφορά τις εξαιρέσεις υπέρ των μικρών και μεσαίων εταιρειών, καθώς και τη δημοσίευση των λογαριασμών σε ECU, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L317/605/16.11.1990 (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.10.1994).
- xxvii Προεδρικό Διάταγμα 186/1992 περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων» (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/26.05.1992).
- xxviii Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος Ι, Θεσσαλονίκη, 1990.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή, σελίδες 76-77.
- xxix Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1989.
Κεφάλαιο 2: Λογιστικά συστήματα - Στοιχεία λογιστικής οργανώσεως, σελίδες 165-215.
- xxx Γρηγόριος Κ. Σφακιανός, «Γενικές Αρχές Λογιστικής», 8^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 1993.
Κεφάλαιο 12: Συγκεντρωτικό σύστημα εγγραφών, σελίδες 325-362.
- xxxi Νόμος 1041/1980 περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποιήσεως και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1980).

- xxxii Προεδρικό Διάταγμα 1123/1980 περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/15.12.1980).
- xxxiii Προεδρικό Διάταγμα 502/1984 περί «τροποποίησης και συμπλήρωσης των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 179/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/14.11.1984).
- xxxiv Προεδρικό Διάταγμα 186/1986 περί «τροποποίησης και συμπλήρωσης των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 74/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/11.06.1986).
- xxxv Προεδρικό Διάταγμα 186/1992 περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων» (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/26.05.1992).
- xxxvi Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λυμένες Ασκήσεις Γενικής Λογιστικής», Τόμος Ι, Εκδοτικός Οίκος “Δ. Κασίμης”, Πειραιάς, 1990.
Α΄ Μέρος: Ειδικές ασκήσεις, σελίδες 10-13.
- xxxvii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Πειραιάς, 2001.
Κεφάλαιο 2: Ισολογισμός, σελίδες 49-52.
- xxxviii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Πειραιάς, 2001.
Κεφάλαιο 4: Λογαριασμός και σχέδιο λογαριασμών, σελίδες 215-217.
- xxxix Προεδρικό Διάταγμα 409/1986 περί «μεταβολών του νόμου 2190/1920 βάσει οδηγιών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας» (ΦΕΚ 192/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/28.11.1986).
- xl Προεδρικό Διάταγμα 419/1986 περί «μεταβολών του νόμου 3190/1955 βάσει οδηγιών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας» (ΦΕΚ 197/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/10.12.1986).
- xli Προεδρικό Διάταγμα 186/1992 περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων» (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/26.05.1992).

- xlii Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Γενική Λογιστική: Συνοπτική Θεωρία και Λυμένες Ασκήσεις», Εκδοτικός Οίκος “Δ. Κασίμης”, Πειραιάς, 1993.
Κεφάλαιο 5: Κατάρτιση λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης εσω-λογιστικώς, σελίδες 109-131.
- xliii Δημήτριος Π. Σταματόπουλος και Αντώνιος Γ. Καραβοκύρης, «Δαπάνες Επιχειρήσεων (Λογιστικές Διαφορές) και Κύρος Βιβλίων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
Κεφάλαιο 1: Διατάξεις του άρθρου 31 του νόμου 2238/1994, σελίδες 45-64.
- xliv Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1990.
Κεφάλαιο 7: Διάκριση των λογαριασμών με βάση το περιεχόμενό τους, σελίδες 318-326.
- xlv Ελίζα Ι. Αλεξανδρίδου, «Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών: Κεφαλαιουχικές Εταιρείες», Τεύχος Β, 2^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Σάκκουλας”, Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2000.
Κεφάλαιο 1: Η ανώνυμη εταιρεία, σελίδες 60-69.
- xlvi Ιωάννης Μ. Παπαγιάννης, «Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», Εκδοτικός Οίκος “Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
Άρθρα 8 - 17: Κεφάλαιο ανωνύμων εταιρειών, σελίδες 227-324.
- xlvii Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963).
- xlviii Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963).
- xlix Νόμος 3190/1955 περί «εταιρειών περιορισμένης ευθύνης» (ΦΕΚ 91/ ΤΕΥΧΟΣ Α΄/16.04.1955).
- I Νόμος 1667/1986 περί «αστικών συνεταιρισμών και άλλων διατάξεων» (ΦΕΚ 196/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.12.1986).

- li Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Θεωρητική και Εφαρμοσμένη Λογιστική Εταιρικών Επιχειρήσεων», Θεσσαλονίκη, 1993.
Κεφάλαιο 7: Οι εταιρείες από φορολογική άποψη, σελίδες 444-481.
- lii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Πειραιάς, 2001.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγικές έννοιες, σελίδες 32-35.
- liii Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963).
- liv Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο: Ανάλυση και Ερμηνεία της Γενικής και Αναλυτικής Λογιστικής», Τόμος Α, 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βρύκους”, Αθήνα, 1993.
Μέρος Η, Παράγραφος 67: Αποθεματικά - Διαφορές αναπροσαρμογής - Επιχορηγήσεις Επενδύσεων, σελίδες 514-523.
- lv Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Θεωρητική και Εφαρμοσμένη Λογιστική Εταιρικών Επιχειρήσεων», Θεσσαλονίκη, 1993.
Κεφάλαιο 6: Η λογιστική των ανωνύμων εταιρειών, σελίδες 291-318.
- lvi Ελευθέριος Φ. Λεβαντής, «Ανώνυμες Εταιρείες», Τόμος Α, 9^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα - Κομοτηνή, 1994.
Άρθρα 15-15α: Ιδρυτικοί τίτλοι και απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου, σελίδες 443-457.
- lvii Ιωάννης Μ. Παπαγιάννης, «Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», Εκδοτικός Οίκος “Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
Άρθρα 15-15α: Ιδρυτικοί τίτλοι και απόσβεση μετοχικού κεφαλαίου, σελίδες 298-311.
- lviii Υπ’ αριθμ. 38/22.12.1988 έγγραφο Τεχνικού Γραφείου Σώματος Ορκωτών Λογιστών, περί «υποδείγματος προσαρτήματος», Αθήνα.
- lix Κανονισμός ΕΚ υπ’ αριθμ. 1606/19.07.2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L243/1/11.09.2002.

- Ix Νόμος 2992/2002 περί «μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ 54/ ΤΕΥΧΟΣ Α΄/20.03.2002).
- Ixi Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λογιστική Πληθωρισμού», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Θεσσαλονίκη, 1995.
Κεφάλαιο 1: Η σπουδαιότητα της λογιστικής πληθωρισμού, σελίδες 7-37.

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 3

Μ Ε Θ Ο Δ Ο Ι Κ Α Ι Τ Ε Χ Ν Ι Κ Ε Σ Μ Ε Τ Ρ Η Σ Η Σ Ε Π Ι Δ Ο Σ Η Σ Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ω Ν Μ Ο Ν Α Δ Ω Ν

ΓΕΝΙΚΑ

ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3
ΜΕΘΟΔΟΙ ΚΑΙ ΤΕΧΝΙΚΕΣ
ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

3.1. ΓΕΝΙΚΑ

Ο σημαντικότερος σκοπός της λογιστικής, όπως αναφέρθηκε και στο πρώτο κεφάλαιο, είναι η καταγραφή των οικονομικών γεγονότων και η επεξεργασία των εν λόγω στοιχείων για την παροχή πληροφοριών, οι οποίες αποτελούν την πρώτη ύλη για τη λήψη αποφάσεων. Με άλλα λόγια, ο ρόλος της λογιστικής, από τεχνική πλευρά, ολοκληρώνεται με την κατάρτιση και σύνταξη των λογιστικών ή χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Οι τελευταίες όμως αποτελούν πίνακες όπου παρατίθενται απλά και μόνο αριθμητικά στοιχεία τα οποία πρέπει με τη σειρά τους να αξιοποιηθούν. Όπως επιγραμματικά παρατηρεί και ο Harry G. Guthmann, στο κλασικό του έργο «Analysis of Financial Statements», «οι στεγνοί αυτοί αριθμοί θα πρέπει να μετατραπούν σε μια ζωντανή ιστορία των χρηματοοικονομικών περιπετειών μιας οικονομικής μονάδας»¹. Είναι λοιπόν φανερό ότι εκεί που ολοκληρώνεται το έργο της λογιστικής τα ηνία περιέρχονται στον κλάδο της χρηματοοικονομικής, όπου οι εκπρόσωποι αυτού αποσκοπούν στη διερεύνηση, ερμηνεία και αξιολόγηση των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων.

¹ «These dry figures should become a vivid story of the financial adventures of a business enterprise».

3.2. ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

Η επιστήμη της χρηματοοικονομικής έχει αναπτύξει πληθώρα τεχνικών και μεθόδων για τη χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων, ανάλογα με τις ειδικότερες ανάγκες τις οποίες επιθυμεί να εξυπηρετήσει κάθε ενδιαφερόμενος αναλυτής.

Εκ των πραγμάτων η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων με κριτήριο τη θέση του αναλυτή διακρίνεται σε δύο κατηγορίες: την εσωτερική και την εξωτερική ανάλυσηⁱⁱ. Την **εσωτερική ανάλυση (*internal analysis*)**, όπως γίνεται αντιληπτό και από τον τίτλο της, δύναται να πραγματοποιήσουν άτομα που έχουν άμεση σχέση με την εκάστοτε υπό μελέτη επιχειρηματική οικονομική μονάδα. Οι αναλυτές αυτής της κατηγορίας ενδιαφέρονται κυρίως να υπολογίσουν το βαθμό αποδοτικότητας της εταιρείας και να ερμηνεύσουν τις μεταβολές της οικονομικής της θέσης. Βασικό πλεονέκτημα της εν λόγω ανάλυσης είναι ότι επιτρέπει στα διενεργήσαντα την ανάλυση πρόσωπα αφενός να προσφεύγουν στα λογιστικά βιβλία της εταιρείας και να προβαίνουν σε επιμέρους ελέγχους των λογαριασμών και των λογιστικών εγγράφων αφετέρου δε να έχουν πρόσβαση σε πληθώρα στοιχείων και πληροφοριών τα οποία είτε δεν δημοσιοποιούνται είτε γνωστοποιούνται συνοπτικά. Είναι λοιπόν φυσικό ότι η εσωτερική ανάλυση αντανακλά με μεγαλύτερη διαύγεια την αποδοτικότητα της εταιρείας, επιτρέπει στον αναλυτή να εμβαθύνει σε αυτήν, ενώ τα αποτελέσματά της χαρακτηρίζονται από πληρότητα και αρτιότητα. Από την άλλη πλευρά, η **εξωτερική ανάλυση (*external analysis*)** πραγματοποιείται από τρίτα σε σχέση με την υπό εξέταση εταιρεία πρόσωπα και βασίζεται αποκλειστικά και μόνο στα στοιχεία που δημοσιοποιούνται στις λογιστικές καταστάσεις και στις εκθέσεις τόσο του διοικητικού συμβουλίου όσο και των ελεγκτών, όπου αυτές είναι

διαθέσιμες. Καθίσταται λοιπόν φανερό ότι ο αναλυτής της εν λόγω κατηγορίας δεν έχει τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει μια ενδελεχή μελέτη, το δε έργο του είναι τόσο δυσκολότερο όσο πιο συνοπτικά είναι τα στοιχεία που δημοσιοποιούνται. Η εξωτερική ανάλυση αποσκοπεί κυρίως στον προσδιορισμό της οικονομικής θέσης και της αποδοτικότητας της εκάστοτε επιχείρησης.

Από διαφορετική οπτική γωνία και με κριτήριο τα μέσα, τις τεχνικές και τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για τη διεξαγωγή χρηματοοικονομικών αναλύσεων είναι δυνατή η διάκριση τους σε δύο επιμέρους κατηγορίεςⁱⁱⁱ. Η πρώτη κατηγορία αφορά τις λεγόμενες **ιστορικές αναλύσεις (historical analysis)**, οι οποίες στηρίζονται σε δεδομένα προηγούμενων ετών. Στην εν λόγω κατηγορία εντάσσεται η διαχρονική ανάλυση, η κατάρτιση του πίνακα μεταβολών της ετήσιας οικονομικής θέσης, όπως επίσης και ο συσχετισμός των διαφόρων οικονομικών δεδομένων των λογιστικών καταστάσεων μεταξύ τους με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών. Στη δεύτερη κατηγορία, που φέρει τον τίτλο **προϋπολογιστικές αναλύσεις (budgetary analysis)**, βάση για την εξαγωγή συμπερασμάτων αποτελούν τα προϋπολογιστικά στοιχεία, που είναι απόρροια του οικονομικού προγραμματισμού μιας επιχειρηματικής μονάδας. Οι εν λόγω αναλύσεις αποσκοπούν στη βελτίωση της πρόβλεψης και της πρόγνωσης των μελλοντικών καταστάσεων μιας εταιρείας. Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται οι διάφορες μέθοδοι πρόβλεψης, η σύνταξη του ταμιακού προϋπολογισμού, όπως επίσης και η κατάρτιση των προϋπολογιστικών οικονομικών καταστάσεων². Είναι εύλογο το συμπέρασμα ότι οι αναλύσεις της πρώτης κατηγορίας μπορούν να διεξαχθούν από οποιοδήποτε εξωτερικό

² Στο Παράρτημα III της παρούσας δίδεται μια συνοπτική παρουσίαση των κυριότερων μεθόδων προϋπολογιστικής ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων.

αναλυτή με βαθμό ακρίβειας που εξαρτάται αναλογικά από το βαθμό αξιοπιστίας των στοιχείων που έχει στη διάθεσή του, ενώ οι αναλύσεις της δεύτερης κατηγορίας αφορούν κυρίως στελέχη τα οποία έχουν πρόσβαση στα ιδιαίτερα αρχεία και στοιχεία της επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Επιπροσθέτως, είναι δυνατή η ομαδοποίηση και ταξινόμηση των χρηματοοικονομικών αναλύσεων σε δύο επιμέρους κατηγορίες βάσει του αριθμού των λογιστικών χρήσεων οι οποίες εξετάζονται^{iv}. Η πιο απλή μορφή ανάλυσης, που καλείται **στατική ανάλυση (static analysis)**, αφορά την εξέταση της διάρθρωσης των κονδυλίων όλων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων σε μια λογιστική περίοδο. Περισσότερο ανάγλυφη είναι η εικόνα μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όταν υλοποιείται η λεγόμενη **δυναμική ή διαχρονική ανάλυση (dynamic analysis)**, η οποία βασίζεται σε χρηματοοικονομικές καταστάσεις τουλάχιστον τριών διαδοχικών λογιστικών χρήσεων και συνεπάγεται την εύρεση των ρυθμών μεταβολής των διαφόρων μεγεθών που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις³.

Τέλος, με κριτήριο τα στάδια διενέργειας της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι δυνατή η διάκριση της σε τυπική και ουσιαστική ανάλυση^v. Η **τυπική ανάλυση (formal analysis)** προηγείται της ουσιαστικής και αποτελεί κατά κάποιο τρόπο το προπαρασκευαστικό στάδιο αυτής. Στην τυπική ανάλυση λαμβάνει χώρα η λεγόμενη τυποποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Είναι φανερό ότι η ποσοτική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων απαιτεί την τυποποιημένη εμφάνισή τους, δηλαδή ο αναλυτής θα πρέπει στο προκαταρκτικό αυτό στάδιο να προβεί σε όλες τις προσαρμογές,

³ Σημειώνεται ότι η συγκριτική ανάλυση αποτελεί μέρος της δυναμικής ανάλυσης, διότι επιλέγεται ένα διαχειριστικό έτος ως βάση και συγκρίνονται προς αυτό τα διάφορα οικονομικά μεγέθη όπως εξελίχθηκαν μετέπειτα.

που ενδεχομένως οφείλουν να πραγματοποιηθούν, προκειμένου οι βασικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις να εμφανιστούν σύμφωνα με τις αρχές και τους κανόνες που θεσπίζονται από το Ε.Γ.Λ.Σ. Με άλλα λόγια, ελέγχεται η εξωτερική διάρθρωση της κατάστασης του ισολογισμού, του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης και του πίνακα διάθεσης κερδών και λαμβάνουν χώρα οι απαραίτητες διορθώσεις, στρογγυλοποιήσεις, ομαδοποιήσεις, ανακατατάξεις και ανασχηματισμοί, προκειμένου τα μεγέθη που απεικονίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις να καθίστανται συγκρίσιμα. Αναγκαία προϋπόθεση για την αντιπαράθεση των λογιστικών καταστάσεων είναι η εξασφάλιση της ομοιόμορφης κατάστρωσής τους. Εύλογο είναι λοιπόν ότι το εν λόγω στάδιο κρίνεται απαραίτητο για την εξαγωγή ορθών αποτελεσμάτων και συμπερασμάτων. Σε δεύτερο στάδιο ακολουθεί η ονομαζόμενη **ουσιαστική ανάλυση (vital analysis)**, η οποία βασίζεται μεν στα δεδομένα της τυπικής, αλλά επεκτείνεται και στην εξεύρεση και επεξεργασία των οικονομικών μεγεθών κατά τρόπους που επιτρέπουν την αξιολόγηση της πραγματικής εικόνας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

3.3. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Η επιστήμη της χρηματοοικονομικής διοίκησης έχει αναπτύξει πληθώρα διαγνωστικών μεθόδων και τεχνικών, προκειμένου η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας να οδηγεί στη διεξαγωγή χρήσιμων συμπερασμάτων για τη λήψη ορθολογικών αποφάσεων. Στην παρούσα ενότητα παρουσιάζονται συνοπτικά τα κυριότερα εργαλεία τα

οποία έχει στη διάθεσή του ένας αναλυτής⁴, ώστε να είναι σε θέση, πρώτον, να προσδιορίσει την αποδοτικότητα και την αποτελεσματικότητα μιας εταιρικής μονάδας, δεύτερον, να αξιολογήσει τις δυνατότητές της για μια επιτυχημένη μελλοντική δραστηριότητα και τρίτον, να υπολογίσει το βαθμό επίτευξης του βασικού σκοπού της, δηλαδή της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι οι εν λόγω διαγνωστικές τεχνικές, που απώτερο στόχο έχουν την απλοποίηση της εμφάνισης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, συμβάλλουν στην κατανόηση της σύνθεσης και της δομής της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας^{vi}. Κατά τον τρόπο αυτό επιτρέπουν τον υπολογισμό και την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας μεμονωμένης επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας τόσο κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης διαχειριστικής περιόδου όσο και διαχρονικά.

Επιπλέον, τα διαγνωστικά αυτά εργαλεία συντελούν στην παράκαμψη των δυσκολιών που εμφανίζονται στις περιπτώσεις σύγκρισης της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας με άλλες εταιρείες, του ιδίου ή μη κλάδου^{vii}. Η δυσχέρεια της αντιπαράθεσης των απόλυτων μεγεθών και των αποκλίσεων που οφείλονται στην ύπαρξη εταιρειών διαφορετικού βεληνεκούς, εξαλείφονται με την εφαρμογή των εν λόγω διαγνωστικών εργαλείων. Είναι εύλογο ότι η εμφάνιση των απόλυτων μεγεθών σε ποσοστιαία μορφή παρέχει τη δυνατότητα σύγκρισης της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας εταιρείας σε σχέση τόσο με τους

⁴ Στην παρούσα διπλωματική μελέτη το ενδιαφέρον επικεντρώνεται στις ονομαζόμενες εξωτερικές αναλύσεις. Ο κυριότερος λόγος έγκειται στο γεγονός ότι ο βασικός σκοπός της χρηματοοικονομικής διοίκησης, δηλαδή η μέτρηση του βαθμού επίτευξης του απώτερου σκοπού των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, ήτοι της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων, θα πρέπει να είναι δυνατό να υπολογίζεται από οποιοδήποτε ενδιαφερόμενο έχει έννομο και οικονομικό συμφέρον από μια εταιρική οντότητα.

κυριότερους ανταγωνιστές της όσο και με ολόκληρο τον κλάδο στον οποίο ανήκει και δραστηριοποιείται εκάστοτε υπό μελέτη εταιρική μονάδα .

3.3.1. ΟΡΙΖΟΝΤΙΑ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η **οριζόντια ανάλυση (*horizontal analysis*)** αποτελεί την πιο απλή μορφή σύγκρισης των χρηματοοικονομικών μεγεθών μιας επιχείρησης και βρίσκει εφαρμογή στο σύνολο των λογιστικών καταστάσεων τις οποίες καταρτίζει και δημοσιεύει μια εταιρική μονάδα^{viii}. Στην περίπτωση της εν λόγω ανάλυσης επιλέγεται μια λογιστική χρήση ως βάση, ίση με 100, και οι επόμενες περίοδοι αντικατοπτρίζουν τις μεταβολές, σε οριζόντια διάταξη των λογαριασμών, σε σχέση με το έτος βάσης.

Στα πλαίσια της οριζόντιας ανάλυσης παρέχεται η δυνατότητα αξιολόγησης των μεταβολών που σημειώνονται στις διάφορες κατηγορίες των χρηματοοικονομικών μεγεθών από έτος σε έτος. Οι μεταβολές αυτές συνήθως εκφράζονται σε απόλυτες μεταβολές, δηλαδή διαφορά μεταξύ δύο αριθμών, και σε ποσοστιαίες μεταβολές. Η ταυτόχρονη παρουσίαση των απόλυτων και των σχετικών μεταβολών βοηθά την πληρέστερη κατανόηση της υφιστάμενης κατάστασης της εκάστοτε υπό εξέταση επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Επίσης, οι μεταβολές των δεδομένων είναι δυνατό να εμφανιστούν με τη μορφή δεικτών αντί των ποσοστιαίων μεταβολών. Για το λόγο αυτό η οριζόντια ανάλυση φέρει και τον τίτλο **ανάλυση με αριθμοδείκτες (*index analysis*)**. Τα πλεονεκτήματα της εμφάνισης αυτής είναι ότι αποφεύγεται η παρουσία θετικών και αρνητικών μεταβολών.

Στα πλαίσια της οριζόντιας ανάλυσης καταρτίζονται και οι λεγόμενες **συγκριτικές χρηματοοικονομικές καταστάσεις (comparative statements)** που αποσκοπούν στην εμφάνιση της εξέλιξης των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης για μια σειρά ετών. Οι εν λόγω πίνακες περιλαμβάνουν στοιχεία περισσότερων λογιστικών χρήσεων επιτρέποντας στον ενδιαφερόμενο αναλυτή να διαμορφώσει μια αρτιότερη εικόνα της εξέλιξης της οικονομικής κατάστασης της υπό μελέτη εταιρικής μονάδας.

3.3.2. ΚΑΘΕΤΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Μια εναλλακτική μέθοδος ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι η ονομαζόμενη **κάθετη ή διαστρωματική ανάλυση (vertical analysis)^{ix}**. Το όνομα της εν λόγω μεθόδου οφείλεται στον τρόπο μελέτης των εν λόγω καταστάσεων. Ειδικότερα, σύμφωνα με την τεχνική αυτή, τα χρηματοοικονομικά μεγέθη που περιλαμβάνονται στις λογιστικές καταστάσεις μετατρέπονται σε ποσοστά είτε του συνολικού ενεργητικού και παθητικού, οπότε και αφορά την κατάσταση του ισολογισμού, είτε των συνολικών εσόδων, οπότε και αναφέρεται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης, είτε, τέλος, των καθαρών αποτελεσμάτων, οπότε και σχετίζεται με τον πίνακα διάθεσης κερδών. Τα προαναφερόμενα στοιχεία για τη διεξαγωγή της συγκεκριμένης ανάλυσης θεωρούνται ίσα με 100. Με άλλα λόγια, στην κάθετη ανάλυση κάθε στοιχείο της κατάστασης του ισολογισμού διαιρείται με το σύνολο του ενεργητικού ή του παθητικού, κάθε στοιχείο του πίνακα αποτελεσμάτων χρήσης διαιρείται με το σύνολο των καθαρών πωλήσεων, ενώ τα στοιχεία που περικλείονται στον πίνακα διάθεσης κερδών διαιρούνται με τα καθαρά συνολικά αποτελέσματα

χρήσης. Μάλιστα, σε πολλές περιπτώσεις κρίνεται εποικοδομητικό να ευρεθεί το ποσοστό συμμετοχής κάθε στοιχείου χωριστά στο σύνολο κάποιας επιμέρους κατηγορίας στοιχείων^x. Έτσι, η έκφραση των απόλυτων μεγεθών σε ποσοστά επί τοις εκατό είναι χρήσιμη στην ανάλυση της εσωτερικής διάρθρωσης των λογιστικών καταστάσεων και παρουσιάζει τη σχετική σπουδαιότητα κάθε στοιχείου αναφορικά με το σύνολο των στοιχείων αυτών. Κατά τον τρόπο αυτό γίνεται άμεσα αντιληπτή η σχετική σπουδαιότητα των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας ανάλογα με το βαθμό ληκτότητας και ρευστοποίησής τους, καθώς και το σχετικό ύψος της χρηματοδότησης τόσο από τους βραχυχρόνιους και τους μακροχρόνιους πιστωτές της όσο και από τους μετόχους της. Επιπλέον, η ποσοστιαία σύνθεση των κονδυλίων των αποτελεσμάτων χρήσης φανερώνει αφενός το ποσοστό των πωλήσεων που έχει απορροφηθεί από κάθε είδος και κατηγορία εξόδου και αφετέρου το ποσοστό που παραμένει ως κέρδος ή ζημία. Τέλος, η κατά τον ανάλογο τρόπο εμφάνιση του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων δείχνει το ποσοστό των κερδών τα οποία διανέμονται στους μετόχους υπό μορφή μερίσματος σε σχέση με το σύνολο των καθαρών αποτελεσμάτων τα οποία πραγματοποίησε η επιχειρηματική μονάδα στη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης.

Οι καταστάσεις που προκύπτουν κατά τον προαναφερόμενο τρόπο ονομάζονται **καταστάσεις κοινού μεγέθους (common size statements)**. Οι καταστάσεις κοινού μεγέθους λέγονται ακόμη **καταστάσεις 100 ή συστατικού ποσοστού (component percentage)**, διότι, όπως έχει ειπωθεί, τα ποσά κάθε κατάστασης ανάγονται σε ποσοστιαία βάση με άθροισμα το 100. Η εφαρμογή της εν λόγω ανάλυσης αποβλέπει στον εντοπισμό των σημαντικότερων μεταβολών και την εν συνεχεία αξιολόγηση των αποτελεσμάτων.

3.3.3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

Η πλέον γνωστή και ευρέως χρησιμοποιούμενη διαγνωστική τεχνική για τη χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων είναι η **μέθοδος των χρηματοοικονομικών δεικτών (financial ratio analysis)**. Σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ.^{xi} οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προέλευσης, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσης ή της αποδοτικότητας των διαφόρων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας⁵. Με άλλα λόγια, ένας αριθμοδείκτης, στην πιο απλή έκφρασή του, μπορεί να οριστεί ως μια συσχέτιση μεταξύ δύο μεγεθών που συνιστούν τον αριθμητή και τον παρανομαστή αυτής της σχέσης. Τα μεγέθη αυτά καλύπτουν είτε πρωτογενή δεδομένα είτε επεξεργασμένα στοιχεία, τα οποία προσδιορίζονται από σύνθετους, λίγο ή πολύ, υπολογισμούς.

Από τον ορισμό της έννοιας του αριθμοδείκτη γίνεται φανερό ότι η ανάλυση που στηρίζεται σε αυτούς εμπεριέχει τη συσχέτιση κονδυλίων των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί ότι η συσχέτιση δεν πρέπει να είναι αυθαίρετη. Αντίθετα, θα πρέπει να διέπεται από λογική διάρθρωση. Με άλλα λόγια, για να είναι χρήσιμος ένας αριθμοδείκτης πρέπει βασικά να εκφράζει μία σχέση με νόημα^{xiii}.

⁵ Παρόμοιοι, με μικρές σχετικά αποκλίσεις, είναι και οι ορισμοί που συναντώνται στη διεθνή βιβλιογραφία. Ενδεικτικά αναφέρουμε τον ορισμό του James C. Van Horne, που παραθέτει στο έργο του «Financial Management and Policy», σύμφωνα με τον οποίο «χρηματοοικονομικός δείκτης είναι ένας αριθμός που εκφράζει τη σχέση ενός οικονομικού μεγέθους προς ένα άλλο»^{xii}.

Η ιδιαιτερότητα, και συνάμα η σπουδαιότητα, των αριθμοδεικτών έγκειται στο γεγονός ότι το πηλίκο του λόγου, εκφρασμένο είτε σε απόλυτη τιμή είτε σε ποσοστιαία μορφή, παρέχει μια νέα πληροφορία, διαφορετική και ανεξάρτητη από το πληροφοριακό περιεχόμενο των λογιστικών μεγεθών που συνδυάζονται για τη δημιουργία του^{xiv}. Το χαρακτηριστικό αυτό γνώρισμα είναι εκείνο που τους καθιστά ένα ελκυστικό εργαλείο στα χέρια των αναλυτών. Είναι λοιπόν προφανές το βασικότερο πλεονέκτημα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης διά της μεθόδου των αριθμοδεικτών: η ικανότητα συμπύκνωσης ενός πλήθους διαθέσιμων οικονομικών στοιχείων σε ένα περιορισμένο αριθμό δεικτών. Οι δείκτες, δηλαδή, συνοψίζουν με συστηματικό τρόπο μεγάλο αριθμό και όγκο χρηματοοικονομικών δεδομένων. Είναι εύλογο το συμπέρασμα ότι η εν λόγω τεχνική προσφέρει ουσιώδεις και κρίσιμες πληροφορίες με ένα ταχύ, άμεσο και αξιόπιστο τρόπο, απλοποιώντας την ερμηνεία σύνθετων καταστάσεων, στοχεύοντας σε μια σφαιρική κριτική θεώρηση και αξιολόγηση των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων. Για το λόγο αυτό είναι και ιδιαίτερα δημοφιλής όχι μόνο στους χρηματοοικονομικούς αναλυτές αλλά και στους μετόχους - επενδυτές, οι οποίοι με βασικές γνώσεις οικονομικών είναι σε θέση να εκτιμούν τη χρηματοοικονομική κατάσταση μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι οι δείκτες αυτοί καθ' αυτοί δεν παρέχουν πολλές πληροφορίες από μόνοι τους, ούτε άμεσα απαντούν για τα αίτια των αλλαγών που παρατηρούνται και καταγράφονται, ούτε προσφέρουν λύσεις σε ανακύπτοντα προβλήματα^{xv}. Συνήθως χρησιμοποιούνται ως οδηγοί και ως πρότυπα, αλλά όχι ως βάση για την εξαγωγή οριστικών και τελικών συμπερασμάτων. Παρόλα αυτά όμως είναι ιδιαίτερα αποτελεσματικοί και χρήσιμοι για την ανίχνευση και επισήμανση

αδυναμιών και προβλημάτων. Παρέχουν, με άλλα λόγια, τις περισσότερες φορές, τις ενδείξεις αλλά και τα συμπτώματα υποφωσκουσών καταστάσεων. Οι ενδείξεις αυτές, κατάλληλα ερμηνευμένες από τα ενδιαφερόμενα πρόσωπα, μπορούν να αποκαλύψουν τις περιοχές εκείνες οι οποίες απαιτούν περαιτέρω ανάλυση και έρευνα. Σε τελική ανάλυση, η χρησιμότητα των δεικτών εξαρτάται ως ένα βαθμό από την έμπειρη και σωστή ερμηνεία τους. Αυτό συνιστά και τη δυσκολότερη φάση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

Ένας άλλος σημαντικός παράγοντας που επηρεάζει τη διαδικασία ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχειρηματικής μονάδας βάσει της τεχνικής των αριθμοδεικτών, πέρα από την επιλογή του κατάλληλου δείκτη, αποτελεί και η σύγκριση αυτού. Η σύγκριση νοείται τόσο σε σχέση με το χρόνο⁶ όσο και σε σχέση με τις ομοειδείς εταιρείες ή τον κλάδο. Η διπλή αυτή σύγκριση δίνει τη δυνατότητα ορθότερης ερμηνείας των δεικτών και συνεπώς της υφιστάμενης κατάστασης στην εκάστοτε υπό μελέτη επιχείρηση.

Οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες⁷ είναι χρήσιμο να καταταχθούν στις ακόλουθες πέντε κατηγορίες. Η ομαδοποίηση, όπως παρατίθεται και αναλύεται, είναι αποτέλεσμα συγκριτικής μελέτης των απόψεων ελλήνων και διεθνών ακαδημαϊκών επιστημόνων^{xvii-xxx}.

■ **Αριθμοδείκτες ρευστότητας (*liquidity ratios*):** Οι δείκτες της εν λόγω κατηγορίας στοχεύουν στη μέτρηση της ικανότητας μιας

⁶ Η διαχρονική εξέταση των δεικτών μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όπου ο πρώτος χρόνος θεωρείται έτος βάσης, οπότε και οι δείκτες κατά το έτος αυτό εξισώνονται με το 100, αναφέρεται στην ελληνική και ξένη βιβλιογραφία ως **ανάλυση ποσοστών τάσης (*trend analysis*)**^{xvi}.

⁷ Στο Παράρτημα IV της παρούσας μελέτης παρουσιάζονται οι μαθηματικές εκφράσεις των βασικότερων και πλέον διαδεδομένων αριθμοδεικτών, όλων των κατηγοριών, που χρησιμοποιούνται στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων.

επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας να καλύπτει τις εκπνέουσες υποχρεώσεις της. Αναφέρονται, δηλαδή, στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Έτσι, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προορίζονται να απεικονίσουν την τρέχουσα εταιρική οικονομική κατάσταση. Με άλλα λόγια, επιχειρείται η ανάλυση των συνθηκών βραχυπρόθεσμου κινδύνου επιβίωσης της επιχείρησης, που αποτελεί μια από τις κύριες συνθήκες χρηματοοικονομικής λειτουργίας.

Η οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί καλή, εφόσον αυτή διαθέτει επαρκή ρευστότητα και γενικότερα εξασφαλίζει τις προϋποθέσεις που απαιτούνται για να διατηρεί μια υγιή πιστοληπτική ικανότητα. Αν και μια πλήρης και τεκμηριωμένη ανάλυση των συνθηκών ρευστότητας μιας επιχείρησης απαιτεί τη χρησιμοποίηση χρηματοοικονομικών δεδομένων που προσδιορίζονται στα πλαίσια των ταμιακών προϋπολογισμών και των καταστάσεων ταμιακών ροών, εν τούτοις μια ικανοποιητική διάγνωση των συνθηκών ρευστότητας δύναται να στηριχθεί σε δείκτες που εκτιμώνται από τα στοιχεία που περιλαμβάνονται στις δημοσιευμένες λογιστικές καταστάσεις.

Οι πιο ευρέως διαδεδομένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ο δείκτης γενικής ή κυκλοφοριακής ή τρέχουσας ρευστότητας (current ratio), ο δείκτης ειδικής ή άμεσης ρευστότητας (acid test or quick ratio), ο δείκτης ταμιακής ρευστότητας ή μετρητών (cash ratio), ο δείκτης δυναμικής ρευστότητας (dynamic acid test ratio), ο δείκτης κεφαλαίου κίνησης προς σύνολο ενεργητικού (net working capital to total assets ratio) και ο δείκτης κάλυψης λειτουργικών εξόδων ή αμυντικού χρονικού διαστήματος (defensive interval ratio).

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να υπογραμμιστεί ότι οι εν λόγω δείκτες είναι πιθανό να χαρακτηρίζονται από έντονη μεταβλητότητα, εντός σύντομου χρονικού διαστήματος, επειδή ο υπολογισμός τους βασίζεται σε στοιχεία των οποίων γνώρισμα αποτελεί η βραχεία διάρκειά τους. Επιπλέον, οι πραγματικές συνθήκες ρευστότητας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου μπορεί να διαφέρουν σημαντικά από τις αντίστοιχες προσδιορισθείσες βάσει της τυπικής ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών. Ειδικότερα, σε περιπτώσεις όπου μια επιχείρηση έχει ή τη δυνατότητα άμεσης λήψης τραπεζικών πιστώσεων ή διαθέτει πάγια περιουσιακά στοιχεία τα οποία επιθυμεί να ρευστοποιήσει ή, τέλος, η υψηλή οικονομική της απόδοση σε συνδυασμό με την υγιή χρηματοοικονομική της δομή δημιουργούν ευνοϊκές συνθήκες μακροπρόθεσμου δανεισμού ή αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση νέων μετοχών, οι επικρατούσες συνθήκες δύναται να είναι θετικότερες. Από την άλλη πλευρά, οι πραγματικές συνθήκες ρευστότητας είναι ενδεχόμενο να είναι χειρότερες στην έκταση που ορισμένες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν έχουν λογιστικοποιηθεί, είτε διότι αμφισβητούνται, είτε λόγω της εφαρμοζόμενης λογιστικής πρακτικής (κατά την οποία ορισμένες συμβατικές σχέσεις της εταιρείας δεν εμφανίζονται στα λογιστικά της βιβλία). Τέλος, σημειώνεται ότι οι δείκτες ρευστότητας δεν λαμβάνουν υπόψη αφενός τη σύνθεση και την ποιότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού και αφετέρου το χρόνο λήξης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, παρέχοντας μια στατική εικόνα της οικονομικής κατάστασης της επιχειρηματικής μονάδας.

■ **Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (activity ratios):** Ο υπολογισμός των δεικτών αυτής της κατηγορίας επιτρέπει τον προσδιορισμό του βαθμού αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής μονάδας. Με άλλα λόγια, οι δείκτες δραστηριότητας συντελούν στη μέτρηση του βαθμού μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων σε ρευστά. Συνάγεται λοιπόν το συμπέρασμα ότι οι εν λόγω δείκτες συμβάλλουν στην αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας με την οποία πραγματοποιούνται ορισμένες βασικές δραστηριότητες μιας οικονομικής μονάδας, οι οποίες σε μεγάλο βαθμό προσδιορίζουν αφενός τις συνθήκες κερδοφορίας και αφετέρου τις συνθήκες τόσο του βραχυχρόνιου όσο και του μακροχρόνιου κινδύνου επιβίωσης της επιχείρησης.

Οι δείκτες δραστηριότητας, κατά κανόνα, προκύπτουν από τη σύγκριση μεταξύ του επιπέδου των πωλήσεων και των επενδυμένων κεφαλαίων σε συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία. Η αποτελεσματική χρήση των πόρων, που έχει στη διάθεσή της μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα, προϋποθέτει ότι πρέπει να υπάρχει μια σωστή ισορροπία ανάμεσα στις πωλήσεις και στα διάφορα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού.

Οι πιο διαδεδομένοι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ο δείκτης συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας ή κυκλοφοριακής ταχύτητας συνολικού ενεργητικού (total assets turnover ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίων περιουσιακών στοιχείων (fixed assets turnover ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων (current assets turnover ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (inventories

turnover ratio), ο δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής αποθεμάτων (average inventory period ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας είσπραξης απαιτήσεων (receivables turnover ratio), ο δείκτης μέσης διάρκειας είσπραξης των απαιτήσεων (average collection period ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας μετρητών (cash and cash equivalent turnover ratio), ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κίνησης (net working capital turnover ratio), ο δείκτης ταχύτητας εξόφλησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (current liabilities turnover ratio), ο δείκτης μέσης διάρκειας παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (average payment period of current liabilities ratio) και ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ίδιων κεφαλαίων (owners' equity turnover ratio).

- **Αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης ή δαπανών λειτουργίας (operation performance or operating expenses ratios):** Οι αριθμοδείκτες αυτής της κατηγορίας επιτρέπουν την αξιολόγηση της αποτελεσματικής κατανομής και διαχείρισης των χρηματοοικονομικών πόρων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας που έχουν αναλωθεί σε μια διαχειριστική περίοδο. Οι αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης παρέχουν ενδείξεις της πολιτικής που ακολουθεί η διοίκηση μιας εταιρείας αναφορικά με τις διάφορες κατηγορίες εξόδων. Η μελέτη των εν λόγω δεικτών είναι απαραίτητη για την παρακολούθηση των προσπαθειών που καταβάλλει μια επιχείρηση για τη συμπίεση των διαφόρων εξόδων, όταν παρατηρούνται δυσανάλογες αυξήσεις αυτών συγκριτικά με τον κύκλο εργασιών ή με άλλα κρίσιμα μεγέθη.

Οι πιο ευρέως χρησιμοποιούμενοι δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ο δείκτης ποσοστιαίας συμμετοχής των εξόδων εκμετάλλευσης στον

κύκλο εργασιών (operating ratio), ο δείκτης ποσοστιαίας συμμετοχής των λειτουργικών εξόδων στον κύκλο εργασιών (operating expenses ratio), ο δείκτης ποσοστιαίας συμμετοχής των αποσβέσεων των παγίων στον κύκλο εργασιών (depreciation ratio), ο δείκτης κάλυψης επενδύσεων (ratio of depreciation to new investments), ο δείκτης βαθμού αυτοματοποίησης των εργασιών (degree of automation ratio), ο δείκτης αποδοτικότητας προσωπικού (employees profitability ratio), ο δείκτης παραγωγικότητας προσωπικού (employees productivity ratio) και ο δείκτης μέσου κόστους προσωπικού (employees average cost ratio).

- **Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας (financial leverage or capital structure and viability or solvency ratios):** Ο όρος χρηματοοικονομική δομή⁸ αναφέρεται στα διάφορα είδη και μορφές κεφαλαίων που χρησιμοποιεί μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της. Τα κεφάλαια αυτά, ως γνωστό, δύναται να διακριθούν σε ίδια κεφάλαια, σε μακροπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής δομής μιας εταιρείας^{xxxii}, η οποία ως ένα σημαντικό βαθμό πραγματοποιείται με την κριτική διερεύνηση των αριθμοδεικτών της υπό εξέταση κατηγορίας, έχει ιδιαίτερη σημασία που πηγάζει από την ουσιαστική ετερομορφία που απαντάται μεταξύ των ίδιων και των

⁸ Επισημαίνεται ότι η **χρηματοοικονομική δομή (financial structure)** αναφέρεται στον τρόπο χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης και αποτυπώνεται σε ολόκληρη τη δεξιά πλευρά του ισολογισμού, δηλαδή το παθητικό. Από την άλλη πλευρά, η **κεφαλαιακή δομή ή κεφαλαιοποίηση (capital structure or capitalization)** μιας επιχείρησης σχετίζεται με τη μόνιμη χρηματοδότηση που αντιπροσωπεύεται από το μακροπρόθεσμο δανεισμό και την καθαρή της θέση^{xxxii}.

δανειακών κεφαλαίων και αφορά το διαφορετικό βαθμό κινδύνου⁹ που συνεπάγονται οι διαφορετικές αυτές πηγές χρηματοδότησης¹⁰.

Στο σημείο αυτό κρίνεται ουσιώδες να τονιστεί ότι η **άριστη διάρθρωση των κεφαλαίων (optimum capital structure)** μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας είναι εκείνη που κατορθώνει να επιφέρει ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου¹¹ και της απόδοσης της επιχείρησης, η οποία μεγιστοποιεί την τιμή των μετοχών αυτής στη χρηματιστηριακή αγορά, ενώ ταυτόχρονα ελαχιστοποιεί το κόστος των

⁹ Η ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη το **συνολικό κίνδυνο (total risk)**, που απαρτίζεται από τον **επιχειρηματικό κίνδυνο (business risk)** και το **χρηματοοικονομικό κίνδυνο (financial risk)**. Η πρώτη μορφή κινδύνου είναι άμεσα συνυφασμένη με τη λειτουργία ενός οργανισμού. Βασικά εξαρτάται από την υπάρχουσα αβεβαιότητα των αναμενόμενων αποδόσεων του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων του. Αναφέρεται, δηλαδή, στη μεταβλητότητα των λειτουργικών κερδών προ τόκων και φόρων της επιχείρησης, που αποτελεί τη λεγόμενη **λειτουργική μόχλευση (operating leverage) ή μόχλευση πρώτου βαθμού (first stage leverage)** και μετράται με τη βοήθεια του **συντελεστή λειτουργικής μόχλευσης (operating leverage factor)**. Το δεύτερο είδος κινδύνου σχετίζεται με την επιπρόσθετη μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή και την αυξημένη πιθανότητα αδυναμίας εξυπηρέτησης των υποχρεώσεων. Αφορά την ικανότητα της μονάδας να ανταποκρίνεται στις σταθερές της υποχρεώσεις, που αναφύονται από την άντληση κεφαλαίων από διάφορες πηγές χρηματοδότησης. Δηλαδή, αναφέρεται στον πρόσθετο κίνδυνο που δημιουργείται με τη χρησιμοποίηση **χρηματοοικονομικής μόχλευσης (financial leverage) ή μόχλευσης δεύτερου βαθμού (second stage leverage)** που υπολογίζεται με βάση το **συντελεστή μόχλευσης (leverage factor)**. Εξάλλου, είναι επιστημονικά αποδεδειγμένο ότι το **κόστος κεφαλαίου (cost of capital)** μιας επιχειρηματικής μονάδας επηρεάζεται από το συνολικό κίνδυνο που αυτή αναλαμβάνει και το αντίστροφο.

¹⁰ Αναλυτικότερα, τα ίδια κεφάλαια, χαρακτηριστικό γνώρισμα των οποίων είναι ότι ούτε έχουν ορισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση, επωμίζονται τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναπόφευκτα συνοδεύει οποιαδήποτε οικονομική δραστηριότητα. Επειδή τα ίδια κεφάλαια αποτελούν μόνιμη πηγή χρηματοδότησης επενδύονται, κατά κανόνα, σε μακροχρόνια επενδυτικά έργα με συνέπεια να εκτίθενται σε περισσότερους κινδύνους από ό,τι τα δανειακά κεφάλαια. Σε αντιδιαστολή, τα τελευταία πρέπει να εξοφληθούν σε τακτά χρονικά διαστήματα και προσαυξημένα με τόκους ανεξάρτητα από την οικονομική και ταμιακή κατάσταση της επιχείρησης.

¹¹ Οι σημαντικότεροι από τους παράγοντες που επηρεάζουν τις συνθήκες μακροχρόνιου κινδύνου μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι οι ακόλουθοι^{xxxiii}:

- Ο κίνδυνος που εμπεριέχεται σε οποιαδήποτε οικονομική ενέργεια και συνδέεται άρρηκτα με τη φύση, το είδος και το αντικείμενο δραστηριότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας. Ο εν λόγω κίνδυνος εξαρτάται από τις οικονομικές συνθήκες, τη θέση της επιχείρησης στην αγορά, τη διαφοροποίηση των προϊόντων, το ρυθμό ανάπτυξης, τη λειτουργική μόχλευση, τη μεταβλητότητα των κερδών, καθώς επίσης και πληθώρα άλλων παραγόντων.
- Οι προϋποθέσεις με τις οποίες εξασφαλίζονται τα ξένα είτε μακροπρόθεσμα είτε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Επίσης ιδιαίτερη σημασία έχει η ικανότητα της επιχείρησης να αντλεί δανειακά κεφάλαια με επωφελείς όρους ακόμη και σε χαλεπούς καιρούς, όπου οι γενικότερες συνθήκες στην οικονομία είναι δυσμενείς.
- Το ύψος και η χρονική διάρκεια των δανειακών κεφαλαίων συναρτάσει της σταθερότητας ή μη των αναμενόμενων χρηματικών ροών.
- Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.
- Η κυκλοφοριακή ταχύτητα των περιουσιακών στοιχείων της επιχειρηματικής μονάδας, όπως επίσης και η πιστοληπτική πολιτική που ακολουθεί αναφορικά με τις διαδικασίες είσπραξης των απαιτήσεων και πληρωμής των υποχρεώσεων της.
- Τα φορολογικά κίνητρα και οφέλη των διαφορετικών πηγών χρηματοδότησης.
- Η συμπεριφορά της διοίκησης της επιχείρησης σχετικά με τον επιθυμητό βαθμό ανάληψης χρηματοοικονομικού κινδύνου.

κεφαλαίων της. Με πιο απλά λόγια, το άριστο επίπεδο διάρθρωσης των κεφαλαίων¹² είναι το σημείο στο οποίο μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης και ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου αυτής.

Από τα προαναφερόμενα προκύπτει ότι η ανάλυση της χρηματοοικονομικής δομής μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, που στηρίζεται κατεξοχήν στον υπολογισμό των δεικτών της παρούσας κατηγορίας, έχει ιδιαίτερη βαρύτητα, διότι επιτρέπει την ανάλυση των συνθηκών μακροχρόνιου κινδύνου επιβίωσης της επιχείρησης.

Στην πράξη, η εξέταση της χρηματοοικονομικής δομής προσεγγίζεται σε δύο φάσεις. Αρχικά εξετάζονται οι δείκτες χρέους που υπολογίζονται από στοιχεία που περιλαμβάνονται στην κατάσταση του ισολογισμού. Σε δεύτερο στάδιο προσδιορίζεται ο κίνδυνος της αθέτησης υποχρεώσεων με δείκτες που υπολογίζονται από δεδομένα που εμφανίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης. Συνολικά, λοιπόν, αξιολογούνται αφενός οι πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης και αφετέρου η περιουσιακή συγκρότηση του ενεργητικού της.

Οι κυριότεροι δείκτες αυτής της κατηγορίας είναι ο δείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια (owners' equity to total assets ratio), ο δείκτης ξένων προς συνολικά κεφάλαια (liabilities to total assets ratio), ο δείκτης

¹² Είναι εύλογο το συμπέρασμα ότι σε περίπτωση που μια επιχείρηση εμφανίζει χρηματοοικονομική μόχλευση χαμηλότερη από αυτή του άριστου επιπέδου, η προσθήκη νέων δανειακών κεφαλαίων οδηγεί σε αύξηση της αξίας της, η οποία επιτυγχάνεται μέσω της μείωσης του κόστους κεφαλαίου της. Αντίθετα, όταν μια επιχείρηση παρουσιάζει χρηματοοικονομική μόχλευση υψηλότερη από αυτή που καθορίζεται στο άριστο επίπεδο, η προσθήκη νέων δανειακών κεφαλαίων συμβάλλει στη μείωση της αξίας της και στην αύξηση του κόστους κεφαλαίου της.

Επιπρόσθετα, όταν η οικονομία είναι σε ύφεση, τότε οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν χαμηλό βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης ενέχουν μικρότερο κίνδυνο εμφάνισης ζημιών, πλην όμως αναμένουν χαμηλότερες αποδόσεις, όταν η οικονομία βρίσκεται σε περίοδο άνθησης. Ισχύει και το αντίστροφο. Δηλαδή, επιχειρήσεις με υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση αντιμετωπίζουν, από τη μια πλευρά, τον κίνδυνο μεγάλων ζημιών σε δυσμενείς περιόδους, από την άλλη όμως πλευρά, κάτω από συνθήκες ανάπτυξης της οικονομίας, οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ιδιαίτερα υψηλές.

δανειακής επιβάρυνσης (debt to equity ratio), ο δείκτης μακροπρόθεσμου χρέους (noncurrent debt ratio), ο δείκτης παγιοποίησης περιουσίας (capital intensive ratio), ο δείκτης αυτοχρηματοδότησης παγίων περιουσιακών στοιχείων (owners' equity to fixed assets ratio), ο δείκτης χρηματοδότησης παγίων περιουσιακών στοιχείων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια (owners' equity and noncurrent liabilities to fixed assets ratio), ο δείκτης χρηματοδότησης κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια (owners' equity and noncurrent liabilities to current assets ratio), ο δείκτης κάλυψης δανειακών υποχρεώσεων (cash flow of interest and principal ratio), ο δείκτης κάλυψης τόκων (interest coverage ratio or times interest earned ratio), ο δείκτης ταμιακής κάλυψης τόκων (cash flow coverage of interest ratio) και ο δείκτης κάλυψης μερισμάτων (dividend coverage ratio).

■ **Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας (profitability ratios):**

Η αποδοτικότητα¹³ είναι το καθαρό αποτέλεσμα ενός πλήθους στρατηγικών κινήσεων, πολιτικών μέτρων και διοικητικών αποφάσεων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας αποσκοπούν στην αξιολόγηση της ικανότητας μιας

¹³ Στην οικονομική επιστήμη οι όροι **αποδοτικότητα (efficiency)** και **αποτελεσματικότητα (effectiveness)** δεν είναι ταυτόσημοι^{xxxiv,xxxv}. Ειδικότερα, η αποδοτικότητα, που είναι ταυτόσημη έννοια της παραγωγικότητας, αποτελεί ένα κριτήριο μέτρησης της χρησιμοποίησης των παραγωγικών συντελεστών. Με άλλα λόγια, αποκαλύπτει τη σχέση που υπάρχει ανάμεσα στις εισροές και τις εκροές ενός συστήματος. Αποτελεί λοιπόν ένα εσωτερικό μέτρο της οργανωσιακής επίδοσης το οποίο εστιάζεται στο πώς μια επιχείρηση επιτυγχάνει το σκοπό της, παρά στο εάν τον επιτυγχάνει. Η αποτελεσματικότητα, από την άλλη πλευρά, είναι μια γενικότερη έννοια, η οποία αφορά την άριστη συσχέτιση τριών παραγόντων, της παραγωγικότητας, της αποδοτικότητας και της προσαρμοστικότητας, για την επίτευξη του επιθυμητού σκοπού. Αναφέρεται, δηλαδή, στο βαθμό επίτευξης των οργανωσιακών στόχων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Έμφαση λοιπόν δίδεται στο αποτέλεσμα αυτό καθ' αυτό, παρά στην ακολουθούμενη διαδικασία επίτευξης του αποτελέσματος. Όπως εύστοχα και χαρακτηριστικά έχει διατυπώσει και ο Peter Drucker, η διαφοροποίηση μεταξύ της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας είναι ότι η πρώτη αναφέρεται στο doing things right, ενώ η δεύτερη στο doing the right things. Ο βαθμός κατά τον οποίο οι επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες επιτυγχάνουν τους οργανωσιακούς τους στόχους αποδοτικά και αποτελεσματικά αποτελεί την **επίδοση (performance)**.

Παρόλα αυτά, συνηθίζεται στην καθημερινή πρακτική οι προαναφερόμενοι όροι να χρησιμοποιούνται ως συνώνυμα.

επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη, δηλαδή προσφέρουν τελικές απαντήσεις για το πόσο αποτελεσματικά διοικείται η επιχείρηση.

Λαμβάνοντας υπόψη ότι το οικονομικό αποτέλεσμα μιας δεδομένης χρήσης ισούται με τη διαφορά μεταξύ των εσόδων και των εξόδων, που πραγματοποιήθηκαν κατά τη διάρκεια της εν λόγω περιόδου, γίνεται φανερό ότι οι δείκτες οικονομικής απόδοσης παρουσιάζουν τα συνδυασμένα αποτελέσματα των επενδυτικών και χρηματοδοτικών γεγονότων που έλαβαν χώρα στη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης. Η σημασία των δεικτών απόδοσης είναι ιδιαίτερα μεγάλη, διότι όσοι ενδιαφέρονται για τη μελέτη των συνθηκών και των προοπτικών μιας επιχειρηματικής μονάδας επικεντρώνουν την προσοχή τους στην κατηγορία των εν λόγω δεικτών, επειδή, όπως έχει ήδη αναφερθεί, με τη βοήθειά τους είναι δυνατός ο προσδιορισμός του βαθμού κερδοφορίας της εκάστοτε υπό μελέτη εταιρείας.

Οι δείκτες αποδοτικότητας είναι δυνατό να ταξινομηθούν σε δύο επιμέρους κατηγορίες με κριτήριο τα στοιχεία τα οποία χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση του εν λόγω μεγέθους. Στην πρώτη κατηγορία ανήκουν οι δείκτες που εκφράζουν την αποδοτικότητα των πωλήσεων (return on sales). Δηλαδή, στην περίπτωση αυτή η οικονομική απόδοση κρίνεται με βάση το μέγεθος του κύκλου εργασιών μιας εταιρείας. Σε αυτήν την κατηγορία εντάσσονται ο δείκτης μικτού περιθωρίου ή μικτού κέρδους (gross profit margin ratio) και ο δείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους (net profit margin ratio). Στη δεύτερη κατηγορία κατατάσσονται οι δείκτες που μετρούν την αποδοτικότητα των επενδύσεων (return on investment). Στην περίπτωση αυτή η οικονομική απόδοση αξιολογείται σε συνδυασμό με

το μέγεθος των διαφόρων κατηγοριών κεφαλαίου που χρησιμοποιήθηκε για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Εδώ ανήκουν ο δείκτης συνολικής αποδοτικότητας ή αποδοτικότητας ενεργητικού (return on assets or return on total assets ratio), ο δείκτης αποδοτικότητας καθαρού ενεργητικού (return on net assets ratio), ο δείκτης αποδοτικότητας κεφαλαίων ή αποδοτικότητας απασχολούμενων κεφαλαίων ή αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (return on capital or return on capital employed or return on invested capital ratio), ο δείκτης ιδιωφελούς αποδοτικότητας ή αποδοτικότητας ίδιων κεφαλαίων ή καθαρής θέσης (return on equity or return on net worth ratio) και ο δείκτης οικονομικής μόχλευσης (financial leverage ratio).

- **Αριθμοδείκτες αποτίμησης ή τρέχουσας αξίας (valuation ratios):** Οι δείκτες αυτής της κατηγορίας χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση των σχέσεων μεταξύ των τρεχουσών και των λογιστικών τιμών των μετοχών, των κερδών και των μερισμάτων. Συμβάλλουν, δηλαδή, στον προσδιορισμό της ικανότητας μιας εταιρείας να δημιουργεί αγοραίες αξίες υψηλότερες από τις δαπάνες των επενδύσεων.

Γίνεται ευρέως δεκτό ότι οι δείκτες αποτίμησης αποτελούν την πιο ολοκληρωμένη παραδοσιακή διαγνωστική τεχνική μέτρησης της επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, επειδή αντικατοπτρίζουν τη συνδυασμένη επίδραση των δεικτών μέτρησης του κινδύνου και των δεικτών απόδοσης. Εξάλλου, οι εν λόγω δείκτες συνδέονται άμεσα με το στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων και της αξίας της επιχείρησης και για το λόγο αυτό έχουν ιδιαίτερη σημασία και βαρύτητα.

Οι βασικότεροι από αυτούς είναι ο λόγος των κερδών κατά μετοχή (earnings per share ratio), ο λόγος των μερισμάτων κατά μετοχή (dividends per share ratio), ο δείκτης ταμιακής ροής κατά μετοχή (cash flow per share ratio), ο δείκτης μερισματικής απόδοσης (dividend yield ratio), ο δείκτης διανεμόμενων κερδών (dividends payout ratio), ο λόγος της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη κατά μετοχή (price to earnings ratio), ο λόγος της τρέχουσας αξίας της εταιρείας προς τις πωλήσεις (price to sales ratio) και ο λόγος της τρέχουσας (ή αγοραίας ή χρηματιστηριακής) αξίας προς την εσωτερική (ή λογιστική) αξία της μετοχής (price to book value or market to book value ratio).

3.4. ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

3.4.1. ΔΕΙΚΤΕΣ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Ο δείκτης **μικτού περιθωρίου κέρδους (gross profit margin)**, που φέρεται με τη συντόμευση **GPM**, εκφράζει τα συνολικά κέρδη που πραγματοποιεί μια επιχειρηματική μονάδα ως ποσοστό επί των πωλήσεών της. Ο εν λόγω δείκτης, λοιπόν, που βρίσκεται εάν διαιρέσουμε τα μικτά αποτελέσματα της επιχείρησης με τις πωλήσεις της και δίνεται από τη σχέση

$$\begin{aligned} \text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους (GPM)} &= \frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100 \\ &= \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100 \end{aligned}$$

δεικνύει το μικτό κέρδος που απολαμβάνει μια επιχείρηση. Όπως είναι γνωστό, τα μικτά κέρδη εκμετάλλευσης προσδιορίζονται μετά την αφαίρεση του κόστους των πωληθέντων προϊόντων ή / και υπηρεσιών από τον κύκλο εργασιών. Σημειώνεται, επίσης, ότι κατά τη σύγκριση του δείκτη αυτού, είτε διαχρονικά είτε κλαδικά, οι πωλήσεις θα πρέπει να είναι σε όλες τις περιπτώσεις ομοιόμορφες, καθαρές, δηλαδή, ή ακαθάριστες, ενώ τόσο στην ελληνική όσο και στη ξένη βιβλιογραφία εμφανίζεται να προτιμάται το μέγεθος των καθαρών πωλήσεων^{xxxvi}.

Καθίσταται φανερό ότι το μικτό περιθώριο κέρδους εμφανίζει σε ποσοστιαία βάση το μέγεθος των εσόδων, το οποίο μαζί με τα λοιπά διάφορα έσοδα, μπορεί να διατεθεί για να καλύψει όλα τα μη κοστολογηθέντα γενικά, διοικητικά και χρηματοοικονομικά έξοδα. Το υπόλοιπο αποτελεί τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης πριν από φόρους¹⁴. Με άλλα λόγια, ο δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους είναι ένα μέτρο που εκφράζει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα της εταιρείας, όπως επίσης και την τιμολογιακή της πολιτική.

Μια επιχείρηση δύναται να καταγράψει ανοδική πορεία στο δείκτη μικτού περιθωρίου είτε με την αύξηση των τιμών πώλησης των αγαθών της είτε με την αύξηση του αριθμού των πωλούμενων προϊόντων ή / και των παρεχόμενων υπηρεσιών της είτε με τη μείωση του κόστους παραγωγής είτε, τέλος, με συνδυασμό των τριών ανωτέρω τρόπων^{xxxviii}.

Η αποδοτικότητα μιας επιχειρηματικής μονάδας κρίνεται θετικά σε περίπτωση που εμφανίζει υψηλό ποσοστό μικτού περιθωρίου. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι ένα υψηλό ποσοστό επιτρέπει την κάλυψη των λειτουργικών

¹⁴ Εάν το κόστος πωληθέντων περιλαμβάνει μόνο τα μεταβλητά έξοδα μιας επιχειρηματικής μονάδας, τότε ο προαναφερόμενος λόγος φέρει το όνομα **δείκτης συνεισφοράς (contribution margin)**^{xxxvii}.

εξόδων της (διοίκησης, έρευνας και ανάπτυξης, διάθεσης) και ταυτόχρονα δημιουργεί προϋποθέσεις για την επίτευξη ενός ικανοποιητικού ποσού κερδών συγκριτικά με τα κεφάλαια που έχουν δεσμευτεί και απασχολούνται. Σε αντιδιαστολή, ένας χαμηλός δείκτης παρέχει ένδειξη ότι μια εταιρεία έχει προβεί σε επενδυτικές δραστηριότητες που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών της, με αποτέλεσμα να εμφανίζει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων ή / και των υπηρεσιών της. Γενικά, λοιπόν, θα μπορούσε να λεχθεί ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο υπό εξέταση δείκτης τόσο πιο ελκυστική, από άποψη κερδών, εμφανίζεται μια επιχείρηση, διότι είναι σε θέση να αντιμετωπίσει με μεγαλύτερη ευκολία μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους πωληθέντων συγκριτικά με μια άλλη μονάδα η οποία εμφανίζει χαμηλότερο ποσοστό.

Βέβαια δεν είναι απίθανο μια επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου αφενός να πετύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων και αφετέρου να διευρύνει την παρουσία της στην αγορά αποκτώντας ηγετική θέση. Ως εκ τούτου, μολονότι ένας υψηλός δείκτης φαίνεται εκ πρώτης όψης ότι είναι προτιμητέος, εν τούτοις θα πρέπει να εξεταστούν και άλλοι παράγοντες.

Ένα βελτιωμένο κριτήριο μέτρησης της επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας είναι το **περιθώριο καθαρού κέρδους (net profit margin)**, γνωστό με το ακρωνύμιο **NPM**, το οποίο υπολογίζεται από το λόγο

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (NPM)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$$

Εκφράζει το καθαρό αποτέλεσμα που πραγματοποιεί μια επιχείρηση ως ποσοστό επί των πωλήσεών της, δηλαδή, εμφανίζει το κέρδος από τις λειτουργικές της δραστηριότητες. Με άλλα λόγια, ο εν λόγω δείκτης δείχνει το

ποσοστό μερικών αποτελεσμάτων που απομένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τον κύκλο εργασιών του κόστους πωληθέντων και των λοιπών οργανικών λειτουργικών εξόδων. Στα καθαρά λειτουργικά κέρδη δεν περιλαμβάνονται τυχόν μη λειτουργικά έσοδα και κέρδη (όπως είναι τα έσοδα από συμμετοχές, οι προσωρινές επενδύσεις σε χρεόγραφα, τα δικαιώματα ευρεσιτεχνίας, οι κληρώσεις λαχνών, κ.λπ.), τα οποία ενδεχομένως λόγω του σημαντικού τους ύψους δύναται να επηρεάζουν τα ολικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης. Ορισμένοι συγγραφείς, όπως οι Weston και Brigham^{xxxix}, οι Brealey και Myers^{xl} και ο Van Horne^{xli}, υποστηρίζουν ότι ο εν λόγω δείκτης πρέπει να προσδιορίζεται με τη διαίρεση των καθαρών κερδών της χρήσης μετά την αφαίρεση των φόρων προς τις πωλήσεις. Το καθαρό περιθώριο στην προκειμένη περίπτωση παρουσιάζει την απόδοση της επιχείρησης μετά την αφαίρεση όλων των δαπανών και φόρων αλλά προ των ανόργανων κονδυλίων. Μάλιστα ορισμένοι αναλυτές λαμβάνουν υπόψη τους τα καθαρά λειτουργικά κέρδη πριν από την αφαίρεση των αποσβέσεων με το αιτιολογικό ότι έτσι διευκολύνονται οι συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων που εφαρμόζουν διαφορετική πολιτική αποσβέσεων^{xlii,xliii}.

Σε γενικές γραμμές γίνεται αποδεκτό ότι όσο μεγαλύτερες τιμές λαμβάνει ο εν λόγω δείκτης τόσο περισσότερο επικερδής εμφανίζεται να είναι μια οικονομική μονάδα. Πρόκειται λοιπόν για ένα ιδιαίτερα χρήσιμο δείκτη δεδομένου ότι αφενός η διοίκηση και αφετέρου πληθώρα αναλυτών βασίζουν τις προβλέψεις τους για τα μελλοντικά καθαρά αποτελέσματα μιας επιχείρησης επί του προβλεπόμενου ύψους πωλήσεων και του ποσοστού καθαρού κέρδους.

Τα αίτια των μεταβολών στην απόδοση μιας οικονομικής μονάδας εντοπίζονται μέσα από τη διαχρονική σύγκριση των προαναφερόμενων δύο

δεικτών^{xliv}. Εξετάζοντας λοιπόν τους δείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους συνδυαστικά, ο αναλυτής μπορεί να εμβαθύνει περισσότερο στην εσωτερική λειτουργία μιας επιχείρησης και να έχει μια αρκετά καθαρή εικόνα των δραστηριοτήτων της. Ειδικότερα, εάν ο δείκτης μικτού κέρδους παραμένει διαχρονικά ουσιαστικά αμετάβλητος, ενώ κατά την ίδια περίοδο ο δείκτης καθαρού κέρδους παρουσιάζει κάμψη, η εξέλιξη αυτή παρέχει ένδειξη μιας δυσανάλογης αύξησης των εξόδων, που δεν περιέχονται στο κόστος πωληθέντων της επιχείρησης, σε σχέση πάντα με τον κύκλο εργασιών της. Στην περίπτωση αυτή θα πρέπει να εξεταστούν οι επιμέρους κατηγορίες λειτουργικών εξόδων, προκειμένου να επισημανθούν οι λόγοι αύξησής τους. Εάν, αντίθετα, ο δείκτης μικτού κέρδους μειώνεται διαχρονικά, ενώ ο δείκτης καθαρού κέρδους παραμένει στάσιμος, αυτό ερμηνεύεται ως μια αύξηση του κόστους πωληθέντων με ρυθμό ταχύτερο από ό,τι οι πωλήσεις. Τούτο μπορεί να οφείλεται είτε σε συμπίεση των τιμών πώλησης των προϊόντων ή / και των υπηρεσιών είτε σε μείωση της παραγωγικότητας των πόρων και συντελεστών που αναλώνονται στην παραγωγική διαδικασία.

3.4.2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της **απόδοσης των επενδυτικών δραστηριοτήτων (return on investment ratios)** που αναλαμβάνει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα αποτελούν μια ευρύτερη ομάδα κριτηρίων ανάλυσης της επίδοσής της, στην οποία εντάσσονται επιμέρους δείκτες, οι γνωστότεροι από τους οποίους εξετάζονται παρακάτω.

Πρώτος εξ' αυτών είναι η **συνολική αποδοτικότητα ή αποδοτικότητα του ενεργητικού (return on total assets or return on assets)**, ευρύτερα διαδεδομένος με τις συντομογραφίες **ROTA ή ROA**, ο οποίος προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων που μετέχουν στην πραγματοποίηση των κερδών της επιχείρησης και δίνεται από το γενικό τύπο

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Είναι εύλογο ότι με τον εν λόγω αριθμοδείκτη προσδιορίζεται η απόδοση των συνολικών - κατά κύριο λόγο των ενσώματων αλλά και των άυλων υπό την προϋπόθεση ότι η αξία τους έχει αναγνωρισθεί και ενσωματωθεί στις λογιστικές καταστάσεις - περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης^{xiv}. Με πιο απλά λόγια, ο δείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας εταιρείας σε σχέση με όλους τους συντελεστές παραγωγής που έχει στη διάθεσή της, οι οποίοι δύνανται να έχουν χρηματοδοτηθεί είτε από ίδιες είτε από ξένες πηγές. Δηλαδή, αποτελεί ένα κριτήριο μέτρησης της απόδοσης των συνολικών μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων επενδυμένων κεφαλαίων.

Για τον προσδιορισμό των μεγεθών που χρησιμοποιούνται στον αριθμητή του ως άνω κλάσματος έχουν διατυπωθεί διάφορες απόψεις. Ορισμένοι συγγραφείς υποστηρίζουν ότι στον υπολογισμό των καθαρών λειτουργικών κερδών πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα οργανικά αποτελέσματα της επιχείρησης μετά την αφαίρεση όμως των χρηματοοικονομικών εξόδων, δηλαδή των τόκων των κεφαλαίων που προήλθαν από ξένες πηγές χρηματοδότησης^{xvi}. Άλλοι πάλι υποστηρίζουν ότι τα καθαρά λειτουργικά κέρδη πρέπει να λαμβάνονται υπόψη πριν από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων^{xvii}. Η δικαιολογητική βάση της άποψης αυτής είναι ότι τα εν λόγω έξοδα αποτελούν αμοιβή των ξένων κεφαλαίων, όπως τα

μερίσματα αποτελούν την αμοιβή των ίδιων κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή ο δείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού διαμορφώνεται ως ακολούθως:

$$\text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}},$$

όπου σφ = συντελεστής φορολογίας

Κρίνεται ορθότερο, ιδιαίτερα για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην ελληνική επικράτεια, όπου οι χρηματοοικονομικές δαπάνες αυτών εμφανίζονται υψηλές, τα καθαρά κέρδη να προσδιορίζονται προτού αφαιρεθούν οι τόκοι και οι φόροι που αντιστοιχούν σε αυτούς, φυσικά χωρίς να λαμβάνονται υπόψη τα ανόργανα κονδύλια. Αυτό γιατί η μετρούμενη απόδοση θα πρέπει να περιλαμβάνει τις αμοιβές και των δύο πηγών κεφαλαίου^{xlviii}.

Δεδομένου ότι το μέγεθος των κερδών αναφέρεται σε ολόκληρη τη διαχειριστική περίοδο θα ήταν ορθότερο να χρησιμοποιούνται στους προαναφερόμενους τύπους ο μέσος όρος των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης (αρχής και τέλους χρήσης)^{xlix}. Μάλιστα, ορισμένοι συγγραφείς υπολογίζουν το σύνολο των ακαθάριστων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, δηλαδή την αξία των περιουσιακών στοιχείων πριν την αφαίρεση των συνολικών αποσβέσεων. Η αιτιολογία αυτής της άποψης αυτής είναι ότι κατά τον τρόπο αυτό αντισταθμίζεται ο πληθωρισμός πάνω στο ιστορικό κόστος των περιουσιακών στοιχείων σε σύγκριση με το σύνολο της αξίας αυτών μετά την αφαίρεση των συνολικών αποσβέσεων^l. Πάντως, οι περισσότεροι ειδήμονες αναφέρουν ότι για τον προσδιορισμό του εν λόγω δείκτη προτιμότερο είναι να λαμβάνονται τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της επιχειρηματικής μονάδας. Επίσης, υπογραμμίζεται ότι έμπειροι αναλυτές του χώρου θεωρούν ότι για τον καθορισμό του ενεργητικού δεν πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι

εξωεπιχειρηματικές επενδυτικές δραστηριότητες, διότι δεν συντελούν στη δημιουργία λειτουργικών κερδών^{li}. Αντίστοιχα, η πρόσοδος που προκύπτει από αυτές αφαιρείται από το ύψος των καθαρών αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης. Αυτό είναι απαραίτητο, προκειμένου ο δείκτης που καταρτίζεται να ανταποκρίνεται στην έννοια της αποδοτικότητας.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η συνολική αποδοτικότητα δύναται να αναλυθεί σε δύο επιμέρους δείκτες, του καθαρού περιθωρίου κέρδους και της συνολικής κυκλοφοριακής ταχύτητας^{lii}. Για την εύρεση της αποδοτικότητας του ενεργητικού ως συνδυασμού αφενός της αποδοτικότητας των πωλήσεων και αφετέρου της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού χρησιμοποιείται η παρακάτω μαθηματική σχέση που είναι γνωστή και ως εξίσωση DuPont

$$\begin{aligned} \text{Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA)} &= \\ &= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \end{aligned}$$

Η ως άνω εξίσωση είναι ιδιαίτερα σημαντική για το λόγο ότι συμβάλλει στον εντοπισμό και υποδεικνύει τους ενδεχόμενους τρόπους μεγιστοποίησης της συνολικής αποδοτικότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας. Συγκεκριμένα, βελτίωση της αποδοτικότητας του ενεργητικού είναι δυνατό να επιτευχθεί, πρώτον, με αύξηση του περιθωρίου κέρδους και, δεύτερον, με εξασφάλιση υψηλότερης κυκλοφοριακής ταχύτητας των στοιχείων του ενεργητικού. Το πρώτο επιτυγχάνεται είτε με την πραγματοποίηση υψηλότερου κύκλου εργασιών διαμέσου της αύξησης της τιμής πώλησης των προϊόντων ή / και των υπηρεσιών είτε με την ελάττωση του κόστους παραγωγής. Το δεύτερο μέγεθος λαμβάνει υψηλότερες τιμές είτε μέσω της μεγέθυνσης του όγκου των πωλήσεων

είτε με μείωση των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων¹⁵.

Η παρακολούθηση, λοιπόν, της πορείας τόσο του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού όσο και του καθαρού περιθωρίου κέρδους οδηγεί στον εντοπισμό των αιτιών μεταβολής της συνολικής αποδοτικότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας. Παρόλα αυτά κρίνεται ουσιώδες να ειπωθεί ότι η ανάλυση της τελευταίας οφείλει να λαμβάνει χώρα υπό το πρίσμα και πληθώρας άλλων παραγόντων, όπως την ελαστικότητα ζήτησης των αγαθών, τη δυνατότητα αύξησης της παραγωγικότητας και τις προοπτικές που σχετίζονται με την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Μια παραλλαγή του προαναφερόμενου συντελεστή είναι η **αποδοτικότητα του καθαρού ενεργητικού (return on net assets)**, που εμφανίζεται συχνά με τη συντομογραφία **RONA**. Ο εν λόγω δείκτης προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης προς τα συνολικά καθαρά περιουσιακά στοιχεία μιας εταιρείας, δηλαδή ισχύει ο εξής τύπος

$$\text{Αποδοτικότητα Καθαρού Ενεργητικού (RONA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρό Ενεργητικό}}$$

Και για τον εν λόγω δείκτη διάφορες απόψεις έχουν διατυπωθεί αναφορικά με τον προσδιορισμό του αριθμητή^{liii,liv}. Ορισμένοι συγγραφείς και αναλυτές προτείνουν τη χρησιμοποίηση των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων, ενώ άλλοι υποστηρίζουν ότι θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη τα οργανικά κέρδη πριν την αφαίρεση των τόκων

¹⁵ Ένας υγιής τρόπος για να μειωθούν τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης είναι η πώληση των στοιχείων εκείνων που παρουσιάζουν χαμηλή αποδοτικότητα και παραγωγικότητα, εφόσον, φυσικά, είναι εφικτή η ρευστοποίησή τους χωρίς αρνητικές επιπτώσεις στη λειτουργία της.

των κεφαλαίων που προήλθαν από ξένες πηγές χρηματοδότησης, προκειμένου να μην επηρεάζεται ο δείκτης από τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Επομένως, στην περίπτωση αυτή ο εν λόγω δείκτης λαμβάνει την ακόλουθη μαθηματική μορφή

$$\text{Αποδοτικότητα Καθαρού Ενεργητικού (RONA)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Καθαρό Ενεργητικό}},$$

όπου σφ = συντελεστής φορολογίας

Σημειώνεται, επίσης, ότι ο όρος καθαρό ενεργητικό χρησιμοποιείται στην παρούσα εξίσωση νοώντας το σύνολο της καθαρής θέσης και του μακροπρόθεσμου χρέους που εμφανίζει η εκάστοτε υπό εξέταση επιχείρηση.

Καθίσταται λοιπόν φανερό ότι με τον εν λόγω αριθμοδείκτη προσδιορίζεται η απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων που έχουν χρηματοδοτηθεί με μακροπρόθεσμα κεφάλαια, ίδια και ξένα.

Ο τρίτος δείκτης αυτής της κατηγορίας, που είναι ευρέως διαδεδομένος με το όνομα **αποδοτικότητα κεφαλαίων (return on capital)**, καλείται επίσης και **αποδοτικότητα απασχολούμενων κεφαλαίων (return on capital employed) ή αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων (return on invested capital)**. Εμφανίζεται διεθνώς με τις συντομογραφίες **ROC, ROCE ή / και ROI** και η μαθηματική του έκφραση δίδεται από την ακόλουθη σχέση

$$\text{Αποδοτικότητα Κεφαλαίων (ROC)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Απασχολούμενα Κεφάλαια}},$$

όπου σφ = συντελεστής φορολογίας

Με τον όρο απασχολούμενα κεφάλαια, που αποτελεί τον παρονομαστή του ως άνω λόγου, νοείται το σύνολο των ίδιων κεφαλαίων, όπως επίσης και των εκείνων των ξένων μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων τα οποία υπόκεινται σε τόκους^{lv}. Συμβαίνει πολλές φορές κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής περιόδου να μεταβάλλονται τα συνολικά επενδυμένα κεφάλαια μιας επιχείρησης είτε με αύξηση ή με μείωση των ίδιων κεφαλαίων, είτε με απόσυρση ή με απόσβεση μέρους του μετοχικού κεφαλαίου, είτε με παροχή νέων πιστώσεων προς αυτή εκ μέρους πιστωτικών ιδρυμάτων, οργανισμών και άλλων φορέων ή με εξόφληση και μη ανανέωσή τους. Σε αυτήν την περίπτωση απαραίτητο είναι να υπολογιστεί το ύψος των κεφαλαίων που πραγματικά απασχολήθηκε στη διάρκεια της χρήσης. Για τον υπολογισμό αυτό λαμβάνεται υπόψη το χρονικό σημείο της μεταβολής του συνόλου των κεφαλαίων και ο χρόνος που μεσολαβεί μέχρι το τέλος της διαχειριστικής περιόδου¹⁶.

Όσον αφορά τον αριθμητή του κλάσματος, στα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης περιλαμβάνονται και οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων, διότι αποτελούν την αμοιβή των πιστωτών για την προσφορά αυτών των κεφαλαίων στην επιχείρηση (όπως ακριβώς τα μερίσματα αποτελούν την αμοιβή των φορέων της για την προσφορά των ίδιων κεφαλαίων)^{lvi}. Επειδή, βέβαια, τα χρηματοοικονομικά έξοδα μειώνουν τα κέρδη της επιχείρησης, ανάλογα με το συντελεστή φορολογίας που ισχύει κάθε φορά, θα πρέπει το ποσό των εκάστοτε αναλογούντων φόρων να αφαιρείται από τα προαναφερόμενα έξοδα και από τα οργανικά αποτελέσματα που προκύπτουν πριν από τους τόκους.

¹⁶ Δύο μέθοδοι έχουν αναπτυχθεί για το σκοπό αυτό. Σύμφωνα με την πρώτη μέθοδο και εφόσον δεν είναι γνωστός ο ακριβής χρόνος μεταβολής των επενδυμένων κεφαλαίων, λαμβάνεται υπόψη ο μέσος αριθμητικός όρος τους, όπως διαμορφώνεται στην αρχή και στο τέλος της χρήσης. Γίνεται δηλαδή η υπόθεση ότι τα νέα κεφάλαια εισήχθησαν στην επιχείρηση στο μέσο της λογιστικής περιόδου. Με τη δεύτερη μέθοδο, η οποία προϋποθέτει ότι κοινοποιείται η ακριβής ημερομηνία μεταβολής των συνολικών απασχοληθέντων κεφαλαίων, προσδιορίζεται το πραγματικό ύψος τους. Προκειμένου να γίνει αυτό υπολογίζονται καθ' όλη τη διάρκεια της χρήσης οι σταθμισμένες μεταβολές του κεφαλαίου συναρτήσει του χρόνου εισροής τους ή εκροής τους από την επιχείρηση.

Είναι λοιπόν φανερό ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης δηλώνει το ποσοστό απόδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας, ανεξάρτητα αφενός από τις πηγές προέλευσης των κεφαλαίων της και αφετέρου από το χρονικό ορίζοντα ληκτότητάς των τοκοφόρων υποχρεώσεών της. Με άλλα λόγια, με τη βοήθεια του δείκτη αυτού μετράται η κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων ή επενδυμένων στην επιχείρηση κεφαλαίων^{lvii}.

Η εξέταση του εν λόγω δείκτη διαχρονικά, εκτός του ότι δεικνύει την πορεία της αποδοτικότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας στο παρελθόν, παρέχει συγχρόνως και ενδείξεις για τη μελλοντική της εξέλιξη, με την προϋπόθεση, βέβαια, ότι θα διατηρηθούν οι ίδιες συνθήκες λειτουργίας^{lviii}. Ειδικότερα, αποδοτικότητα που καταγράφει σταδιακή άνοδο υποδηλώνει ότι η επιχείρηση βαδίζει σταθερά. Σε αντιδιαστολή, χαμηλή αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων ενδέχεται να σημαίνει υπερεπένδυση κεφαλαίων, υψηλές δαπάνες για την επίτευξη των οργανωσιακών της στόχων, υψηλά γενικά έξοδα, κακοδιαχείριση και, γενικότερα, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Στο σημείο αυτό, όμως, πρέπει να λεχθεί ότι αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι ενδεχόμενο να εμφανίσει ελαττωμένη την απόδοση των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι, πρώτον, η καθαρή θέση της επιχείρησης καταγράφει υψηλότερες τιμές, δεδομένου ότι η υπεραξία που προκύπτει ενσωματώνεται στα αποθεματικά της και, δεύτερον, οι σωρευμένες αποσβέσεις μειώνουν τα λειτουργικά της κέρδη.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης είναι ένα από τα πλέον σπουδαία εργαλεία για τη μέτρηση της επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας. Η χρησιμότητά του λαμβάνει διευρυμένες διαστάσεις δεμένου ότι η

σύγκρισή του με το μέσο κόστος των δανειακών κεφαλαίων, το οποίο, στην πιο απλή του μορφή, προκύπτει από το λόγο των τόκων που καταβλήθηκαν στη διάρκεια μιας χρήσης με το σύνολο των ξένων πηγών χρηματοδότησης, αποτελεί μια μορφή ελέγχου για την κερδοφόρα χρησιμοποίηση των τελευταίων. Ειδικότερα, εφόσον η απόδοση των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το κόστος των ξένων κεφαλαίων, τότε η προσφυγή στο δανεισμό ήταν συμφέρουσα. Στην αντίθετη περίπτωση η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων δεν ήταν επωφελής για την επιχείρηση.

Ένας άλλος αριθμοδείκτης, που χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας, είναι η **αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων ή αποδοτικότητα της καθαρής θέσης (return on equity or return on net worth)**, που καλείται επίσης και **ιδιωφελής αποδοτικότητα**, και εμφανίζεται στην ελληνική και ξένη βιβλιογραφία με τη συντόμευση **ROE**. Η μαθηματική έκφραση του ως άνω λόγου δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση

$$\text{Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμητής του ως άνω όρου αναφέρεται στα καθαρά αποτελέσματα, που εμφανίζονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης της επιχείρησης, πριν από κάθε κράτηση για το σχηματισμό αποθεματικών, την πληρωμή μερισμάτων και των φόρων εισοδήματος^{lix}.

Παραλλαγή του εν λόγω δείκτη, την οποία αναγράφουν ορισμένοι συγγραφείς, όπως για παράδειγμα οι Damodaran^{lx}, Van Horne^{lxi}, Φιλιππάτος και Αθανασόπουλος^{lxii}, περιέχει στον αριθμητή τα καθαρά κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων και των μερισμάτων των προνομιούχων μετοχών. Στην

περίπτωση αυτή προτείνεται από τα ίδια κεφάλαια να αφαιρείται το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο. Η άποψη αυτή είναι αποδεκτή, όταν ο δείκτης υπολογίζεται από την πλευρά των μετόχων που έχουν στην κατοχή τους κοινές μετοχές. Επομένως, η εν λόγω παραλλαγή οδηγεί στη μέτρηση της απόδοσης μόνο του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και όχι της συνολικής καθαρής θέσης της επιχείρησης.

Πάντως και στις δύο περιπτώσεις ο παρονομαστής του κλάσματος θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη το πραγματικό ύψος της καθαρής περιουσίας της επιχείρησης^{lxiii}. Με πιο απλά λόγια, εάν κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής χρήσης καταγράφηκαν μεταβολές στα ίδια κεφάλαια, αυτές θα πρέπει να αντικατοπτρίζονται στην τιμή που λαμβάνουν στον παρονομαστή¹⁷.

Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι ο εν λόγω αριθμοδείκτης, κυρίως στην αρχική του μορφή, αποτελεί ένα ακόμη σπουδαίο εργαλείο για την απεικόνιση της κερδοφόρας δυναμικότητας μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του ποσοστού επίτευξης του βασικού οργανωσιακού στόχου που αφορά την πραγματοποίηση ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος¹⁸. Υψηλές τιμές του εν λόγω δείκτη δεικνύουν ότι μια επιχείρηση ευημερεί και τούτο μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της. Αντίθετα, ένας χαμηλός δείκτης αποδοτικότητας ίδιων κεφαλαίων είναι ενδεικτικός του ότι η επιχείρηση υστερεί σε κάποιον τομέα.

¹⁷ Για τις μεθόδους υπολογισμού που χρησιμοποιούνται στην προκειμένη περίπτωση, ο αναγνώστης παραπέμπεται στην υπ' αριθμ. 16 υποσημείωση στη σελίδα 90 της παρούσας εργασίας.

¹⁸ Προκύπτει αβίαστα το συμπέρασμα ότι εφόσον μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα δεν παρουσιάζει χρηματοοικονομική μόχλευση, δηλαδή όλα τα περιουσιακά στοιχεία (πάγια και κυκλοφορούντα), τα οποία εμφανίζει στις λογιστικές της καταστάσεις, έχουν χρηματοδοτηθεί αποκλειστικά από ίδια κεφάλαια, τότε η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού (ROA) συμπίπτει με την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων (ROE). Αρκεί, βέβαια, η εν λόγω επιχείρηση να μην έχει δεσμεύσει οικονομικούς πόρους και περιουσιακά στοιχεία σε εξωεπιχειρηματικές δραστηριότητες.

Ο εντοπισμός των αιτιών και των παραγόντων που επηρεάζουν την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων είναι εφικτός, εφόσον γίνει ανάλυση του εν λόγω δείκτη στους επιμέρους όρους που τον συνθέτουν, σύμφωνα με την ακόλουθη μαθηματική εξίσωση,

$$\begin{aligned} \text{Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων (ROE)} &= \\ &= \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \times \frac{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} \end{aligned}$$

η οποία καλείται τροποποιημένη ή διευρυμένη εξίσωση Du Pont^{lxiv}. Η σχέση αυτή εκφράζει την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων ως αποτέλεσμα του γινομένου του καθαρού περιθωρίου κέρδους, της κυκλοφοριακής ταχύτητας του ενεργητικού και της σχέσης του ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια (equity multiplier).

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί ένας πρόσθετος αριθμοδείκτης, που συμβάλλει στη μέτρηση της επίδρασης των δανειακών κεφαλαίων στα αποτελέσματα της επιχείρησης^{lxv}. Φέρει το όνομα **οικονομική μόχλευση (financial leverage)**, είναι γνωστός με το ακρωνύμιο **FLR** και ισχύει

$$\text{Οικονομική Μόχλευση (FLR)} = \frac{\text{Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Κεφαλαίων}}$$

Είναι εύλογο ότι η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη μιας επιχείρησης είναι θετική, εφόσον η αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων. Σε αυτό ακριβώς το συμπέρασμα στηρίζεται και ο ως άνω δείκτης, ο οποίος δηλώνει το ποσοστό μεταβολής των (προς διάθεση) καθαρών κερδών από την ποσοστιαία κατά μία μονάδα μεταβολή των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης και χρηματοοικονομικών εξόδων. Όταν, λοιπόν, ο εν λόγω

δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τότε η επίδραση από τη χρήση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης χαρακτηρίζεται επωφελής. Όταν αυτός ισούται με τη μονάδα, τότε δεν υφίσταται οικονομική ωφέλεια αλλά ούτε και απώλεια για την επιχειρηματική μονάδα. Τέλος, όταν ο δείκτης λαμβάνει τιμές μικρότερες της μονάδας, καθίσταται φανερό ότι η επιχείρηση συνάπτει δάνεια και λαμβάνει πιστωτικά κεφάλαια με επαχθής και δυσμενείς όρους.

3.4.3. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Ένας από τους πλέον θεμελιώδεις χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες, που χρησιμοποιούνται από ακαδημαϊκούς και αναλυτές για την αποτίμηση της τρέχουσας αξίας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας και κατ' επέκταση την αξιολόγηση της επίδοσής της, είναι ο δείκτης **κέρδη κατά μετοχή (earnings per share)**, ο οποίος διεθνώς εμφανίζεται με τη συντομογραφία **EPS**. Μαθηματικά, στην πιο εκλαϊκευμένη του μορφή, αποδίδεται με την εξής σχέση

$$\text{Κέρδη κατά Μετοχή (EPS)} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων)}}{\text{Μέσος Σταθμικός Αριθμός Κοινών Μετοχών}}$$

Η σπουδαιότητα του εν λόγω δείκτη επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι τόσο το F.A.S.B. όσο και το I.A.S.B. έχουν προβεί στη δημοσίευση αρχών και κανόνων που διέπουν τον υπολογισμό του¹⁹.

¹⁹ Το F.A.S.B. στο υπ' αριθμ. 128 λογιστικό πρότυπο αναφέρεται στο δείκτη των κατά μετοχή κερδών, το οποίο εκδόθηκε τον Φεβρουάριο του 1997 και τυγχάνει εφαρμογής για τις διαχειριστικές περιόδους που ολοκληρώνονται την ή μετά την 15.12.1997^{lxvi}. Το ίδιο έτος το I.A.S.B. προέβη στην έγκριση του υπ' αριθμ. 33 χρηματοοικονομικού προτύπου και ως ημερομηνία εφαρμογής του ορίστηκε η 01.01.1998^{lxvii}, ενώ σχετική είναι και η υπ' αριθμ. 24 διερμηνεία που φέρει τον τίτλο «κέρδη κατά μετοχή - χρηματοπιστωτικά μέσα και άλλες συμβάσεις που μπορεί να διακανονιστούν σε μετοχές»^{lxviii}.

Πολύπλοκη χαρακτηρίζεται η διαδικασία υπολογισμού του εν λόγω δείκτη. Ο βαθμός δυσκολίας εύρεσής του εξαρτάται από το είδος της κεφαλαιακής δομής της εκάστοτε υπό εξέταση εταιρικής μονάδας^{lxix}. Πιο αναλυτικά, ο τρόπος προσδιορισμού των κερδών κατά μετοχή απαιτεί αρχικά τη διάκριση της σύνθεσης της περιουσίας μιας επιχείρησης σε **απλή κεφαλαιακή δομή (simple capital structure)**, οπότε γίνεται λόγος για τον **απλό δείκτη κερδών κατά μετοχή (basic earnings per share ratio)**, γνωστός και ως **BEPS** ή σε **σύνθετη κεφαλαιακή δομή (complex capital structure)**, όπου και προσδιορίζεται ο **δείκτης των μειωμένων κερδών κατά μετοχή (dual earnings per share ratio)**, οικείος ως **DEPS**. Η διαφοροποίηση των ως άνω δεικτών οφείλεται στην ύπαρξη ή μη δυνητικών τίτλων μετατρέψιμων σε κοινές μετοχές²⁰.

Ο όρος απλή κεφαλαιακή δομή χρησιμοποιείται για να περιγράψει τη διάρθρωση εκείνη η οποία δύναται να περιέχει είτε μόνο κοινές μετοχές (common stocks) είτε κοινές μετοχές και προνομιούχες, οι οποίες όμως δεν παρέχουν στους κατόχους τους το δικαίωμα μετατροπής τους σε κοινές μετοχές (non convertible preferred stocks). Στις περιπτώσεις αυτές τα κέρδη κατά μετοχή υπολογίζονται διαιρώντας τα καθαρά αποτελέσματα της διαχειριστικής περιόδου που αναλογούν στους κοινούς μετόχους με το μέσο σταθμισμένο αριθμό των σε κυκλοφορία κοινών μετοχών κατά τη διάρκεια της χρήσης (weighted average number of shares outstanding).

Σημειώνεται ότι ως καθαρό κέρδος ή ζημία χρήσης που αναλογεί στους κοινούς μετόχους νοείται το καθαρό μετά φόρων αποτέλεσμα της περιόδου, όπως αυτό διαμορφώνεται μετά την αφαίρεση των προνομιούχων μερισμάτων.

²⁰ Αναφορικά με τις κατηγορίες και τις ιδιότητες των μετοχών ο αναγνώστης παραπέμπεται στις υπ' αριθμ. 24 έως και 27 υποσημειώσεις του δευτέρου κεφαλαίου στη σελίδα 40 της παρούσας διατριβής.

Στο ποσό των προνομιούχων μερισμάτων που εκπίπτει από το καθαρό αποτέλεσμα ανήκουν, πρώτον, το ποσό τυχόν προνομιούχων μερισμάτων για προνομιούχες μετοχές μη σωρευτικού χαρακτήρα που αναγγέλλεται στη χρήση και, δεύτερον, το πλήρες ποσό των προνομιούχων μερισμάτων της λογιστικής περιόδου για τις σωρευτικές προνομιούχες μετοχές, ανεξάρτητα από την αναγγελία τους ή μη. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι μερίσματα προνομιούχων μετοχών για τις σωρευτικού χαρακτήρα προνομιούχες μετοχές που αναγγέλθηκαν ή εξοφλήθηκαν κατά τη διάρκεια της διαχειριστικής χρήσης και αφορούν προηγούμενες δεν αφαιρούνται.

Αναφορικά με τον υπολογισμό του παρονομαστή του υπό εξέταση λόγου διευκρινίζονται τα ακόλουθα^{lxx}. Ο σταθμισμένος αριθμός των κοινών μετοχών κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης προκύπτει από τον αριθμό των πλήρως εξοφλημένων κοινών μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία στην αρχή της χρήσης, ενώ σε περίπτωση ύπαρξης μετοχών μερικώς εξοφλημένων αυτές λαμβάνονται υπόψη σε ποσοστό ανάλογο κατά την έκταση του δικαιώματος συμμετοχής στα κέρδη σε σχέση με μια πλήρως εξοφλημένη μετοχή, προσαρμοσμένες κατά τον αριθμό των κοινών μετοχών που εκδόθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσης, πολλαπλασιαζόμενοι με τον ανάλογο συντελεστή σταθμισμένου χρόνου. Ο τελευταίος αυτός συντελεστής λαμβάνει τιμές που επηρεάζονται, πρώτον, σε περίπτωση έκδοσης κοινών μετοχών έναντι μετρητών από την ημερομηνία είσπραξής τους, δεύτερον, σε περίπτωση έκδοσης κοινών μετοχών ως αντάλλαγμα για την απόκτηση ενός περιουσιακού στοιχείου, πλην μετρητών, από την ημερομηνία κατά την οποία καταχωρείται η αντίστοιχη απόκτηση και, τρίτον, σε περίπτωση έκδοσης κοινών μετοχών με αντάλλαγμα την παροχή υπηρεσιών στην επιχείρηση από την ημερομηνία παροχής της υπηρεσίας.

Διαφορετική είναι η αντιμετώπιση υπολογισμού του σταθμισμένου αριθμού κοινών μετοχών σε περιπτώσεις κατά τις οποίες το μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχειρηματικής μονάδας μεταβάλλεται ανοδικά ή καθοδικά, χωρίς όμως να υφίσταται και αντίστοιχη μεταβολή της καθαρής της περιουσίας. Τέτοιες περιπτώσεις είναι η κεφαλαιοποίηση (συνήθως αποθεματικών) χωρίς εισροή μετρητών, η δωρεάν έκδοση δικαιωμάτων προς τους υπάρχοντες μετόχους (stock dividends), η υποδιαίρεση μετοχών (split) και η ενοποίηση μετοχών ή διαφορετικά ανάστροφη υποδιαίρεση μετοχών (reverse split). Εδώ αναπροσαρμόζεται ο αριθμός των μετοχών που ήταν σε κυκλοφορία πριν τη μεταβολή.

Από την άλλη πλευρά, η σύνθετη κεφαλαιακή δομή αναφέρεται στη διάρθρωση των κεφαλαίων η οποία απαρτίζεται σε συνδυασμό από κοινές μετοχές και από μία κατηγορία τίτλων είτε δικαιώματα μετοχών, ή αλλιώς, πιστοποιητικά αγοράς μετοχών (warrants), είτε δικαιώματα προαίρεσης (options), είτε προγράμματα εργαζομένων που τους επιτρέπουν να λάβουν κοινές μετοχές ως μέρος των απολαβών τους (stock-based compensation awards), είτε οποιαδήποτε μορφή τίτλων δυνάμενων να μετατραπούν σε κοινές μετοχές (convertible securities). Όπως έχει ήδη αναφερθεί, όταν μια επιχειρηματική μονάδα εμφανίζει σύνθετη κεφαλαιακή δομή, υπολογίζει το δείκτη των μειωμένων κερδών κατά μετοχή. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι η άσκηση των δικαιωμάτων που ενσωματώνονται στους προαναφερόμενους τίτλους ή η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές επηρεάζουν το συνολικό αριθμό των κοινών μετοχών επιδρώντας, όπως είναι φυσικό, στα κέρδη που αναλογούν σε έκαστη κοινή μετοχή. Αναπόσπαστο κριτήριο για τον προσδιορισμό του ως άνω δείκτη, όπως εξάλλου δεικνύει και ο τίτλος του, είναι η υπόθεση ότι αυτός παίρνει τιμή μικρότερη από ό,τι ο απλός δείκτης κερδών

κατά μετοχή²¹. Με άλλα λόγια, μόνο οι τίτλοι εκείνοι οι οποίοι οδηγούν στη μείωση του τελευταίου λαμβάνονται υπόψη για τον υπολογισμό του δείκτη των μειωμένων κερδών κατά μετοχή²².

Η διαδικασία υπολογισμού του εν λόγω δείκτη σχετικά με τις κοινές και τις προνομιούχες μη μετατρέψιμες μετοχές ακολουθεί τα ίδια στάδια, όπως αυτά αναφέρθηκαν διεξοδικά για τον υπολογισμό του απλού δείκτη κερδών κατά μετοχή. Παρόλα αυτά όμως γίνονται και πρόσθετες προσαρμογές, ανάλογα με το είδος του τίτλου και τις ιδιότητες που αυτός φέρει.

Συγκεκριμένα, για την αντιμετώπιση των χρηματοπιστωτικών μέσων που παρέχουν δικαίωμα αγοράς ή λήψης κοινών μετοχών, όπως είναι τα δικαιώματα μετοχών, τα δικαιώματα προαίρεσης και τα προγράμματα εργαζομένων, που τους επιτρέπουν να λάβουν κοινές μετοχές ως μέρος των απολαβών τους, υιοθετείται η υπόθεση ότι τα δικαιώματα αυτά έχουν ασκηθεί από την αρχή της χρήσης (ή από την ημερομηνία έκδοσής τους, εάν αυτή είναι μεταγενέστερη) και τα πρόσθετα κεφάλαια τα οποία προκύπτουν

²¹ Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να διευκρινιστεί ότι δυνητικοί τίτλοι μετατρέψιμοι σε κοινές μετοχές, καθώς επίσης και τίτλοι που ενσωματώνουν δικαιώματα απόκτησης κοινών μετοχών, πρέπει να θεωρούνται ότι συντελούν στη μείωση των κερδών όταν και μόνο όταν η μετατροπή τους σε κοινές μετοχές προκαλεί ελάττωση του κατά μετοχή καθαρού κέρδους από τις συνεχιζόμενες συνήθεις επιχειρηματικές δραστηριότητες. Συνεπώς, δεν περιλαμβάνονται τα έκτακτα κονδύλια, όπως επίσης και οι επιδράσεις των μεταβολών που οφείλονται σε ενδεχόμενες αλλαγές των εφαρμοζόμενων λογιστικών μεθόδων και των διορθώσεων βασικών λαθών. Αντίθετα, όταν οι προαναφερόμενοι τίτλοι οδηγούν σε βελτίωση των κερδών κατά μετοχή, τότε οι επιδράσεις τους αγνοούνται.

²² Κατά την εξέταση των τίτλων, εκείνων που συμβάλλουν στο χαρακτηρισμό της κεφαλαιακής δομής ως σύνθετης, και του προσδιορισμού της επίδρασής τους στο δείκτη των κερδών κατά μετοχή, κάθε έκδοση ή σειρά τίτλων εξετάζεται ξεχωριστά. Η διαδικασία ενσωμάτωσής τους στον προαναφερόμενο δείκτη για τον προσδιορισμό του δείκτη των μειωμένων κατά μετοχή κερδών οφείλεται να γίνεται με φθίνουσα ταξινόμηση, δηλαδή αρχικά λαμβάνονται υπόψη οι τίτλοι που επιφέρουν τη μεγαλύτερη αρνητική επίπτωση και εν συνέχεια εκείνοι με τις μικρότερες αρνητικές συνέπειες. Αυτό είναι δυνατό εφόσον ακολουθηθούν τα επόμενα βήματα. Σε πρώτη φάση υπολογίζεται ο απλός δείκτης, ο οποίος αποτελεί και το σημείο αναφοράς. Για κάθε είδος, έκδοση και σειρά τίτλου προσδιορίζεται η επίδρασή του στον αριθμητή και στον παρονομαστή του ως άνω κλάσματος. Στη συνέχεια υπολογίζεται ο λόγος της μεταβολής του αριθμητή προς τη μεταβολή του παρονομαστή. Βάσει του συντελεστή αυτού οι τίτλοι ταξινομούνται με αύξουσα σειρά (δηλαδή από τη μικρότερη προς τη μεγαλύτερη τιμή). Η ενσωμάτωση των ταξινομημένων πλέον τίτλων στον απλό δείκτη, για τον υπολογισμό του νέου μειωμένου δείκτη, γίνεται για κάθε τίτλο χωριστά με κριτήριο το μέγεθος του συντελεστή μεταβλητότητας συγκριτικά σε πρώτη φάση με τον απλό δείκτη και έπειτα με το δείκτη των μειωμένων κατά μετοχή κερδών, όπως διαμορφώνεται σταδιακά. Ο κανόνας αποδοχής της ενσωμάτωσης ορίζει ότι αυτή λαμβάνει χώρα αν και μόνον αν ο δείκτης μεταβλητότητας φέρει τιμή μικρότερη από τον απλό δείκτη, σε πρώτη φάση, ή από το δείκτη των μειωμένων κατά μετοχή κερδών, όπως προσδιορίστηκε στο αμέσως προηγούμενο στάδιο. Η διαδικασία τερματίζεται, εφόσον υπάρχει η αντίστροφη σχέση^{xxx1}.

χρησιμοποιούνται από την επιχειρηματική μονάδα για την απόκτηση κοινών μετοχών, δηλαδή μετοχών θησαυροφυλακίου (treasury method)²³. Απόρροια της υπόθεσης είναι η μεταβολή του μέσου σταθμικού αριθμού των σε κυκλοφορία κοινών μετοχών. Ειδικότερα, για τον υπολογισμό του τελευταίου είναι απαραίτητο να ακολουθηθούν τα επόμενα βήματα. Αρχικά, προσδιορίζεται ο αριθμός των μετοχών και τα έσοδα που προκύπτουν από την υποθετική άσκηση των δικαιωμάτων, με τιμή ίση με τη μέση αξία άσκησής τους κατά τη διάρκεια της υπό μελέτης διαχειριστικής περιόδου. Τα εν λόγω έσοδα εν συνεχεία διαιρούνται με τη μέση τιμή της κοινής μετοχής, οπότε και υπολογίζεται ο αριθμός των μετοχών θησαυροφυλακίου. Τέλος, η διαφορά των υποτιθέμενων από την άσκηση κοινών μετοχών από τον αριθμό των μετοχών θησαυροφυλακίου αποτελεί τις πρόσθετες κοινές μετοχές, οι οποίες προσαυξάνουν το μέσο σταθμικό αριθμό των σε κυκλοφορία κοινών μετοχών για τον υπολογισμό του δείκτη των μειωμένων κατά μετοχή κερδών. Βέβαια, σε περίπτωση που κατά τη διάρκεια της εκάστοτε υπό εξέταση λογιστικής περιόδου έχει λάβει χώρα πραγματικά η άσκησή των εν λόγω δικαιωμάτων, τότε η παραπάνω υπόθεση γίνεται για το χρονικό διάστημα μέχρι την αυτή ημερομηνία. Αρχής γενομένης αυτής οι προκύπτουσες κοινές μετοχές περιλαμβάνονται στον υπολογισμό τόσο του απλού δείκτη όσο του δείκτη των μειωμένων κατά μετοχή κερδών. Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση που τα δικαιώματα αυτά έχουν ακυρωθεί ή έχουν παραγραφεί κατά τη διάρκεια της χρήσης, περιλαμβάνονται στον υπολογισμό των μειωμένων κερδών κατά

²³ Η απολογική βάση αυτής της τεχνικής πηγάζει από το γεγονός ότι η άσκηση των εν λόγω δικαιωμάτων θα συντελούσε στην εισροή πρόσθετων χρηματοοικονομικών πόρων και την επένδυσή τους είτε για την απόκτηση νέων περιουσιακών στοιχείων είτε για την εξόφληση υποχρεώσεων της επιχείρησης. Η υπόθεση ότι τα χρήματα αυτά τοποθετούνται για την αγορά μετοχών θησαυροφυλακίου εξασφαλίζει κατά τρόπο πινά τόσο την ενιαία αντιμετώπιση και συγκρισιμότητα όσο και την αντικειμενικότητα του δείκτη των μειωμένων κερδών κατά μετοχή.

μετοχή μόνο για την αναλογία του χρονικού διαστήματος κατά το οποίο ήταν σε κυκλοφορία.

Η υπόθεση της μετατροπής (if converted method) υιοθετείται, εφόσον στην κεφαλαιακή δομή της οικονομικής μονάδας υπάρχουν τίτλοι δυνάμενοι να μετατραπούν σε κοινές μετοχές²⁴, όπως είναι οι μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές (convertible preferred stocks) και τα μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια (convertible bonds). Και η υπόθεση αυτή θεωρεί ότι η μετατροπή έλαβε χώρα στην αρχή της λογιστικής περιόδου (ή από την ημερομηνία έκδοσής τους, εάν αυτή είναι μεταγενέστερη). Συνέπεια αυτής είναι η μεταβολή τόσο του αριθμητή όσο και του παρονομαστή του λόγου των κερδών κατά μετοχή. Αναλυτικότερα, τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης προσαρμόζονται προσαυξητικά κατά το ποσό των μερισμάτων των μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών και των τόκων των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων, με τη λογική ότι τα εν λόγω χρηματικά ποσά θα είχαν αποφευχθεί (εξοικονομηθεί) σε περίπτωση που λάμβανε χώρα η μετατροπή. Μάλιστα, στην περίπτωση των μετατρέψιμων ομολογιών λαμβάνεται υπόψη και ο αναλογών φόρος εισοδήματος. Επιπρόσθετα, ο σταθμισμένος μέσος αριθμός των κοινών σε κυκλοφορία μετοχών αυξάνεται με το μέσο σταθμισμένο αριθμό των πρόσθετων κοινών μετοχών, οι οποίες θα ήταν σε κυκλοφορία σε περίπτωση μετατροπής όλων των δυνητικών τίτλων σε κοινές μετοχές. Φυσικά, δυνητικοί τίτλοι που έχουν μετατραπεί σε κοινές μετοχές κατά τη διάρκεια της υπό μελέτη χρήσης περιλαμβάνονται στον υπολογισμό των μειωμένων κερδών κατά μετοχή από την αρχή της περιόδου μέχρι την ημερομηνία μετατροπής. Από την ημερομηνία της μετατροπής οι

²⁴ Μάλιστα, σε περίπτωση που ο εκδότης ενός χρηματοπιστωτικού μέσου παρέχει στον κάτοχο αυτού το δικαίωμα διακανονισμού είτε με έκδοση κοινών μετοχών είτε με πληρωμή τοις μετρητοίς, τότε η επιλογή του διακανονισμού με μετρητά δεν λαμβάνεται υπόψη και θεωρείται ότι το χρηματοπιστωτικό μέσο καταλήγει στην έκδοση κοινών μετοχών, οπότε και εδώ εφαρμόζεται η υπόθεση της μετατροπής.

προκύπτουσες κοινές μετοχές περιλαμβάνονται τόσο στα βασικά όσο και στα μειωμένα κέρδη κατά μετοχή. Επισημαίνεται, τέλος, ότι οι δυνητικοί τίτλοι μετατρέψιμοι σε κοινές μετοχές σταθμίζονται για την περίοδο που ήταν σε κυκλοφορία. Όσοι λοιπόν από αυτούς ακυρώθηκαν ή παραγράφηκαν κατά τη διάρκεια της υπό μελέτης λογιστικής χρήσης περιλαμβάνονται στον υπολογισμό των μειωμένων κερδών κατά μετοχή μόνο για την αναλογία της περιόδου κατά τη διάρκεια της οποίας ήταν σε κυκλοφορία.

Η μερισματική πολιτική (*dividend policy*)²⁵ που υιοθετεί και εφαρμόζει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα παρουσιάζει, επίσης, έντονο

²⁵ Η μερισματική πολιτική, όπως αναφέρθηκε και στην ενότητα 2.2.3., αφορά αφενός στον καθορισμό του ποσοστού των καθαρών ετήσιων κερδών που διατίθενται στους μετόχους ή τους εταίρους μιας επιχείρησης και αφετέρου στη χάραξη στρατηγικής για τη σταθερότητα ή μη του χρηματικού ποσού ανά μετοχή ή εταιρικό μερίδιο που διανέμεται ως μέρισμα από έτος σε έτος.

Η επιστήμη της χρηματοοικονομικής, σε θεωρητικό επίπεδο, έχει αναπτύξει τρεις διαφορετικές απόψεις αναφορικά με τη σχέση που υφίσταται μεταξύ της μερισματικής πολιτικής και της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών μιας εταιρείας^{xxii}.

Ειδικότερα, οι Franco Modigliani και Merton Miller υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική και η τρέχουσα τιμή ενός μετοχικού τίτλου είναι ασυσχέτιστες μεταξύ τους μεταβλητές. Η αιτιολογική βάση αυτής της άποψης πηγάζει από τη διαπίστωση ότι η αξία μιας οικονομικής μονάδας επηρεάζεται αποκλειστικά από την αποδοτικότητα και τον επιχειρηματικό της κίνδυνο. Με άλλα λόγια, λοιπόν, καθοριστικός παράγοντας της αξίας μιας εταιρείας δεν αποτελεί η τακτική διανομή μερισμάτων, αλλά η επενδυτική στρατηγική που αυτή χαράζει. Η εν λόγω θεωρία επαληθεύεται όταν πληρούνται οι εξής προϋποθέσεις: πρώτον, υπάρχει αντικειμενική πληροφόρηση και τέλεια ενημέρωση τόσο των επιχειρησιακών στελεχών όσο και του επενδυτικού κοινού, δεύτερον, οι δυνητικοί επενδυτές είναι αδιάφοροι ως προς την απόδοση των μερισμάτων και την αντίστοιχη των κεφαλαιακών κερδών, τρίτον, δεν υφίστανται έξοδα ούτε για την έκδοση ούτε για τη διαπραγμάτευση μετοχικών τίτλων και, τέταρτον, οι των φυσικών προσώπων (προσωπικοί) και των νομικών προσώπων (εταιρικοί) φόροι είναι μηδενικοί.

Η δεύτερη θεωρητική προσέγγιση, που διατυπώθηκε από τους Myron Gordon και John Lintner, στηρίζεται στην υπόθεση ότι η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών μερισμάτων με συντελεστή προεξόφλησης την απαιτούμενη από τους μετόχους απόδοση. Αυτό φυσικά προϋποθέτει ότι το επενδυτικό κοινό θεωρεί την είσπραξη των μερισμάτων περισσότερο βέβαιη και σίγουρη από την πραγματοποίηση κεφαλαιακών κερδών. Στην περίπτωση αυτή, λοιπόν, μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας επέρχεται, όταν διανέμονται όσο το δυνατό υψηλότερα μερίσματα.

Η τρίτη προσέγγιση φέρει τον τίτλο θεωρία διαφορικού φόρου. Βασίζεται στην εικασία ότι η ανομοιογενής φορολογική μεταχείριση των μερισμάτων και των κεφαλαιακών κερδών αποτελεί τον οδηγό λήψης των αποφάσεων του επενδυτικού κοινού. Με γνώμονα το γεγονός ότι τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα σε σχέση με τα μερίσματα, οι επενδυτές προσανατολίζονται στην απαίτηση μεγαλύτερων αποδόσεων από μετοχικούς τίτλους εταιρειών που παρέχουν υψηλά μερίσματα συγκριτικά, πάντα, με εκείνες που διανέμουν μικρότερο ποσό των αποτελεσμάτων χρήσης τους. Με πιο απλά λόγια, μηδενικά, ή γενικά ελάχιστου χρηματικού ποσού, μερίσματα συντελούν στη μεγιστοποίηση της αξίας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι καμία από τις προαναφερόμενες θεωρίες δεν έχει αποδειχθεί ως η ορθότερη. Στην πράξη οι πιο συνηθισμένες μερισματικές στρατηγικές είναι δυνατό να ταξινομηθούν σε τέσσερις κατηγορίες: του σταθερού μερίσματος ανά μετοχή, του σταθερού ποσοστού των διανεμόμενων κερδών, του χαμηλού τακτικού μερίσματος με την ταυτόχρονη αναγγελία και καταβολή έκτακτου μερίσματος και της υπολειμματικής πολιτικής.

χρηματοοικονομικό ενδιαφέρον. Η μελέτη αυτής είναι δυνατή, κατά κάποιο τρόπο, με τη μέτρηση της **μερισματικής απόδοσης (dividend yield)** ενός μετοχικού τίτλου. Η τελευταία, γνωστή και με το ακρωνύμιο **DY**, προσδιορίζεται από το πηλίκο των κατά μετοχή μερισμάτων προς τη χρηματιστηριακή αξία της μετοχής, δηλαδή μαθηματικά υπολογίζεται ως ακολούθως

$$\text{Μερισματική Απόδοση (DY)} = \frac{\text{Μέρισμα κατά Μετοχή}}{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}$$

Η μερισματική απόδοση δεικνύει πόσο συμφέρουσα είναι η επένδυση σε μετοχές μιας συγκεκριμένης επιχείρησης^{lxxiii}. Ειδικότερα, εμφανίζει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές, όταν έχουν αποκτήσει μετοχικούς τίτλους μιας εταιρείας σε δεδομένη στιγμή στην τρέχουσα χρηματιστηριακή τους αξία. Είναι λοιπόν φανερό ότι όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής τόσο πιο ελκυστικός είναι ο εκάστοτε τίτλος για το επενδυτικό κοινό.

Οι τιμές που λαμβάνει ο εν λόγω δείκτης είναι μικρές, όταν οι επιχειρηματικές μονάδες αναπτύσσονται με ραγδαίους ρυθμούς, διότι προτιμούν την επανεπένδυση (μέσω της κεφαλαιοποίησης) των κερδών τους. Σε αντιδιαστολή, επιχειρήσεις σε στατικές αγορές επιλέγουν συνήθως τη διανομή υψηλού χρηματικού ποσού ως μέρισμα, παρουσιάζοντας αντίστοιχα υψηλή μερισματική απόδοση.

Ένας πρόσθετος χρηματοοικονομικός λόγος που ενδείκνυται για τη μελέτη της μερισματικής πολιτικής και διαχείρισης είναι κι ο **δείκτης διανεμόμενων κερδών (dividends payout ratio)**, γνωστός και με τη συντομογραφία **DPR**, που αποδίδεται με το ακόλουθο κλάσμα

$$\text{Διανεμόμενα Κέρδη (DPR)} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}} \times \frac{\text{Μέρισμα κατά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}}$$

Ο εν λόγω δείκτης εμφανίζει τη σχέση που υφίσταται μεταξύ των μερισμάτων και των αποτελεσμάτων χρήσης μιας επιχείρησης^{lxxiv}. Με άλλα λόγια, παρουσιάζει το ποσοστό των κερδών που διανέμονται στους κοινούς μετόχους υπό τη μορφή μερισμάτων.

Κι αυτός ο δείκτης, όπως και ο προαναφερόμενος, εμφανίζει χαμηλές τιμές, εφόσον οι εταιρικές μονάδες βρίσκονται σε ανοδική εξελικτική πορεία, ενώ, αντίθετα, υψηλότερες τιμές εμφανίζουν εκείνες οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από στασιμότητα και σταθερότητα πραγματοποίησης θετικών αποτελεσμάτων χρήσης.

Εξίσου σημαντικός είναι και ο δείκτης **τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (price to earnings)**, ο οποίος σε διεθνές επίπεδο έχει καθιερωθεί ως **P/E ratio**. Ο εν λόγω δείκτης εξετάζει την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας σε σχέση με τα ανά μετοχή κέρδη και, όπως γίνεται φανερό και από τον τίτλο του, αποδίδεται με το κλάσμα

$$\text{Τιμή προς Κέρδη κατά Μετοχή (P/E ratio)} = \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}}$$

Ο ως άνω λόγος, που αποτελεί ένα καθαρό μέγεθος απαλλαγμένο από συγκεκριμένη μονάδα μέτρησης, λαμβάνει πάντοτε θετικές τιμές²⁶.

²⁶ Η ισχύς αυτού εξάλλου αποδεικνύεται και από το γεγονός ότι τα κέρδη κατά μετοχή προσδιορίζονται μόνον και μόνον όταν τα αποτελέσματα χρήσης είναι μεγαλύτερα του μηδενός.

Επομένως, δεν υπολογίζεται όταν μια επιχειρηματική μονάδα εμφανίζει αρνητικά αποτελέσματα χρήσης. Μάλιστα και στην περίπτωση όπου τα καθαρά αποτελέσματα μιας διαχειριστικής περιόδου είναι μηδενικά ο προαναφερόμενος δείκτης δεν προσδιορίζεται, διότι τείνει στο άπειρο²⁷.

Αναφορικά με τον προσδιορισμό του δείκτη τονίζεται ότι αυτός είναι δυνατός είτε χρησιμοποιώντας τα κατά μετοχή κέρδη προηγούμενων λογιστικών χρήσεων, οπότε και υπολογίζεται ο **ιστορικός λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (*trailing P/E ratio*)**, είτε λαμβάνοντας υπόψη τα κατά μετοχή κέρδη της τρέχουσας λογιστικής χρήσης, οπότε και υπολογίζεται ο **τρέχων λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (*current P/E ratio*)**, είτε, τέλος, με βάση τα προσδοκώμενα κέρδη της τρέχουσας περιόδου, οπότε και υπολογίζεται ο **προσδοκώμενος λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή (*forward P/E ratio*)**. Το ότι οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές επιλέγουν πολλές φορές τον υπολογισμό του ονομαζόμενου προσδοκώμενου δείκτη τιμής προς κέρδη έγκειται στο γεγονός ότι η τιμή των μετοχών μιας επιχείρησης επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από τα αναμενόμενα αποτελέσματα της τρέχουσας χρήσης²⁸. Η αιτιολογική βάση για την οποία χρησιμοποιούνται τα κέρδη της επόμενης χρήσης είναι ότι οι επενδυτές που αγοράζουν και πωλούν μια μετοχική αξία προβαίνουν σε αυτή τους την ενέργεια στηριζόμενοι στα

²⁷ Προκειμένου να αναχαιτιστεί η αδυναμία υπολογισμού του υπό εξέταση δείκτη για εταιρικές μονάδες που εμφανίζουν αρνητικά ή μηδενικά αποτελέσματα χρήσης, ορισμένοι χρηματοοικονομικοί αναλυτές προτείνουν όπως προσδιορίζεται ο αντίστροφος του προαναφερόμενου λόγου, που φέρει και την ονομασία **απόδοση κερδών (*earnings yield*)**.

²⁸ Θα πρέπει στο σημείο αυτό να ειπωθεί ότι μερίδα αναλυτών, προκειμένου να προσδιορίσουν το ύψος του προσδοκώμενου λόγου, λαμβάνουν υπόψη το μέσο όρο των κατά μετοχή προβλεπομένων κερδών για τα επόμενα πέντε ή και περισσότερα έτη^{xxv}.

προσδοκώμενα κέρδη της επιχείρησης στο μέλλον²⁹.

Η σχέση της τρέχουσας τιμής προς τα κέρδη μιας μετοχής δεικνύει πόσες φορές διαπραγματεύεται μια μετοχή τα κέρδη του προηγούμενου έτους στο χρηματιστήριο ή διαφορετικά ερμηνευμένα πόσες χρηματικές μονάδες είναι διατεθειμένος ένας επενδυτής να καταβάλλει για την απόκτηση μιας μετοχής για κάθε χρηματική μονάδα κέρδους της επιχείρησης³⁰. Είναι λογικό, βάσει της οικονομικής αρχής³¹, ότι οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερες χρηματικές μονάδες για κάθε χρηματική μονάδα δημοσιευμένων κερδών, κάθε κατά τα λοιπά όμοιας εταιρείας. Επομένως και υπό την προϋπόθεση ότι η χρηματιστηριακή αγορά λειτουργεί αποτελεσματικά, ο εν λόγω δείκτης λαμβάνει υψηλότερες τιμές, όταν μια επιχειρηματική μονάδα παρουσιάζει δυναμική αναπτυξιακή εξέλιξη, δηλαδή υψηλό ρυθμό ανάπτυξης,

²⁹ Ο προσδοκώμενος λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή είναι κατά μία έννοια απόρροια του υποδείγματος αποτίμησης μερισμάτων (dividend growth model)^{lxvii}. Η σχέση που συνδέει τον ως άνω δείκτη με τη μερισματική απόδοση μιας εταιρείας με σταθερό ρυθμό ανάπτυξης, μαθηματικά απεικονίζεται με την ακόλουθη σχέση

$$\begin{aligned} \text{Προσδοκώμενη Τιμή προς Κέρδη κατά Μετοχή (Forward } P/E \text{ ratio)} &= \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}_0}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}_1} = \\ &= \frac{1 - g_n / ROE_n}{k_e - g_n}, \end{aligned}$$

όπου g = ρυθμός ανάπτυξης

k_e = κόστος ίδιων κεφαλαίων

n = αριθμός ετών

ROE = αποδοτικότητα ίδιων κεφαλαίων

Από αυτή τη σχέση έκδηλο είναι το συμπέρασμα ότι ο εν λόγω δείκτης είναι περισσότερο ευαίσθητος στις μεταβολές του ρυθμού ανάπτυξης, όταν τα επιτόκια κυμαίνονται σε χαμηλά επίπεδα. Ο λόγος είναι απλός. Ο ρυθμός ανάπτυξης αναφέρεται στις μελλοντικές ταμιακές ροές. Είναι γνωστό ότι η παρούσα αξία αυτών είναι μικρότερη, όταν τα επιτόκια προεξόφλησης είναι μεγαλύτερα. Εξάλλου, όταν τα επιτόκια διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα είναι φυσικό να παρατηρείται και αύξηση του κόστους των ίδιων κεφαλαίων. Επομένως, η επίπτωση της μεταβολής του ρυθμού ανάπτυξης στην παρούσα αξία των ροών τείνει να είναι μικρότερη, συντελώντας σε ένα μικρού μεγέθους δείκτη τιμής προς κέρδη κατά μετοχή.

³⁰ Η σχέση αυτή πληροφορεί συγχρόνως για τον αριθμό των ετών που απαιτούνται (σε καθαρά κέρδη ανά μετοχή) για να αποκτηθεί μια μετοχή. Ο υπολογιζόμενος κατά αυτό τον τρόπο λόγος προϋποθέτει ότι τα κέρδη, με βάση τα οποία υπολογίζεται, θα παραμείνουν αμετάβλητα και σταθερά στο μέλλον.

³¹ Η οικονομική αρχή, ή αλλιώς το οικονομικό αξίωμα, στη γενική του μορφή συνίσταται στην προσπάθεια επίτευξης του μεγαλύτερου δυνατού αποτελέσματος με τη μικρότερη δυνατή θυσία ή μέσα. Το εν λόγω αξίωμα μπορεί, επιπλέον, να εμφανιστεί και με τη μερικότερη μορφή, όταν δηλαδή με εκ των προτέρων καθορισμένα μέσα επιδιώκεται η επίτευξη του μέγιστου δυνατού αποτελέσματος.

πράγμα το οποίο σημαίνει ότι η αγορά την αξιολογεί θετικά. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές έχουν εμπιστοσύνη ότι η εταιρεία θα βελτιώσει και θα μεγιστοποιήσει μελλοντικά τα κέρδη της³². Αντίθετα, σε θεωρητικό επίπεδο, επιχειρήσεις που είτε αντιμετωπίζουν υψηλούς κινδύνους³³ είτε καταγράφουν στασιμότητα στα αποτελέσματα χρήσης, εμφανίζουν χαμηλότερες τιμές. Παρατηρήσεις πάντως, έχουν οδηγήσει στο συμπέρασμα ότι εφόσον η χρηματιστηριακή αγορά σημειώνει ανοδική πορεία και η ζήτηση των τίτλων υπερβαίνει την προσφορά, τότε ο υπό εξέταση δείκτης λαμβάνει τιμές υψηλότερες από ό,τι όταν η αγορά βρίσκεται σε ύφεση.

Σχετικά, λοιπόν, με το κρίσιμο ερώτημα που τίθεται συχνά αναφορικά με το ιδανικό ύψος του λόγου αυτού αξίζει να σημειωθεί ότι πρόκειται για ένα πρόβλημα το οποίο δεν επιδέχεται εύκολης απάντησης^{lxxix}. Το ύψος του εν λόγω δείκτη, όπως αναφέρθηκε και σε προηγούμενο σημείο, αποτελεί έναν οδηγό για τη λήψη αποφάσεων από το επενδυτικό κοινό, διότι είναι ένα ουσιώδες κριτήριο αξιολόγησης της επίδοσης της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η οποιαδήποτε απόφαση, όμως, θα πρέπει να συνοδεύεται

³² Βέβαια, στην καθημερινή πρακτική, σε μια χρηματιστηριακή αγορά η οποία δεν λειτουργεί απόλυτα αποτελεσματικά, προσοχή απαιτείται σε περίπτωση υπερβολικά υψηλών τιμών του δείκτη, διότι ενδεχόμενη είναι και μια αρνητική στάση από το επενδυτικό κοινό. Η τελευταία οφείλεται στο γεγονός ότι η αγορά πιθανότατα θεωρεί τη μετοχή της συγκεκριμένης επιχείρησης υπερτιμημένη^{lxxvii}.

³³ Η έννοια του δείκτη τιμής προς κέρδη κατά μετοχή παρουσιάζει ομοιότητες με αυτή του **επιτοκίου ανατοκισμού ή κεφαλαιοποίησης (compound or capitalization interest)**, που χρησιμοποιείται για τη μετατροπή τρεχουσών αξιών σε ισοδύναμες μελλοντικές τιμές^{lxxviii}. Είναι γνωστό ότι το ύψος του εκάστοτε επιτοκίου ανατοκισμού είναι ανάλογο προς τον κίνδυνο που περιλαμβάνεται σε οποιαδήποτε επενδυτική δραστηριότητα. Επομένως, το χρηματικό ποσό που ένας επενδυτής είναι διατεθειμένος να δεσμεύσει, προκειμένου να αποκτήσει μια μετοχική αξία, εξαρτάται από την απόδοση που πιστεύει ότι θα απολαύσει, δεδομένου ότι σταθμίζει ταυτόχρονα και τους κινδύνους που αυτή περιλαμβάνει. Σε περίπτωση, λοιπόν, που οι μελλοντικοί κίνδυνοι αναμένονται να είναι υψηλότεροι από τους αντίστοιχους που επικρατούσαν στο παρελθόν, τότε είναι απαραίτητο να αυξηθεί το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης. Αντίθετα, εάν οι κίνδυνοι στο μέλλον προσδοκούνται να είναι μικρότεροι από αυτούς του παρελθόντος, τότε το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης θα πρέπει να είναι χαμηλότερο. Από τα παραπάνω προκύπτει ότι το επιτόκιο κεφαλαιοποίησης είναι αντίστροφο μέγεθος του λόγου τιμής προς κέρδη. Δηλαδή, όσο μεγαλύτερος ο κίνδυνος τόσο μικρότερος είναι ο λόγος τιμής προς κέρδη για να αντισταθμίσει τον αυξημένο κίνδυνο, με την προϋπόθεση ότι όλες οι λοιπές συνθήκες είναι ίδιες. Ισχύει φυσικά και το αντίστροφο. Έτσι συνάγεται ότι ο εν λόγω δείκτης αποτελεί κι ένα μέτρο του βαθμού κινδύνου που περιλαμβάνει έκαστη μετοχική επένδυση.

από μια πλήρη μελέτη τόσο των διακυμάνσεων της χρηματιστηριακής τιμής ενός μετοχικού τίτλου όσο και της διαχρονικής τάσης του δείκτη τιμής προς κέρδη κατά μετοχή για μια εταιρική μονάδα και συσχέτισή του αφενός με τον ίδιο δείκτη του κλάδου στον οποίο ανήκει η υπό εξέταση επιχείρηση και αφετέρου με τον αντίστοιχο δείκτη της αγοράς.

Ιδιαίτερα δημοφιλής είναι επίσης ο **δείκτης της τρέχουσας αξίας της εταιρείας προς τις πωλήσεις (price to sales ratio)**, που συναντάται στη διεθνή βιβλιογραφία με τη συντόμευση **P/S ratio**, και δίδεται από τη σχέση

$$\text{Τρέχουσα Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις (P/S ratio)} = \frac{\text{Τρέχουσα Αξία Εταιρείας}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Όπως γίνεται φανερό από την παραπάνω εξίσωση, ο εν λόγω αριθμοδείκτης αποκαλύπτει τη σχέση της χρηματιστηριακής αξίας της εταιρείας συναρτήσει των πωλήσεών της. Επομένως, τιμή του δείκτη αυτού μικρότερη της μονάδος συνεπάγεται επενδυτική ευκαιρία, διότι θεωρητικά τουλάχιστον η τιμή της μετοχής θεωρείται υποτιμημένη συγκριτικά με την πραγματική της αξία. Όμως, αφήφιστη χρησιμοποίηση του δείκτη εγκυμονεί παγίδες^{lxxx}. Δύο είναι οι κυριότεροι λόγοι. Πρώτον, μεγάλου μεγέθους κύκλος εργασιών δεν συνεπάγεται αυτόματα και υψηλά κέρδη. Δεύτερον, για τον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη δεν λαμβάνεται υπόψη η κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών. Για αυτό και ορισμένοι συγγραφείς, περισσότερο συντηρητικοί, προτείνουν στον αριθμητή του εν λόγω κλάσματος, που απεικονίζει την κεφαλαιοποίηση μιας επιχειρηματικής μονάδας και που, όπως είναι γνωστό, προκύπτει ως το γινόμενο της τρέχουσας τιμής της μετοχής μιας εταιρείας επί των αριθμό των εν κυκλοφορία μετοχών της, να προστίθεται και το συνολικό μακροπρόθεσμο

χρέος της. Με τον τρόπο αυτό καθίσταται δυνατή η σύγκριση εταιρειών με διαφορετική διάρθρωση κεφαλαίων.

Εξάλλου, ο υπολογισμός του δείκτη αυτού είναι δυνατός για όλες τις εταιρείες, ανεξάρτητα από το εάν παρουσιάζουν θετικά ή αρνητικά αποτελέσματα χρήσης, πράγμα το οποίο δεν είναι εφικτό όταν υπολογίζεται ο λόγος τιμής προς κέρδη κατά μετοχή. Μάλιστα, ο James O' Shaughnessy στο βιβλίο του «What Works on Wall Street» αποδεικνύει ότι ο δείκτης της τρέχουσας εταιρικής αξίας προς τις πωλήσεις είναι καλύτερος εκτιμητής της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής συγκριτικά με το δείκτη τιμή προς κέρδη κατά μετοχή^{lxxxix}.

Ένας τελευταίος χρηματοοικονομικού περιεχομένου αριθμοδείκτης που κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί, διότι παρέχει μια διαφορετική οπτική γωνία του τρόπου αποτίμησης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, είναι και ο **δείκτης της τρέχουσας προς τη λογιστική αξία της μετοχής (price to book value or market to book value ratio)**, που διεθνώς είναι διαδεδομένος με τη συντομογραφία **P/B ratio ή M/B ratio**. Ο εν λόγω δείκτης, όπως γίνεται κατανοητό και από τον τίτλο του, εξετάζει την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης σε σχέση με τη λογιστική αξία της μετοχής. Μαθηματικά αποτυπώνεται με την ακόλουθη σχέση

$$\text{Τρέχουσα προς Λογιστική Αξία Μετοχής (P/B ratio)} = \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Τιμή Μετοχής}}$$

Διευκρινίζεται ότι η λογιστική αξία αντιπροσωπεύει το απολογιστικό κόστος των φυσικών περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας^{lxxxix}. Με άλλα λόγια, η εσωτερική αξία δίδεται σε ιστορικές τιμές, εκτός βέβαια της περίπτωσης όπου έχει προηγηθεί αναπροσαρμογή των παραγωγικών συντελεστών που έχει στη

διάθεσή της η επιχειρηματική μονάδα, και ορίζεται από τη σχέση των ίδιων κεφαλαίων προς τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

Ο εν λόγω δείκτης αντικατοπτρίζει, κατά μία έννοια, την αξία που προσδίδει το επενδυτικό κοινό στη διοίκηση, στην οργανωτική δομή και λειτουργία μιας εταιρείας ως μια ζωντανή και ενεργή οικονομική μονάδα^{lxxxiii}. Πιο αναλυτικά, δεικνύει πόσες φορές η εσωτερική αξία ενός μετοχικού τίτλου διαπραγματεύεται στη χρηματιστηριακή αγορά και παρέχει ένδειξη περί του εάν η μετοχή είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη σε σχέση με την εσωτερική της αξία³⁴. Επομένως, εφόσον ο εν λόγω δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, η επιχείρηση οφείλει να αναζητήσει τα αίτια που συνέβαλλαν στην ενίσχυση της εμπιστοσύνης που απολαμβάνει από το επενδυτικό κοινό. Αντίθετα, όταν ο ως άνω δείκτης έχει τιμή μικρότερη της μονάδας, η οικονομική μονάδα πρέπει να διερευνήσει τους λόγους για τη χαμηλή αποτίμηση της μετοχής της από την αγορά. Ο εντοπισμός των αιτιών και, φυσικά, η εν συνέχεια εξάλειψή τους είναι ενδεχόμενο και πιθανό να συντελέσει στη δημιουργία των κατάλληλων

³⁴ Ορισμένοι αναλυτές θεωρούν ότι η εσωτερική λογιστική αξία μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όπως προκύπτει από τις χρηματοοικονομικές της καταστάσεις, δεν αποτελεί αξιόπιστο μέγεθος^{lxxxiv}. Για το λόγο αυτό προτείνουν όπως χρησιμοποιηθεί ένας άλλος αριθμοδείκτης, ο λεγόμενος **Tobin's Q ratio**, το όνομα του οποίου προέρχεται από τον εμπνευστή αυτού, τον James Tobin. Ο εν λόγω δείκτης, που στηρίζεται, για την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρείας στο κόστος αντικατάστασής τους, αποδίδεται με την ακόλουθη σχέση

$$\text{Tobin's Q ratio} = \frac{\text{Τρέχουσα Αξία Επιχείρησης}}{\text{Κόστος Αντικατάστασης Περιουσιακών Στοιχείων Επιχείρησης}}$$

Η λογική του ως άνω δείκτη βασίζεται στο βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού. Όταν λοιπόν ο ως άνω λόγος λαμβάνει τιμές μεγαλύτερες της μονάδας, σημαίνει ότι η εταιρεία εκμεταλλεύεται αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία, ενώ όταν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, γίνεται εμφανές ότι η εταιρεία έχει περιθώρια βελτίωσης.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι οι τιμές που λαμβάνει ο προαναφερόμενος δείκτης εξαρτώνται από τις πληθωριστικές αξίες. Αναλυτικότερα, όταν ο πληθωρισμός παρουσιάζει ανοδικές τάσεις, το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, όπως είναι φυσικό, θα αυξάνεται. Το αποτέλεσμα θα είναι ο δείκτης Tobin's Q να λαμβάνει σχετικά χαμηλές τιμές, ενώ πιο έντονο θα είναι το φαινόμενο αυτό για τις εταιρείες που διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία κατά το μεγαλύτερο μέρος αποσβεσμένα. Ισχύει και το αντίστροφο. Δηλαδή, σε περιπτώσεις όπου το κόστος αντικατάστασης του συνόλου του ενεργητικού μειώνεται με ταχύτερο ρυθμό απ' ό,τι η λογιστική του αξία, ο προαναφερόμενος λόγος θα λαμβάνει υψηλές τιμές.

Σημειώνεται, επίσης, ότι, ενώ από ακαδημαϊκή σκοπιά ο εν λόγω δείκτης παρουσιάζει αρκετά πλεονεκτήματα, σε πρακτικό επίπεδο είναι δύσκολο να υπολογιστεί. Κυριότερη αιτία αποτελεί η έλλειψη πληροφοριών αναφορικά με το κόστος αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής μονάδας.

προϋποθέσεων για εταιρική ανάπτυξη και διαμόρφωση υψηλής τρέχουσας αξίας για τις μετοχές της.

Τέλος, σημειώνεται ότι δύο μεταβλητές που επηρεάζουν το βαθμό συσχέτισης της χρηματιστηριακής τιμής με τη λογιστική αξία ενός μετοχικού αξιόγραφου είναι αφενός η αποδοτικότητα της επιχειρηματικής μονάδας και αφετέρου το κόστος των ίδιων κεφαλαίων της³⁵. Ειδικότερα, έχει παρατηρηθεί ότι οικονομικές μονάδες, που εμφανίζουν υψηλά ποσοστά απόδοσης επί των ίδιων κεφαλαίων τους, είναι σε θέση να διαθέσουν τις μετοχές τους γενικά σε τιμές υψηλότερες ή και πολλαπλάσιες από τη λογιστική τους αξία³⁶. Επιπλέον, επιχειρήσεις που κατορθώνουν να παρουσιάσουν υψηλό δείκτη συνολικής

³⁵ Και ο υπό εξέταση δείκτης συνδέεται με το υπόδειγμα αποτίμησης των μερισμάτων (dividend growth model)^{xxxxv}. Η μαθηματική εξίσωση που απεικονίζει τη μεταξύ τους σχέση, εφόσον βέβαια μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα αναπτύσσεται με σταθερό ρυθμό, διαμορφώνεται ως ακολούθως

$$\text{Τρέχουσα προς Λογιστική Αξία Μετοχής (P/B ratio)} = \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}_0}{\text{Λογιστική Τιμή Μετοχής}_0} = \frac{ROE - g_n}{k_e - g_n},$$

όπου g = ρυθμός ανάπτυξης

k_e = κόστος ίδιων κεφαλαίων

n = αριθμός ετών

ROE = αποδοτικότητα ίδιων κεφαλαίων

Από την παραπάνω εξίσωση γίνεται κατανοητό ότι σε περίπτωση που η αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από το κόστος των ίδιων κεφαλαίων, τότε ο δείκτης λαμβάνει τιμή μεγαλύτερη της μονάδας. Και το αντίστροφο. Δηλαδή, εφόσον η αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων είναι μικρότερη από το κόστος αυτών, τότε η τρέχουσα τιμή της μετοχής θα είναι μικρότερη από τη λογιστική της αξία.

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι η επίπτωση στον υπό εξέταση δείκτη τόσο της αποδοτικότητας όσο και του κόστους των ίδιων κεφαλαίων είναι δυνατό να μελετηθεί από κοινού με τη βοήθεια ενός άλλου μεγέθους, που καλείται **πρόσθετη απόδοση ίδιων κεφαλαίων (excess equity return)**. Ο τελευταίος αυτός όρος προκύπτει απλά από την αφαίρεση των δύο προαναφερόμενων παραγόντων, δηλαδή ισχύει η αλγεβρική σχέση

$$\text{Πρόσθετη Απόδοση Ίδιων Κεφαλαίων} = ROE - k_e,$$

όπου k_e = κόστος ίδιων κεφαλαίων

ROE = αποδοτικότητα ίδιων κεφαλαίων

³⁶ Το Μάιο του 2001 πραγματοποιήθηκε στατιστική έρευνα που αφορούσε τον προσδιορισμό του βαθμού εξάρτησης μεταξύ του υπό ανάλυση δείκτη και της αποδοτικότητας των ίδιων κεφαλαίων^{xxxxvi}. Το δείγμα περιλάμβανε 272 εισηγμένες στο ελληνικό χρηματιστήριο εταιρείες. Η μελέτη, που στηρίχθηκε στη μέθοδο της απλής γραμμικής παλινδρόμησης, κατέληξε στην εξίσωση $P/B \text{ ratio} = 2,11 + 11,63ROE$, με συντελεστή προσδιορισμού (coefficient of determination), που συμβολίζεται με R^2 , ίσο με 17,50%. Πιο απλά, ενώ επιβεβαιώνεται το συμπέρασμα ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο προαναφερόμενων παραγόντων, η σχέση αυτή δεν είναι ιδιαίτερα σθεναρή, διότι το ποσοστό μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής, και στη συγκεκριμένη περίπτωση του λόγου της τρέχουσας προς τη λογιστική αξία μιας μετοχής, που εξηγείται από την παλινδρόμηση, κυμαίνεται σε χαμηλά σχετικά επίπεδα.

αποδοτικότητας, επίσης, στις περισσότερες περιπτώσεις εμφανίζουν τον υπό εξέταση δείκτη με τιμή μεγαλύτερης της μονάδας. Από την άλλη πλευρά, στις εταιρείες, που καταγράφουν χαμηλή αποδοτικότητα επί των συνολικών τους κεφαλαίων, συνήθως, ο υπό εξέταση δείκτης λαμβάνει τιμές που υπολείπονται σημαντικά της μονάδας.

3.5. ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ

Οι αποκαλούμενοι σύγχρονοι δείκτες μέτρησης της επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, που ως επί το πλείστον αναπτύχθηκαν από ακαδημαϊκούς ερευνητές και χρηματοοικονομικούς αναλυτές τις τελευταίες δύο δεκαετίες του 20^{ου} αιώνα, έχουν όλοι ένα κοινό χαρακτηριστικό γνώρισμα: αποσκοπούν στη μέτρηση της αξίας που δημιουργείται είτε για ολόκληρη την επιχείρηση είτε για τους μετόχους.

Η φιλοσοφία των εν λόγω δεικτών στηρίζεται, άμεσα ή έμμεσα, στη σύνθεση τριών κλασικών παραδοσιακών θεωριών. Η πρώτη αφορά τη διαχρονική αξία του χρήματος, η δεύτερη το οικονομικό κέρδος και η τρίτη το κόστος κεφαλαίου. Με τον όρο **διαχρονική αξία χρήματος (time value of money)** νοείται η αξία του χρήματος σε σχέση με το χρόνο, που είναι πλήρως ανεξάρτητη από όλες τις νομισματικές διακυμάνσεις, συμπεριλαμβανομένου του πληθωρισμού ή του αποπληθωρισμού³⁷. Το **οικονομικό κέρδος (economic**

³⁷ Η θεωρία της διαχρονικής αξίας του χρήματος, βάσει της οποίας νοείται ότι το χρήμα επενδύσιμο αποφέρει πρόσθετο χρήμα με την πάροδο του χρόνου, είναι άμεσα συνδεδεμένη με τις έννοιες της μελλοντικής αξίας και της παρούσας αξίας^{xxxvii}. Ειδικότερα, η **μελλοντική αξία (future value)**, δηλαδή ο υπολογισμός της αξίας ενός χρηματικού ποσού σήμερα σε μια μεταγενέστερη περίοδο βασίζεται στη διαδικασία του **ανατοκισμού (compounding)**, ενώ η **παρούσα αξία (present value)**, που είναι η τρέχουσα αξία ενός ποσού, η είσπραξη του οποίου λαμβάνει χώρα στο μέλλον, βασίζεται στη διαδικασία της **προεξόφλησης (discounting)**.

profit) ή υπολειμματικό εισόδημα (residual income) αναφέρεται στην ουσιαστική μεταβολή που επέρχεται στην καθαρή θέση μιας επιχειρηματικής μονάδας λαμβανομένων υπόψη και των καταβολών και απολήψεων των φορέων της³⁸. Αποτελεί, με άλλα λόγια, το λειτουργικό κέρδος μετά την αφαίρεση της χρέωσης του κεφαλαίου. Το κέρδος αυτό ορίζεται ως η διαφορά μεταξύ των από τον κύκλο εργασιών που πραγματοποιεί μια επιχείρηση συνολικών εσόδων (revenues) και των συνολικών εξόδων (implicit costs and explicit costs) που γίνονται για χάρη της παραγωγής, της διακίνησης και της πώλησης των αγαθών (προϊόντων ή / και υπηρεσιών) μιας επιχείρησης και για δεδομένη χρονική περίοδο³⁹. Τέλος, η τρίτη θεωρία σχετίζεται με το **κόστος κεφαλαίου (cost of capital)** της επιχείρησης⁴⁰. Γενικά, θα μπορούσε να λεχθεί ότι ως κόστος κεφαλαίου νοείται το προεξοφλητικό επιτόκιο που λαμβάνεται υπόψη στον προϋπολογισμό των δαπανών κεφαλαίου ή σε υπολογισμούς που έχουν σχέση με την αποτίμηση⁴¹.

³⁸ Η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος δεν είναι καινοτομική. Ο Alfred Marshall είναι ο πρώτος οικονομολόγος που διατύπωσε το σχετικό όρο στο βιβλίο του «Principles of Economics» το 1890^{xxxviii}, ενώ οι Dodd και Chen^{xxxix} σε άρθρο τους δηλώνουν ότι το 1917 ο Church και το 1924 ο Scovell αναφέρουν τον ως άνω όρο σε εγχειρίδια διοικητικής λογιστικής.

³⁹ Σημειώνεται ότι η έννοια του οικονομικού αποτελέσματος διαφοροποιείται από το λογιστικό αποτέλεσμα. Το τελευταίο προσδιορίζεται βάσει των αρχών και των κανόνων που διέπουν τη σύνταξη και την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Αναλυτικότερες πληροφορίες αναφορικά με τη διαδικασία και τον τρόπο υπολογισμού των λογιστικών αποτελεσμάτων ο αναγνώστης παραπέμπεται στην ενότητα 2.3.2. του δεύτερου κεφαλαίου της παρούσας εργασίας.

⁴⁰ Ο όρος κόστος κεφαλαίου περιλαμβάνει τις έννοιες του κεφαλαίου και του κόστους. Το κεφάλαιο στη συγκεκριμένη περίπτωση αναφέρεται στη μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Αποτελείται από τις κοινές και τις προνομιούχες μετοχές, τα αποθεματικά, όπως επίσης και τα μακροπρόθεσμα δάνεια. Τα προαναφερόμενα συστατικά μέρη του κεφαλαίου, που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, έχουν ορισμένο κόστος, διότι αποτελούν διάφορες μορφές παραγωγικών συντελεστών. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών αποτελεί και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Για την πληρέστερη κατανόηση των επομένων εννοιών κρίθηκε σκόπιμο να αναφερθεί συνοπτικά, στο Παράρτημα V της παρούσας εργασίας, ο τρόπος υπολογισμού του κόστους καθενός από τα συστατικά μέρη του κεφαλαίου, καθώς επίσης και του συνολικού κόστους μιας επιχείρησης.

⁴¹ Ένας άλλος ορισμός που χρησιμοποιείται ευρύτατα για την απόδοση του υπό εξέταση όρου θεωρεί ότι το κόστος κεφαλαίου αποτελεί την ελάχιστη απόδοση του ενεργητικού, την οποία οφείλει να επιτύχει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα προκειμένου να ικανοποιήσει τους επενδυτές της.

Η αξία μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας δεν είναι μια απλή εννοιολογική έκφραση. Αποτελεί ένα πολυδιάστατο και πολυσυζητημένο θέμα για το οποίο αναπτύχθηκαν ποικίλες ακαδημαϊκές θεωρίες και πρακτικές προσεγγίσεις. Για το λόγο αυτό κρίνεται σκόπιμο στο σημείο αυτό να γίνει μια σύντομη αναφορά στο **χρηματοοικονομικό μοντέλο ενδυνάμωσης της αλυσίδας αξίας (value enhancement chain)**, όπως διατυπώθηκε από τον Aswath Damodaran στην ερευνητική εργασία του με τίτλο «Value Creation and Enhancement: Back to the Future»^{xc}. Σύμφωνα με τον προαναφερόμενο συγγραφέα μια επιχείρηση δύναται να επιτύχει αύξηση της αξίας της ή με τη μεγιστοποίηση των ταμιακών ροών από τις λειτουργικές της δραστηριότητες ή με την επιτάχυνση του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξής της ή, τέλος, με τη μείωση του μέσου σταθμικού κόστους των κεφαλαίων της⁴².

Ο πρώτος τρόπος, λοιπόν, για την ενίσχυση της αξίας μιας επιχείρησης είναι η αύξηση των ταμιακών της ροών. Οι τελευταίες αναφέρονται στις συνήθεις λειτουργικές της δραστηριότητες⁴³. Οι εν λόγω ροές, διαφορετικά διατυπωμένα, αντικατοπτρίζουν το βαθμό χρησιμοποίησης των ενεργητικών στοιχείων που έχει στη διάθεσή της μια επιχείρηση. Επομένως, στο βαθμό που οι επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία εμφανίζουν ποσοστό κερδοφορίας το οποίο κυμαίνεται σε χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι το κόστος χρηματοδότησής τους είτε δεν γίνεται πλήρης εκμετάλλευση της παραγωγικής δυναμικότητας αυτών είτε υπάρχει περιθώριο για τη δημιουργία πρόσθετης αξίας στην

⁴² Στην πραγματικότητα, βέβαια, η επίτευξη των ως άνω επιμέρους στόχων παρουσιάζει ποικίλες δυσκολίες και δυσχέρειες, λόγω της σύνθεσης των μεταβλητών που πρέπει να ληφθούν υπόψη. Πρόσθετο πρόβλημα μάλιστα δημιουργείται στις περιπτώσεις όπου ποιοτικοί παράγοντες υπεισέρχονται στην αποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας. Οι παράγοντες αυτοί, λόγω της ιδιαίτερης φύσης τους, συχνά δεν περιλαμβάνονται στα χρηματοοικονομικά μοντέλα ανάλυσης και αξιολόγησης της αξίας μιας επιχείρησης.

⁴³ Σημειώνεται ότι κοινό σημείο όλων των σύγχρονων αριθμοδεικτών μέτρησης της επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων αποτελεί ο διαχωρισμός των δραστηριοτήτων τους σε λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοοικονομικές.

επιχείρηση. Καθίσταται φανερό ότι η βελτίωση της λειτουργικής αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας, με ταυτόχρονη μείωση των δαπανών, του κεφαλαίου κίνησης και των πρόσθετων αναγκών σε πάγια κεφάλαια, συμβάλλουν στην αύξηση της επιχειρηματικής αξίας. Μια δεύτερη κατηγορία παραγόντων που συντελούν στη μείωση των ταμιακών εξόδων μιας εταιρείας και κατά συνέπεια στη δημιουργία αξίας συνιστούν οι ευνοϊκές διατάξεις που θεσπίζονται από τη φορολογική νομοθεσία, οι αναπτυξιακοί νόμοι, όπως επίσης και πληθώρα κανονισμών που παρέχουν κίνητρα για την εμπορική δραστηριότητα και την ανάπτυξη των εταιρειών.

Ο δεύτερος τρόπος για την αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης είναι η επιτάχυνση του αναμενόμενου ρυθμού ανάπτυξής της. Αυτό επιτυγχάνεται, πρώτον, με την επανεπένδυση πρόσθετων χρηματικών ποσών, υπό την προϋπόθεση όμως ότι η απόδοση αυτών είναι υψηλότερη από το κόστος κεφαλαίου και, δεύτερον, με την αύξηση της αποδοτικότητας των απασχολούμενων κεφαλαίων.

Ιδιάζουσα σημασία για μια επιχείρηση έχει και το κόστος κεφαλαίου της, διότι η μείωση αυτού οδηγεί σε αύξηση της αξίας της. Μείωση του κόστους κεφαλαίου επιτυγχάνεται με την ελάττωση τόσο του επιχειρηματικού όσο και του χρηματοοικονομικού κινδύνου⁴⁴. Η πρώτη μορφή κινδύνου, που αναφέρεται στη μεταβλητότητα των λειτουργικών αποτελεσμάτων προ τόκων και φόρων, εξαρτάται άμεσα από το είδος της εμπορικής δραστηριότητας την οποία ασκεί μια εταιρική μονάδα, όπως επίσης και από το μέγεθος και τη θελκτικότητα της αγοράς στην οποία απευθύνεται. Επηρεάζεται, κυρίως, από τη μεταβλητότητα

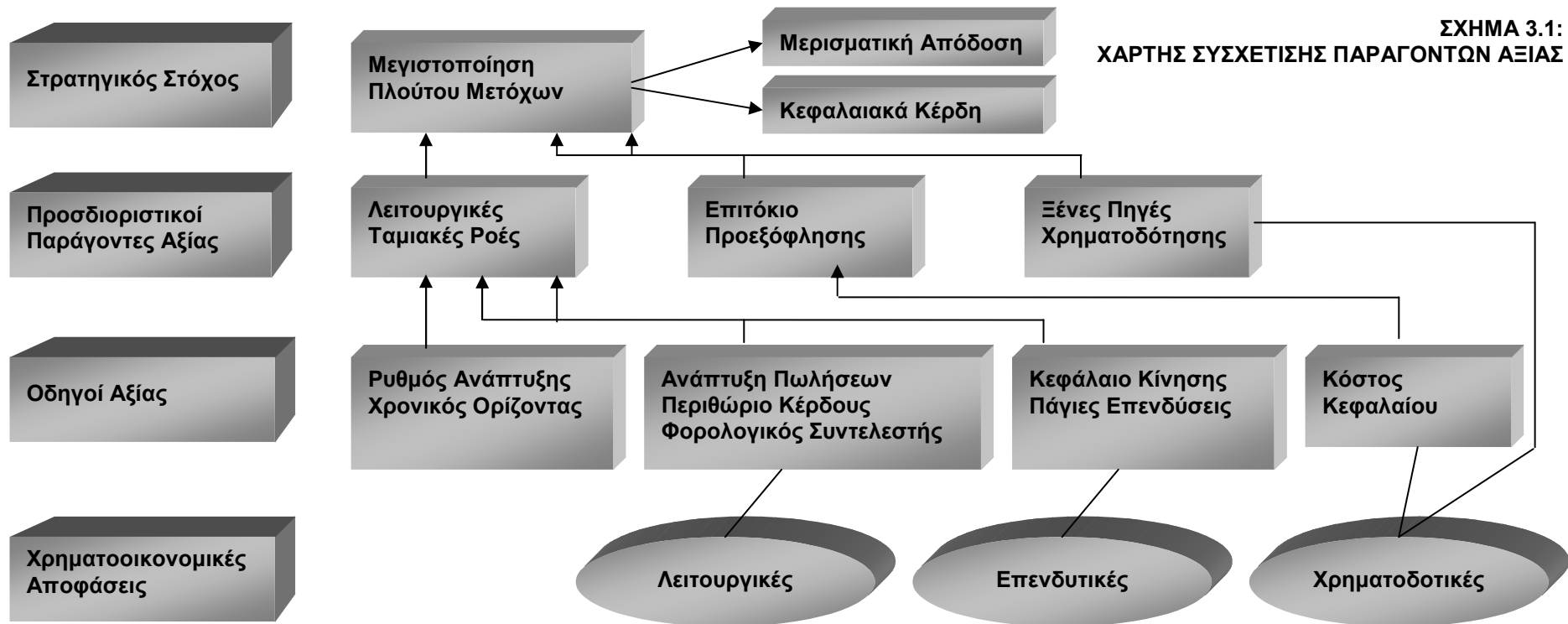
⁴⁴ Γενικές πληροφορίες σχετικά τις μορφές κινδύνου που αντιμετωπίζει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα παρέχονται στην υπ' αριθμ. 9 υποσημείωση στη σελίδα 75 της παρούσας εργασίας.

των κερδών, την εποχικότητα των πωλήσεων, την αυξομείωση του κόστους των παραγωγικών συντελεστών, τη συγκέντρωση κεφαλαίου, τη θέση της επιχείρησης στην αγορά, την τιμολογιακή και πιστοληπτική πολιτική που ακολουθεί, το βαθμό διαφοροποίησης των προϊόντων ή / και των υπηρεσιών που παρέχει και το ρυθμό ανάπτυξής της. Δεδομένου ότι ο επιχειρηματικός κίνδυνος συμβάλλει τόσο στο **μη συστηματικό κίνδυνο (non-systematic risk)**, που είναι δυνατό να διαφοροποιηθεί, όσο και στο **συστηματικό κίνδυνο (systematic risk)**, ο οποίος δεν εξαλείφεται, γίνεται φανερό ότι μόνο κατά την αναλογία του δευτέρου επηρεάζεται η αξία μιας επιχείρησης. Ένας πρόσθετος παράγοντας που επηρεάζει το κόστος κεφαλαίου είναι και ο βαθμός λειτουργικής μόχλευσης. Πρόκειται για ένα μέγεθος που μετράει την αναλογία του κόστους που είναι σταθερό. Εύλογο είναι ότι ο περιορισμός των ενεργητικών στοιχείων που δημιουργούν υψηλές σταθερές λειτουργικές δαπάνες οδηγεί σε μείωση του βαθμού λειτουργικής μόχλευσης και, φυσικά, σε μείωση του κόστους κεφαλαίου. Μια τρίτη προσέγγιση για τη μείωση του κόστους κεφαλαίου είναι η επιλογή της άριστης κεφαλαιακής δομής, που εξαρτάται άμεσα από το ύψος του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Είναι γνωστό ότι η χρήση ξένων πηγών χρηματοδότησης προσφέρει φορολογικά πλεονεκτήματα στην επιχείρηση. Συνεπώς, η αξία της αυξάνεται με τη διόγκωση των δανείων, αν και μόνον αν η μόνη επίδραση που ισχύει είναι οι φορολογικές ελαφρύνσεις. Η επιλογή όμως ενός μεγαλύτερου επιπέδου χρηματοοικονομικής μόχλευσης οδηγεί αναπόφευκτα σε αύξηση του κινδύνου πτώχευσης με αποτέλεσμα τη μείωση της αξίας της επιχείρησης. Εξάλλου και ο βαθμός μεταβλητότητας των κερδών γίνεται περισσότερο ευαίσθητος. Από τα ανωτέρω συνάγεται ότι η καθαρή επίδραση, δηλαδή η διαφορά του οφέλους από τη σύναψη νέων δανειακών υποχρεώσεων και του πρόσθετου κινδύνου, είναι αυτή

που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη για τον έλεγχο επίτευξης του πρώτιστου οργανωσιακού στόχου, ήτοι τη μεγιστοποίηση της αξίας μιας επιχείρησης.

Εν κατακλείδι, η μέτρηση της επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, βάσει των σύγχρονων χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, στηρίζεται στους προσδιοριστικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αξία μιας επιχείρησης. Η τελευταία βελτιστοποιείται, εφόσον επιτυγχάνεται η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, που εξαρτάται από το επιτόκιο προεξόφλησης, τις λειτουργικές ταμιακές ροές, όπως επίσης και από τον τρόπο χρηματοδότησης των επενδυτικών σχεδίων μιας επιχείρησης^{xcι}. Οι προαναφερόμενοι παράγοντες προσδιορίζουν και τους λεγόμενους **οδηγούς αξίας (value drivers)**, δηλαδή τα οικονομικά εκείνα στοιχεία τα οποία συμβάλλουν στην ενίσχυση της αξίας μιας επιχείρησης. Στην επόμενη σελίδα παρατίθεται η διαγραμματική απεικόνιση αφενός των σχέσεων που υφίστανται μεταξύ των ως άνω παραγόντων και αφετέρου του τρόπου σύνδεσής τους με τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις και τους στρατηγικούς στόχους μιας επιχείρησης.

Με το διάγραμμα αυτό συμφωνεί και ο Alfred Rappaport που διατύπωσε, στο έργο του «Creating Shareholder Value», ότι η δημιουργία αξίας επικεντρώνεται σε επτά οδηγούς: το ρυθμό αύξησης των πωλήσεων, το περιθώριο κέρδους, το ποσοστό της επιβαλλομένης φορολογίας, τις πρόσθετες ανάγκες σε πάγια κεφάλαια και σε κεφάλαια κίνησης, το κόστος κεφαλαίου, όπως επίσης και το χρονικό ορίζοντα της περιόδου προγραμματισμού^{xcii}. Λειτουργικές αποφάσεις, όπως η επιλογή του μίγματος προϊόντων ή / και υπηρεσιών, η τιμολόγηση, η προώθηση, η διαφήμιση, η διανομή και το επίπεδο εξυπηρέτησης πελατείας, περιλαμβάνονται κυρίως στους τρεις πρώτους



Πηγή: Theseus Institute, 2002

οδηγούς αξίας. Επενδυτικές αποφάσεις, όπως ο καθορισμός του βαθμού παραγωγικής δυναμικότητας, η επιλογή των παγίων ενσώματων και ασώματων ακινητοποιήσεων και το επίπεδο των αποθεμάτων, αντικατοπτρίζονται στους δύο επόμενους οδηγούς αξίας. Οι χρηματοδοτικές αποφάσεις επηρεάζονται από το κόστος κεφαλαίου, το οποίο καθορίζεται, όπως έχει ήδη αναφερθεί, τόσο από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναλαμβάνεται, όσο και από το ύψος του χρηματοοικονομικού ρίσκου, που δέχεται επιδράσεις από το βαθμό δανεισμού και το επίπεδο μόχλευσης. Ο τελευταίος οδηγός αξίας, ο χρονικός ορίζοντας προγραμματισμού, αναφέρεται στην εκτίμηση των απαιτούμενων λογιστικών περιόδων, προκειμένου να επιτευχθούν οι οργανωσιακοί στόχοι της εταιρείας, δηλαδή ο χρόνος που απαιτείται για την επίτευξη αποδόσεων υψηλότερων από το κόστος κεφαλαίου.

Συνάγεται, λοιπόν, από τα ανωτέρω ότι οι σύγχρονοι δείκτες μέτρησης της επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων βασίζονται αφενός στα συστατικά στοιχεία και τη μεθοδολογία του **μοντέλου προεξόφλησης ροών (discount flow model)** και αφετέρου στην έννοια της **προστιθέμενης αξίας (value added)**.

3.5.1. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ (MVA)

Η **προστιθέμενη τρέχουσα αξία (market value added)** είναι ένας αριθμοδείκτης, γνωστός και με τη συντόμευση **MVA**, που αναπτύχθηκε από την εταιρεία Stern Stewart and Co., η οποία δραστηριοποιείται στον τομέα χρηματοοικονομικής υποστήριξης και παροχής συμβουλών.

Η προστιθέμενη τρέχουσα αξία ορίζεται ως η διαφορά που προκύπτει μεταξύ της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, που περιλαμβάνει το σύνολο της περιουσίας της, και του επενδυμένου κεφαλαίου, την ονομαστική αξία δηλαδή του συνόλου των ίδιων και των ξένων πηγών χρηματοδότησής της^{xciii}. Μαθηματικά δίδεται με τη σχέση

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Προστιθέμενης Τρέχουσας Αξίας (MVA)} &= \\ &= \text{Χρηματιστηριακή Αξία Επιχείρησης} - \text{Επενδυμένα Κεφάλαια} \end{aligned}$$

Επομένως, ο εν λόγω δείκτης είναι η διαφορά μεταξύ των εκροών, δηλαδή του χρηματικού ποσού το οποίο αναμένεται να απολαύσουν οι επενδυτές, και των εισροών, δηλαδή του χρηματικού ποσού που έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι και οι δανειστές. Συνάγεται λοιπόν ότι ο υπό εξέταση δείκτης αποτελεί την καθαρή παρούσα αξία των υφιστάμενων και μελλοντικών επενδύσεων μιας εταιρείας⁴⁵.

Ισχύει ότι εφόσον η συνολική τρέχουσα αξία μιας εταιρείας είναι μεγαλύτερη από το κεφάλαιο που έχει επενδυθεί σε αυτή, η επιχείρηση έχει συμβάλλει στη δημιουργία πρόσθετης αξίας. Επομένως, εάν ο δείκτης λαμβάνει θετικές τιμές, σημαίνει ότι η εταιρεία έχει συντελέσει στην αύξηση του πλούτου των μετόχων. Μάλιστα όσο μεγαλύτερη η τιμή του τόσο υψηλότερη καθίσταται και η αξία της επιχείρησης. Η αντίθετη περίπτωση, δηλαδή όταν η χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης είναι μικρότερη συγκριτικά με το ύψος των κεφαλαίων που δεσμεύτηκαν για τη λειτουργία της, οπότε και ο δείκτης

⁴⁵ Αν για λόγους απλότητας γίνει η υπόθεση ότι η τρέχουσα αξία των δανειακών κεφαλαίων συμπίπτει με την αντίστοιχη ονομαστική τους, τότε η προαναφερόμενη μαθηματική σχέση λαμβάνει την ακόλουθη μορφή
Προστιθέμενη Τρέχουσα Αξία = Τρέχουσα Αξία Ίδιων Κεφαλαίων - Λογιστική Αξία Ίδιων Κεφαλαίων

Η εν λόγω μορφή του δείκτη παρουσιάζει ομοιότητες με το λόγο της τρέχουσας προς τη λογιστική αξία της μετοχής. Η διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι η προστιθέμενη τρέχουσα αξία είναι απόλυτο μέτρο, ενώ ο δείκτης της τρέχουσας προς την ονομαστική αξία της μετοχής είναι σχετικό μέγεθος. Πάντως, η πληροφόρηση που λαμβάνεται είναι η ίδια. Ειδικότερα, θετική προστιθέμενη τρέχουσα αξία ισοδυναμεί με δείκτη χρηματιστηριακής προς λογιστική τιμή μετοχής μεγαλύτερο της μονάδας, ενώ όταν μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα εμφανίζει αρνητική προστιθέμενη αξία παρουσιάζει ταυτόχρονα και τον ως άνω λόγο με τιμή μικρότερη της μονάδας.

γίνεται αρνητικός, ερμηνεύεται ως ελάττωση της αξίας της επιχειρηματικής μονάδας και συνεπώς, μείωση του πλούτου των μετόχων.

Σύμφωνα με την άποψη του Bennett Stewart η προστιθέμενη τρέχουσα αξία δεικνύει την αξία που μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα έχει προσθέσει ή αφαιρέσει από την επένδυση των μετόχων. Εν τούτοις, ο εν λόγω δείκτης δεν λαμβάνει υπόψη ούτε το κόστος ευκαιρίας των επενδυμένων κεφαλαίου ούτε τις ταμιακές αποδόσεις προς τους μετόχους.

Σε στατιστική μελέτη που διεξήγαγε ο προαναφερόμενος χρηματοοικονομικός ερευνητής το 1994^{xciv} απέδειξε ότι ο υπό εξέταση δείκτης είναι θετικά συσχετισμένος με τις μεταβολές της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιρειών. Αλλά και οι Lehn και Makhija^{xcv} που διερεύνησαν τον εν λόγω δείκτη κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι αυτός εμφανίζει υψηλότερη συσχέτιση με τις αποδόσεις των μετοχών συγκριτικά με άλλα παραδοσιακά διαγνωστικά εργαλεία, όπως η αποδοτικότητα του ενεργητικού, η αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων και η αποδοτικότητα των πωλήσεων.

Σε επέκταση των ως άνω μελετών πραγματοποιήθηκε από τους David Cary, James Chong, Monica Her και Michael Phillips^{xcvi} έρευνα με αντικειμενικό σκοπό τη διερεύνηση του ενδεχομένου χρησιμοποίησης της προστιθέμενης τρέχουσας αξίας ως βάση και κριτήριο για την πρόβλεψη ενός χαρτοφυλακίου επιχειρήσεων με υψηλές υποσχόμενες αποδόσεις. Η ανάλυση στηρίχθηκε στο στατιστικό μοντέλο ελέγχου διαχωρισμού χαρτοφυλακίων (portfolio separation test), που ενδείκνυται για την εκτίμηση του μεγέθους της οικονομικής αποτελεσματικότητας, σύμφωνα με τους Granger και Newbold^{xcvii}. Ως δεδομένα χρησιμοποιήθηκαν οι ετήσιες τιμές που έλαβε ο υπό μελέτη δείκτης κατά τα έτη 1990 έως και 1999 σε σύνολο 200 αμερικανικών εταιρειών, οπότε και

δημιουργήθηκαν δύο χαρτοφυλάκια, καθένα από τα οποία περιείχε μετοχές 100 εταιρειών, ενώ έκαστη μετοχή είχε τον ίδιο συντελεστή στάθμισης συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο. Το κριτήριο για το διαχωρισμό των χαρτοφυλακίων ήταν το ύψος των αναμενόμενων αποδόσεων. Η στατιστική ανάλυση των σωρευτικών αποδόσεων των δύο χαρτοφυλακίων κατέληξε στο συμπέρασμα ότι το χαρτοφυλάκιο που περιείχε εταιρείες με υψηλούς δείκτες απέφερε και μεγαλύτερες αποδόσεις. Μάλιστα, ο συντελεστής προσδιορισμού⁴⁶ και ο προσαρμοσμένος συντελεστής προσδιορισμού⁴⁷ ανέρχονται σε ποσοστά 98,22% και 98,18% αντίστοιχα.

Τέλος, κρίνεται σκόπιμο να γίνει μια αναφορά σε έρευνα που επιμελήθηκε ο Stephen Taub και είδε το φως της δημοσιότητας το έτος 2003^c. Στην εν λόγω μελέτη υπολογίστηκε ο υπό εξέταση δείκτης για το σύνολο των αμερικάνικων εισηγμένων στο χρηματιστήριο αξιών εταιρειών, καθώς επίσης και για τους σημαντικότερους κλάδους της οικονομίας. Ενδεικτικά, στον πίνακα της επόμενης σελίδας, παρατίθενται τα σχετικά αποτελέσματα, για το διαχειριστικό έτος 2002, για τις πέντε πρώτες εταιρικές μονάδες που παρουσιάζουν τη μεγαλύτερη αύξηση της αξίας τους, καθώς επίσης και για τις πέντε επιχειρήσεις που εμφανίζουν τη μεγαλύτερη μείωση του πλούτου των μετόχων τους. Σημειώνεται ότι οι εν λόγω εταιρείες καταγράφουν κύκλο εργασιών μεγαλύτερο των 7 δις δολαρίων.

⁴⁶ Ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2) αποτελεί μέτρο της ικανότητας προσαρμογής του υποδείγματος και, ανεξάρτητα από τον αριθμό των ερμηνευτικών μεταβλητών, ορίζεται ως η αναλογία (ποσοστό) της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από την παλινδρόμηση^{xviii}.

⁴⁷ Ο προσαρμοσμένος ή διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού (\bar{R}^2) αποτελεί ένα μέτρο για τη σύγκριση της ερμηνευτικής ικανότητας υποδειγμάτων, όταν ο αριθμός των ερμηνευτικών μεταβλητών, καθώς και το μέγεθος του δείγματος διαφέρουν. Πρόκειται, δηλαδή, για ένα σχετικά πιο αμερόληπτο μέτρο εκτίμησης των διακυμάνσεων τόσο των εξαρτημένων μεταβλητών όσο και των καταλοίπων και προκύπτει από τη διαίρεση αυτών των διακυμάνσεων με τους αντίστοιχους βαθμούς ελευθερίας^{xix}.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ STEPHEN TAUB							
ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	MVA (εκατ. δολάρια)	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ (εκατ. δολάρια)	ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (εκατ. δολάρια)	ΠΩΛΗΣΕΙΣ (εκατ. δολάρια)	ΑΝΑΠΤΥΞΗ (%)	ΚΙΝΔΥΝΟΣ (%)	
General Electric Co.	222.767	322.190	99.423	73.420	32%	4%	
Microsoft Corp.	212.340	237.547	25.207	30.785	41%	7%	
Wal Mart Stores	207.346	280.970	73.624	244.524	48%	8%	
Johnson and Johnson	124.237	171.829	47.592	36.298	32%	4%	
Merck and Co.	107.076	144.624	37.548	51.790	58%	2%	

Motorola Inc.	-15.904	30.030	45.934	26.679	-17%	56%	
J.P. Morgan Chase Co.	-25.499	47.466	72.965	43.372	29%	22%	
AOL Time Warner Inc.	-27.148	103.550	130.697	40.961	757%	81%	
SBC Communications	-38.372	118.558	156.930	43.138	-13%	14%	
AT&T Corp.	-72.674	75.733	148.406	49.931	-20%	23%	

Πηγή: CFO Magazine, Ιούλιος 2003

3.5.2. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (EVA)

Ο αριθμοδείκτης της **προστιθέμενης οικονομικής αξίας (economic value added)**⁴⁸, διεθνώς αναγνωρισμένος με το ακρωνύμιο **EVA**, αναπτύχθηκε από τους συμβούλους Stern Stewart and Co., μια εταιρεία η οποία δραστηριοποιείται στη Νέα Υόρκη και είναι ιδιαίτερα δημοφιλής στις Ηνωμένες Πολιτείες Αμερικής (Η.Π.Α.).

⁴⁸ Ο όρος της προστιθέμενης οικονομικής αξίας εμφανίζεται στη διεθνή βιβλιογραφία από τις αρχές του προηγούμενου αιώνα, σύμφωνα τόσο με τους Bromich και Walker^{ci} όσο και με τους Stark και Thomas^{ci}, ενώ η ιδέα για τον υπολογισμό ενός σχετικού δείκτη διατυπώθηκε για πρώτη φορά από τον Schmalenach^{ciii}.

Ο εν λόγω δείκτης αποτελεί ένα μέγεθος που επιτρέπει τη μέτρηση των επιπλέον χρηματικών ποσών που δημιουργούνται από την ανάληψη μιας επενδυτικής δραστηριότητας^{ciV}. Η πρόσθετη απόδοση από μόνη της αποτελεί τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης της επένδυσης και του κόστους χρηματοδότησής της. Η μαθηματική του έκφραση λοιπόν λαμβάνει την ακόλουθη μορφή

Δείκτης Προστιθέμενης Οικονομικής Αξίας (EVA) =

$$= (\text{Απόδοση Επενδυμένων Κεφαλαίων} - \text{Κόστος Χρηματοδότησης}) \times \\ \times \text{Επενδυμένα Κεφάλαια} =$$

$$= \left[\frac{ \text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \\ + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα} (1 - \sigma\phi) - \text{Κόστος Χρηματοδότησης} }{ \text{Επενδυμένα Κεφάλαια} } \right] \times \\ \times \text{Επενδυμένα Κεφάλαια}$$

$$= \text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα} (1 - \sigma\phi) - \\ \text{Κόστος Χρηματοδότησης} \times \text{Επενδυμένα Κεφάλαια}$$

όπου $\sigma\phi$ = συντελεστής φορολογίας

Η ως άνω εξίσωση υποδηλώνει ότι απαιτούνται τρία στοιχεία για τον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη: το ποσό του κεφαλαίου που έχει τοποθετηθεί σε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα για επενδυτικούς σκοπούς, η απόδοση των εν λόγω κεφαλαίων, όπως επίσης και το κόστος τους^{cv}. Αναφορικά με τον προσδιορισμό των επενδυμένων κεφαλαίων υφίσταται δυσκολία υπολογισμού τους, η οποία οφείλεται στο γεγονός ότι τα διάφορα επενδυτικά σχέδια που υλοποιεί μια εταιρική μονάδα παρουσιάζουν, συνήθως, κάποια μορφή εξάρτησης. Μια λύση για την υπερφαλάγγιση του εν λόγω προβλήματος είναι η χρησιμοποίηση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Μια τέτοια ενέργεια όμως οδηγεί στη συμπερίληψη και των αποδόσεων των μελλοντικών επενδύσεων, ενώ το ζητούμενο στην παρούσα περίπτωση είναι η εκτίμηση των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί σε

υφιστάμενα έργα. Για το λόγο αυτό προτείνεται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές ο υπολογισμός του δείκτη βάσει της λογιστικής αξίας των ενεργητικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Δεδομένου ότι η τελευταία διαμορφώνεται και επηρεάζεται από τις λογιστικές παραδοχές κρίνονται απαραίτητες ορισμένες προσαρμογές⁴⁹. Η πρώτη προσαρμογή αφορά την κεφαλαιοποίηση των λειτουργικών εξόδων που δεν αποσκοπούν στη δημιουργία εισοδήματος κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής χρήσης, αλλά στοχεύουν στη δημιουργία θετικών ροών και σε μελλοντικές περιόδους. Παραδείγματα αυτής της μορφής δαπανών αποτελούν τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, το κόστος εκπαίδευσης του προσωπικού, οι διάφοροι τύπου προβλέψεις, κ.λπ. Προσαρμογές, επίσης, απαιτούνται για την κεφαλαιοποίηση λειτουργικών εξόδων που στην πραγματικότητα είναι χρηματοοικονομικά έξοδα, όπως λόγου χάρη τα έξοδα λειτουργικών μισθώσεων. Μια πρόσθετη προσαρμογή απαιτείται στην περίπτωση των άυλων περιουσιακών στοιχείων λόγω του λογιστικού τους χειρισμού. Η απόσβεση των ασώματων ακινητοποιήσεων, εν γένει, μειώνει τη λογιστική τους αξία, ενώ στην πραγματικότητα το κεφάλαιο που δεσμεύτηκε για την απόκτησή τους δεν μειώνεται. Για το λόγο αυτό το ποσό των αποσβέσεων πρέπει να προστίθεται, προκειμένου να προσδιοριστεί το ύψος του πραγματικού επενδυμένου κεφαλαίου. Ειδική μνεία γίνεται και στις περιπτώσεις εξαγοράς και συγχωνεύσεων με άλλες επιχειρηματικές μονάδες, όπου η πραγματική αξία και όχι η λογιστική αξία απόκτησης αυτών θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη^{cvii}. Ο δεύτερος παράγοντας, που επηρεάζει την τιμή του υπό εξέταση δείκτη, είναι η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων. Η εν λόγω απόδοση στηρίζεται στα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων, αλλά προ τόκων, τα οποία διαμορφώνονται

⁴⁹ Θεωρητικά, ο δυνάμενος αριθμός των προσαρμογών είναι υπερβολικά μεγάλος. Χρηματοοικονομικοί αναλυτές έχουν προσδιορίσει περίπου 160 αλλαγές, προκειμένου να είναι αποδεκτό το αποτέλεσμα εκτίμησης τόσο των λειτουργικών αποτελεσμάτων όσο και του επενδυμένου κεφαλαίου. Στην πράξη όμως οι εταιρείες προβαίνουν σε λιγότερες από πέντε προσαρμογές, προκειμένου να μην καταστεί πολύπλοκη η διαδικασία υπολογισμού του εν λόγω δείκτη^{cv}.

ανάλογα με τις προαναφερόμενες προσαρμογές. Τέλος, σχετικά με τον προσδιορισμό του κόστους κεφαλαίου μιας επιχειρηματικής μονάδας ακολουθείται η διαδικασία που περιγράφεται συνοπτικά στο Παράρτημα V της παρούσας ενότητας. Για καλύτερη εκτίμηση των αποτελεσμάτων του υπό εξέταση δείκτη προτείνεται το μέσο σταθμικό κόστος, όπως υπολογίζεται βάσει των επιθυμητών συντελεστών στάθμισης.

Βασικά συστατικά λοιπόν της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι τα καθαρά μετά φόρων αλλά προ επενδυτικών και χρηματοοικονομικών δαπανών λειτουργικά κέρδη⁵⁰ και η χρέωση του κεφαλαίου, δηλαδή το ύψος του απασχολούμενου κεφαλαίου επί το κόστος αυτού. Ως χρέωση κεφαλαίου νοείται η χρηματική ροή που απαιτείται για να αποζημιωθούν οι επενδυτές για τον κίνδυνο που επωμίζονται. Εάν, λοιπόν, η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων ξεπερνάει το ελάχιστο απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης, όπως καθορίζεται από το κόστος κεφαλαίου, ο δείκτης της προστιθέμενης οικονομικής αξίας είναι θετικός, οπότε η επιχείρηση παράγει αξία για τους μετόχους της. Από την άλλη μεριά, εάν ο δείκτης είναι αρνητικός, τότε δεν επιτυγχάνεται ικανοποιητική απόδοση, αφού δεν αντισταθμίζεται ο σχετικός κίνδυνος. Συνεπώς, στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση έχει μειώσει την αξία της και ταυτόχρονα τον πλούτο των μετόχων της.

Από τα προαναφερόμενα γίνεται κατανοητό ότι βελτίωση του δείκτη προστιθέμενης οικονομικής αξίας είναι δυνατό να επιτευχθεί, πρώτον, διά της

⁵⁰ Σε σχετικό άρθρο του ο Stern Stewart υποστηρίζει ότι είναι δυνατός ο υπολογισμός του εν λόγω δείκτη και με τη χρησιμοποίηση των προ φόρων λειτουργικών αποτελεσμάτων, παρά το γεγονός ότι οι φόροι στην επιχειρηματική πρακτική αποτελούν κατά προσέγγιση το ένα πέμπτο του καθαρού εισοδήματος και άρα ένα μεγάλο μέρος της οικονομικής αξίας^{viii}. Η δικαιολόγηση, που προσφέρεται από τον ως άνω συγγραφέα, είναι ότι οι φόροι δεν αποτελούν ροές λειτουργικών δραστηριοτήτων. Εξάλλου, στη μη συμπερίληψη των φόρων στον υπολογισμό του εν λόγω δείκτη συνηγορεί και το γεγονός ότι η καταβολή αυτών, τις περισσότερες φορές, γίνεται μεταχρονολογημένα με αποτέλεσμα, λαμβανομένου υπόψη του πληθωρισμού και της διαχρονικής αξίας του χρήματος, το πραγματικό ύψος των φόρων, που επιβαρύνει μια οικονομική μονάδα, να είναι μικρότερο από την ονομαστική του αξία. Υπό το πρίσμα αυτό, ο προαναφερόμενος αναλυτής ισχυρίζεται ότι εάν ο προ φόρων δείκτης οικονομικής προστιθέμενης αξίας δύναται να βελτιωθεί, τότε αυξάνεται και ο πλούτος των μετόχων.

αύξησης του ποσοστού απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων, ήτοι την πραγματοποίηση υψηλότερων λειτουργικών κερδών δίχως όμως τη δέσμευση πρόσθετου κεφαλαίου, και, δεύτερον, διά της επένδυσης πρόσθετων κεφαλαίων υπό την προϋπόθεση ότι η απόδοσή τους θα είναι υψηλότερη από το κόστος κεφαλαίου. Ο πρώτος τρόπος περιέχει όλες εκείνες τις ενέργειες στις οποίες μπορεί να καταφύγει μια εταιρική μονάδα για τη βελτίωση της λειτουργικής επάρκειας ή της αύξησης των οργανικών της εσόδων, όπως για παράδειγμα η περικοπή εξόδων, η μείωση κόστους, η αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των περιουσιακών στοιχείων, η μείωση του κεφαλαίου κίνησης, κ.λπ. Ο δεύτερος τρόπος στηρίζεται στον κανόνα ότι η απόδοση των νέων κεφαλαίων, προκειμένου αυτά να συμβάλλουν στην αύξηση του πλούτου των μετόχων, οφείλει να είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίων της εταιρείας. Επομένως, στην περίπτωση αυτή εξετάζεται ο βαθμός αλληλεπίδρασης μεταξύ των υφιστάμενων και νέων επενδύσεων και επιλέγονται εκείνες οι οποίες οδηγούν στην ενδυνάμωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης. Αντίθετα, απορρίπτονται επενδυτικά σχέδια και αποσύρονται τα ήδη δεσμευμένα κεφάλαια που έχουν τοποθετηθεί σε επιχειρηματικές διαδικασίες που αποφέρουν αποδόσεις χαμηλότερες του κόστους κεφαλαίου, ανεξάρτητα από το γεγονός ότι είναι ενδεχόμενο να αποφέρουν θετικό καθαρό εισόδημα.

Ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας, λοιπόν, αποτελεί ένα περιοδικό μέγεθος μέτρησης του κατά πόσο τα λειτουργικά κέρδη υπερβάλλουν ή υπολείπονται του κόστους κεφαλαίου. Με πιο απλά λόγια, με τη χρησιμοποίηση του εν λόγω δείκτη εκτιμάται η πρόσθετη αξία που δημιουργείται από τις επενδυτικές δραστηριότητες μιας εταιρικής μονάδας. Η μέθοδος άρχεται από τα οργανικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης, όχι από τις χρηματικές ροές, και προβαίνει σε μια σειρά από διορθώσεις στο λογιστικά

προσδιοριζόμενο αποτέλεσμα. Πρόκειται, δηλαδή, για ένα μέτρο που εκφράζεται σε χρηματικές μονάδες και όχι ως ποσοστιαία διαφορά αποδόσεων.

Βασικό πλεονέκτημα του εν λόγω δείκτη είναι η άμεση σχέση του με τη μέθοδο της **καθαρής παρούσας αξίας (net present value)**, γνωστή και ως **NPV**, και το μοντέλο **προεξόφλησης ταμιακών ροών (discount cash flow)**, ευρέως διαδεδομένο και ως **DCF**⁵¹. Από την άλλη πλευρά, ο εν λόγω δείκτης παρουσιάζει και μια σειρά μειονεκτημάτων. Το κυριότερο είναι ότι, αφού ο υπολογισμός του στηρίζεται κατά κάποιο τρόπο σε λογιστικά δεδομένα και στοιχεία, υπάρχει κάποιος βαθμός ατέλειας στη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων^{cx}. Λόγω μάλιστα των λογιστικών παραδοχών και δεδομένου ότι η μέτρηση της αξίας της επιχείρησης στηρίζεται σε ιστορικά στοιχεία δεν είναι δυνατός ο διαχωρισμός των πραγματικών προοπτικών μιας εταιρικής μονάδας, δηλαδή των

⁵¹ Η σχέση που συνδέει αφενός το μοντέλο προεξόφλησης ταμιακών ροών και αφετέρου τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας με τον υπό μελέτη δείκτη άρχεται από την παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης είναι το άθροισμα της αξίας των περιουσιακών στοιχείων και της αξίας που προκύπτει από την αναμενόμενη ανάπτυξη^{cx}. Μαθηματικά

$$\text{αποτυπώνεται ως } NPV = \sum_{t=1}^n \frac{EVA_t}{(1 + \text{Κόστος Κεφαλαίου})^t} \cdot$$

Επομένως, γίνεται αποδεκτό ότι ο αρχικός τύπος υπολογισμού της αξίας μιας επιχείρησης

$$\text{Αξία Επιχείρησης} =$$

$$= \text{Αξία Περιουσιακών Στοιχείων} + \text{Αξία Αναμενόμενης Ανάπτυξης} =$$

$$= \text{Επενδυθέν Κεφάλαιο} + NPV_{\text{υφιστάμενων επενδύσεων}} + NPV_{\text{μελλοντικών επενδύσεων}}$$

δύναται να αποδοθεί και ως το άθροισμα τριών παραγόντων του επενδυμένου κεφαλαίου, την παρούσα αξία της προστιθέμενης οικονομικής αξίας των υφιστάμενων επενδύσεων και την αναμενόμενη παρούσα αξία της προστιθέμενης οικονομικής αξίας των μελλοντικών επενδύσεων, δηλαδή ο ως άνω τύπος διαμορφώνεται ως εξής

$$\text{Αξία Επιχείρησης} =$$

$$= \text{Επενδυθέν Κεφάλαιο} +$$

$$+ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t, \text{υφιστάμενων επενδύσεων}}}{(1 + \text{Κόστος Κεφαλαίου})^t} + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{t, \text{μελλοντικών επενδύσεων}}}{(1 + \text{Κόστος Κεφαλαίου})^t}$$

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι η ισοδυναμία της προστιθέμενης οικονομικής αξίας με το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμιακών ροών και τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας αφορά την αποτίμηση της εταιρικής αξίας, όπως αυτή είναι δυνατό να υπολογιστεί βάσει της ανωτέρω συνάρτησης^{cx}. Όμως, οι προαναφερόμενες τεχνικές ως διαγνωστικά εργαλεία καταλήγουν σε διαφορετικά αποτελέσματα όσον αφορά το βαθμό επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι στην περίπτωση υπολογισμού του δείκτη προστιθέμενης οικονομικής αξίας η ανάλυση άρχεται από τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης, τα οποία προσαρμόζονται κατάλληλα για την εξάλειψη των λογιστικών επιδράσεων.

πραγματικών δυνατοτήτων μεγέθυνσής της, που αντικατοπτρίζονται στην τρέχουσα αξία της επιχείρησης, όπως η τελευταία διαμορφώνεται στη χρηματιστηριακή αγορά⁵².

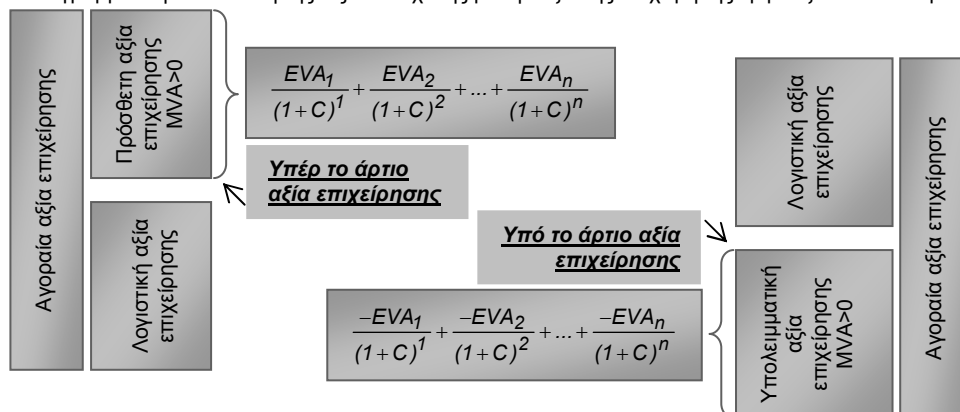
Ο ίδιος ο Bennett Stewart θεωρεί ότι ο εν λόγω δείκτης αποτελεί ένα αξιόπιστο εργαλείο για την εκτίμηση του ποσού κατά το οποίο τα κέρδη είναι μεγαλύτερα ή μικρότερα σε σχέση με την απόδοση που αναμένουν οι μέτοχοι και οι δανειστές για μετοχές ιδίου κινδύνου⁵³. Με την άποψη αυτή φαίνεται να

⁵² Για το λόγο αυτό, όταν εξετάζεται η χρηματοοικονομική επίδοση μιας εταιρείας, πρέπει να λαμβάνεται υπόψη το γεγονός ότι η ανάλυση τάσης της προστιθέμενης οικονομικής αξίας ευνοεί τις εταιρείες με σημαντικά περιουσιακά στοιχεία, μονάδες δηλαδή που είναι ώριμες και χωρίς πολλές δυνατότητες ανάπτυξης. Αντίθετα, σε εταιρείες που έχουν στη διάθεσή τους λιγότερα περιουσιακά στοιχεία αλλά σημαντικές ευκαιρίες ανάπτυξης, η ανάλυση με τον υπό μελέτη δείκτη μάλλον δεν μπορεί να εξηγήσει τις αλλαγές στην αξία τους. Οι ως άνω επιχειρήσεις είναι ενδεχόμενο να παρουσιάσουν αρνητικό δείκτη, παρόλο που το πραγματικό ποσοστό απόδοσης αναμένεται να είναι θετικό μακροπρόθεσμα, οπότε και η πραγματική προστιθέμενη αξία θετική. Σε μια τέτοια περίπτωση η ματαίωση κάθε επενδυτικού σχεδίου αυξάνει τον υπό μελέτη δείκτη βραχυπρόθεσμα, κάτι όμως εσφαλμένο, αφού η ουσία είναι να δημιουργείται αξία για τους μετόχους μακροπρόθεσμα. Το πρόβλημα, βέβαια, μπορεί να αποφευχθεί χρησιμοποιώντας το μοντέλο της παρούσας αξίας των μελλοντικών προστιθέμενων οικονομικών αξιών, όπως παρουσιάστηκε στην προηγούμενη υποσημείωση.

⁵³ Τον ισχυρισμό του αυτό προσπαθεί να τεκμαίρει παρουσιάζοντας τη σχέση που συνδέει το δείκτη της προστιθέμενης οικονομικής αξίας με τον αντίστοιχο της προστιθέμενης τρέχουσας αξίας μιας επιχείρησης^{cxi}. Η σχέση αυτή μαθηματικά αποδίδεται με την ακόλουθη εξίσωση

$$\text{Προστιθέμενη Τρέχουσα Αξία (MVA)} = \text{Παρούσα Αξία Μελλοντικής Προστιθέμενης Αξίας (EVA)}$$

Η διαγραμματική απεικόνιση της ως άνω σχέσης με την αξία της επιχείρησης εμφανίζεται στο επόμενο σχήμα.



ΣΧΗΜΑ 3.2: ΣΧΕΣΗ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ

Σε μελέτη που δημοσίευσε το 2002^{cxxii} δηλώνει ότι ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας εξηγεί το 70%-80% των μεταβολών του δείκτη προστιθέμενης τρέχουσας αξίας, ενώ ο δείκτης αποδοτικότητας των ίδιων κεφαλαίων, τα κέρδη κατά μετοχή, ο ρυθμός ανάπτυξης ταμιακών ροών, ο ρυθμός ανάπτυξης μερισμάτων και ο ρυθμός ανάπτυξης πωλήσεων ερμηνεύουν αντίστοιχα κατά 35%, 18%, 22%, 16% και 9% το δεύτερο ως άνω αριθμοδείκτη.

συμφωνεί και ο διεθνούς κύρους οικονομολόγος Peter Drucker, ο οποίος δηλώνει ότι ο εν λόγω δείκτης απεικονίζει όλες τις διαστάσεις της εταιρικής αξίας και όλους τους παράγοντες που την επηρεάζουν. Μάλιστα και ο γενικός διευθυντής της εταιρείας Danone, Frank Riboud, ισχυρίζεται ότι ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας αποτελεί ένα μέτρο το οποίο γίνεται άμεσα αντιληπτό από όλον τον επιχειρηματικό κόσμο^{cxiv}. Αλλά και ο Sal Fazzolari, αντιπρόεδρος και γενικός διευθυντής της εταιρείας Harsco Corp., μιας βιομηχανικής επιχείρησης που εδρεύει στην Πενσυλβάνια, θεωρεί ότι πρόκειται για ένα δείκτη που είναι εύκολα κατανοητός και λαμβάνει υπόψη τις επιπτώσεις του συνόλου των χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Μάλιστα σε μετρήσεις της εταιρείας αποδείχθηκε ότι οι μεταβολές του υπό εξέταση δείκτη ερμηνεύουν το 35% των μεταβολών της προστιθέμενης τρέχουσας αξίας, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων ερμηνεύει μόνο το 3% των μεταβολών του τελευταίου^{cxv}.

Οι Uyemura, Kantor και Pettit πραγματοποίησαν το 1996, για τη δεκαετία 1986-1995, έρευνα σε 100 τραπεζικές εταιρείες για τη μελέτη της σχέσης ανάμεσα στους δείκτες προστιθέμενης οικονομικής αξίας και προστιθέμενης τρέχουσας αξίας^{cxvi}. Στην εν λόγω μελέτη υπολογίστηκαν οι συσχετίσεις πέντε μέτρων χρηματοοικονομικής επίδοσης - του καθαρού εισοδήματος, των κερδών κατά μετοχή, της απόδοσης του ενεργητικού, της ιδιωφελούς απόδοσης και του υπό εξέταση δείκτη - με την τρέχουσα εταιρική αξία. Το συμπέρασμα της εν λόγω μελέτης είναι ότι η προστιθέμενη οικονομική αξία ερμηνεύει κατά τον καλύτερο τρόπο τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων. Τα αναλυτικά αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζονται στον πίνακα που παρατίθεται στην επόμενη σελίδα.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ
ΤΩΝ ΟΥΕΜΟΥΡΑ, ΚΑΝΤΟΡ ΚΑΙ ΡΕΤΤΙΤ**

ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ
Καθαρό εισόδημα (NI)	8%
Κέρδη κατά μετοχή (EPS)	6%
Απόδοση ενεργητικού (ROA)	13%
Απόδοση ίδιων κεφαλαίων (ROE)	10%
Προστιθέμενη οικονομική αξία (EVA)	40%

Το ίδιο έτος ο Ο' Byrne^{cxvii} ανέπτυξε ένα στατιστικό μοντέλο χρησιμοποιώντας την κεφαλαιοποιημένη προστιθέμενη οικονομική αξία ως ανεξάρτητη μεταβλητή και την προστιθέμενη τρέχουσα αξία διαιρεμένη με το κεφάλαιο ως εξαρτημένη μεταβλητή και απέδειξε ότι το επίπεδο της ανεξάρτητης μεταβλητής εξηγεί το 31% της μεταβλητότητας της εξαρτημένης, όταν τα λειτουργικά αποτελέσματα μετά φόρων ερμηνεύουν μόνο το 17%. Μάλιστα, ο προσαρμοσμένος συντελεστής συσχέτισης των μεταβολών της προστιθέμενης οικονομικής αξίας και των αντίστοιχων της τρέχουσας αξίας ανέρχεται σε ποσοστό 55%. Στην περίπτωση αυτή τα λειτουργικά αποτελέσματα προ φόρων εμφανίζουν προσαρμοσμένο συντελεστή συσχέτισης της τάξης του 33%. Ο ίδιος αναλυτής καταλήγει επίσης στο συμπέρασμα ότι ο υπό μελέτη δείκτης σε σύγκριση με άλλα εργαλεία μέτρησης της επίδοσης των οικονομικών μονάδων, όπως τα κέρδη, τα καθαρά αποτελέσματα και τα κέρδη κατά μετοχή, έχει πιο συστηματική συσχέτιση με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Επιπρόσθετα, οι Kaplan και Norton^{cxviii} παρουσιάζουν τον υπό μελέτη αριθμοδείκτη ως ένα κατάλληλο και ευρέως χρησιμοποιούμενο μέτρο που

ελέγχει κατά πόσο έκαστο στρατηγικό σχέδιο δύναται να μεταφραστεί σε ικανοποιητική μακροχρόνια απόδοση, προκειμένου να δικαιολογηθεί η ανάληψή του. Παράλληλα δηλώνουν ότι η εστίαση στο δείκτη προστιθέμενης οικονομικής αξίας, σε συνδυασμό με το δείκτη προστιθέμενης τρέχουσας αξίας, παρέχει δύο βασικά οφέλη: πρώτον, η προσοχή της διοίκησης επικεντρώνεται άμεσα στη βασική ευθύνη της εταιρείας, ήτοι τη δημιουργία πλούτου για τους μετόχους και, δεύτερον, οι παραμορφώσεις που προκαλούνται από τη χρήση ιστορικών στοιχείων μειώνονται, με αποτέλεσμα τα διοικητικά στελέχη να ασχολούνται με την εύρεση τρόπων και διαδικασιών που συμβάλλουν στην αύξηση της προστιθέμενης οικονομικής αξίας.

Από την άλλη πλευρά, πληθώρα ερευνητών δεν προτείνουν την προστιθέμενη οικονομική αξία ως βέλτιστο μέτρο χρηματοοικονομικής επίδοσης. Μάλιστα, εμπειρική μελέτη που διεξήγαγε ο Richard Bernstein^{cxix,cxx}, για την εταιρεία Merrill Lynch, απέδειξε ότι δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας των επιχειρήσεων και του υπό μελέτη δείκτη. Σε ανάλογα συμπεράσματα καταλήγουν και οι Bacidore, Boquist, Milbourn και Thakor^{cxxi} που προσδιόρισαν ότι ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας ερμηνεύει ποσοστό μόνο 1% των αναμενόμενων αποδόσεων, ενώ οι Kramer και Pushner^{cxixii} κατασταλάζουν στο ότι οι χρηματιστηριακές αγορές στηρίζονται περισσότερο στην έννοια των κερδών παρά στην προστιθέμενη οικονομική αξία.

Το ίδιο υποστηρίζουν και οι Dodd και Chen^{cxixiii} που εξέτασαν το βαθμό συσχέτισης μεταξύ των αποδόσεων των μετοχών και πέντε διαγνωστικών τεχνικών μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης – του υπολειμματικού εισοδήματος, των κερδών κατά μετοχή, της απόδοσης του ενεργητικού, της απόδοσης επί των ίδιων κεφαλαίων και του δείκτη προστιθέμενης οικονομικής

αξίας. Η μελέτη, που βασίστηκε σε στοιχεία 566 αμερικανικών εταιρειών κατά το χρονικό διάστημα 1983-1992, απέδειξε ότι το μέτρο που ερμηνεύει κατά τον καλύτερο τρόπο τις αποδόσεις των μετοχών, με κριτήριο το συντελεστή συσχέτισης, είναι το ποσοστό απόδοσης επί του ενεργητικού, με τιμή που αγγίζει το 25%. Τα αποτελέσματα για τα υπόλοιπα διαγνωστικά μέτρα εμφανίζονται στον παρακάτω πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.3: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΩΝ DODD ΚΑΙ CHEN	
ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ
Υπολειμματικό εισόδημα (RI)	19,4%
Κέρδη κατά μετοχή (EPS)	5,1%
Απόδοση ενεργητικού (ROA)	24,5%
Απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE)	6,9%
Προστιθέμενη οικονομική αξία (EVA)	20,2%

Επιπλέον, ο αντιπρόεδρος της εταιρείας Boston Consulting Group του Σικάγο, Eric Olsen, δηλώνει ότι υπάρχει μικρή συσχέτιση μεταξύ του υπό εξέταση δείκτη και της τιμής της μετοχής^{cxix}. Σχολιάζει ακόμη ότι οι εταιρικές μονάδες που στηρίζονται στον εν λόγω δείκτη συνήθως αυξάνουν τη βραχυχρόνια απόδοση της αξίας των μετόχων, μέσω της μείωσης του κόστους κεφαλαίου, με αποτέλεσμα τα διοικητικά στελέχη των εν λόγω εταιρειών να μην αναλαμβάνουν επενδύσεις με μελλοντικές αποδόσεις, αφού τα κεφάλαια που δεν έχουν ακόμα συμβάλει στη δημιουργία κερδών οδηγούν σε μείωση του δείκτη. Είναι επόμενο λοιπόν, καταλήγει, ότι μια τέτοια προσέγγιση δεν συντελεί στη μακροχρόνια ανάπτυξη των επιχειρηματικών μονάδων.

Πιο αντικειμενικοί στην κρίση τους εμφανίζονται οι Biddle, Bowen και Wallace^{cxv}, που σε άρθρο τους παρουσίασαν στοιχεία αναφορικά με τη συμπληρωματική πληροφόρηση που προσφέρουν ο δείκτης προστιθέμενης οικονομικής αξίας, το υπολειμματικό εισόδημα, τα κέρδη και οι λειτουργικές χρηματοροές. Οι συγγραφείς τονίζουν ότι τόσο το υπολειμματικό εισόδημα όσο και ο υπό μελέτης δείκτης προσθέτουν, σε ορισμένες περιπτώσεις, συμπληρωματική πληροφόρηση, αλλά, σε γενικές γραμμές, κανένα από τα προαναφερόμενα μέτρα δεν ξεπερνά τα κέρδη ως εργαλείο μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης. Τέλος, σε έρευνα, που επιμελήθηκαν οι Timo Salmi και Ilka Virtanen^{cxvi}, αποδείχθηκε ότι η επιλογή της στρατηγικής μιας επιχειρηματικής μονάδας (επιθετική ή αμυντική) επηρεάζει τόσο τις τρέχουσες τιμές των μετοχών όσο και τις μεταβολές του δείκτη προστιθέμενης οικονομικής αξίας. Όμως, υπό ομαλές οικονομικές συνθήκες ο εν λόγω συντελεστής είναι περισσότερο ασταθής σε σχέση με άλλα παραδοσιακά μέτρα, όπως η απόδοση του ενεργητικού και των ίδιων κεφαλαίων.

3.5.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (SVA)

Ο δείκτης *προστιθέμενης μετοχικής αξίας (shareholder value added)*, γνωστός και ως **SVA**, είναι δημιουργία του Alfred Rappaport και της εταιρείας L.E.K. Alcar Consulting Group, που δραστηριοποιείται στον τομέα παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών χρηματοοικονομικού περιεχομένου.

Η φιλοσοφία του εν λόγω δείκτη στηρίζεται στην προεξόφληση των καθαρών ροών που προέρχονται από το σύνολο των υφιστάμενων και μελλοντικών επενδύσεων, που έχει αναλάβει και αναμένεται να υλοποιήσει αντίστοιχα μια επιχειρηματική μονάδα^{cxvii}. Μαθηματικά αυτό σημαίνει ότι όλες οι εκτιμώμενες χρηματικές ροές προβάλλονται στο παρόν. Η προεξόφληση γίνεται με το κατάλληλο επιτόκιο, που είναι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, το οποίο, όπως έχει ήδη αναφερθεί και αιτιολογηθεί, αποτελεί την ελάχιστη αναμενόμενη απόδοση για τους μετόχους. Με τον τρόπο αυτό υπολογίζεται η εταιρική αξία, ενώ η μέτρηση της επίδοσής της βασίζεται στη σύγκριση των πραγματικών και προϋπολογισθέντων χρηματικών ροών. Η ακόλουθη εξίσωση εφαρμόζεται για τον υπολογισμό του δείκτη

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Προστιθέμενης Μετοχικής Αξίας (SVA)} &= \\ &= \text{Πραγματική Αξία Επιχείρησης} - \text{Προϋπολογισθείσα Αξία Επιχείρησης,} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{όπου Αξία Επιχείρησης} &= \text{Καθαρή Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ροών} = \\ &= \text{Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμιακών Ροών} + \\ &+ \text{Παρούσα Αξία Μη Λειτουργικών Περιουσιακών Στοιχείων} - \\ &- \text{Παρούσα Αξία Μελλοντικών Υποχρεώσεων} \end{aligned}$$

Σύμφωνα με τον Alfred Rappaport^{cxviii,cxxix} η αξία της επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών που προέρχονται από επενδύσεις είτε σε λειτουργικά είτε σε μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία, όπως τα αποκαλεί, μειωμένα κατά το ποσό των μελλοντικών υποχρεώσεων. Ως λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία θεωρεί το σύνολο του πάγιου ενεργητικού, ενσώματου και ασώματου, ενώ ως μη λειτουργικά ενεργητικά στοιχεία χαρακτηρίζει τους διαπραγματεύσιμους σε χρηματιστηριακή αγορά τίτλους, την πρόσθετη αξία των οικοπέδων, καθώς επίσης και τις προβλέψεις που αφορούν την έξοδο των εργαζομένων από την επιχείρηση. Οι μελλοντικές υποχρεώσεις αφορούν το σύνολο των τοκοφόρων βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων

δανειακών κεφαλαίων, τα μισθώματα που απορρέουν από τη σύναψη συμβάσεων λειτουργικής μίσθωσης, και τις λοιπές συναφούς φύσης δαπάνες που επιβαρύνουν την επιχείρηση.

Εύλογο είναι ότι όταν η πραγματική αξία είναι μεγαλύτερη από την αρχικά προϋπολογισθείσα, τότε η εταιρεία έχει δημιουργήσει πρόσθετη αξία για τους μετόχους της. Σε αντίθετη περίπτωση οι μέτοχοι βρίσκονται σε δυσχερή θέση.

3.5.4. ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΡΡΟΩΝ (CFRO)

Ο δείκτης *αποδοτικότητας χρηματορροών (cash flow return on investment)*, ευρύτατα διαδεδομένος με τη συντομογραφία **CFROI**, είναι προϊόν συνεργασίας των εταιρειών Boston Consulting Group και HOLT Value Associates⁵⁴.

Η ανάπτυξη του εν λόγω δείκτη στηρίζεται στην υπόθεση ότι η χρηματιστηριακή τιμή μιας μετοχής εξαρτάται από τις ταμιακές ροές της επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όχι από τα κέρδη της^{CXXX}. Αναλυτικότερα, σε πρώτη φάση μετατρέπονται τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης (κέρδη ή ζημιές) σε πληθωριστικά προσαρμοσμένες μικτές χρηματορροές. Σε δεύτερη φάση καταβάλλεται προσπάθεια για τον προσδιορισμό του συνόλου των κεφαλαίων, ίδιων και δανειακών, που τοποθετήθηκαν σε επενδυτικές δραστηριότητες, οπότε και το ποσό αυτό προσαρμόζεται προκειμένου να

⁵⁴ Κύριος ιδρυτής και βασικός μέτοχος της HOLT Value Associates είναι η επενδυτική τράπεζα Credit Suisse First Boston, που με τη σειρά της είναι θυγατρική της εδρεύουσας στη Ζυρίχη Credit Suisse Group.

αντικατοπτρίζει τις πληθωριστικές επιδράσεις. Στη συνέχεια, σε τρίτη φάση, υπολογίζεται το εσωτερικό επιτόκιο που εξισώνει τις ταμιακές χρηματοροές με τις μικτές επενδύσεις. Το επιτόκιο αυτό αποτελεί και το δείκτη αποδοτικότητας χρηματοροών, το οποίο μαθηματικά εκφράζεται ως ακολούθως

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Αποδοτικότητας Χρηματοροών (CFROI)} &= \\ &= \frac{\text{Μικτές Χρηματοροές}_0 - \text{Οικονομική Απαξίωση}_0}{\text{Μικτές Επενδύσεις}_0}, \end{aligned}$$

$$\text{όπου Οικονομική Απαξίωση}_0 = \frac{\text{Κόστος Αντικατάστασης}_0 \times \text{Κόστος Κεφαλαίου}}{(1 + \text{Κόστος Κεφαλαίου})^v - 1}$$

και $v = \text{έτη ωφέλιμης οικονομικής ζωής}$

Από την ως άνω εξίσωση συνάγεται ότι ο υπό μελέτη δείκτης απαιτεί την ύπαρξη τεσσάρων δεδομένων. Το πρώτο αφορά το σύνολο των μικτών επενδύσεων που μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα έχει τοποθετήσει για την απόκτηση των περιουσιακών της στοιχείων. Το ποσό αυτό ορίζεται ως το άθροισμα της καθαρής αξίας του ενεργητικού και των σωρευμένων αποσβέσεων, οπότε και εκτιμάται το αρχικό κόστος των επενδύσεων. Στη συνέχεια το ποσό αυτό εκφράζεται σε τρέχουσες τιμές προκειμένου να γίνει η σχετική πληθωριστική μετατροπή. Το δεύτερο στοιχείο αφορά τις μικτές ταμιακές ροές οι οποίες οφείλονται στην εκμετάλλευση των ως άνω επενδύσεων. Οι εν λόγω ροές αποτελούν το άθροισμα της τρέχουσας αξίας του μετά φόρων και τόκων λειτουργικού εισοδήματος της εταιρείας και των μη ταμιακών εξόδων της. Το τρίτο στοιχείο αφορά την αναμενόμενη ωφέλιμη οικονομική ζωή των περιουσιακών στοιχείων, ενώ το τελευταίο στοιχείο αφορά την αναμενόμενη υπολειμματική τους αξία.

Ο δείκτης αποδοτικότητας χρηματορροών, όπως έχει ήδη αναφερθεί, αποτελεί το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης αυτών⁵⁵, δηλαδή το επιτόκιο εκείνο το οποίο μηδενίζει την καθαρή παρούσα αξία των μικτών ταμιακών ροών και της υπολειμματικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων με το σύνολο των μικτών επενδύσεων^{cxvii}. Το επιτόκιο αυτό στη συνέχεια συγκρίνεται με το κόστος κεφαλαίου της εκάστοτε επιχείρησης και αποτελεί το κριτήριο για την αξιολόγηση αν και κατά πόσο έχει αυξηθεί η αξία της εταιρείας. Είναι λοιπόν φανερό ότι όσο μεγεθύνεται η διαφορά μεταξύ του εν λόγω δείκτη και του κόστους κεφαλαίου, τόσο η επιχείρηση συμβάλλει στην αύξηση του πλούτου των μετόχων της.

Η βελτίωση της τιμής του υπό μελέτη αριθμοδείκτη είναι πασιφανές ότι στηρίζεται στην αύξηση των ταμιακών ροών. Η τελευταία επιτυγχάνεται αφενός διαμέσου της μεγέθυνσης του ρυθμού ανάπτυξης μιας επιχειρηματικής μονάδας και αφετέρου διά της επιμήκυνσης του χρόνου που η εταιρεία εμφανίζει

⁵⁵ Ο δείκτης αποδοτικότητας χρηματορροών αποτελεί μια παραλλαγή της μεθόδου του **εσωτερικού επιτοκίου απόδοσης (internal rate of return)**, γνωστό και ως **IRR**. Η τελευταία αποτελεί τεχνική για την αξιολόγηση μιας επένδυσης και βασίζεται στο αρχικό κεφάλαιο που απαιτείται για την ανάληψή της και στις ταμιακές ροές που αναμένεται να αποφέρει αυτή κατά τη διάρκεια της οικονομικής της ζωής, ενώ είναι δυνατός ο υπολογισμός του εν λόγω επιτοκίου είτε σε ονομαστικές είτε σε πραγματικές τιμές^{cxvii}.

Επιφανειακή μελέτη των ως άνω μεθόδων οδηγεί, ενδεχομένως, στο συμπέρασμα ότι αυτές καταλήγουν στα ίδια αποτελέσματα. Παρόλα αυτά υπάρχουν δύο σημαντικές διαφορές μεταξύ των δύο προαναφερόμενων διαγνωστικών τεχνικών, οι οποίες κρίνεται σκόπιμο να επισημανθούν. Η πρώτη αφορά το ύψος των ταμιακών ροών. Το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης δεν λαμβάνει υπόψη τις ροές που έχουν ήδη λάβει χώρα, οι οποίες θεωρούνται μη αναστρέψιμες (sunk costs). Από την άλλη πλευρά, ο υπολογισμός του δείκτη αποδοτικότητας χρηματορροών βασίζεται τόσο στις ταμιακές ροές που έχουν ήδη πραγματοποιηθεί όσο και σε εκείνες που αναμένονται μελλοντικά. Η δεύτερη διαφορά σχετίζεται με τη μεταβλητότητα των ταμιακών ροών. Ειδικότερα, το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης δεν προϋποθέτει ότι οι εν λόγω ροές είναι σταθερές κατά τη διάρκεια ενός επενδυτικού πλάνου. Σε αντιδιαστολή, ο δείκτης αποδοτικότητας χρηματορροών θεωρεί ότι οι πραγματικές ταμιακές ροές δεν αυξάνονται με την πάροδο του χρόνου, γεγονός το οποίο αληθεύει και είναι δικαιολογημένο για επενδύσεις σε ώριμες αγορές, αλλά προκαλεί υποτίμηση των αποδόσεων, όταν υπάρχει πραγματική ανάπτυξη. Φυσικά, αξίζει να τονιστεί ότι ο εν λόγω δείκτης είναι δυνατό να τροποποιηθεί κατάλληλα, προκειμένου να αντικατοπτρίσει τους ρυθμούς ανάπτυξης που πραγματικά αναμένει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα, όμως έτσι καθίσταται πολύπλοκη η διαδικασία υπολογισμού του υπό μελέτη δείκτη.

υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης⁵⁶.

Βασικό πλεονέκτημα του υπό μελέτη δείκτη αποτελεί η βάση υπολογισμού του, δηλαδή οι ταμιακές ροές. Πρόκειται για ένα περισσότερο αξιόπιστο και ακριβές μέγεθος μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης σε σύγκριση με τα κέρδη. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι τα λογιστικά πρότυπα και η φορολογική νομοθεσία επιβάλλουν την πλήρη απόσβεση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης με την παρέλευση ενός ορισμένου χρονικού διαστήματος, γεγονός που επιδρά και στα λογιστικά προσδιοριζόμενα αποτελέσματα. Όμως, τα περιουσιακά αυτά στοιχεία συνεχίζουν να έχουν ωφέλιμη ζωή και να συμβάλλουν στη δημιουργία ταμιακών ροών. Επιπρόσθετα, θετικές ροές προκύπτουν και από την εκμετάλλευση των άυλων περιουσιακών στοιχείων και των ασώματων ακινητοποιήσεων, στοιχεία τα οποία συνήθως δεν περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις. Ακόμα, σε περιπτώσεις συγχωνεύσεων και εξαγορών η πρόσθετη, πέρα της λογιστικής, αξία που έχει καταβληθεί εμφανίζεται μεν στις καταστάσεις, αποσβένεται δε με την πάροδο του χρόνου. Άλλα στοιχεία που ο λογιστικός τους χειρισμός επηρεάζει το ύψος

⁵⁶ Για την πληρέστερη κατανόηση και το συστηματικότερο εντοπισμό των παραγόντων εκείνων που συμβάλλουν στην αύξηση του εν λόγω δείκτη κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί η σχέση με την οποία αυτός συνδέεται με το υπόδειγμα των προεξοφλημένων ταμιακών ροών^{xxxiii}. Η σχέση αυτή λαμβάνει την ακόλουθη μορφή

$$\text{Αξία Επιχείρησης} = \frac{(\text{CFROI} \times \text{Μικτές Επενδύσεις} - \text{Οικονομική Απαξίωση})(1 - \sigma\phi) - (\text{Κεφαλαιακές Δαπάνες} - \text{Οικονομική Απαξίωση}) - \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης}}{\text{Κόστος Κεφαλαίου} - \text{Ρυθμός Ανάπτυξης}}$$

όπου $\sigma\phi$ = συντελεστής φορολογίας

Λαμβάνοντας υπόψη την ανωτέρω συνάρτηση, όπως επίσης και το γεγονός ότι ο τρέχων δείκτης αποδοτικότητας χρηματοροών τείνει να εξισωθεί με το πραγματικό κόστος κεφαλαίου με την πάροδο του χρόνου, έκδηλο είναι ότι το επιτόκιο αποδοτικότητας χρηματοροών απαρτίζεται από δύο επιμέρους όρους. Ο πρώτος όρος αφορά την παρούσα αξία των ταμιακών ροών που προέρχονται από υφιστάμενα έργα, ενώ ο δεύτερος όρος σχετίζεται με την παρούσα αξία των πρόσθετων χρηματικών ροών που αναμένονται από την ανάληψη μελλοντικών επενδυτικών δραστηριοτήτων.

των αποτελεσμάτων είναι η φήμη και πελατεία, τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, το κόστος εκπαίδευσης του ανθρώπινου δυναμικού, τα μισθώματα των λειτουργικών μισθώσεων, κ.λπ. Επομένως, καθίσταται φανερό ότι τα λογιστικά δεδομένα στηρίζονται σε αρχές και παραδοχές οι οποίες δεν επιτρέπουν τη μέτρηση του πραγματικού οικονομικού αποτελέσματος. Οι ταμιακές ροές όμως λαμβάνουν υπόψη όλους τους προαναφερόμενους παράγοντες. Συνάγεται λοιπόν ότι ο δείκτης μέτρησης της αποδοτικότητας αυτών των ροών προσφέρει απαντήσεις σε τρία καίρια ερωτήματα. Πρώτον, πόσα μετρητά παράγει μια εταιρεία, δεύτερον, ποιο είναι το αναγκαίο ύψος ίδιων και ξένων κεφαλαίων που χρειάζεται να τοποθετηθεί σε περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να παραχθούν οι εν λόγω ροές και, τρίτον, πόσο χρονικό διάστημα απαιτείται για να υλοποιηθούν τα ανωτέρω. Με πιο απλά λόγια, ο δείκτης αποδοτικότητας χρηματορροών αποτελεί ένα αμερόληπτο εκτιμητή της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας⁵⁷.

Αυτό εξάλλου επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι υπάρχει υψηλή συσχέτιση μεταξύ του υπό μελέτη δείκτη και της χρηματιστηριακής αξίας μιας επιχείρησης. Μάλιστα, σε έρευνα που διεξήχθη από τους Matthew Krentz και Kevin Waddell^{cxxxv}, με δείγμα εταιρείες της αμερικάνικης αγοράς και για χρονικό διάστημα που καλύπτει την τελευταία δεκαπενταετία, ο συντελεστής συσχέτισης του δείκτη αποδοτικότητας χρηματορροών καταγράφει τη μεγαλύτερη τιμή, ίση με 32%, συγκριτικά με άλλες μεθόδους μέτρησης της εταιρικής

⁵⁷ Με την άποψη αυτή φαίνεται να διαφωνεί ο Bennett Stewart, ο οποίος, στο άρθρο του «Focused Finance», δηλώνει ότι οι ταμιακές ροές δεν αποτελούν κατάλληλο μέγεθος για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας^{cxxxiv}. Η πρόταση αυτή αιτιολογείται ως εξής: μια εταιρεία αναλαμβάνει όσο το δυνατό μεγαλύτερο αριθμό επενδυτικών έργων, εφόσον οι αποδόσεις αυτών είναι υψηλότερες από την αναμενόμενη από τους μετόχους απόδοση, με αποτέλεσμα η εταιρεία να εμφανίζει αρνητικές ταμιακές ροές, ενώ, αντιθέτως, η μετοχή της να παρουσιάζει ανοδικές τάσεις. Προς επιβεβαίωση τούτου αναφέρει την εταιρεία Wal-Mart, που ενώ κατά τη δεκαετία του 1980 κατέγραφε επί οκτώ συνεχόμενα χρόνια αρνητικές ταμιακές ροές, η κατά μέσο ετήσια απόδοση των μετόχων της ανερχόταν σε ποσοστό 43%.

χρηματοοικονομικής επίδοσης. Συνοπτικά τα αποτελέσματα της εν λόγω έρευνας εμφανίζονται στον επόμενο πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.4: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΩΝ KRENTZ ΚΑΙ WADDELL	
ΜΕΘΟΔΟΣ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ	ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ
Κέρδη κατά μετοχή (EPS)	5%
Απόδοση ενεργητικού (ROE)	24%
Απόδοση ίδιων κεφαλαίων (ROCE)	28%
Αποδοτικότητα χρηματοροών (CFROI)	32%

Οι ως άνω αναλυτές, που κατά το χρόνο εκπόνησης και δημοσίευσης της ερευνητικής τους εργασίας διατελούσαν μέλη της εταιρείας Boston Consulting Group Inc., καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι ο εν λόγω δείκτης, λόγω του προσανατολισμού του στις ταμιακές ροές αφενός συμβάλλει στη λήψη ορθολογικών αποφάσεων αναφορικά με τη στρατηγική που ακολουθεί μια επιχείρηση και αφετέρου αποτελεί ένα από τα πιο αποτελεσματικά εργαλεία για την αξιολόγηση μιας εταιρείας αναφορικά με το κατά πόσο έχει επιτύχει αύξηση του πλούτου των μετόχων της.

3.5.5. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΞΙΑΣ (CVA)

Ο *δείκτης προστιθέμενης χρηματικής αξίας (cash value added)*, διαδεδομένος με τη συντομογραφία **CVA**, αναπτύχθηκε από τη σουηδική εταιρεία Anedla AB με επικεφαλείς τους Erik Ottoson και Fredrik Weissenrieder.

Ο υπολογισμός του εν λόγω δείκτη πραγματοποιείται σε δύο στάδια^{cxvii}. Σε πρώτη φάση προσδιορίζεται η λεγόμενη απαιτούμενη λειτουργική ταμιακή ροή (operating cash flow demand), που αποτελεί την ετήσια προσαρμοσμένη στον πληθωρισμό χρηματοροή που αναμένουν οι επενδυτές λόγω δέσμευσης των κεφαλαίων τους στην εταιρεία. Σε δεύτερη φάση γίνεται εκτίμηση της λειτουργικής ταμιακής ροής (operating cash flow) που, για δεδομένη χρονική περίοδο, είναι το σύνολο των προ αποσβέσεων, φόρων και τόκων αποτελεσμάτων, προσαρμοσμένων και για τις μη ταμιακές επιβαρύνσεις και δαπάνες. Η διαφορά των ως άνω χρηματοροών αποτελεί την προστιθέμενη χρηματική αξία. Η μαθηματική του έκφραση δίδεται από τη σχέση

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Προστιθέμενης Χρηματικής Αξίας (CVA)} &= \\ &= \text{Λειτουργικές Ταμιακές Ροές (OCF)} - \\ &\quad - \text{Απαιτούμενες Λειτουργικές Ταμιακές Ροές (OCDF)} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \text{όπου Λειτουργικές Ταμιακές Ροές} &= \text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος πωληθέντων} \pm \\ &\quad \pm \text{Μεταβολή Κεφαλαίου Κίνησης} - \\ &\quad - \text{Μη Στρατηγικές Επενδύσεις} \end{aligned}$$

Αναλυτικότερα, όπως γίνεται αντιληπτό από την ως άνω εξίσωση, για τον υπολογισμό του υπό μελέτη δείκτη απαιτείται αρχικά η ομαδοποίηση των επενδύσεων σε δύο κατηγορίες. Η πρώτη αναφέρεται στις στρατηγικού χαρακτήρα επενδυτικές δραστηριότητες μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όπως είναι οι στρατηγικές ανάπτυξης (growth strategies) - οι οποίες δύνανται να λάβουν τη μορφή είτε της οριζόντιας ολοκλήρωσης (horizontal integration), είτε της κάθετης ολοκλήρωσης (vertical integration), είτε της συσχετισμένης διαποίκισης (related ή concentric diversification), είτε της ασυσχέτιστης διαποίκισης (unrelated ή conglomerate diversification) - οι στρατηγικές σταθερότητας (stability strategies) και οι στρατηγικές περισυλλογής (retrenchment strategy) - που εμφανίζονται με τη μορφή είτε της διάσωσης ή

αναστροφής (turnaround), είτε της αποεπένδυσης (divestment), είτε, τέλος, της ρευστοποίησης (liquidation). Από οικονομική άποψη οι επενδύσεις αυτές δύνανται να αφορούν τόσο πάγια και ενσώματα όσο και άυλα και ασώματα περιουσιακά στοιχεία. Η δεύτερη κατηγορία αφορά τις μη στρατηγικού χαρακτήρα επενδυτικές δραστηριότητες που αναλαμβάνει μια επιχείρηση και συνήθως αφορούν τις δευτερεύουσες υποστηρικτικές διοικητικές εργασίες της. Η ειδοποιός διαφορά αυτών των δύο επενδυτικών κατηγοριών είναι ότι οι πρώτες συμβάλλουν στη δημιουργία πρόσθετης αξίας για την επιχείρηση, ενώ οι δεύτερες συντελούν στη διατήρησή της^{cxxxvii}. Για το λόγο αυτό μόνο το χρηματικό ποσό που τοποθετείται σε στρατηγικές επενδύσεις λογίζεται για την εκτίμηση των ταμιακών ροών. Σε αντιδιαστολή, οι ροές των μη στρατηγικού χαρακτήρα επενδύσεων δεν λαμβάνονται υπόψη, όπως συμβαίνει στα υπόλοιπα χρηματοοικονομικά μοντέλα. Ο λόγος της διαφορετικής μεταχείρισης των ως άνω ροών αιτιολογείται από το γεγονός ότι οι απαιτήσεις των μετόχων πηγάζουν από τα εγχειρήματα που αναλαμβάνει μια επιχείρηση σε στρατηγικό επίπεδο.

Η συνολική απαιτούμενη χρηματική ροή λοιπόν αποτελεί το άθροισμα όλων των επιμέρους ροών που προέρχονται από έκαστη επενδυτική στρατηγική δράση μιας εταιρείας και ορίζεται ως η ταμιακή ροή που παραμένει σταθερή σε πραγματικούς όρους κάθε χρόνο. Με πιο απλά λόγια, η απαιτούμενη λειτουργική ταμιακή ροή αποτελεί την ετήσια προσαρμοσμένη στον πληθωρισμό χρηματοροή, η παρούσα αξία της οποίας προεξοφλημένη με το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης - διότι ουσιαστικά αυτό αποτελεί το κόστος ευκαιρίας που ικανοποιεί τις οικονομικές προσδοκίες των επενδυτών - είναι ίση με το μηδέν. Δηλαδή, το κόστος κεφαλαίου στην

περίπτωση αυτή είναι και το εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης αυτής της μορφής ροών.

Το ποσό αυτό πρέπει να καλύπτεται από τις λειτουργικές ταμιακές ροές, που είναι οι ροές πριν τις στρατηγικές επενδύσεις, αλλά μετά το συμψηφισμό της μεταβολής του κεφαλαίου κίνησης και την αφαίρεση του ποσού που τοποθετήθηκε σε μη στρατηγικές επενδύσεις, προκειμένου οι πρώτες να δημιουργούν πρόσθετη αξία⁵⁸. Σε αντίθετη περίπτωση η επιχείρηση έχει πετύχει μείωση του πλούτου των μετόχων της.

Σύμφωνα με την άποψη της εταιρείας Value Based Management Net, ο εν λόγω δείκτης αφενός αποτελεί ένα αντικειμενικό κριτήριο για την αξιολόγηση της οικονομικής επίδοσης μιας επιχείρησης και αφετέρου εξασφαλίζει την ισορροπία μεταξύ των εταιρικών συμφερόντων και των απαιτήσεων των μετόχων. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο χρηματοοικονομικός αναλυτής της εταιρείας Hewitt Associates LLC, που εδρεύει στο Lincolnshire Illinois.

Εξάλλου, ο Olsen Halliburton ιδρυτής, κύριος μέτοχος και γενικός διευθυντής της ομώνυμης αμερικάνικης πετρελαϊκής εταιρείας, που ταλαντεύτηκε για την επιλογή μιας αξιόπιστης διαγνωστικής τεχνικής, δηλώνει ότι ο υπό εξέταση δείκτης αποτελεί το καταλληλότερο εργαλείο για την αξιολόγηση της επιχειρηματικής επίδοσης^{cxviii}. Η εν λόγω εταιρεία, που μεταξύ άλλων χρησιμοποίησε επί σειρά ετών τους δείκτες προστιθέμενης οικονομικής αξίας και αποδοτικότητας χρηματοροών, κατέληξε στην υιοθέτηση του δείκτη προστιθέμενης χρηματικής αξίας, διότι εμφανίζει τον υψηλότερο συντελεστή

⁵⁸ Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι ο δείκτης προστιθέμενης χρηματικής αξίας στηρίζεται στη φιλοσοφία της ισοδύναμης ετήσιας καθαρής χρηματοροής (equivalent annual net cash flow). Αυτό σημαίνει ότι είναι δυνατό η ανακατανομή των ταμιακών ροών σε χρονικά διαστήματα που επιθυμεί ο αναλυτής, προκειμένου να αποτελεί ένα εργαλείο για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής μονάδας.

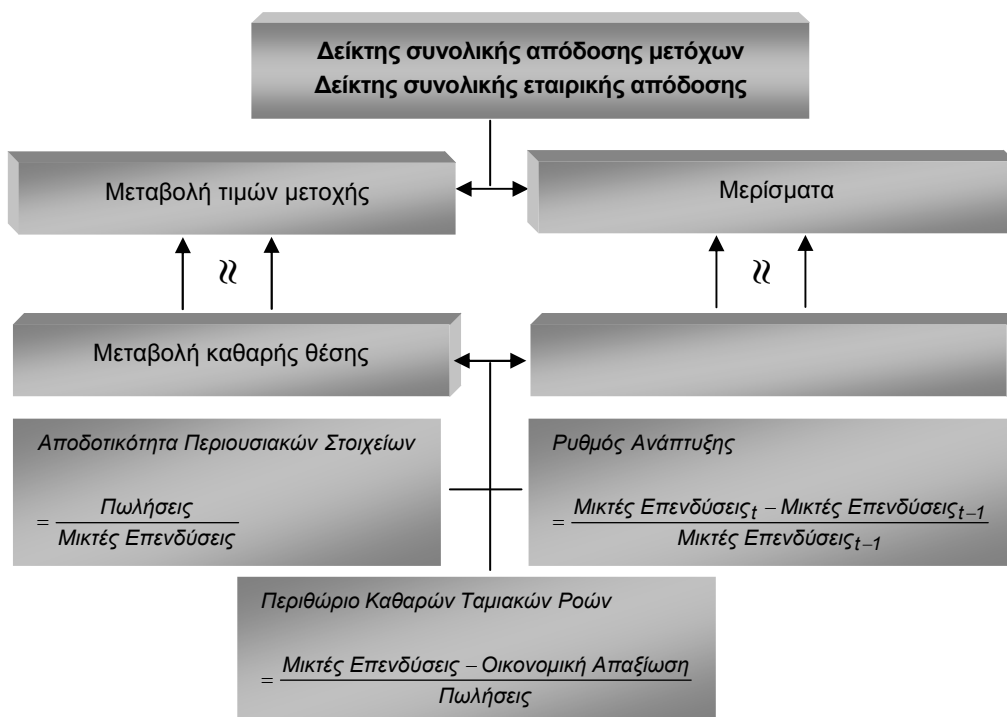
συσχέτισης με τις μεταβολές της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Μάλιστα ο Olsen Halliburton ισχυρίζεται ότι η μετοχή της εταιρείας είχε δραματική ανάπτυξη τα έτη μετά το 1995, δεδομένου ότι άρχισε να εφαρμόζει τη φιλοσοφία του δείκτη προστιθέμενης χρηματικής αξίας από το 1994, ενώ η αύξηση του πλούτου των μετόχων που επιτεύχθηκε διαφέρει σημαντικά από την αντίστοιχη των πιο στενών ανταγωνιστών της, με αποτέλεσμα την απόκτηση μιας πιο ισχυρής θέσης στην αγορά.

Αντίθετη άποψη έχει ο Pablo Fernández^{cxvix}, όπως φαίνεται από έρευνα την οποία διεξήγαγε χρησιμοποιώντας οικονομικά στοιχεία, όπως δημοσιεύτηκαν από την εταιρεία Boston Consulting Group, των 100 καλύτερων, βάσει του δείκτη απόδοσης των μετοχών τους, για τα έτη 1994-1998, παγκοσμίως εταιρειών. Ο ως άνω χρηματοοικονομικός ερευνητής διαπίστωσε ότι η συσχέτιση της απόδοσης της μετοχής των επιχειρήσεων του δείγματος και του υπό εξέταση δείκτη δεν είναι ιδιαίτερης σημαντικότητας και ίσα που αγγίζει το 1,7%.

3.5.6. ΔΕΙΚΤΗΣ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ (TSR)

Η εταιρεία Boston Consulting Group ανέπτυξε δύο δείκτες της **συνολικής απόδοσης των μετόχων (total shareholder return)** και της **συνολικής εταιρικής απόδοσης (total business return)**, γνωστοί και με τα ακρωνύμια **TSR** και **TBR** αντίστοιχα. Η διαφορά τους έγκειται στο ότι ο πρώτος χρησιμοποιείται για οικονομικές μονάδες που είναι εισηγμένες σε χρημαστήριο αξιών, ενώ ο δεύτερος, που αποτελεί παραλλαγή του πρώτου, υπολογίζεται για επιχειρήσεις των οποίων οι μετοχές δεν αποτιμούνται στην αγορά^{cxl}.

Η φιλοσοφία του εν λόγω δείκτη στηρίζεται στους τρεις πιο σημαντικούς οδηγούς αξίας, όπως προσδιορίζονται από την εταιρεία Boston Consulting Group, και αφορούν τις καθαρές ταμιακές ροές, την αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων και το ρυθμό ανάπτυξης της εταιρείας. Η σχέση που συνδέει τους ως άνω οδηγούς αξίας με τον υπό εξέταση δείκτη απεικονίζεται στο παρακάτω σχήμα^{cxli}.



ΣΧΗΜΑ 3.3:
ΦΙΛΟΣΟΦΙΑ ΔΕΙΚΤΗ ΣΥΝΟΛΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ειδικότερα, ο δείκτης αυτός δεικνύει τη μεταβολή στην κεφαλαιακή αξία μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου, λαμβανομένου υπόψη και των μερισμάτων, τα οποία εκφράζονται ως θετικό ή αρνητικό ποσοστό σε σχέση με την ισχύουσα, κατά την έναρξη του εκάστοτε υπό μελέτη χρονικού διαστήματος, τιμή της μετοχής. Βασική υπόθεση του μοντέλου είναι ότι υφίσταται αναλογικότητα μεταξύ των μεταβολών της

καθαρής θέσης και των καθαρών ταμιακών ροών με τις μεταβολές στην τιμή της μετοχής και τα μερίσματα. Σημειώνεται στο σημείο αυτό ότι στην έννοια των μερισμάτων περιλαμβάνονται αφενός τα έκτατα μερίσματα και οι καταβολές στους μετόχους και αφετέρου οι πράξεις επαναγοράς μετοχών. Η διατύπωση του σε μαθηματικούς όρους δίνεται από την ακόλουθη σχέση

Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Μετόχων (TSR) =

$$= \frac{\text{Αξία Μετοχής}_{t+1} - \text{Αξία Μετοχής}_t}{\text{Αξία Μετοχής}_t} \times 100 + \text{Μερισματική Απόδοση}$$

Οι ερευνητές που ανέπτυξαν το δείκτη της συνολικής απόδοσης των μετόχων ισχυρίζονται ότι είναι εύχρηστος και εύκολα υπολογιζόμενος, ενώ βασικό του πλεονέκτημα είναι η ποσοστιαία του έκφραση, γεγονός που συμβάλλει στην άμεση σύγκριση και τη διεξαγωγή συμπερασμάτων. Και οι αναλυτές του περιοδικού Compensation Strategy Magazine δηλώνουν ότι πρόκειται για ένα αξιόπιστο μέτρο, το οποίο δεν επηρεάζεται από λογιστικά δεδομένα και για το λόγο αυτό δεν επιδέχεται παρεμβάσεις από τα διοικητικά στελέχη μιας εταιρείας^{cxlii}.

Ο Daniel Stelter^{cxliii} ηγήθηκε σχετικής χρηματοοικονομικής έρευνας και δημοσίευσε κατάλογο με τις 100 καλύτερες εταιρείες σε παγκόσμιο επίπεδο με κριτήριο την απόδοση των μετόχων. Η μελέτη αφορά το χρονικό διάστημα 1995-1999, ενώ απόσπασμα αυτής παρατίθεται στον πίνακα που έπεται. Καταλήγει μάλιστα στο συμπέρασμα ότι δεν υπάρχει ιδιαίτερα σημαντικός βαθμός συσχέτισης του δείκτη συνολικής απόδοσης των μετόχων με τον αντίστοιχο της προστιθέμενης χρηματικής αξίας, ενώ σημαντικότερος

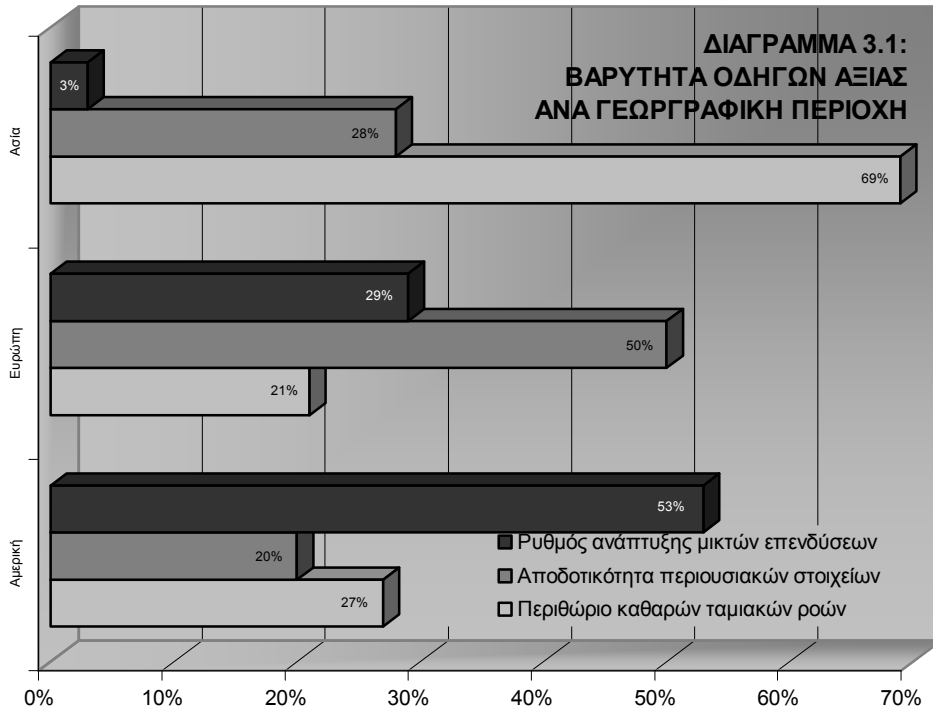
ΠΙΝΑΚΑΣ 3.5: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ DANIEL STELTER

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΑΞΙΑ (εκατ. δολάρια)	TSR	ΓΕΝΙΚΟΙ ΟΔΗΓΟΙ ΑΞΙΑΣ						ΒΑΘΜΟΣ ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΕΓΕΘΩΝ			
				ΠΡΟΣΔΟΚΙΕΣ	ΧΡΗΜΑΤΟ-ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ	ΔCFROI	ΔCFM	ΔΑΡ	ΔGIG				
1.	CMGI	33.858	213,0%	++	++	++	+++	-	+++				
2.	Veritas Software	36.886	177,9	++	++	+++	+++	++	+++				
3.	America On Line	168.672	144,1	+++	+	++	++	++	+++				
4.	Dell Computer	103.094	140,0	+++	+	+++	++	+++	+++				
5.	Qualcomm	115.579	127,9	+++	+	++	+	++	+++				
6.	Sun Microsystems	121.163	103,5	+++	+	++	++	+	+++				
7.	Cisco Systems	364.454	93,9	+++	+	-	-	++	+++				
8.	Nokia	206.325	92,1	+++	+	++	++	+++	+++				
9.	Soft Bank	104.552	86,4	+++	-	-	-	-	+++				
10.	EMC Corporation	111.816	81,9	+++	+	-	-	-	+++				
11.	Hennes & Mauritz	24.235	73,8	+++	+	+++	++	++	+++				
12.	Microsoft	599.073	72,5	+++	+	+++	+++	++	+++				
13.	Charles Schwab	31.189	72,3	+++	+	-			+++				
14.	Clear Channel Com	30.043	69,7	+	+++	+	+++	-	+++				
15.	Solectron	27.712	69,1	+++	+	-	-	-	+++				
16.	Sap	55.724	68,7	+++	+	++	-	+++	+++				
17.	Gateway	22.683	67,9	+++	+	-	++	-	+++				
18.	Nortel Networks	136.264	66,9	+++	+	-	-	++	+++				
19.	Oracle	158.651	66,7	+++	+	+++	+++	++	+++				
20.	Applied Mats.	47.673	64,4	+++	+	-	++	-	+++				
21.	Ericsson	124.929	63,6	+++	+	++	+	++	+++				
22.	Mannesmann	117.723	63,5	+++	+	++	++	+	++				
23.	SK Telecom	29.796	63,4	+++	+	-	-	-	+++				
24.	Avantest	26.193	61,2	+++	+	++	+++	++	++				
25.	Aegon	63.911	60,7	+++	+	-			+++				

όπου CFROI = αποδοτικότητα ταμιακών ροών, CFM = περιθώριο ταμιακών ροών,

AP = αποδοτικότητα περιουσιακών στοιχείων, GIG = ανάπτυξη μικτών επενδύσεων

Πηγή: Boston Consulting Group, 2000



παράγοντας αποδείχθηκε η προσδοκώμενη πρόσθετη αξία της εταιρείας - που αποτελεί τη διαφορά μεταξύ της χρηματιστηριακής αξίας και του χρέους μιας επιχείρησης και των αντίστοιχων χρηματοοικονομικών της δεδομένων.

Επίσης, ο ως άνω χρηματοοικονομικός αναλυτής, τονίζει ότι οι εταιρικές μονάδες, ανάλογα με τη γεωγραφική περιοχή στην οποία δραστηριοποιούνται, δίνουν διαφορετική βαρύτητα στους οδηγούς αξίας, όπως φαίνεται και στο ως άνω διάγραμμα. Έτσι, οι αμερικάνικες εταιρείες εμφανίζονται να θεωρούν ως σπουδαιότερο παράγοντα της συνολικής απόδοσης των μετόχων το ρυθμό ανάπτυξης των μικτών επενδύσεων, ενώ οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην Ευρώπη και την Ασία δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στην αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων και το περιθώριο των ταμιακών ροών αντίστοιχα.

3.5.7. ΔΕΙΚΤΗΣ ΠΡΟΣΤΙΘΕΜΕΝΟΥ ΠΛΟΥΤΟΥ (WA)

Ένας τελευταίος δείκτης που κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί είναι ο **δείκτης προστιθέμενου πλούτου (wealth added index)**, γνωστός και με τη συντομογραφία **WAI**. Αποτελεί πρόσφατο εύρημα της εταιρείας παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών Stern Stewart and Co. και αποσκοπεί στη μέτρηση της μεταβολής του πλούτου των μετόχων.

Κεντρική ιδέα του εν λόγω δείκτη και συνάμα κριτήριο για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων αποτελεί το ευρέως αποδεκτό αξίωμα ότι μια εταιρεία συμβάλλει στην αύξηση του πλούτου των μετόχων της, εφόσον επιτυγχάνει απόδοση υψηλότερη του κόστους του μετοχικού της κεφαλαίου. Όπως έχει ήδη αναφερθεί, η πραγματική απόδοση των μετόχων δύναται να λάβει δύο μορφές. Η πρώτη αναφέρεται στην κεφαλαιακή απόδοση, όπως καθορίζεται από τη μεταβολή της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Η δεύτερη αφορά εκείνο το ποσοστό των κερδών τα οποία διανέμονται στους μετόχους υπό τη μορφή μερισμάτων. Από την άλλη πλευρά, ο υπολογισμός του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου στηρίζεται στις αρχές και παραδοχές του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, που αποτελεί θεμέλιο και ακρογωνιαίο λίθο της θεωρίας χαρτοφυλακίου⁵⁹.

⁵⁹ Το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (capital asset pricing model) είναι μια θεωρία που ως αντικειμενικό σκοπό έχει τον εντοπισμό και την αιτιολόγηση της σχέσης που υφίσταται μεταξύ του κινδύνου ενός περιουσιακού στοιχείου και του απαιτούμενου συντελεστή προσαρμογής για την κάλυψη του κινδύνου αυτού^{cxliv}. Με πιο απλά λόγια, στοχεύει στον προσδιορισμό της σχέσης μεταξύ του κινδύνου και των απαιτούμενων αποδόσεων μιας επένδυσης. Το εν λόγω μοντέλο στηρίζεται στην ακόλουθη συλλογιστική: Η απαιτούμενη απόδοση μιας επένδυσης αποτελείται από μια απόδοση χωρίς κίνδυνο συν ένα συντελεστή προσαρμογής του κινδύνου. Αυτός είναι το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς σταθμισμένο για τον κίνδυνο της συγκεκριμένης επένδυσης. Ο τελευταίος μετριέται από το συντελεστή β , που αποτελεί το πηλίκο της συνδιακύμανσης των αποδόσεων της επένδυσης και της αγοράς, προς τη διακύμανση των αποδόσεων της αγοράς.

Η ως άνω εταιρεία έχει αναπτύξει τους ακόλουθους δύο μαθηματικούς τύπους για τον υπολογισμό του υπό εξέταση αριθμοδείκτη^{cxlv}

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Προστιθέμενου Πλούτου (WAI)} &= \\ &= \text{Μεταβολή Κεφαλαιοποίησης Εταιρείας} - \\ &\quad - \text{Απαιτούμενη Απόδοση} + \text{Μερίσματα} - \text{Αξία Νέων Μετοχών} \end{aligned}$$

ή

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης Προστιθέμενου Πλούτου (WAI)} &= \\ &= (\text{Δείκτης Συνολικής Απόδοσης Μετόχων} - \text{Κόστος Μετοχικού Κεφαλαίου}) \times \\ &\quad \times \text{Κεφαλαιοποίηση Εταιρείας}_0 \end{aligned}$$

Και οι δύο αυτές εξισώσεις οδηγούν στο ίδιο αποτέλεσμα. Η διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι ο δεύτερος δείκτης απαιτεί μεν λιγότερα δεδομένα, υπολογίζεται δε σε ημερήσια βάση.

Όπως γίνεται φανερό και από την πρώτη εξίσωση, ο δείκτης προστιθέμενου πλούτου προκύπτει ως το άθροισμα της μεταβολής της κεφαλαιουχικής τρέχουσας εταιρικής αξίας και των διανεμηθέντων μερισμάτων

Παρακάτω παρατίθενται οι βασικές υποθέσεις του υποδείγματος.

- Οι χρηματιστηριακές αγορές λειτουργούν αποτελεσματικά και βρίσκονται σε κατάσταση ισορροπίας.
- Όλοι οι επενδυτές έχουν ίδιες ευκαιρίες και ομοιογενείς προσδοκίες.
- Τα κριτήρια για την αξιολόγηση μιας επένδυσης είναι η προσδοκώμενη απόδοση και ο κίνδυνος που αυτή εμπεριέχει.
- Οι επενδυτές είναι ορθολογικοί. Αυτό σημαίνει ότι σε δεδομένο επίπεδο κινδύνου επιλέγουν επενδύσεις με υψηλότερες αποδόσεις, ενώ σε δεδομένο επίπεδο προσδοκώμενης απόδοσης προτιμούν επενδύσεις με το χαμηλότερο κίνδυνο.
- Δεν υπάρχουν περιορισμοί αναφορικά με το ύψος των κεφαλαίων τα οποία οι επενδυτές δύναται να δανειστούν ή να δανείσουν. Η λήψη και η χορήγηση δανείων γίνονται με το ίδιο απαλλαγμένο κινδύνου επιτόκιο.
- Ο επενδυτικός χρονικός ορίζοντας είναι κοινός για το σύνολο των επενδυτών.
- Οι επενδυτές διατηρούν ικανοποιητικά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια επενδύσεων. Κατά συνέπεια οι αποδόσεις που απαιτούν επηρεάζονται κυρίως από το συστηματικό μάλλον παρά από το συνολικό κίνδυνο.
- Τα χαρτοφυλάκια είναι απεριόριστα διαιρετά και εμπορεύσιμα. Με άλλα λόγια, οι επενδυτές έχουν τη δυνατότητα αγοράς ή πώλησης οποιασδήποτε αναλογίας ενός χαρτοφυλακίου.
- Η προσδοκώμενη απόδοση μιας επένδυσης είναι ο μέσος αριθμητικός της κατανομής πιθανότητας των προβλεπόμενων μελλοντικών αποδόσεων στη διάρκεια ορισμένης χρονικής περιόδου.
- Ο κίνδυνος μιας επένδυσης οφείλεται στη διασπορά των προβλεπόμενων αποδόσεων της.
- Δεν υπάρχουν φόροι, δαπάνες συλλογής πληροφοριών και κόστη συναλλαγών.
- Δεν προβλέπονται πληθωριστικές μεταβολές και τα επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα σε όλη τη διάρκεια του επενδυτικού ορίζοντα.

Οι υποθέσεις αυτές θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν ως μη ρεαλιστικές καθιστώντας μη αποτελεσματικό το υπόδειγμα. Παρόλα αυτά είναι ευρέως αποδεκτό ότι πρόκειται για μια θεωρητική προσέγγιση που επιτρέπει την εκτίμηση, με κάποια περιθώρια σφάλματος μέτρησης, της σχέσης μεταξύ κινδύνου και απόδοσης.

μειωμένο τόσο κατά το ποσό των προσδοκώμενων αποδόσεων από τη μεριά των μετόχων όσο και κατά την αξία των μετοχών που έχουν εκδοθεί κατά τη διάρκεια της εκάστοτε υπό εξέταση χρονικής περιόδου.

Τρία στοιχεία λοιπόν συνθέτουν τον εν λόγω δείκτη^{cxlvi}. Το πρώτο αφορά την κεφαλαιοποίηση της εταιρείας (market capitalization). Με τον όρο αυτόν νοείται το γινόμενο των εν κυκλοφορία μετοχών επί την τρέχουσα αξία αυτών. Η μεταβολή αυτής της αξίας είναι η διαφορά που σημειώνει το εν λόγω μέγεθος κατά το κάθε φορά επιλεγμένο για ανάλυση διάστημα. Ο Stern Stewart υποστηρίζει ότι υπάρχει και μια εναλλακτική τεχνική για τη μέτρηση της εν λόγω μεταβολής. Αυτή η τεχνική προϋποθέτει σε πρώτη φάση τον υπολογισμό της μεταβολής της αξίας του εταιρικού εισοδήματος (change in value of profitability) και σε δεύτερη φάση τον προσδιορισμό της μεταβολής του προσδοκώμενου ρυθμού ανάπτυξης (change in value of prospects). Ειδικότερα, η μεταβολή της αξίας του εταιρικού εισοδήματος αναφέρεται στην αύξηση ή μείωση των προ φόρων λειτουργικών αποτελεσμάτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Η μεταβολή αυτή ορίζεται ως η διαφορά των ως άνω αποτελεσμάτων, όπως αυτά διαμορφώνονται στην αρχή και στο τέλος ενός ορισμένου χρονικού διαστήματος, υπό την προϋπόθεση ότι τα αντίστοιχα ποσά θα συνεχίσουν να λαμβάνουν χώρα συνεχώς και στο διηνεκές. Με πιο απλά λόγια, η μεταβολή αυτή ορίζεται ως η παρούσα αξία των προ φόρων λειτουργικών αποτελεσμάτων στο τέλος της περιόδου μειωμένη κατά την παρούσα αξία των αντίστοιχων αποτελεσμάτων στην αρχή υπό μελέτης περιόδου. Επεξήγησης χρήζει και ο αποκαλούμενος προσδοκώμενος ρυθμός ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Αυτός προκύπτει ως η διαφορά της χρηματιστηριακής εταιρικής αξίας μειωμένη κατά την αξία των λειτουργικών προ φόρων αποτελεσμάτων της επιχείρησης. Η μεταβολή της αξίας αυτής υπολογίζεται φυσικά για το χρονικό διάστημα που

αφορά η διεξαγόμενη κάθε φορά ανάλυση. Δεδομένου ότι για μικρά χρονικά διαστήματα τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης δεν παρουσιάζουν σημαντικές διακυμάνσεις είναι λογική η θεώρηση ότι η μεταβολή αυτή αντικατοπτρίζει κυρίως την αλλαγή των διαθέσεων των μετόχων απέναντι στην εταιρεία και, επομένως, των προσδοκιών τους για τη μελλοντική της αξία. Τα δύο προαναφερόμενα αυτά μεγέθη αθροιζόμενα αποκαλύπτουν την κεφαλαιουχική τρέχουσα εταιρική αξία καθαρή από δανειακές επιβαρύνσεις. Το δεύτερο στοιχείο σχετίζεται με τη χρηματοδότηση της επιχείρησης από ίδιες πηγές. Αφορά δηλαδή το καθαρό πρόσθετο μετοχικό κεφάλαιο. Τέλος, το τρίτο στοιχείο είναι η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων. Η τελευταία, όπως έχει αναφερθεί και σε προηγούμενο σημείο, αποτελεί το γινόμενο του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου, όπως υπολογίζεται βάσει των αρχών και παραδοχών του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, επί τον αριθμό των εν κυκλοφορία μετοχών επί την τιμή της μετοχής. Ο δείκτης προστιθέμενου πλούτου προκύπτει εάν από την κεφαλαιουχική τρέχουσα εταιρική αξία αφαιρεθούν, πρώτον, η καθαρή πρόσθετη ίδια χρηματοδότηση και, δεύτερον, η απαιτούμενη απόδοση των μετόχων.

Στο σημείο αυτό κρίνεται απαραίτητο να τονιστεί το γεγονός ότι ο υπό μελέτη δείκτης λαμβάνει υπόψη όλες τις μεταβολές που σημειώνονται στο κοινό μετοχικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης. Μάλιστα, αυτές υπολογίζονται ανεξάρτητα από το εάν επέφεραν ή όχι αντίστοιχη μεταβολή της καθαρής περιουσίας της και μόνο βέβαια για το χρονικό διάστημα στο οποίο αναφέρονται. Με άλλα λόγια, λαμβάνεται υπόψη τόσο η έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου με τη διανομή νέων μετοχών όσο και περιπτώσεις όπως είναι η κεφαλαιοποίηση (συνήθως αποθεματικών) χωρίς εισροή μετρητών, η δωρεάν έκδοση δικαιωμάτων προς τους υπάρχοντες μετόχους (stock dividends), η υποδιαίρεση

μετοχών (split) και η ενοποίηση μετοχών ή διαφορετικά ανάστροφη υποδιαίρεση μετοχών (reverse split). Οι μεταβολές αυτές βέβαια επηρεάζουν τόσο τον προσδιορισμό της πρόσθετης χρηματοδότησης όσο και την εύρεση των μετοχών που βρίσκονται σε κυκλοφορία.

Η δεύτερη μαθηματική διατύπωση για τον υπολογισμό του εξέταση δείκτη δεικνύει ότι υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ αυτού και του δείκτη συνολικής απόδοσης μετόχων^{cxlvii}. Η φιλοσοφία τους είναι παρόμοια. Υπολογίζεται, δηλαδή, και στις δύο περιπτώσεις η κεφαλαιακή και μερισματική απόδοση των μετοχών. Όμως, ο δείκτης προστιθέμενου πλουτισμού προβαίνει σε δύο επιπλέον προσαρμογές. Πρώτον, συνυπολογίζει για όλο το αντίστοιχο χρονικό διάστημα την απόδοση των πρόσθετων κεφαλαίων που άντλησε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα από την κεφαλαιαγορά. Δεύτερον, συμπεριλαμβάνει στο τελικό προσδιοριζόμενο ποσό τη χρέωση του κεφαλαίου, όπως προκύπτει από το γινόμενο του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου πολλαπλασιαζόμενο με την κεφαλαιουχική τρέχουσα εταιρική αξία, όπως αυτή είχε διαμορφωθεί στην αρχή της εκάστοτε υπό ανάλυσης περιόδου, προκειμένου να υπολογιστεί σε χρηματικούς όρους. Εύλογο είναι το συμπέρασμα ότι ο εν λόγω δείκτης, σε αντιδιαστολή με το δείκτη συνολικής απόδοσης των μετόχων, όπως αναπτύχθηκε από την εταιρεία Boston Consulting Group, λαμβάνει υπόψη το συνολικό κίνδυνο της επιχείρησης. Επιπλέον, ο δείκτης συνολικής απόδοσης των μετόχων δεν λαμβάνει ουσιαστικά υπόψη τα ρευστά τα οποία επενδύονται στην επιχείρηση κατά την υπό εξέταση περίοδο παρά μόνο τα χρήματα τα οποία ήταν επενδυμένα στην αρχή και στο τέλος της περιόδου, δηλαδή το μέσο όρο των επενδυμένων κεφαλαίων. Αντίθετα, ο υπό μελέτη δείκτης συνυπολογίζει τα πρόσθετα αντλούμενα κατά τη διάρκεια μιας ορισμένης περιόδου κεφάλαια και μάλιστα

από το χρονικό εκείνο σημείο που λήφθηκε η χρηματοδότηση. Επίσης, εκτός από τις προαναφερόμενες διαφορές μεταξύ των δύο δεικτών, ο δείκτης της συνολικής απόδοσης των μετόχων είναι εκφρασμένος σε ποσοστιαία βάση, ενώ ο αντίστοιχος του προστιθέμενου πλούτου εκφράζεται σε χρηματικές νομισματικές μονάδες.

Καθίσταται λοιπόν φανερό ότι ο υπό μελέτη στην παρούσα ενότητα δείκτης είναι ένα περιοδικό μέγεθος, χρήσιμο για τη μέτρηση και αξιολόγηση της επιχειρηματικής επίδοσης. Αντικατοπτρίζει τον πρόσθετο πλούτο που μια εταιρεία δημιούργησε ή απώλεσε για τους επενδυτές της. Πρόσθετος, διότι κάθε φορά υπολογίζει το ποσό που υπερβαίνει ή υπολείπεται της χρέωσης του κεφαλαίου, δηλαδή της προσαρμοσμένης στον κίνδυνο αναμενόμενης απόδοσης. Με πιο απλά λόγια, ο δείκτης αυτός προσπαθεί να εκτιμήσει τη μεταβολή της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου μειωμένη κατά την αναμενόμενη απόδοσή της. Μάλιστα, συνεκτιμά και το πρόσθετο όφελος των μετόχων σε όρους διανεμόμενων μερισμάτων.

Ιδιαίτερη μνεία γίνεται για τη συμβολή του εν λόγω δείκτη στη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης εταιρειών που εμπλέκονται σε εξαγορές και συγχωνεύσεις^{cxlviii}. Ο Syamal K. Ghosh, πρόεδρος της εταιρείας IMM, δηλώνει ότι ο εν λόγω δείκτης αποτυπώνει αρκετά αποτελεσματικά τα οικονομικά επακόλουθα αυτών των διαδικασιών, καθώς και τις επιδράσεις των ιδιαίτερων προβλημάτων που πηγάζουν από τις υποκειμενικές εκτιμήσεις και τη διαδικασία των διακανονισμών στις φάσεις του σχεδιασμού και υλοποίησης τέτοιων στρατηγικών ενεργειών.

Ένα άλλο πλεονέκτημα του δείκτη είναι ότι αναγνωρίζει το κόστος της κοινωνικής εταιρικής ευθύνης, το οποίο, σύμφωνα με τους ακαδημαϊκούς και

χρηματοοικονομικούς αναλυτές, αντικατοπτρίζεται στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής και αποτελεί ένα από τους ιδιαίτερα δύσκολα μετρήσιμους παράγοντες που προκαλούν ως ένα βαθμό τη διακύμανση της μετοχής.

Μια άλλη αρετή στο δείκτη προσδίδει ο Stern Stewart δηλώνοντας ότι αυτός δεν αποτελεί απλά και μόνο ένα κριτήριο για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, αλλά αποσκοπεί αφενός στη μέτρηση της εταιρικής αξίας από την πλευρά των επενδυτών και αφετέρου στη γεφύρωση του χάσματος μεταξύ των διοικούντων μιας εταιρείας και των μετόχων αυτής⁶⁰. Σημειώνεται επίσης, ότι ο Eric Stern θεωρεί τον εν λόγω δείκτη ως ένα σημείο αναφοράς που κατά μοναδικό τρόπο συνδέει τη στρατηγική, την επίδοση και την αξία μιας εταιρείας^{cl}. Σύμφωνα με τον ίδιο, η πραγματική αξία του δείκτη πηγάζει από τη διαδικασία ανάλυσης των τριών παραγόντων (κεφαλαιουχική τρέχουσα εταιρική αξία, τρόποι και πηγές χρηματοδότησης της επιχείρησης και κόστος μετοχικού κεφαλαίου) που επηρεάζουν τον πλούτο των μετόχων. Αυτοί, αναφέρει, αποτελούν στοιχεία που ουσιαστικά προσφέρουν πληθώρα σημαντικών πληροφοριών στους επενδυτές.

Στον αντίποδα αυτών υπάρχουν οι επικριτές της φιλοσοφίας του δείκτη προστιθέμενου πλούτου που τονίζουν ότι και ο δείκτης αυτός στηρίζεται σε λογιστικά δεδομένα, διότι εισάγει την ανάλυση των λειτουργικών προ φόρων αποτελεσμάτων χρήσης και του υπολειμματικού εισοδήματος^{cli}. Τα στοιχεία αυτά βέβαια υφίστανται ορισμένες τροποποιήσεις για την εξάλειψη των λογιστικών επιδράσεων, παρόλα αυτά όμως και πάλι περιέχουν κάποιο βαθμό σφάλματος.

⁶⁰ Η διάσταση των συμφερόντων μεταξύ της διοίκησης και των μετόχων, γνωστό και ως πρόβλημα αντιπροσώπευσης, που στην αγγλική και αμερικανική ορολογία αποδίδεται με τη φράση *agent theory*, αποτελεί πλέον ένα από τα σύγχρονα προβλήματα των επιχειρήσεων. Οι M. C. Jensen και W. H. Meckling^{cxlix} διατύπωσαν εύστοχα ότι η μερική μετοχική συμμετοχή της διοίκησης στο μετοχικό κεφάλαιο μιας εταιρείας οδηγεί τους *managers* και τα επιχειρησιακά στελέχη σε λιγότερο εντατική προσπάθεια, επειδή το κόστος επιβαρύνει τους ιδιοκτήτες.

Επιπλέον, ισχυρίζονται ότι τα αποτελέσματα δεν είναι ιδιαίτερα αξιόπιστα, διότι είναι ενδεχόμενο μια επιχειρηματική μονάδα να μην έχει τελικά πετύχει απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της, αλλά αυτή να εμφανίζεται θετική, αφού η τιμή της μετοχής, που επηρεάζεται από το συντελεστή β , δύναται να σημειώνει άνοδο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η προσδοκώμενη απόδοση του μετοχικού κεφαλαίου, που καθορίζεται με τη βοήθεια του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και αποτελεί το άθροισμα της απόδοσης μιας χωρίς κινδύνου μετοχής και της απόδοσης της εκάστοτε μετοχής βάσει του συντελεστή της β , συγκρίνεται με τη χρηματιστηριακή απόδοση της μετοχής. Ακόμα και στην περίπτωση όπου χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του δείκτη προστιθέμενου πλούτου η σχέση που προϋποθέτει τη μελέτη της κίνησης μιας μετοχής σε ημερήσια βάση προκύπτει το μειονέκτημα της έντονης μεταβλητότητας λόγω των καθημερινών διακυμάνσεων που παρατηρούνται. Αυτή είναι και η αιτία, δηλώνει ο Neil Darke, που ο εν λόγω δείκτης δεν αποτελεί ακριβές κριτήριο αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων.

Επιπρόσθετα, ο Andrew Balls, υπογραμμίζει ότι τα αποτελέσματα δεν είναι αμερόληπτα και αντικειμενικά, διότι ο υπολογισμός του δείκτη γίνεται σε νομισματικές μονάδες. Η μη ποσοστιαία έκφραση του δείκτη ευνοεί τις μεγάλου μεγέθους επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες, λόγω του όγκου συναλλαγών τους. Σε άρθρο του ο προαναφερόμενος αναλυτής καταλήγει στο συμπέρασμα ότι ο δείκτης τελικά επιτυγχάνει να μετρήσει τον πλούτο των μετόχων συγκριτικά με τις προσδοκίες τους. Δεν αντικατοπτρίζει, όμως, κατά πόσο αυτό είναι αποτέλεσμα της επιχειρηματικής επίδοσης ή των κινήσεων της αγοράς. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγει και ο καθηγητής Syamal K. Ghosh, που ενώ αναγνωρίζει την καινοτομική προσέγγιση που εισαγάγει ο εν λόγω δείκτης για τη

μέτρηση του πλούτου των μετόχων, δηλώνει ότι η οπτική γωνία από την οποία κρίνεται η επίδοση είναι ιδιαίτερα περιορισμένη. Και αυτό διότι πολλοί παράγοντες, ποσοτικοί και ποιοτικοί, όπως για παράδειγμα η αποτελεσματικότητα της διοίκησης, η ταχύτητα λήψης αποφάσεων, το ανθρώπινο δυναμικό, η τεχνολογική υποδομή, κ.λπ., που επηρεάζουν την επιχειρηματική δραστηριότητα, δεν λαμβάνονται υπόψη.

Εξάλλου και ο Henri Servaes, καθηγητής του London Business School of Economics και ο Rick Escherich, υπεύθυνος στον τομέα συγχωνεύσεων και εξαγορών της εδρεύουσας στη Νέα Υόρκη εταιρείας JP Morgan Chase δηλώνουν ότι δεν αντιλαμβάνονται τη σκοπιμότητα του υπό εξέταση δείκτη, εφόσον η απόδοση μιας εταιρείας βάσει των χρηματιστηριακών της διακυμάνσεων αντικατοπτρίζεται ιδιαίτερα ικανοποιητικά από τους υφιστάμενους ήδη δείκτες.

Ο Stern Stewart διεξήγαγε παγκόσμια έρευνα, που καλύπτει το χρονικό διάστημα 1996-2001, και κατέταξε συνολικά 5.069 εταιρείες με κριτήριο το δείκτη προστιθέμενου πλουτισμού^{clii}. Οι καλύτερες 20 και χειρότερες 20 εταιρείες βάσει της εν λόγω έρευνας απεικονίζονται στον επόμενο πίνακα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ STERN STEWART

ΟΙ ΔΕΚΑ ΚΑΛΥΤΕΡΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

(εκατ. δολάρια)

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΧΩΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI 1996-2001	A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΧΩΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI 1996-2001
1.	General Electric	Ηνωμένες Πολιτείες	226.834.698	11.	Oracle	Ηνωμένες Πολιτείες	65.510.019
2.	Microsoft	Ηνωμένες Πολιτείες	149.463.945	12.	Royal Dutch / Shell	Ηνωμένο Βασίλειο	63.683.099
3.	Mannesmann	Μπαγκλαντές	120.860.388	13.	Unilever	Ηνωμένο Βασίλειο	53.285.538
4.	Wal Mart Stores	Ηνωμένες Πολιτείες	118.276.126	14.	Home Depot	Ηνωμένες Πολιτείες	50.518.003
5.	Citigroup	Ηνωμένες Πολιτείες	113.054.300	15.	Nestle R	Σουηδία	43.849.465
6.	Intl. Bus. Mach.	Ηνωμένες Πολιτείες	106.936.413	16.	Pfizer	Ηνωμένες Πολιτείες	43.552.055
7.	Nokia	Φιλανδία	85.046.720	17.	Dell Computer	Ηνωμένες Πολιτείες	42.945.189
8.	Amer. Intl. GP	Ηνωμένες Πολιτείες	81.292.549	18.	Amgen	Ηνωμένες Πολιτείες	38.015.994
9.	NTT Docomo Inc.	Ιαπωνία	78.794.053	19.	ING Groep Certs.	Κάτω Χώρες	36.972.948
10.	AOL Time Warner	Ηνωμένες Πολιτείες	67.809.545	20.	MGST DN Witter & Co.	Ηνωμένες Πολιτείες	36.480.114

Πηγή: The Economist Newspaper and the Economist Group, 2001

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.6: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ STERN STEWART

ΟΙ ΔΕΚΑ ΚΑΛΥΤΕΡΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΣΕ ΠΑΓΚΟΣΜΙΟ ΕΠΙΠΕΔΟ

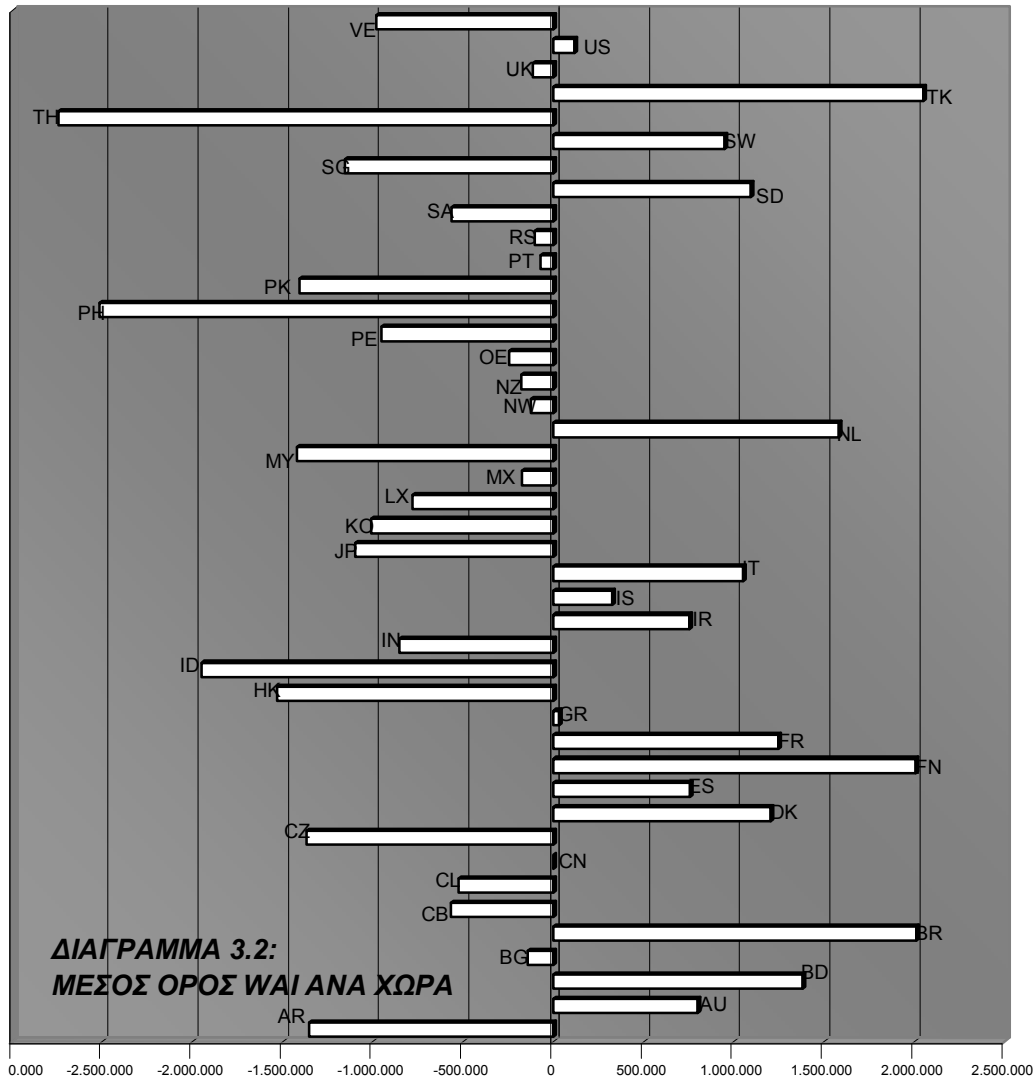
(εκατ. δολάρια)

A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΧΩΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI 1996-2001	A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΧΩΡΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI 1996-2001
5050.	Xerox	Ηνωμένες Πολιτείες	(25.112.541)	5060.	Motorola	Ηνωμένες Πολιτείες	(46.477.027)
5051.	Asahi Bank	Ιαπωνία	(26.532.658)	5061.	Palm	Ηνωμένες Πολιτείες	(54.899.837)
5052.	Singapore Telecom	Σιγκαπούρη	(29.898.108)	5062.	Nortel Networks	Κίνα	(67.301.057)
5053.	Corvis	Ηνωμένες Πολιτείες	(30.062.214)	5063.	JDS Uniphase	Ηνωμένες Πολιτείες	(74.120.620)
5054.	Pacific Gen. Cyberworks	Χονγκ Κονγκ	(31.112.134)	5064.	Worldcom Inco.	Ηνωμένες Πολιτείες	(78.173.379)
5055.	Cisco Systems	Ηνωμένες Πολιτείες	(31.490.886)	5065.	NPN Telg. & Tel.	Ιαπωνία	(84.615.972)
5056.	Daimler Chrysler	Μπανγκλαντές	(32.346.917)	5066.	Coca Cola	Ηνωμένες Πολιτείες	(86.847.438)
5057.	SBC Communications	Ηνωμένες Πολιτείες	(32.378.299)	5067.	Lucent Technologies	Ηνωμένες Πολιτείες	(100.546.482)
5058.	Network Appliance	Ηνωμένες Πολιτείες	(37.188.599)	5068.	AT & T	Ηνωμένες Πολιτείες	(137.205.595)
5059.	Sumitomo Mitsu BKG	Ιαπωνία	(43.744.774)	5069.	Vodafone Group	Ηνωμένο Βασίλειο	(144.527.407)

Πηγή: The Economist Newspaper and the Economist Group, 2001

Ο ίδιος αναφέρει ότι η μελέτη αυτή τους οδήγησε στη εξαγωγή ορισμένων ενδιαφερόντων συμπερασμάτων. Το πρώτο αφορά τον πλούτο ο οποίος θεωρείται ότι δημιουργείται σε περίπτωση εξαγορών και συγχωνεύσεων. Η υπόθεση ότι ο σχηματισμός επιχειρηματικών αυτοκρατοριών, ένα από τα κυριότερα διεθνή οικονομικά γνωρίσματα της διετίας 1999-2000, συμβάλλει στην εξοικονόμηση κόστους, την αύξηση του οικονομικού κέρδους, τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και την επίτευξη συνεργιών για τα εμπλεκόμενα μέρη φαίνεται ότι καταρρέει. Η ταξινόμηση κατά τον υπό μελέτη δείκτη δεικνύει ότι τέτοιες στρατηγικές δεν είναι τόσο κερδοφόρες όσο οι αρχικές εκτιμήσεις. Ως χαρακτηριστικό παράδειγμα αναφέρεται η βρετανική εταιρεία Vodafone η οποία συγχωνεύτηκε, κατόπιν δική της πρωτοβουλία, με την εταιρεία Mannesmann. Η πρώτη, ενώ εμφανίζει 248% συνολική απόδοση των μετόχων, με κριτήριο το σχετικό δείκτη της Boston Consulting Group, καταγράφει τεράστιες απώλειες πλούτου, της τάξης των 144,5 δις δολαρίων, σύμφωνα με τη μεθοδολογία του Stern Stewart. Αντίθετα, η γερμανική ως άνω εταιρεία σημειώνει αύξηση του πλούτου των μετόχων της, περίπου 121 δις δολαρίων. Φαίνεται, λοιπόν, ότι οι δύο μέθοδοι καταλήγουν σε αντικρουόμενα συμπεράσματα. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι η Vodafone πλειοδότησε για άδειες κινητών τηλεφώνων τρίτης γενιάς και κατέβαλε ένα υπέρογκο ποσό στη γερμανική ως άνω εταιρεία. Η απώλεια της Vodafone που αποτελεί κέρδος για τη Mannesmann αντικατοπτρίζεται στο δείκτη προστιθέμενου πλούτου, δεν λαμβάνεται όμως υπόψη για τον προσδιορισμό της συνολικής απόδοσης των μετόχων. Αυτό επιβεβαιώνεται και από Warren Buffet, ο οποίος υποστηρίζει ότι ο υπό μελέτη δείκτης είναι το καταλληλότερο εργαλείο για την ερμηνεία των επιπλοκών της εν λόγω συγχώνευσης.

Ένα δεύτερο εξίσου σημαντικό συμπέρασμα είναι ότι οι ασταθείς αγορές αποτελούν έναν από τους κυριότερους παράγοντες που μετατρέπουν μια κερδοφόρα επιχείρηση σε ζημιογόνα. Αυτό επιβεβαιώνεται και από τον πρόσφατο απόηχο στη βιομηχανία τηλεπικοινωνιών.



Στο προηγούμενο διάγραμμα παρατίθενται τα αποτελέσματα της έρευνας του Stern Stewart με κριτήριο τον πενταετή μέσο όρο του υπό μελέτη δείκτη ανά χώρα. Γίνεται φανερό ότι οι εδρεύουσες στη Βρετανία, στη Φιλανδία

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ STERN STEWART**ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ***(εκατ. δολάρια)*

ΣΕΙΡΑ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI (1996-2001)
311.	National Bank of Greece	3.243.117
429.	Commercial Bank of Greece	2.134.806
656.	National Real Estate	1.113.256
675.	Interamerican	1.055.028
735.	Intracom	895.593
763.	Titan Cement	835.715
870.	Ergo Bank	681.835
879.	Viohalco	675.544
929.	Alpha Bank	621.917
968.	Phoenix	575.785
1021.	Folli- Follie	533.322
1046.	Nibid	510.718
1068.	Xios Bank (Merger 308699)	493.672
1132.	Alpha Finance (Merger 755424)	446.219
1157.	Bank of Greece	425.563
1259.	Ionian Bank (Merger 755424)	364.210
1387.	Alum Co. Greece	304.779
1435.	Duty Free Shops GR	285.734
1444.	Halcor Mtl. Proc. «B»	283.190
1460.	M. J. Mailis	278.023
1568.	Macedonia and Thrace Bank	234.717
1572.	Intralot	233.837
1670.	Creta Farm	194.901
1739.	Ethniki	171.221
1822.	Sidenor Metal Proc.	147.134
1906.	Avax	123.835

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.7: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ ΤΟΥ STERN STEWART

ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ

(εκατ. δολάρια)

ΣΕΙΡΑ ΤΑΞΙΝΟΜΗΣΗΣ	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI (1996-2001)
1973.	Aktor	105.341
2094.	Delta Singular	70.227
2145.	Cosmote Mobile	54.758
2178.	Hellenic Technodomiki	44.485
2210.	Attica Enterprises	34.823
2264.	Lmbrakis Press	18.012
2292.	Eival	10.102

2506.	Hyatt Regency Htl.	(53.059)
2540.	Heracles	(61.854)
2585.	E.Y.D.A.P.	(76.877)
2595.	Intrasoft Reg.	(79.561)
3198.	Iaso	(335.594)
3453.	Bank of Piraeus	(481.125)
3623.	Germanos	(615.044)
3649.	Hellenic Petroleum	(646.917)
3762.	E.T.B.A. Bank	(763.484)
4066.	Coca Cola Hellenic Bottle Company	(1.134.252)
4228.	Egnatia Bank	(1.437.644)
4346.	Panafon	(1.708.359)
4403.	O.T.E. – Hellenic Telecom Org.	(1.903.805)
4900.	E.F.G. Eurobank Ergasias	(6.444.627)

και στις Κάτω Χώρες εταιρείες δημιουργούν τον περισσότερο πλούτο για τους μετόχους τους. Στον αντίποδα βρίσκονται οι επιχειρήσεις της Ινδονησίας, των Φιλιππίνων και της Ταϊλάνδης.

Οι αμερικάνικες εταιρείες που θεωρητικά επιτυγχάνουν υψηλές αποδόσεις για τους μετόχους τους καταλαμβάνουν την 15^η θέση, ενώ οι ελληνικές εταιρείες την αμέσως επόμενη. Η χώρα μας είναι και η τελευταία που εμφανίζει θετικό μέσο όρο, της τάξης των 31.047 εκατ. δολαρίων.

Στον πίνακα 3.7 παρουσιάζεται το σύνολο των ελληνικών εταιρειών που συμμετείχαν στην εν λόγω έρευνα, καθώς επίσης και η σειρά ταξινόμησή τους. Παρά το γεγονός ότι οι ελληνικές εταιρείες δεν καταλαμβάνουν πρωταρχικές θέσεις, η πλειοψηφία αυτών, περίπου το 70%, καταφέρνει να αυξήσει τον πλούτο των μετόχων της. Ο μέσος όρος αυτής της αύξησης αγγίζει τα 17,2 δις δολάρια. Όμως, το υπόλοιπο 30%, που καταγράφει απώλεια πλούτου, επηρεάζει λόγω του ύψους της ζημίας, που ανέρχεται σε 15,75 δις δολάρια, τη συνολική εικόνα της χώρας μας.

3.6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Μια από τις πιο ευρέως διαδεδομένες και αναγνωρισμένες μεθόδους ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων για τη μέτρηση και την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων είναι, όπως έχει ήδη τονιστεί, οι αριθμοδείκτες.

Η εκτεταμένη χρήση τους δεν οφείλεται αποκλειστικά στη βελτίωση του πληροφοριακού υλικού των λογιστικών εκθέσεων, που επέρχεται με το

σχηματισμό διαφόρων δεικτών, οι οποίοι αφενός παρέχουν νέες πληροφορίες ανεξάρτητες των συστατικών τους και αφετέρου έχουν την ιδιότητα να περιορίζουν και να συμπυκνώνουν τον τεράστιο όγκο των λογιστικών δεδομένων και την πληθώρα των οικονομικών στοιχείων σε έναν μόνον αριθμό. Οφείλεται κυρίως στη λογική μεθοδολογία που ακολουθείται. Η συνοπτική εικόνα που αποκομίζεται μέσα από την ανάλυση των αριθμοδεικτών, η οποία περιλαμβάνει τις σπουδαιότερες πλευρές μιας οικονομικής μονάδας, δίνει τη δυνατότητα στον αναλυτή να αποπειραθεί μια γρήγορη επισκόπηση των ζωτικών σημείων της επιχείρησης, αποφεύγοντας τη χρονοτριβή με λεπτομέρειες, οι οποίες είτε δεν εμφανίζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον είτε δεν εμπίπτουν στο πλαίσιο μιας ορισμένου θεματικού πεδίου ανάλυσης. Οι ποσοτικές σχέσεις, λοιπόν, οι οποίες εκφράζονται μέσα από δείκτες, συμβάλλουν στην άμεση διάγνωση και αναγνώριση επιμέρους σημείων που χρήζουν περαιτέρω μελέτης. Μάλιστα και αντίθετα από την αντίληψη ότι η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τη βοήθεια των αριθμοδεικτών, ως βασικά διαγνωστικά εργαλεία, χρησιμοποιείται κατ' ανάγκη από αυτούς οι οποίοι δεν έχουν πρόσβαση στις πληροφοριακές βάσεις των οικονομικών μονάδων, αυτή η τεχνική εφαρμόζεται και από τις διοικήσεις των επιχειρήσεων για την αντικειμενικότερη αξιολόγησή τους, διότι οι δείκτες προσφέρονται για τη δημιουργία προτύπων και συγκριτικών παραμέτρων γενικά σε επίπεδο οικονομίας και ειδικά σε επίπεδο κλάδου. Με τον τρόπο αυτό καθίσταται δυνατή, είτε στατικά είτε διαχρονικά, η σύγκριση και η αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης μιας μονάδας. Επιπλέον, οι σχέσεις και οι αναλογίες που εκφράζουν οι δείκτες εξαλείφουν τις διαφορές στο μέγεθος των συγκρινόμενων μονάδων και εξουδετερώνουν τις αποκλίσεις των απόλυτων αριθμών. Λόγω της φύσης τους προσφέρονται για την τροφοδότηση

στατιστικών μοντέλων πρόβλεψης, τα οποία δύναται να χρησιμοποιηθούν ως οδηγοί για τη λήψη ορθολογικών επιχειρηματικών αποφάσεων. Χάρη στις ιδιότητες αυτές και στην ταχύτητα και στην ευκολία σχηματισμού τους, καθώς και στη δοκιμασμένη ικανότητά τους να ανιχνεύουν επικίνδυνες καταστάσεις βρίσκονται πάντα στην αφετηρία όλων των χρηματοοικονομικών αναλύσεων.

Στον αντίποδα των προαναφερόμενων αρετών οι δείκτες εμφανίζουν και ορισμένα μειονεκτήματα. Ένα από αυτά πηγάζει από τη διαθεσιμότητα των λογιστικών καταστάσεων. Παρά το γεγονός ότι υφίστανται ορισμένες αντικειμενικές αδυναμίες που δυσχεραίνουν την άμεση έκδοση των τελευταίων τα στοιχεία αυτά πρέπει να είναι στη διάθεση των χρηστών έγκαιρα και για όλες τις εν δράση οικονομικές μονάδες. Δυστυχώς όμως οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, και δη εκείνων που δεν είναι υποχρεωμένες να τις δημοσιεύουν, καθυστερούν σημαντικά να κοινοποιηθούν. Το πρόβλημα αυτό οξύνεται ακόμα περισσότερο δεδομένου ότι μικρός αριθμός επιχειρηματικών μονάδων υπόκειται σε έλεγχο από αρμόδια όργανα. Επιπρόσθετα, η πλειοψηφία των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών, πλην εκείνων που δραστηριοποιούνται στο Χ.Α.Α., στερείται της γνώμης των ελεγκτών λογιστών και ειδικότερα ορκωτών, οι οποίοι είναι σε θέση να βεβαιώσουν τόσο ότι αυτές έχουν συνταχθεί βάσει των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών όσο και ότι αυτές εμφανίζουν την ορθή, ως ένα ικανοποιητικό βαθμό ή μη, οικονομική κατάσταση της μονάδας, σημειώνοντας ταυτόχρονα, εφόσον υπάρχουν, συγκεκριμένες αποκλίσεις και διαφορές. Στα ανωτέρω προστίθεται και το γεγονός ότι οι αριθμοί δεν αποκαλύπτουν ποιοτικά στοιχεία αναφορικά με τη λειτουργία των επιχειρήσεων. Η έλλειψη τέτοιου είδους πληροφοριών οδηγεί σε μερική ανάλυση της επίδοσης των οικονομικών μονάδων. Ένα άλλο γενικό πρόβλημα αφορά την επιλογή των κατάλληλων αριθμοδεικτών. Δεδομένου του

όγκου των δημοσιευμένων οικονομικών πληροφοριών, το πεδίο αναζήτησης και επιλογής των πλέον χρήσιμων δεικτών επεκτείνεται σημαντικά και σε πλάτος αλλά και σε βάθος λεπτομερειών.

Στα προαναφερόμενα προβλήματα προστίθενται και πληθώρα άλλων όταν γίνεται αναφορά στους παραδοσιακούς δείκτες. Το κυριότερο μειονέκτημα σχετίζεται με την αξιοπιστία των λογιστικών μεγεθών και την ανομοιογένεια των λογιστικών μεθόδων. Οι δείκτες που στηρίζονται στα στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων περιέχουν και τα ελαττώματα και τις αδυναμίες αυτών. Τα σφάλματα αυτά διογκώνονται ακόμα περισσότερο δεδομένου των διαφόρων λογιστικών μεθόδων που ναι μεν είναι αποδεκτές, οδηγούν δε σε διαφοροποίηση των λογιστικών μεγεθών. Χαρακτηριστικό παράδειγμα είναι τα αποτελέσματα χρήσης, τα οποία λογιστικά υποτίθεται ότι αποτελούν μέτρο της αλλαγής της οικονομικής αξίας της επιχείρησης. Τα εν λόγω αποτελέσματα όμως διαμορφώνονται σε διαφορετικά επίπεδα ανάλογα των εφαρμοζόμενων λογιστικών μεθόδων αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων. Ενδεικτικά αναφέρεται η διαστρέβλωση των αποτελεσμάτων, όταν χρησιμοποιούνται διαφορετικές τεχνικές αποτίμησης των αποθεμάτων (FIFO, LIFO, μέσος σταθμικός όρος, κ.λπ.) για τον υπολογισμό του κόστους πωληθέντων. Ανάλογα προβλήματα ανακύπτουν και όταν ακολουθούνται διαφορετικές τεχνικές υπολογισμού των αποσβέσεων, καθώς ο προσδιορισμός τους δύναται να μεταβάλλει τα οικονομικά αποτελέσματα μιας εταιρικής μονάδας. Τα μειονεκτήματα αυτά, βέβαια, ως ένα βαθμό είναι δυνατό να ξεπεραστούν αναπροσαρμόζοντας τα δεδομένα των επιχειρήσεων, μια διαδικασία χρονοβόρα και κοστοβόρα.

Κατά τον Alfred Rappaport υπάρχουν και τέσσερις επιπλέον ουσιώδους σημασίας λόγοι για τους οποίους οι παραδοσιακοί δείκτες περιθωρίου κέρδους,

αποδοτικότητα των επενδύσεων και αποτίμησης, που αποτελούν κριτήρια αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρειών, δεν πρέπει να χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση των αλλαγών της οικονομικής αξίας μιας επιχειρηματικής μονάδας^{cliii}. Πρώτον, διότι οι παραδοχές υπολογισμού των εν λόγω δεικτών στηρίζονται σε συνθήκες βεβαιότητας. Με άλλα λόγια, δεν λαμβάνεται υπόψη ο κίνδυνος, που αποτελεί σημαντική παράμετρο στον καθορισμό της οικονομικής αξίας έκαστου περιουσιακού στοιχείου και συνεπώς ολόκληρης της επιχειρηματικής μονάδας. Σημειώνεται ότι ως κίνδυνος νοείται τόσο εκείνος που προκύπτει από τη φύση των εργασιών της επιχείρησης (επιχειρηματικός), όσο και εκείνος που οφείλεται στη σχετική αναλογία ξένων και ίδιων κεφαλαίων (χρηματοοικονομικός). Δεύτερον, γιατί η μερισματική πολιτική μιας επιχείρησης και οι επιπτώσεις αυτής δεν αντανακλώνται στους εν λόγω δείκτες. Η υιοθέτηση των λειτουργικών αποτελεσμάτων χρήσης ως μέτρο χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρικών μονάδων προϋποθέτει τη διανομή μηδενικού μερίσματος, εφόσον αναμένεται θετική απόδοση των απασχολούμενων κεφαλαίων. Όμως, στην περίπτωση που τα χρηματικά αυτά ποσά αποφέρουν απόδοση μικρότερη της ελάχιστης αποδεκτής, όπως καθορίζεται από τους επενδυτές, τότε η τιμή της μετοχής της επιχείρησης μειώνεται, παρασύροντας την αξία της εταιρείας και προκαλώντας απώλεια πλούτου για τους μετόχους της. Τρίτον, διότι δεν συνυπολογίζονται οι οικονομικές απαιτήσεις των επενδυτών. Τόσο το κόστος κεφαλαίου όσο και η αναμενόμενη απόδοση των μετόχων αποτελούν άγνωστες παραμέτρους για το σύνολο των παραδοσιακών δεικτών. Τέταρτον, γιατί αγνοείται η διαχρονική αξία του χρήματος. Τα λογιστικά μεγέθη, στα οποία στηρίζονται οι παραδοσιακοί δείκτες, αδυνατούν να εντάξουν τις έννοιες των ταμιακών ροών, του επιτοκίου προεξόφλησης και των τάσεων του πληθωρισμού.

Εύλογο λοιπόν είναι το συμπέρασμα ότι οι παραδοσιακοί δείκτες, αν και εμφανίζουν κάποιο βαθμό χρηστικότητας, δεν αποτελούν και αξιόπιστα κριτήρια για τη μέτρηση και αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων. Βασική αιτία είναι ότι αυτοί δεν λαμβάνουν υπόψη ένα θεμελιώδη παράγοντα: την ελάχιστη αναμενόμενη απόδοση των μετόχων. Επομένως, η προσήλωση μιας εταιρείας στη λήψη αποφάσεων με γνώμονα τη μεγιστοποίηση των κερδών ή του ποσοστού απόδοσης των επενδύσεων δύναται να χαρακτηριστεί ως μυωπική. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι τα κριτήρια αυτά είναι ενδεχόμενο να οδηγήσουν σε εσφαλμένη τοποθέτηση πόρων με αποτέλεσμα την απώλεια πλούτου για τους μετόχους. Απώτερος στόχος λοιπόν πρέπει να είναι η μεγιστοποίηση της εταιρικής αξίας. Για τη μέτρηση της τελευταίας και την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής κατάστασης των επιχειρηματικών μονάδων αναπτύχθηκαν οι σύγχρονοι δείκτες, που αποτελούν νέες τεχνικές και στηρίζονται στην προσέγγιση της προστιθέμενης αξίας (value based management).

Οι σύγχρονοι δείκτες αναγνωρίζοντας μια σειρά από χαρακτηριστικά που δημιουργούν πρόσθετη αξία σε μια επιχειρηματική μονάδα⁶¹ επιτυγχάνουν αφενός να υπερκεράσουν τις αδυναμίες των λογιστικών μεγεθών και αφετέρου να υπολογίζουν με περισσότερη ακρίβεια τον πλούτο των μετόχων. Αυτό οφείλεται κατεξοχήν στη διαφορετική θεώρηση της έννοιας των περιουσιακών στοιχείων. Σε αυτά συνυπολογίζεται τόσο το ενσώματο όσο και το ασώματο ενεργητικό. Αποτιμούνται, δηλαδή, και όλα τα άυλα στοιχεία μιας

⁶¹ Ο Low, χρηματιστηριακός σύμβουλος της Wall Street, εκπόνησε σχετική έρευνα στην οποία καταλήγει ότι η διοίκηση της εταιρείας, οι στρατηγικές συμμαχίες, το προσωπικό, η φήμη και η πελατεία, το περιβάλλον και η ασφάλεια, η ποιότητα και η καινοτομία αποτελούν τους εννέα πιο σημαντικούς οδηγούς αξίας. Μάλιστα, η σχέση τους με τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι ιδιαίτερα υψηλή, της τάξης του 70% κατά μέσο όρο για το σύνολο των εξετασθέντων επιχειρηματικών μονάδων^{civ}.

επιχειρηματικής μονάδας, κεφαλαιοποιώντας τις δαπάνες που σχετίζονται με αυτά, όπως λόγω χάρη τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, τα κόστη στρατολόγησης, εκπαίδευσης, διατήρησης και απόλυσης του ανθρώπινου δυναμικού, η φήμη και πελατεία που δύναται να προέρχεται από δραστηριότητες marketing brand building, καινοτομίας και τεχνολογικής υπεροχής. Κατά τον τρόπο αυτό τα λογιστικά μεγέθη που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό των σύγχρονων δεικτών αναπροσαρμόζονται με συνέπεια να περιστελλονται τα ελαττώματα και τα μειονεκτήματα που αρχικά εμπεριέχουν και να εξαλείφεται, πλήρως ή τουλάχιστον ως ένα ικανοποιητικό βαθμό, η εσφαλμένη εικόνα περί της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας. Επιπρόσθετα, οι εν λόγω νέες τεχνικές λαμβάνουν υπόψη ιδιαίζουσας σημασίας οικονομικές μεταβλητές, όπως την κερδοφορία, την αποτελεσματική χρησιμοποίηση κεφαλαίων, το ρυθμό εταιρικής ανάπτυξης, το κόστος κεφαλαίου, την αναμενόμενη απόδοση των μετόχων και τη διαχρονική αξία χρήματος. Οι παράγοντες αυτοί επιτρέπουν τόσο την πιο ακριβή και αξιόπιστη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιρικών μονάδων όσο και την ορθολογικότερη και ταχύτερη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων, όπως επιτάσσουν οι σύγχρονες οικονομικές συνθήκες στο παγκόσμιο στερέωμα.

Παρόλο βέβαια που οι σύγχρονοι δείκτες είναι εξαιρετικά εργαλεία, δεν παύουν να υπόκεινται σε περιορισμούς που επιβάλλουν την προσεκτική χρησιμοποίησή τους. Ορισμένοι ακαδημαϊκοί συγγραφείς και χρηματοοικονομικοί αναλυτές θεωρούν ότι πρόκειται για σχετικά πολύπλοκα μοντέλα, διότι πολλές φορές απαιτούν πλήθος αναπροσαρμογών. Πρόκειται για μια δυσχέρεια η οποία γιγαντώνεται, όταν η εξέταση της οικονομικής κατάστασης μιας εταιρείας πραγματοποιείται από την πλευρά των επενδυτών, γιατί οι τελευταίοι συχνά δεν έχουν την πολυτέλεια του χρόνου αλλά και τις

απαραίτητες γνώσεις για να εκτελούν όλες τις αναγκαίες προσαρμογές και αναλύσεις προκειμένου να εξάγουν ορθά συμπεράσματα. Αλλά και τα ιθύνοντα στελέχη των επιχειρήσεων βρίσκονται αντιμέτωπα με ένα βασικό δίλημμα, το οποίο πηγάζει από την ύπαρξη και μόνο μεγάλης ποικιλίας δεικτών και το οποίο σχετίζεται με την επιλογή ενός συγκεκριμένου μέτρου αξιολόγησης της εταιρικής πορείας και εξέλιξης^{clv,clvi,clvii}. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι κάθε ένας από τους σύγχρονους δείκτες αποδίδει ανομοιογενή βαρύτητα σε διαφορετικές παραμέτρους. Οι μεταβλητές αυτές αναφέρονται είτε στο λειτουργικό εισόδημα, είτε στις ταμιακές ροές, είτε στις μικτές επενδύσεις, είτε στο ρυθμό ανάπτυξης είτε στη χρηματιστηριακή και μερισματική απόδοση.

Εν κατακλείδι, υιοθετώντας την άποψη του Jim Mc Taggart, προέδρου της εταιρείας Marakon Associates, δεν υπάρχει ένα τέλειο μέγεθος για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών μονάδων^{clviii}. Όλοι οι αριθμοδείκτες, είτε παραδοσιακοί είτε σύγχρονοι, εμφανίζουν κάποιο βαθμό σφάλματος. Εξάλλου, είναι ιδιαίτερα επικίνδυνη η ανάλυση και επιλογή μετοχών με κριτήριο ένα μόνο μέτρο αξιολόγησης της επιχειρηματικής επίδοσης.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Τ Ρ Ι Τ Ο Υ Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο Υ

- i Harry G. Guthmann, «Analysis of Financial Statements», 4th Edition, Publications "Prentice – Hall Inc.", Englewood Cliffs, New Jersey, 1953.
Preface, page iv.
- ii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 1: Έννοια και σκοπός της αναλύσεως, σελίδες 28-30.
- iii Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών", Αθήνα, 1993.
Κεφάλαιο 32: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 807-808.
- iv Βασίλειος Φ. Φίλιος, «Μέθοδοι και Τεχνικές Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης», Εκδοτικός Οίκος "Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ)", Αθήνα, 1989.
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων και το ελληνικό γενικό λογιστικό σχέδιο, σελίδες 77-78.
- v Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγικές έννοιες, σελίδες 31-32.
- vi Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 102-108.
- vii James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications "Prentice Hall", Upper Saddle River, New Jersey, 2001.
Chapter 12: Financial ratio analysis, pages 350-351.

- viii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 2: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 54-61.
- ix Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 2: Μέθοδοι αναλύσεως λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 33-44.
- x Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 2: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 61-64.
- xi Προεδρικό Διάταγμα 1123/1980 περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α’/15.12.1980).
- xii James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, Upper Saddle River, New Jersey, 2001.
Chapter 12: Financial ratio analysis, page 349.
- xiii Σωτήριος Κ. Καρβούνης, «Οικονομοτεχνικές Μελέτες: Μεθοδολογία - Τεχνικές - Θεωρία», Εκδοτικός Οίκος “Αθ. Σταμούλης”, Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο 10: Χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση της επένδυσης, σελίδα 836.
- xiv Αναστάσιος Δ. Τσάμης, «Προβλήματα Επιλογής και Αξιοπιστίας Χρηματοοικονομικών Δεικτών», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 1989.
Κεφάλαιο 1: Δείκτες και χρηματοοικονομική ανάλυση, σελίδες 13-31.
- xv Κωνσταντίνος Κ. Κάντζος, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 1994.
Κεφάλαιο 2: Οι ποσοτικές σχέσεις των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 69-70.

- xvi Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, σελίδες 116-117.
- xvii Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 101-125.
- xviii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 97-128.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση οικονομικής απόδοσης και άλλα σχετικά θέματα, σελίδες 153-164.
- xix Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, σελίδες 97-150.
- xx Κωνσταντίνος Κ. Κάντζος, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 1994.
Κεφάλαιο 2: Οι ποσοτικές σχέσεις των στοιχείων των λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 78-87.
- xxi Σωτήριος Κ. Καρβούνης, «Οικονομοτεχνικές Μελέτες: Μεθοδολογία - Τεχνικές - Θεωρία», Εκδοτικός Οίκος "Αθ. Σταμούλης", Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο 10: Χρηματοοικονομική ανάλυση και αξιολόγηση της επένδυσης, σελίδες 836-842.
- xxii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 3: Αριθμοδείκτες ρευστότητας, σελίδες 47-68.
Κεφάλαιο 4: Αριθμοδείκτες δραστηριότητας, σελίδες 69-98.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 99-142.

- Κεφάλαιο 6: Αριθμοδείκτες δαπανών λειτουργίας, σελίδες 143-150.
- Κεφάλαιο 7: Αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας, σελίδες 151-178.
- Κεφάλαιο 8: Επενδυτικοί αριθμοδείκτες, σελίδες 179-212.
- xxiii Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 4^η Έκδοση, Αθήνα, 2000.
- Κεφάλαιο 33: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 823-845.
- xxiv Βασίλειος Ν. Σαρσέντης, «Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας: Διοικητική Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Πειραιάς, 1993.
- Κεφάλαιο 2: Ανάλυση με λογιστικούς δείκτες, σελίδες 23-54.
- xxv Βασίλειος Φ. Φίλιος, «Μέθοδοι και Τεχνικές Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης», Εκδοτικός Οίκος “Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ)”, Αθήνα, 1989.
- Κεφάλαιο 2: Η ρευστότητα, σελίδες 48-49.
- Κεφάλαιο 3: Ουσιαστική ανάλυση και κριτική διερεύνηση αποδοτικότητας και οικονομικότητας, σελίδες 48-49.
- Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων και το ελληνικό γενικό λογιστικό σχέδιο, σελίδες 77-84.
- Κεφάλαιο 6: Προτεινόμενο σύστημα κριτικής διερεύνησης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 85-91.
- xxvi Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.
- Κεφάλαιο 4: Προγραμματισμός και έλεγχος των κερδών, σελίδες 186-214.
- xxvii Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, «Principles of Corporate Finance», 7th Edition (International), Publications “McGraw Hill - Irwin”, New York, 2003.
- Chapter 29: Financial analysis and planning, pages 817-832.

- xxviii Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 3: Understanding financial statements, pages 26-58.
Chapter 18: Earnings multiples, pages 468-510.
Chapter 19: Book value multiples, pages 511-542.
Chapter 20: Revenue multiples and sector specific multiples, pages 543-574.
- xxix James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, Upper Saddle River, New Jersey, 2001.
Chapter 12: Financial ratio analysis, pages 349-386.
- xxx Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 93-120.
- xxxi Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 1: Θεωρία διάρθρωσης κεφαλαίων, σελίδα 30-35.
- xx ii Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 3: Firm valuation: cost of capital and adjusted present value models, pages 404-420.
- xxiii Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 15: Χρηματοοικονομική δομή και χρήση μόχλευσης, σελίδες 441-460.

- xxxiv Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, «Στρατηγικό Μανατζμεντ», Εκδοτικός Οίκος “Γ. Μπένου”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 2: Γενικές έννοιες διοίκησης επιχειρήσεων, σελίδες 46-47.
- xxv Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος, «Εισαγωγή στην Οικονομική και Διοικητική των Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, 2^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Παρατηρητής”, Θεσσαλονίκη, 1986.
Κεφάλαιο 3: Παραγωγικότητα και ανταγωνιστικότητα, σελίδες 177-182.
- xxvi Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 4^η Έκδοση, Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο 33: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 835-838.
- xxvii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, σελίδες 107-108.
- xxviii Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 109-110.
- xxix Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 106-107.
- xl Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, «Principles of Corporate Finance», 7th Edition (International), Publications “McGraw Hill - Irwin”, New York, 2003.
Chapter 29: Financial analysis and planning, page 828.
- xli James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, Upper Saddle River, New Jersey, 2001.
Chapter 12: Financial ratio analysis, pages 360-361.

- xlii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 101-106.
- xliii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 117-118.
- xliv Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδες 109-110.
- xlv Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδα 107.
- xlvi Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.
Κεφάλαιο 4: Προγραμματισμός και έλεγχος των κερδών, σελίδες 198-200.
- xlvii Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 3: Understanding financial statements, pages 43-44.
- xlviii Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 4^η Έκδοση, Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο 33: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 838-840.
- xlix Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 118-119.

- I Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 114-118.
- li Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδα 109.
- lii Colin Firer, «The Du Pont Identity», Publications “The Investment Analysis Journal”, No. 44, Part 6, May 27th 2002.
Downloadable from www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=276394
- liii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 114-118.
- liv Bruce D. Merrifield, «Return on Net Assets Trend Ranking», Publications “Modern Distribution Management”, Vol. 33, No. 4, February 25th 2003.
Downloadable from www.mdm.com/pub/33_4/features/1737_1.html
- lv Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 107-114.
- lvi Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 3: Understanding financial statements, pages 44-45.
- lvii Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 4^η Έκδοση, Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο 33: Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων, σελίδες 838-840.

- lviii John A. Thywissen, «Focus on Profit: The Only Way to Manage IT», Published by “Objective: pi CLL Co.”, August 2nd 2003.
Downloadable from www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html
- lix Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδα 114.
- lx Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 3: Understanding financial statements, pages 45-46.
- lxi James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, Upper Saddle River, New Jersey, 2001.
Chapter 12: Financial ratio analysis, pages 361-362.
- lxii Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.
Κεφάλαιο 4: Προγραμματισμός και έλεγχος των κερδών, σελίδα 199.
- lxiii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 123-133.
- lxiv Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, «Principles of Corporate Finance», 7th Edition (International), Publications “McGraw Hill - Irwin”, New York, 2003.
Chapter 29: Financial analysis and planning, pages 830-831.
- lxv Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 5: Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, σελίδες 134-136.

- lxvi Financial Accounting Standards Board (F.A.S.B.), Statement of Financial Accounting Standard No. 128 referring to «Earnings per Share», February 1997.
- lxvii International Accounting Standards Board, International Accounting Standard No. 33 referring to «Earnings per Share», February 1997.
- lxviii Standing Interpretation Committee, Interpretation No. 24 referring to «Earnings per Share – Financial Instruments and Other Contracts that may be Settled in Shares», November 2000.
- lix Rick Wayman, «How to Evaluate the Quality of EPS», Published by “Investopedia.com”, September 19th 2003.
Downloadable from www.investopedia.com/articles/analyst/03/091703.asp
- lxx Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης και Παναγιώτης Κ. Βρουστούρης, «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και Διερμηνείες: Πρακτική Ανάλυση και Ερμηνεία με Λογιστικά Παραδείγματα Εφαρμογής», Εκδοτικός Οίκος “Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών - Λογιστών”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 33: Κέρδη κατά μετοχή, σελίδες 433-442.
- lxxi Thomas R. Dyckman, Charles J. Davis, and Roland E. Dukes, «Intermediate Accounting», 5th Edition, Publications “McGraw Hill”, 2001.
Chapter 22: Earnings per share, pages 1138-1162.
- lxxii Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 5: Πολιτική μερισμάτων, σελίδες 162-179.
- lxxiii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 8: Επενδυτικοί αριθμοδείκτες, σελίδες 188-189.
- lxxiv Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων, σελίδα 115.

- Ixxv Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 8: Επενδυτικοί αριθμοδείκτες, σελίδες 196-197.
- Ixxvi Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 18: Earnings multiples, pages 468-476.
- Ixxvii Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδα 124.
- Ixxviii Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», 4^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
Κεφάλαιο 8: Επενδυτικοί αριθμοδείκτες, σελίδες 197-198.
- Ixxix Rick Wayman, «How to Evaluate the Quality of EPS», Published by “Investopedia.com”, September 19th 2003.
Downloadable from www.investopedia.com/articles/analyst/03/091703.asp
- Ixxx Paul Larson, «The Uselessness of PSR», Fool’s Den, August, 2000.
Downloadable from www.fool.com/research/2000/foolsden000801.htm
- Ixxxi Anonymus, «Price/Sales Ratio», Smart Money.com, the Wall Street Journal Magazine.
Downloadable from www.biz.yahoo.com/edu/st/sm_st11.sm.html
- Ixxxii Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
Κεφάλαιο 5: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 109-110.
- Ixxxiii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση χρηματοοικονομικών δεικτών, σελίδες 124-125.

- lxxxiv Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο 4: Ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, σελίδα 125.
- lxxx Eugène F. Fama and Kenneth R. French, «The Cross – Section of Expected Returns», Publications “Journal of Finance”, Vol. 47, 1992 (pages 427-465).
Downloadable from www.jstor.org
- lxxxι Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 19: Book value multiples, pages 538-540.
- lxxxvii Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Μαθηματικά Χρηματοδότησης και Στοιχεία Ασφαλιστικών Μαθηματικών», 2^η Έκδοση, Πειραιάς, 1996.
Κεφάλαιο 1: Εκτοκισμός κεφαλαίων, σελίδες 13-25.
- lxxxviii Alfred Marshall, «The Principles of Economics», Book II, 5th Edition, Publications “McMillan and Co. Ltd”, London, 1920.
Chapter IV: Income and capital, page 142
Downloadable from www.econlib.org/library/Marshall and www.socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3113/marshall
- lxxxix James L. Dodd and Shimin Chen, «EVA: A New Panacea?», Publications “Business and Economic Review”, Vol. 42, July - September 1996 (pages 26-28).
Downloadable from www.research.badm.sc.edu/research/bereview/be42_4/eva.htm
- xc Aswath Damodaran, «Value Creation and Enhancement: Back to the Future», Publications “Contemporary Finance Digest”, Vol. 2, Winter 1998 (pages 5-51).
Downloadable from www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf
- xcι Terry J. Campbell, «Fast Five Minute Financial Analysis», Published by “Theseus Institute”, 2002.

- xcii Harold J. Bierman, «A Review of Alfred Rappaport's Creating Shareholder Value», Publications "Journal of Management Account Research", Vol. 2, 1990.
Downloadable from www.accounting.rutgers.edu/raw/JMAR/volumes/JMARvol2.html
- xciii Bennett G. Stewart III, «EVA and Strategy», Published by "Stern Stewart and Co. Research", April 2000.
Downloadable from www.eca.com/evaluation/overview.php
- xciv Bennett G. Stewart III, «EVA: Fact and Fantasy», Publications "Journal of Applied Corporate Finance", Vol. 7, Summer 1994 (pages 71-84).
- xcv K. Lehn and A. K. Makhija, «EVA and MVA: As performance measures and signals for strategic change», Publications "Strategy and Leadership", Vol. 24, May - June 1996 (pages 34-38).
Downloadable from www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- xcvi David Cary, James Chong, Monica Her and Michael G. Phillips, «Market Value Added as an Investment Selection Tool: A Portfolio Separation Test», Published by "California State University", California, 2003.
Downloadable from www.csun.edu/finance/CaryChongHerPhillipsMVA.pdf
- xcvii Paul Newbold and C. W. J. Granger, «Forecasting Economic Time Series», Publications "Academic Press", New York, 1977.
- xcviii Χρυσούλα Ζαχαροπούλου, «Στατιστική: Μέθοδοι - Εφαρμογές», Τόμος Α, Εκδοτικός Οίκος "Βόρεια Ελλάδα ΕΠΕ", Θεσσαλονίκη, 1992.
Κεφάλαιο 7: Τυχαίες μεταβλητές και κατανομές πιθανοτήτων, σελίδες 210-224.
- xcix Χρυσούλα Ζαχαροπούλου, «Στατιστική: Μέθοδοι - Εφαρμογές», Τόμος Α, Εκδοτικός Οίκος "Βόρεια Ελλάδα ΕΠΕ", Θεσσαλονίκη, 1992.
Κεφάλαιο 7: Τυχαίες μεταβλητές και κατανομές πιθανοτήτων, σελίδες 210-224.
- c Stephen Taub, «MVPs of MVA», Publications "CFO Magazine", July 1st 2003.
Downloadable from www.cfo.com/article.cfm/3009758

- ci M. Bromwich and M. Walker, «Residual Income: Past and Future», Publications “Management Accounting Research”, Vol. 9, No. 4, December 1998 (pages 391-419).
- cii Andrew W. Stark and Hardy M. Thomas, «On the Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income in the U.K.», Publications “Management Accounting Research”, Vol. 8, No. 4, December, 1998.
Downloadable from www.papers.ssrn.com/sol3/papers/cfm?abstract8id=138623
- ciii Anonymous, «Economic Value Added», Publications “Wikipedia, The Free Encyclopedia”, 1997.
Downloadable from www.wikipedia.com
- civ Al Ehrbar and Stern Stewart, «EVA: The EVA Revolution», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 12, Summer 1999 (pages 18-31).
Downloadable from www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- cv Aswath Damodaran, «Value Creation and Enhancement: Back to the Future», Publications “Contemporary Finance Digest”, Vol. 2, Winter 1998 (pages 5-51).
Downloadable from www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf
- cvi M. J. Epstein and S. D. Young, «Greening with EVA», Publications “Management Accounting”, January 1995 (pages 45-49).
Downloadable from www.maaw.info/EVAArticles.htm
- cvi Bennett G. Stewart III, «How to Fix Accounting – Measure and Report Economic Profit», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 15, No.3, 2003.
Downloadable from www.sternstewart.com/content/JACFarticle.pdf
- cviii Don Chew, Joel Stern and Stern Stewart, «The EVA Financial Management System», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 8, No. 2, Summer 1995.
Downloadable from www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id670

- cix R. D. Dillon and J. E. Owners, «EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization and Relation to NPV», Publications “Financial Practice and Education”, Vol. 7, No. 1, Spring - Summer 1997 (pages 32-40).
- cx Esa Mäkeläinen, «Economic Value Added as a Management Tool», Published by “Helsinki School of Economics and Business Administration”, February 9th 1998.
Downloadable from www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml
- cxii Johann De Villiers, «The Distortions in Economic Value Added», Publications “Journal of Economics and Business”, Vol. 49, Issue 3, May - June 1997.
Downloadable from www.ideas.repec.org/s/eee/jebusi_1.html
- cxiii Bennett G. Stewart III, «EVA: Fact and Fantasy», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 7, Summer 1994 (pages 71-84).
- cxiv Bennett G. Stewart III, «Perform Governance From Within», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, 2002.
Downloadable from www.sternstewart.com/content/PGWarticle.pdf
- cxv Frank Riboud, «The Key to Creating Wealth», Publications “Fortune”, November 26th 2001.
Downloadable from www.sternstewart.com/events/about.php
- cxvi Stern Stewart, «Value Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, Vol. 15, Issue 1, April 2003.
Downloadable from www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf
- cxvii Dennis G. Uyemura, Charles C. Kantor and Justin M. Pettit, «EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 9, No. 2, 1996 (pages 94-113).
- cxviii Stephen F. O’ Bryne, «EVA and Market Value», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 9, No. 1, 1996 (pages 116-125).
- cxviiii Robert S. Kaplan and David P. Norton, «Balanced Scorecard», Publications “Harvard Business School Press”, Massachusetts, 1996.

- cxix Richard Bernstein and Carmen Pigler, «An Analysis of EVA», Publications “Merrill Lynch Quantitative Viewpoint”, December 19th 1997.
- cxx Richard Bernstein, «EVA and Market Returns», Publications “Merrill Lynch Quantitative Viewpoint”, February 3rd 1998.
- cxxi Jeffrey M. Bacidore, John A. Boquist, Todd T. Milbourn and Anjan V. Thakor, «The Search for The Best Financial Performance Measure», Publications “Financial Analysts Journal”, May - June, 1997 (pages 11-20).
Downloadable from www.maaw.info/ArtSumBadicoreBoquistMilbournThakor97.htm
- cxxii Jonathan K. Kramer and George Pushner, «An Empirical Analysis of Economic Value Added As a Proxy for Market Value Added», Publications “Financial Practice and Education”, Spring - Summer, 1997 (pages 41-49).
- cxxiii James L. Dodd and Shimin Chen, «Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure», Publications “Journal of Managerial Issues”, Vol. 9, No. 3, 1997 (pages 319-333).
- cxxiv Tad Leahy, «The Holy Grail of Shareholder Value Measurement», Publications “Business Finance”, February 2000.
Downloadable from www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341
- cxxv G. C. Biddle, R. M. Bowen and J. S. Wallace, «Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values», Publications “Journal of Accounting and Economics”, Vol. 24, No. 3, 1997 (pages 301-336).
- cxxvi Timo Salmi and Ilka Virtanen, «Economic Value Added: A Simulation Analysis of the Trendy, Owner – Oriented Management Tool», Published by “Acta Wasaensia”, No. 90, Universitas Wasaensis, Vaasa, 2001.
Downloadable from www.uwasa.fi/~ts/eva/eva.html
- cxxvii David Rhoads and Phil Goulding, «Successful Strategic Planning Processes», Published by “LEK Consulting LLC”, Vol. 17, 2001.
Downloadable from www.lek.com

- cxxviii Alfred Rappaport, «Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors», Published by “LEK Consulting LLC”, Vol. 5, 2001.
Downloadable from www.lek.com
- cxxix Alfred Rappaport, «Selecting Strategies That Create Shareholder Value», Publications “Harvard Business Review”, May - June 1971 (pages 139-149).
Downloadable from www.kellogg.nwu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- cxxx Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
Chapter 32: Value enhancement: economic value added, cash flow return on investment, and other tools, pages 878-883.
- cxxxi Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως: Ανάλυση Επενδύσεων», 2^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1992.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση καθαρών χρηματοροών επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και μέθοδοι αξιολογήσεώς τους, σελίδες 96-101.
- cxxxii Bartley J. Madden, «The CFROI Valuation Model», Publications “The Journal of Investing”, Vol. 17, No. 1, Spring 1998 (pages 31-44).
Downloadable from www.aimrpubs.org/cfa/issues/v28n4/abs/c02800160.html
- cxxxiii Aswath Damodaran, «Value Creation and Enhancement: Back to the Future», Publications “Contemporary Finance Digest”, Vol. 2, Winter 1998 (pages 5-51).
Downloadable from www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf
- cxxxiv Bennett G. Stewart III, «Focused Finance», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, May 12th 2003.
Downloadable from www.eva.com/evaluation/overview.php

- cxxxv Matthew A. Krentz and Kevin Waddell, «Systematic Value Creation in Retail», Publications “The Boston Consulting Group Inc.”, April 1st 1999.
Downloadable from www.bcg.com/publication/publication_view.jsp?pubID711&language=English
- cxxxvi Fredrik Weissenrieder, «Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?», Published by “Gothenburg Studies in Financial Economics”, Study No. 3, December 1997.
Downloadable from www.anelda.se
- cxxxvii Errik Ottosson and Fredrik Weissenrieder, «Cash Value Added: A New Method for Measuring Financial Performance», Published by “Gothenburg Studies in Financial Economics”, Study No. 1, 1996.
Downloadable from www.fwc.se/1/1_2.html
- cxxxviii Tad Leahy, «The Holy Grail of Shareholder Value Measurement», Publications “Business Finance”, February 2000.
Downloadable from www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341
- cxxxix Pablo Fernández, «EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation», Published by “IESE Business School”, Research Paper No. 453, January 2002.
Downloadable from www.econpapers.hhs.se/paper/ebgiesewp/default2.htm
- cxl Randy Myers, «The Acronym A - List», Publications “CFO Magazine”, Vol. 10, No. 10, October 1996.
Downloadable from www.cfo.com
- cxli Daniel Stelter, Mark Joiner, Eric E. Olsen, Gerry Hansell and George Frazis, «New Perspectives on Value Creation: A Study of World Top Performers», Published by “The Boston Consulting Group”, January 22nd 2001.
Downloadable from www.bdg.com/publications/files/value-creators-summary.pdf

- cxlii Anonymous, «How companies Use Total Shareholder Return as the Measurement for Compensation Programs», Publications “Compensation Strategy Magazine”, November 1994.
Downloadable from www.mgv.mim.edu.ny/Articles/00166/9601021.htm
- cxliii Daniel Stelter, Mark Joiner, Eric E. Olsen, Gerry Hansell and George Frazis, «New Perspectives on Value Creation: A Study of World Top Performers», Published by “The Boston Consulting Group”, January 22nd 2001.
Downloadable from www.bdg.com/publications/files/value-creators-summary.pdf
- cxliv Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο 7: Θεωρία αγοράς κεφαλαίου, σελίδες 221-247.
- cxlv D. G. Prasunas, «Wealth Added Index: A New Metric», Publications “ICFAI Press”, March 2002.
Downloadable from www.icfairpress.org/March2002/AN-CaseWealthANew.htm
- cxlvi Andrew Balls, «Performance Measurement: Search for an Index That Can Be Counted On», Publications “Inside Track”, 2003.
- cxlvii Erik Stern , «Why WAI», Published by “IRontheNet.com”, February 2003.
Downloadable from www.irmag.com/feature.asp?current=1&articleID=2489
- cxlviii D. G. Prasunas, «Wealth Added Index: A New Metric», Publications “ICFAI Press”, March 2002.
Downloadable from www.icfairpress.org/March2002/AN-CaseWealthANew.htm
- cxlix M. C. Jensen and W. H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», Publications “Journal of Financial Economics”, Vol. 3, October 1976.
- cl Erik Stern, «Why WAI», Published by “IRontheNet.com”, February 2003.
Downloadable from www.irmag.com/feature.asp?current=1&articleID=2489

- cli Andrew Balls, «Performance Measurement: Search for an Index That Can Be Counted On», Publications “Inside Track”, 2003.
- clii Anonymous, «Marked By the Market», Publications “The Economist Newspaper and the Economist Group”, November 29th 2001.
Downloadable from www.economist.com/business/display/stry.cfm?Story_ID=886260
- cliii Alfred Rappaport, «Selecting Strategies That Create Shareholder Value», Publications “Harvard Business Review”, May - June 1971 (pages 139-149).
Downloadable from www.kellogg.nwu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- cliv Tad Leahy, «The Holy Grail of Shareholder Value Measurement», Publications “Business Finance”, February 2000.
Downloadable from www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341
- clv Randy Myers, «Measure for Measure», Publications “CFO Magazine”, November 1997.
Downloadable from www.cfo.com
- clvi Randy Myers, «Metric Wars», Publications “CFO Magazine”, Vol. 12, No. 10, October 1996 (pages 41-50).
Downloadable from www.cfo.com
- clvii Pamela P. Peterson, «Value - Added Measures of Performance », Published by “Florida State University”, 1998.
Downloadable from www.garnet.acns.fsu.edu/~ppeters/value/notes/htm
- clviii Tad Leahy, «The Holy Grail of Shareholder Value Measurement», Publications “Business Finance”, February 2000.
Downloadable from www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341

Μ Ε Ρ Ο Σ Β '

Π Ρ Α Κ Τ Ι Κ Η
Π Ρ Ο Σ Ε Γ Γ Ι Σ Η

Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο 4

**Μ Ε Τ Ρ Η Σ Η Ε Π Ι Δ Ο Σ Η Σ
Ε Ι Σ Η Γ Μ Ε Ν Ω Ν Σ Τ Ο Χ . Α . Α .
Ο Ι Κ Ο Ν Ο Μ Ι Κ Ω Ν Μ Ο Ν Α Δ Ω Ν**

ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4
ΜΕΤΡΗΣΗ ΕΠΙΔΟΣΗΣ
ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α.
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΜΟΝΑΔΩΝ

4.1. ΣΚΟΠΟΣ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στα πλαίσια μιας ολοκληρωμένης και άρτιας επισκόπησης των αναφερομένων στα προηγούμενα δύο κεφάλαια τεχνικών μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων πραγματοποιήθηκε σχετική μελέτη, η μεθοδολογία και τα αποτελέσματα της οποίας παρουσιάζονται στο παρόν κεφάλαιο.

Η εν λόγω έρευνα αποσκοπεί αρχικά στον προσδιορισμό της χρηματοοικονομικής επίδοσης των κυριότερων ελληνικών εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών κατά την τελευταία εξαετία. Κυριότερος στόχος όμως αποτελεί αφενός η εύρεση ύπαρξης κάποιας σχέσης μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών των εταιρειών και των χρηματοοικονομικών δεικτών και αφετέρου ο υπολογισμός του βαθμού εξάρτησής τους. Για την επίτευξη αυτού του στόχου σε πρώτο επίπεδο, βάσει της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης, εξετάζονται οι τρέχουσες τιμές των μετοχών των εταιρειών συναρτήσει των διαφόρων δεικτών που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της επιχειρηματικής επίδοσης. Χρησιμοποιώντας τα αποτελέσματα του πρώτου επιπέδου, όπου προσδιορίζονται οι στατιστικά σημαντικοί δείκτες, εφαρμόζεται η μέθοδος της

απλής γραμμικής παλινδρόμησης προκειμένου να προσδιοριστούν ποιοι δείκτες επηρεάζουν περισσότερο την τρέχουσα τιμή των μετοχών. Επιπρόσθετα, επιβεβαιώνονται τα συμπεράσματα στα οποία κατέληξε ο Stern Stewart ότι δηλαδή ο δείκτης προστιθέμενου πλούτου (WAI) είναι εκείνος ο οποίος ερμηνεύει κατά τον καλύτερο δυνατό τρόπο τη χρηματιστηριακή πορεία μιας εταιρικής μονάδας. Κατ' απόρροια συνάγεται και το συμπέρασμα ότι ο εν λόγω δείκτης είναι ο πιο αξιόπιστος εκτιμητής του πλούτου των μετόχων.

4.2. ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Τα οικονομικά στοιχεία τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την πραγματοποίηση της εν λόγω έρευνας αντλήθηκαν από τις βάσεις δεδομένων της εταιρείας bloomberg.net. Η αρχική τους επεξεργασία για τον υπολογισμό των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών υλοποιήθηκε με τη βοήθεια του λογισμικού προγράμματος Microsoft Excel Version XP, ενώ η στατιστική ανάλυση έγινε με τη χρησιμοποίηση της εφαρμογής MiniTab Version 1.3.

Η μελέτη αφορά χρονικό διάστημα έξι ετών, από το 1998 έως και το 2003. Το διάστημα αυτό επιλέχθηκε με γνώμονα αφενός τη διεξαγωγή πρόσφατων συμπερασμάτων και αφετέρου τη μελέτη της πορείας των εταιρειών τόσο κατά τη διετία ακμής των ελληνικών χρηματιστηριακών μεγεθών όσο και κατά τα έτη που ακολούθησαν, στα οποία παρατηρήθηκε κάμψη των εν λόγω μεγεθών.

Η επιλογή του δείγματος των εταιρειών, οι οποίες συμμετέχουν στην

παρούσα έρευνα και παρουσιάζονται στον πίνακα 4.1¹, έγινε με ιδιαίτερη προσοχή. Σημειώνεται αρχικά ότι όλες οι εν λόγω εταιρείες είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι αφενός παρέχουν παρόμοια πληροφόρηση, αφού υπόκεινται σε ένα ομοιόμορφο νομοθετικό και λογιστικό κανονιστικό πλέγμα διατάξεων, και αφετέρου η συγκρισιμότητα των οικονομικών τους μεγεθών καθίσταται εφικτή, εφόσον υφίσταται εποπτεία των συναλλαγών και έλεγχος των χρηματοοικονομικών τους καταστάσεων από τις αρμόδιες αρχές. Για ευνόητους λόγους οι εταιρείες που επιλέχθηκαν είχαν εισαχθεί στο Χ.Α.Α. τουλάχιστον από το 1996, ενώ για όλο το υπό εξέταση χρονικό διάστημα κατείχαν πρωτεύουσα θέση από άποψη κεφαλαιοποίησης στους αντίστοιχους κλάδους της οικονομίας στους οποίους ανήκουν. Η εν λόγω παραδοχή αποσκοπεί στη δυνατότητα γενίκευσης των αποτελεσμάτων της παρούσας μελέτης χωρίς να υφίσταται σημαντικό σφάλμα. Εξάλλου, αυτό επιβεβαιώνεται και από το γεγονός ότι η πορεία των χρηματιστηριακών τιμών των μετοχών επαληθεύουν την εξέλιξη που κατέγραψε ο γενικός δείκτης τιμών, όπως εμφανίζεται και στα διαγράμματα των σελίδων 201-208. Επιπλέον, το δείγμα των επιλεγμένων εταιρειών αντιπροσωπεύει τους κυριότερους κλάδους δευτερογενούς και τριτογενούς παραγωγής της ελληνικής οικονομίας: τις κατασκευές, τη βαριά βιομηχανία, τα βασικά ορυκτά και μέταλλα, τη μεταποιητική βιομηχανία, το χρηματοπιστωτικό τομέα, την πληροφορική και την τεχνολογία, όπως και των υπηρεσιών εν γένει.

¹ Η παράθεση των εταιρειών γίνεται με αλφαβητική ταξινόμηση του συμβόλου της μετοχής τους, όπως κωδικοποιήθηκαν από το σύστημα «ΟΑΣΗΣ» και διαπραγματεύονται στο Χ.Α.Α.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ

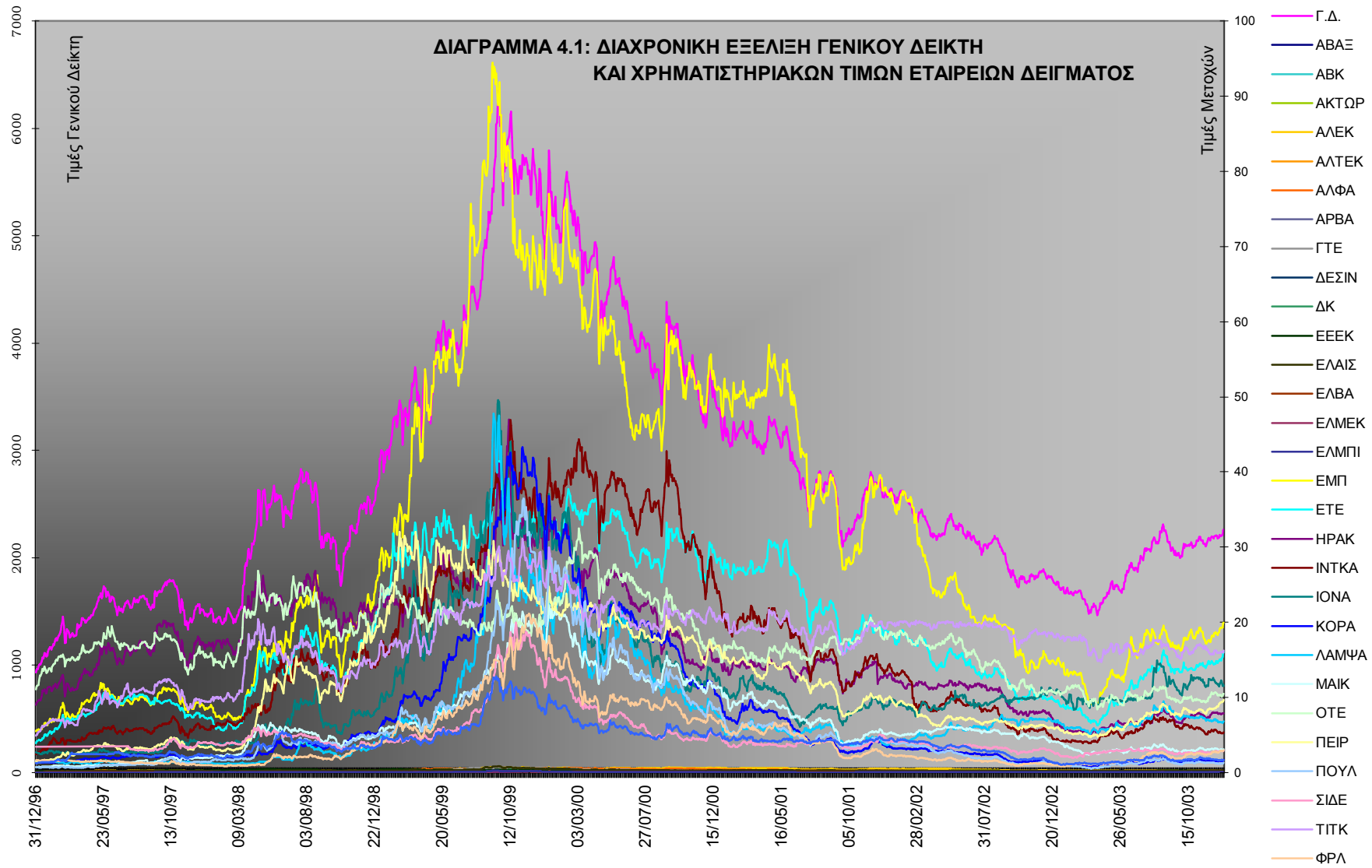
Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.	ΑΓΟΡΑ	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ	ΤΥΠΟΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΛΑΔΟΣ
1.	J. & B. ΑΒΑΞ Α.Ε.	ΑΒΑΞ	24.08.1994	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Κατασκευαστικός
2.	ΑΛΦΑ - ΒΗΤΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	ΑΒΚ	26.11.1990	Κύρια - Δ	3-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών χονδρικού και λιανικού εμπορίου
3.	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.	ΑΚΤΩΡ	29.12.1993	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Κατασκευαστικός
4.	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.	ΑΛΕΚ	02.01.1974	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Βασικών μετάλλων
5.	ALTEC Α.Β.Ε.Ε.	ΑΛΤΕΚ	02.08.1995	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Πληροφορικής
6.	ALPHA BANK Α.Ε.	ΑΛΦΑ	02.11.1925	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Τραπεζικός
7.	S. & B. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	ΑΡΒΑ	16.12.1994	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Βασικών μετάλλων
8.	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΓΤΕ	26.01.1963	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Τραπεζικός
9.	DELTA SINGULAR Α.Ε.	ΔΕΣΙΝ	04.05.1994	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Πληροφορικής
10.	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΔΚ	29.10.1990	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Συμμετοχών και παροχής συμβουλών

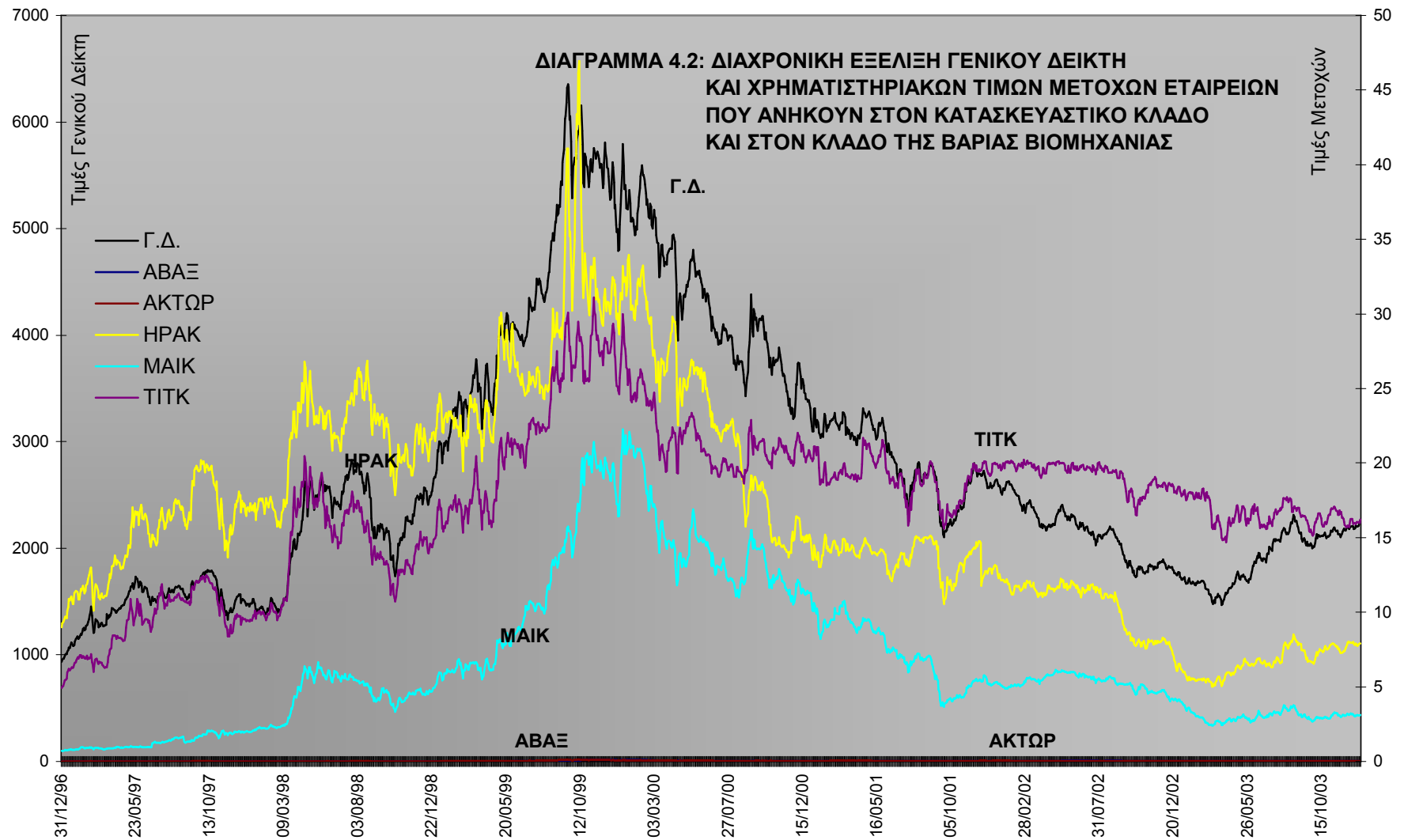
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ

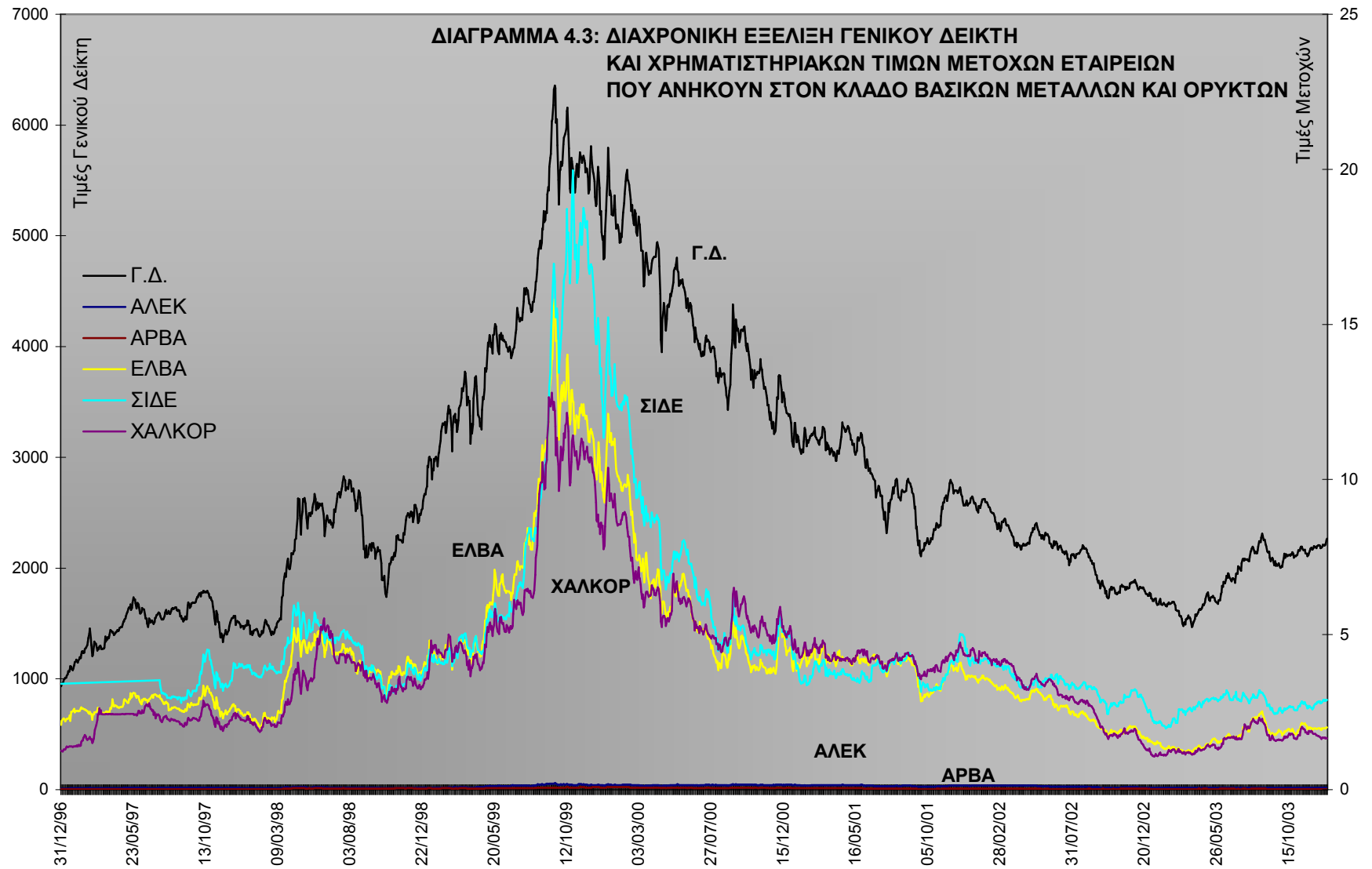
A/A	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.	ΑΓΟΡΑ	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ	ΤΥΠΟΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΛΑΔΟΣ
11.	COCA COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	ΕΕΕΚ	07.07.1991	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
12.	ΕΛΑΪΣ Α.Ε.	ΕΛΑΙΣ	30.10.1940	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
13.	ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	ΕΛΒΑ	10.06.1996	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Βασικών μετάλλων
14.	ΕΛΜΕΚ SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	ΕΛΜΕΚ	28.02.1991	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών χονδρικού και λιανικού εμπορίου
15.	ΕΛΒΙΣΚΟ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	ΕΛΜΠΙ	10.10.1994	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Συμμετοχών και παροχής συμβουλών
16.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	ΕΜΠ	08.04.1909	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Τραπεζικός
17.	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΕΤΕ	22.02.1905	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Τραπεζικός
18.	ΓΕΝΙΚΗ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΗΡΑΚΛΗΣ Α.Ε.	ΗΡΑΚ	06.06.1919	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
19.	INTRACOM Α.Ε.	INTKA	28.06.1990	Κύρια – Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
20.	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ Α.Ε.	ΙΟΝΑ	17.05.1988	Κύρια – Δ	3-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών ξενοδοχείων και εσπατορίων

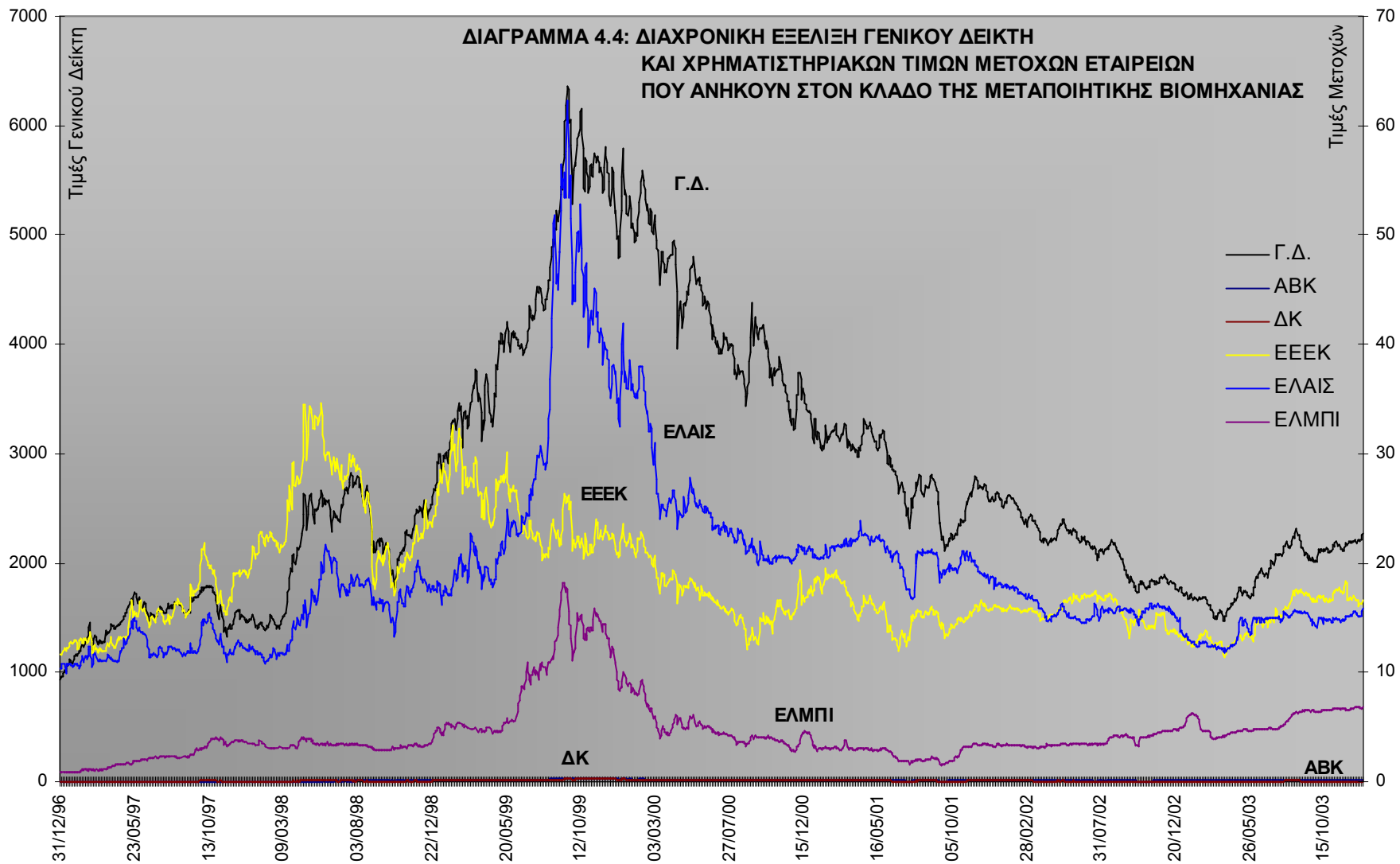
ΠΙΝΑΚΑΣ 4.1: ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α. ΠΟΥ ΜΕΤΕΧΟΥΝ ΣΤΗΝ ΕΡΕΥΝΑ

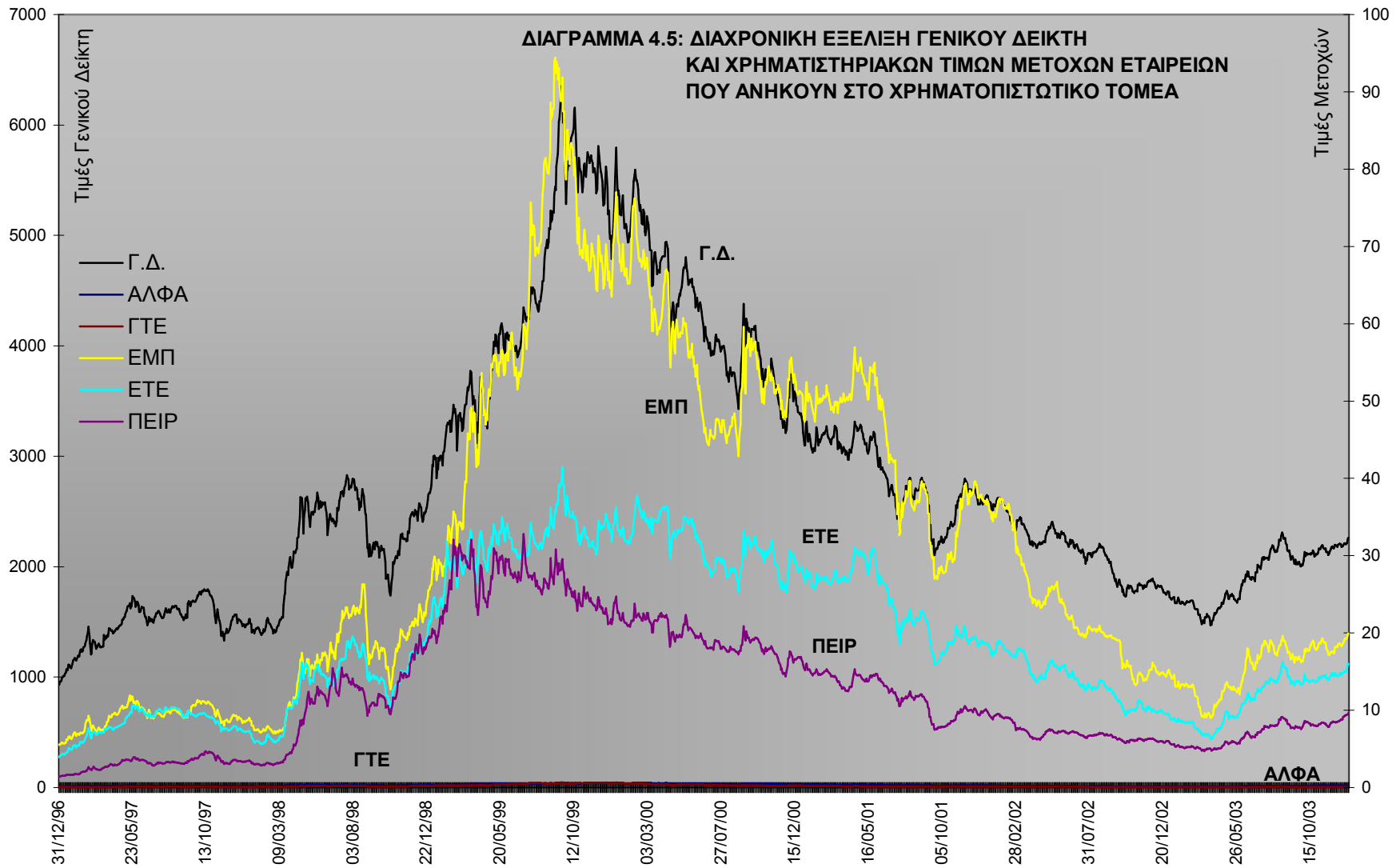
Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α.	ΑΓΟΡΑ	ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΣΗ	ΤΥΠΟΣ ΜΕΤΟΧΗΣ	ΚΛΑΔΟΣ
21.	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Α.Ε.	ΚΟΡΑ	26.03.1996	Κύρια - Δ	3-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών χονδρικού και λιανικού εμπορίου
22.	ΛΑΜΨΑ Α.Ε.	ΛΑΜΨΑ	12.05.1947	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών ξενοδοχείων και εστιατορίων
23.	Μ. Ι. ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΜΑΙΚ	16.06.1994	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
24.	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	ΟΤΕ	19.04.1996	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών μεταφορών και επικοινωνιών
25.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	ΠΕΙΡ	17.01.1918	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Τραπεζικό
26.	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	ΠΟΥΛ	03.07.1996	Κύρια - Δ	3-ωρη	Κοινή ονομαστική	Υπηρεσιών χονδρικού και λιανικού εμπορίου
27.	ΣΙΔΕΝΟΡ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΤΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΙΔΗΡΟΥ Α.Ε.	ΣΙΔΕ	12.12.1994	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Βασικών μετάλλων
28.	ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	ΤΙΤΚ	22.02.1912	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Μεταποιητικής βιομηχανίας
29.	ΦΟΥΡΛΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	ΦΡΛΚ	21.04.1988	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ονομαστική	Συμμετοχών και παροχής συμβουλών
30.	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	ΧΑΛΚΟΡ	27.12.1996	Κύρια - Α	5-ωρη	Κοινή ανώνυμη	Μεταποιητικής βιομηχανίας

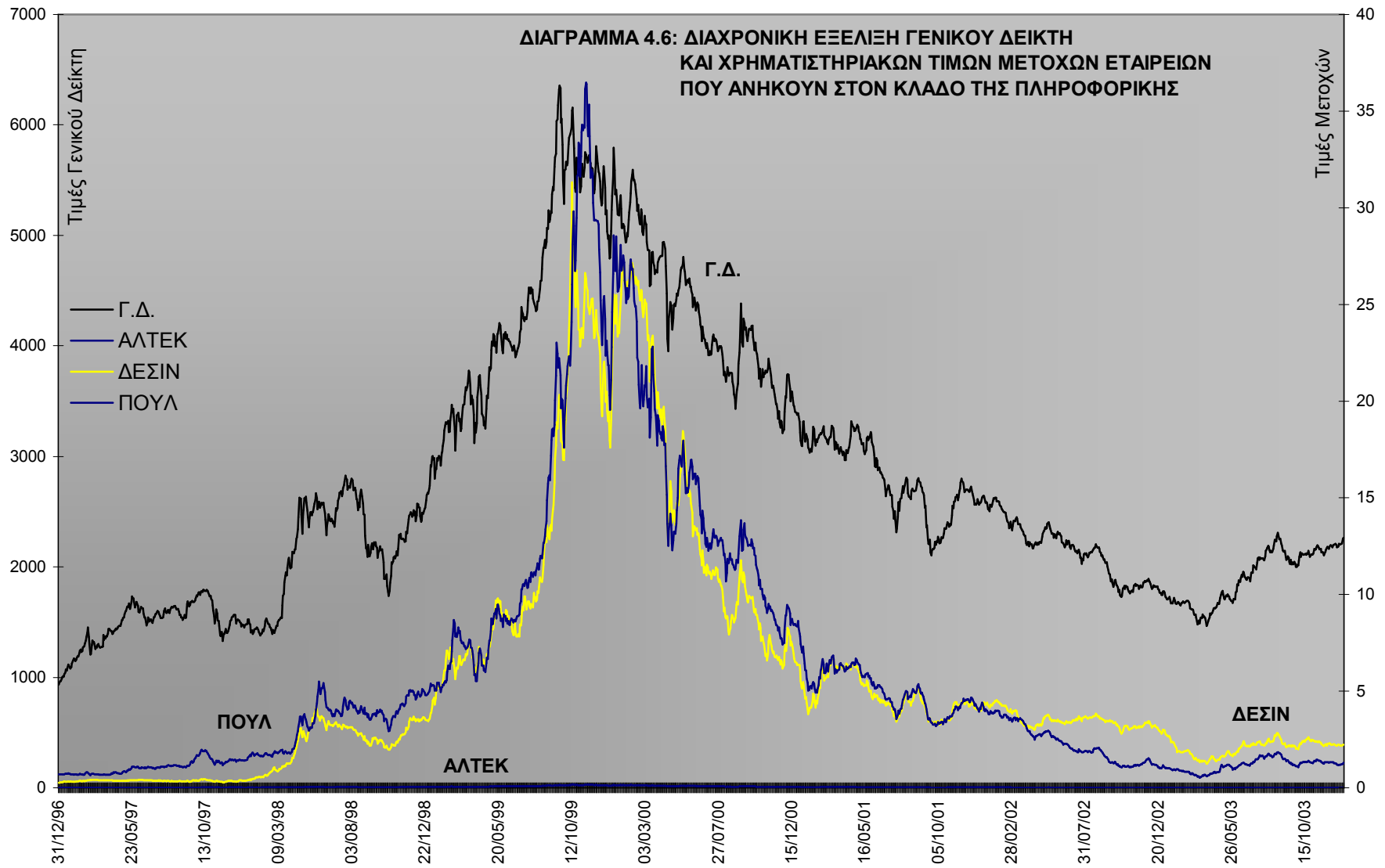


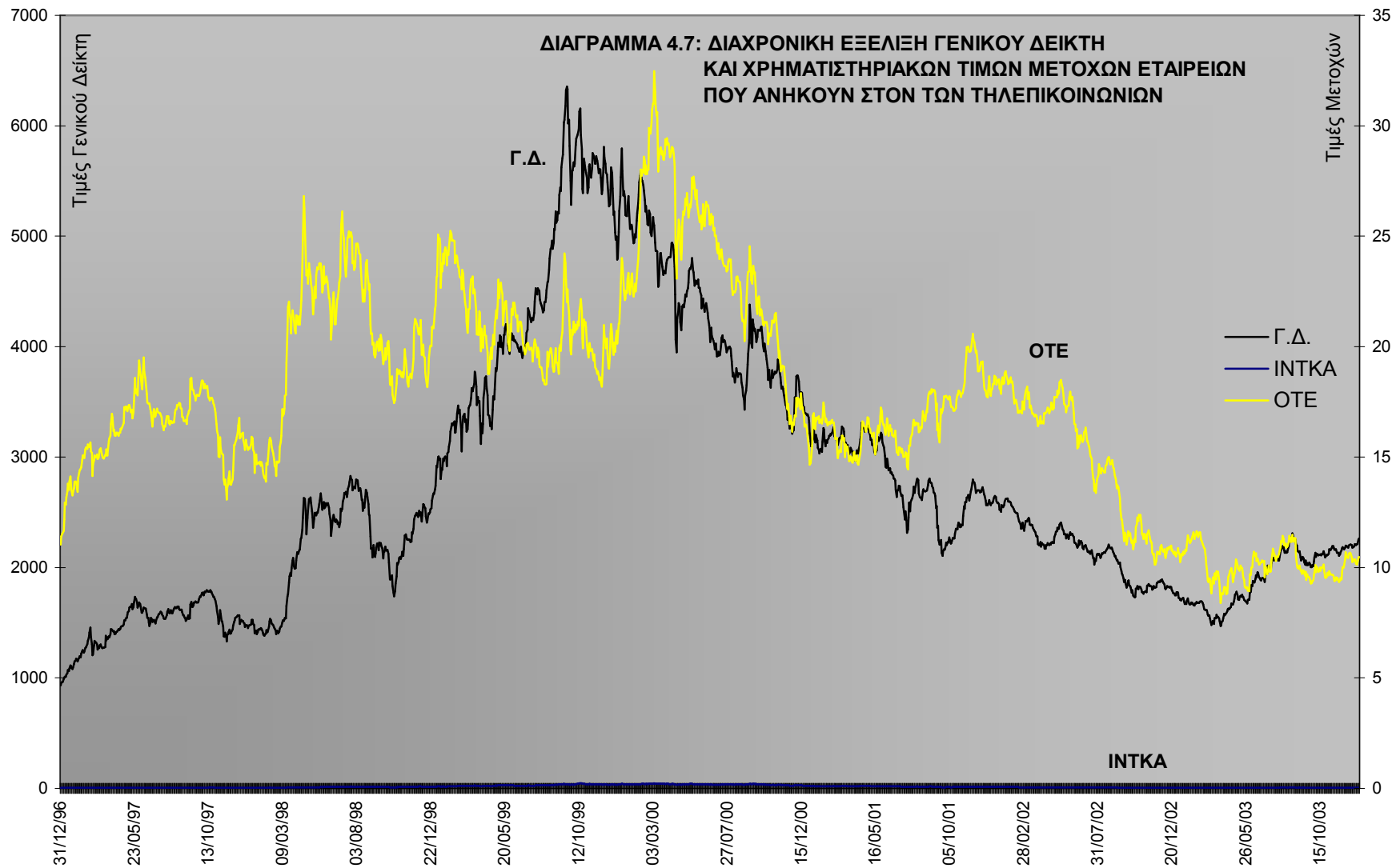


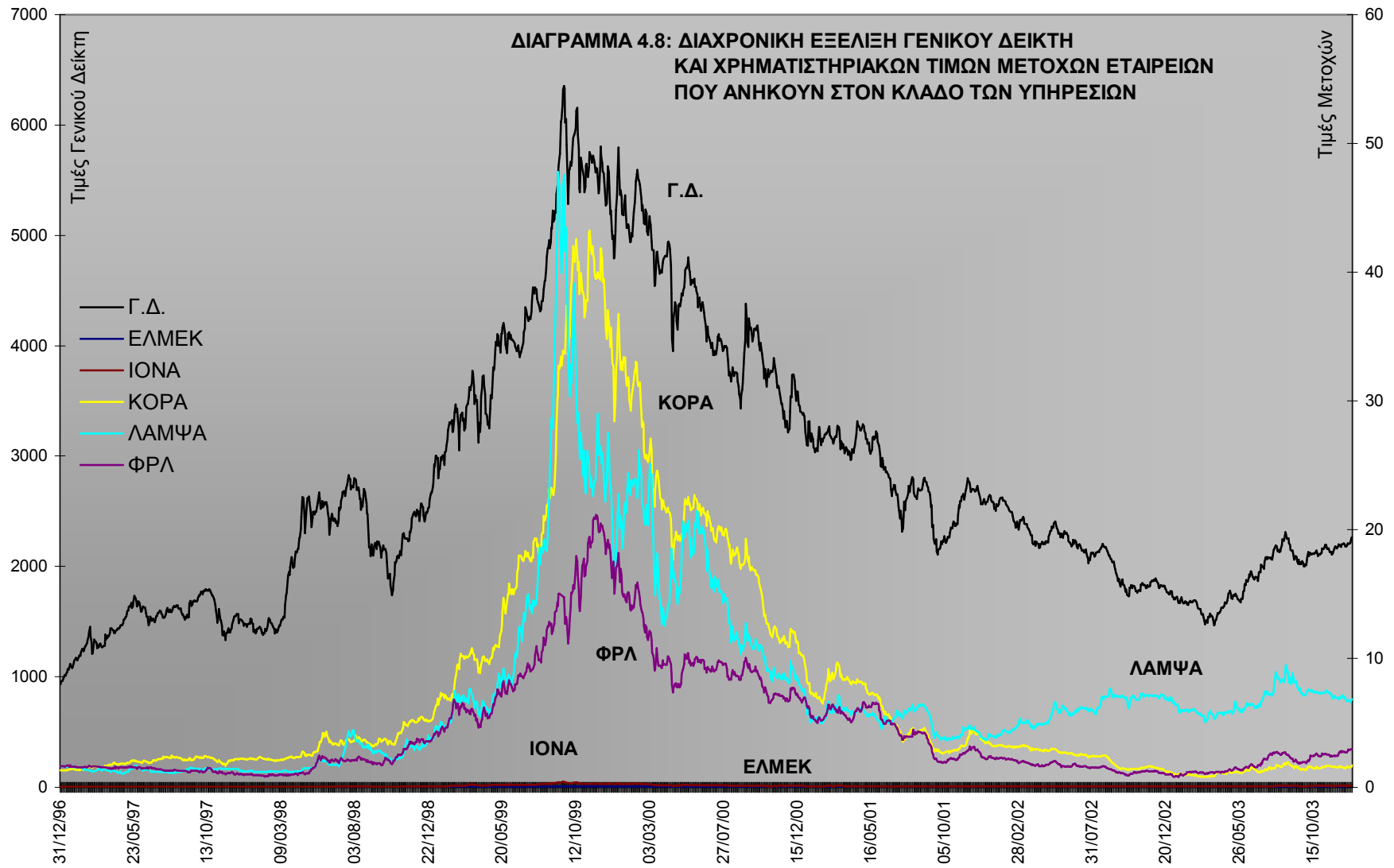












Οι δείκτες που επιλέχθηκαν για την εκπόνηση της παρούσας εργασίας είναι δύο από κάθε κατηγορία δεικτών που επιτρέπουν τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων, όπως εμφανίζονται στον πίνακα 4.2.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.2: ΚΑΤΑΛΟΓΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΠΟΥ ΧΡΗΣΙΜΟΠΟΙΗΘΗΚΑΝ ΓΙΑ ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	
ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ	ΔΕΙΚΤΗΣ
Δείκτες Περιθωρίου Κέρδους	Μικτό Περιθώριο Κέρδους (GPM) = $\frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$
	Καθαρό Περιθώριο Κέρδους (NPM) = $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$
Παραδοσιακοί Δείκτες Δείκτες Αποδοτικότητας Επενδύσεων	Αποδοτικότητα Ενεργητικού (ROA) = $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$, όπου σφ = συντελεστής φορολογίας
	Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων (ROE) = $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$
Δείκτες Αποτίμησης	Τιμή προς Κέρδη κατά Μετοχή (P/E) = $\frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}}$
	Τρέχουσα προς Λογιστική Αξία Μετοχής (P/B) = $\frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Τιμή Μετοχής}}$
Σύγχρονοι Δείκτες	Δείκτης Προστιθέμενης Τρέχουσας Αξίας (MVA) = = Χρηματιστηριακή Αξία Επιχείρησης - Επενδυμένα Κεφάλαια
	Δείκτης Προστιθέμενου Πλούτου (WAI) = = Μεταβολή Κεφαλαιοποίησης Εταιρείας - - Απαιτούμενη Απόδοση + Μερίσματα - Αξία Νέων Μετοχών

Όπως γίνεται φανερό και από το σχετικό πίνακα επιλέχθηκαν οι πιο ευρέως διαδεδομένοι δείκτες έκαστης κατηγορίας, ενώ το τυπολόγιο που χρησιμοποιήθηκε θεωρείται το πιο ενδεδειγμένο για τις εταιρείες που δραστηριοποιούνται στην ελληνική επικράτεια, για τους λόγους που προαναφέρθηκαν σε προηγούμενες ενότητες. Σημειώνεται ότι εξαιρέθηκαν της μελέτης δείκτες των οποίων ο υπολογισμός είναι αρκετά πολύπλοκος και δεν είναι εύκολος ο προσδιορισμός τους αντλώντας στοιχεία μόνο από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις των εταιρειών.

Η ανάλυση των αποτελεσμάτων πραγματοποιήθηκε με τη χρήση στατιστικών τεχνικών^{i-iv}. Συγκεκριμένα, σε πρώτο επίπεδο εφαρμόζεται η μέθοδος της πολλαπλής παλινδρόμησης για τη μελέτη της σχέσης που υφίσταται μεταξύ της τρέχουσας τιμής των μετοχών των εταιρειών του δείγματος με το σύνολο των επιλεγθέντων αριθμοδεικτών. Όλα τα στοιχεία, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για τη διεξαγωγή της εν λόγω ανάλυσης, αναφέρονται στην 31^η Δεκεμβρίου έκαστου έτους, διότι είναι η μοναδική ημερομηνία στη διάρκεια μιας λογιστικής περιόδου κατά την οποία είναι δυνατός ο προσδιορισμός όλων των δεικτών ταυτόχρονα. Για την ομοιομορφία και ομοιογένεια του δείγματος έγινε επίσης δεκτή η παραδοχή ότι η φορολογική επιβάρυνση των εταιρειών ανέρχεται σε 40%, ποσοστό το οποίο προβλέπεται από τη σχετική νομοθεσία.

Σε δεύτερο επίπεδο και αφού έχουν προσδιοριστεί οι στατιστικά σημαντικοί δείκτες που εμφανίζουν σχέση εξάρτησης με τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών εφαρμόζεται η μέθοδος της απλής γραμμικής παλινδρόμησης, προκειμένου να προσδιοριστεί ποιος από όλους τους δείκτες ερμηνεύει κατά τον καλύτερο τρόπο την τρέχουσα αξία των μετοχών.

4.3. ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Στην παρούσα ενότητα και ειδικότερα στους πίνακες 4.3 - 4.10 παρατίθενται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες όπως προέκυψαν από τη μελέτη και επεξεργασία των οικονομικών καταστάσεων των εταιρειών του δείγματος.

Αναλυτικότερα, στον πίνακα 4.3 παρουσιάζεται η χρηματοοικονομική επίδοση των εταιρειών με κριτήριο τον αριθμοδείκτη του μικτού περιθωρίου κέρδους (GPM). Από τον πίνακα αυτόν γίνεται φανερό ότι τον υψηλότερο δείκτη σε ετήσια βάση, όπως επίσης και από άποψη μέσων όρων, καταγράφει η Εμπορική Τράπεζα Α.Ε. Το χαμηλότερο δείκτη σε ετήσια βάση εμφανίζει η εταιρεία Ιονική Ξενοδοχειακή Α.Ε., για το έτος 2002, ενώ για το υπό μελέτη χρονικό διάστημα ασήμαντο φαίνεται να είναι το μικτό περιθώριο κέρδους της εταιρείας με το διακριτικό τίτλο Ελβάλ Α.Ε. Στον πίνακα 4.4 εμφανίζεται η επίδοση των εταιρειών βάσει του καθαρού περιθωρίου κέρδους (NPM). Στην περίπτωση αυτή τη μεγαλύτερη ετήσια και μέση επίδοση παρουσιάζει η Alpha Bank Α.Ε. Στον αντίποδα, για το έτος 2002, βρίσκεται και πάλι η εταιρεία Ιονική Ξενοδοχειακή Α.Ε., ενώ για την εξαετία 1998-2003 την πιο μικρή επίδοση καταγράφει η εταιρεία Άλβα - Βήτα Βασιλόπουλος Α.Ε.

Η συνολική αποδοτικότητα των εταιρειών (ROA) και η αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων τους (ROE) με κριτήρια τους ομώνυμους δείκτες παρατίθενται στους πίνακες 4.5 και 4.6 αντίστοιχα. Η εταιρεία με την επωνυμία Ελαΐς Α.Ε., βάσει των ως άνω δεικτών, επιτυγχάνει τις υψηλότερες ετήσιες αποδόσεις, το έτος 1998, και παράλληλα εμφανίζεται στο υπό εξέταση χρονικό διάστημα να έχει τη μεγαλύτερη μέση απόδοση σε όρους απασχολούμενων κεφαλαίων. Τη χειρίστη χρησιμοποίηση των τελευταίων σε ετήσια βάση, για το

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.3: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ GPM

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003	ΜΕΣΟΣ ΌΡΟΣ
ΑΒΑΞ	0,051	0,197	0,164	0,155	0,150	0,223	0,157
ΑΒΚ	0,212	0,214	0,216	0,186	0,176	0,179	0,197
ΑΚΤΩΡ	0,127	0,080	0,184	0,171	0,083	0,144	0,132
ΑΛΕΚ	0,189	0,192	0,324	0,292	0,187	0,135	0,220
ΑΛΤΕΚ	0,253	0,252	0,259	0,264	0,229	0,187	0,241
ΑΛΦΑ	0,356	0,285	0,288	0,405	0,539	0,640	0,419
ΑΡΒΑ	0,334	0,291	0,283	0,279	0,279	0,286	0,292
ΓΤΕ	0,327	0,365	0,385	0,529	0,552	0,623	0,464
ΔΕΣΙΝ	0,529	0,518	0,480	0,389	0,400	0,334	0,442
ΔΚ	0,308	0,334	0,289	0,328	0,368	0,385	0,335
ΕΕΕΚ	0,374	0,356	0,351	0,386	0,397	0,395	0,377
ΕΛΑΙΣ	0,374	0,376	0,392	0,406	0,410	0,435	0,399
ΕΛΒΑ	0,173	0,147	0,143	0,115	0,095	0,080	0,126
ΕΛΜΕΚ	0,381	0,436	0,435	0,436	0,475	0,511	0,446
ΕΛΜΠΙ	0,379	0,386	0,314	0,291	0,352	0,357	0,347
ΕΜΠ	0,321	0,394	0,423	0,498	0,577	0,685	0,483
ΕΤΕ	0,194	0,222	0,207	0,333	0,425	0,517	0,316
ΗΡΑΚ	0,320	0,299	0,268	0,265	0,277	0,280	0,285
ΙΝΤΚΑ	0,399	0,359	0,301	0,323	0,371	0,312	0,344
ΙΟΝΑ	0,314	0,370	0,426	0,197	-0,188	-0,030	0,182
ΚΟΡΑ	0,307	0,285	0,271	0,276	0,223	0,275	0,273
ΛΑΜΨΑ	0,315	0,363	0,424	0,391	-	0,112	0,268
ΜΑΙΚ	0,290	0,302	0,291	0,272	0,296	0,279	0,288
ΟΤΕ	0,335	0,323	0,315	0,352	0,339	0,269	0,322
ΠΕΙΡ	0,301	0,364	0,328	0,388	0,457	0,517	0,393
ΠΟΥΛ	0,183	0,184	0,136	0,144	0,108	0,099	0,142
ΣΙΔΕ	0,224	0,231	0,173	0,160	0,180	0,156	0,187
ΤΙΤΚ	0,284	0,296	0,308	0,266	0,300	0,287	0,290
ΦΡΛΚ	0,293	0,257	0,274	0,230	0,202	0,236	0,249
ΧΑΛΚΟΡ	0,175	0,181	0,144	0,176	0,123	0,126	0,154

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.4: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΝΡΜ

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003	ΜΕΣΟΣ ΌΡΟΣ
ΑΒΑΞ	-0,113	0,060	0,039	0,068	0,033	0,151	0,040
ΑΒΚ	0,025	0,016	0,022	0,023	0,026	0,022	0,022
ΑΚΤΩΡ	0,048	0,022	0,145	0,128	0,063	0,134	0,090
ΑΛΕΚ	0,166	0,174	0,306	0,270	0,169	0,118	0,201
ΑΛΤΕΚ	0,131	0,131	0,121	0,083	0,062	-0,049	0,080
ΑΛΦΑ	0,592	0,754	0,412	0,405	0,385	0,498	0,508
ΑΡΒΑ	0,126	0,120	0,113	0,114	0,119	0,114	0,118
ΓΤΕ	0,158	0,316	0,194	0,263	0,152	0,371	0,242
ΔΕΣΙΝ	0,190	0,168	0,169	0,161	0,175	0,121	0,164
ΔΚ	0,071	0,066	0,054	0,050	0,083	0,089	0,069
ΕΕΕΚ	0,132	0,102	0,073	0,068	0,079	0,092	0,091
ΕΛΑΙΣ	0,144	0,108	0,105	0,107	0,118	0,140	0,120
ΕΛΒΑ	0,133	0,100	0,095	0,070	0,045	0,023	0,078
ΕΛΜΕΚ	0,159	0,142	0,162	0,141	0,192	0,218	0,169
ΕΛΜΠΙ	0,137	0,107	0,080	0,029	0,035	0,025	0,069
ΕΜΠ	0,180	0,414	0,245	0,316	0,194	0,239	0,265
ΕΤΕ	0,137	0,256	0,239	0,216	0,169	0,262	0,213
ΗΡΑΚ	0,243	0,206	0,175	0,176	0,194	0,210	0,201
ΙΝΤΚΑ	0,200	0,192	0,177	0,188	0,189	0,094	0,173
ΙΟΝΑ	0,241	0,302	0,373	0,0745	-0,403	-0,122	0,078
ΚΟΡΑ	0,110	0,083	0,103	0,095	0,024	0,085	0,083
ΛΑΜΨΑ	0,098	0,139	0,189	0,131	-	-0,277	0,047
ΜΑΙΚ	0,129	0,089	0,104	0,091	0,093	0,087	0,099
ΟΤΕ	0,299	0,285	0,252	0,288	0,261	0,197	0,264
ΠΕΙΡ	0,296	0,632	0,318	0,213	0,182	0,266	0,318
ΠΟΥΛ	0,086	0,085	0,074	0,067	0,029	0,019	0,060
ΣΙΔΕ	0,147	0,136	0,089	0,075	0,085	0,059	0,099
ΤΙΤΚ	0,227	0,232	0,264	0,195	0,222	0,215	0,226
ΦΡΛΚ	0,111	0,081	0,072	0,028	-0,032	0,039	0,050
ΧΑΛΚΟΡ	0,121	0,118	0,090	0,103	0,045	0,040	0,086

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.5: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ROA

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003	ΜΕΣΟΣ ΌΡΟΣ
ΑΒΑΞ	-0,042	0,061	0,030	0,046	0,020	0,108	0,037
ΑΒΚ	0,067	0,044	0,063	0,058	0,056	0,045	0,056
ΑΚΤΩΡ	0,022	0,013	0,074	0,061	0,053	0,125	0,058
ΑΛΕΚ	0,163	0,169	0,187	0,248	0,154	0,103	0,171
ΑΛΤΕΚ	0,141	0,139	0,107	0,057	0,039	-0,030	0,076
ΑΛΦΑ	0,043	0,060	0,029	0,024	0,019	0,023	0,033
ΑΡΒΑ	0,130	0,110	0,121	0,104	0,104	0,096	0,111
ΓΤΕ	0,017	0,032	0,018	0,017	0,009	0,022	0,019
ΔΕΣΙΝ	0,135	0,080	0,096	0,125	0,074	0,055	0,094
ΔΚ	0,076	0,067	0,049	0,043	0,063	0,071	0,062
ΕΕΕΚ	0,123	0,125	0,073	0,079	0,099	0,122	0,104
ΕΛΑΙΣ	0,270	0,195	0,165	0,162	0,212	0,259	0,211
ΕΛΒΑ	0,178	0,107	0,099	0,069	0,044	0,020	0,086
ΕΛΜΕΚ	0,183	0,114	0,104	0,095	0,136	0,151	0,131
ΕΛΜΠΙ	0,121	0,073	0,055	0,020	0,024	0,015	0,051
ΕΜΠ	0,014	0,040	0,020	0,019	0,011	0,013	0,020
ΕΤΕ	0,015	0,027	0,023	0,014	0,009	0,012	0,017
ΗΡΑΚ	0,254	0,208	0,196	0,200	0,212	0,240	0,218
ΙΝΤΚΑ	0,185	0,154	0,130	0,108	0,090	0,039	0,118
ΙΟΝΑ	0,047	0,065	0,081	0,012	-0,025	-0,015	0,028
ΚΟΡΑ	0,164	0,108	0,126	0,099	0,017	0,078	0,099
ΛΑΜΨΑ	0,079	0,114	0,155	0,081	-0,109	-0,055	0,044
ΜΑΙΚ	0,076	0,057	0,083	0,064	0,081	0,074	0,073
ΟΤΕ	0,149	0,146	0,123	0,137	0,120	0,096	0,129
ΠΕΙΡ	0,041	0,066	0,028	0,013	0,010	0,014	0,029
ΠΟΥΛ	0,138	0,122	0,134	0,092	0,034	0,024	0,091
ΣΙΔΕ	0,187	0,143	0,082	0,057	0,076	0,055	0,100
ΤΙΤΚ	0,267	0,253	0,201	0,169	0,187	0,174	0,209
ΦΡΛΚ	0,196	0,096	0,075	0,022	-0,031	0,050	0,068
ΧΑΛΚΟΡ	0,242	0,163	0,124	0,128	0,050	0,038	0,124

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.6: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ROE

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003	ΜΕΣΟΣ ΌΡΟΣ
ΑΒΑΞ	0,158	0,205	0,146	0,145	0,149	0,164	0,161
ΑΒΚ	0,047	0,038	0,055	0,044	0,039	0,033	0,043
ΑΚΤΩΡ	0,150	0,157	0,143	0,159	0,295	0,228	0,189
ΑΛΕΚ	0,112	0,074	0,141	0,201	0,097	0,051	0,113
ΑΛΤΕΚ	0,217	0,232	0,104	-0,041	0,006	-0,055	0,077
ΑΛΦΑ	0,031	0,043	0,017	0,012	0,010	0,014	0,021
ΑΡΒΑ	0,091	0,092	0,103	0,071	0,079	0,077	0,086
ΓΤΕ	0,010	0,023	0,006	0,006	-0,010	0,003	0,006
ΔΕΣΙΝ	0,117	0,101	0,103	0,139	0,067	0,045	0,095
ΔΚ	0,042	0,141	0,107	0,073	0,051	0,047	0,077
ΕΕΕΚ	0,095	0,108	0,048	0,055	0,076	0,108	0,082
ΕΛΑΙΣ	0,300	0,191	0,222	0,161	0,204	0,263	0,224
ΕΛΒΑ	0,139	0,146	0,104	0,074	0,036	0,013	0,085
ΕΛΜΕΚ	0,204	0,205	0,094	0,095	0,102	0,111	0,135
ΕΛΜΠΙ	0,035	0,012	0,030	0,018	0,011	0,006	0,019
ΕΜΠ	0,009	0,088	0,022	0,014	0,005	0,007	0,024
ΕΤΕ	0,014	0,026	0,022	0,014	0,007	0,010	0,016
ΗΡΑΚ	0,161	0,003	0,066	0,126	0,140	0,220	0,119
ΙΝΤΚΑ	0,173	0,168	0,130	0,096	0,059	0,034	0,110
ΙΟΝΑ	0,021	0,047	0,053	-0,02	-0,034	-0,020	0,008
ΚΟΡΑ	0,067	0,094	0,084	0,011	-0,067	0,017	0,034
ΛΑΜΨΑ	0,032	0,046	0,051	0,056	-0,067	-0,063	0,009
ΜΑΙΚ	0,104	0,113	0,095	0,068	0,073	0,061	0,086
ΟΤΕ	0,149	0,133	0,137	0,106	0,096	0,079	0,117
ΠΕΙΡ	0,028	0,056	0,020	0,009	0,008	0,011	0,022
ΠΟΥΛ	0,112	0,125	0,113	0,107	0,016	0,024	0,083
ΣΙΔΕ	0,143	0,158	0,059	0,038	0,081	0,043	0,087
ΤΙΤΚ	0,269	0,247	0,181	0,135	0,147	0,151	0,188
ΦΡΑΚ	0,070	0,055	0,060	0,001	-0,075	0,017	0,021
ΧΑΛΚΟΡ	0,199	0,221	0,102	0,102	0,024	0,011	0,110

έτος 2002, παρουσιάζει η Φουρλής Συμμετοχών Α.Ε., ενώ για ολόκληρη την εξαετία, φαίνεται να καταγράφει η Γενική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε., η οποία καταλαμβάνει και την προτελευταία θέση με κριτήριο τη μέση αποδοτικότητα του ενεργητικού. Την τελευταία θέση με βάση το προαναφερόμενο δείκτη κατέχει σε ετήσια βάση η εταιρεία Λάμπα Α.Ε., το 2002, δεδομένου ότι κατά το έτος αυτό ήταν εκτός λειτουργίας λόγω ανακαίνισης των ξενοδοχειακών της εγκαταστάσεων, και σε μέσους όρους η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος Α.Ε. Από την άλλη πλευρά, η τσιμεντοβιομηχανία Ηρακλής Α.Ε. επιτυγχάνει την καλύτερη μέση συνολική απόδοση.

Τα οικονομικά αποτελέσματα βάσει των παραδοσιακών δεικτών αποτίμησης και ειδικότερα με κριτήρια τους δείκτες τιμή προς κέρδη κατά μετοχή (P/E) και τρέχουσα προς λογιστική αξία μετοχής (P/B) παρατίθενται αντίστοιχα στους πίνακες 4.7 και 4.8. Έντονες διακυμάνσεις των εν λόγω μεγεθών παρατηρούνται όχι μόνο μεταξύ των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων αλλά και στις εταιρείες μεμονωμένα, στα πλαίσια εξέτασης της διαχρονικής εξέλιξής τους. Το γεγονός αυτό βέβαια είναι δικαιολογημένο δεδομένου ότι για τον υπολογισμό των δεικτών αυτής της κατηγορίας λαμβάνεται υπόψη η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών των εταιρειών, όπως αυτή είχε διαμορφωθεί στην τελευταία συνεδρίαση του Χ.Α.Α. έκαστου έτους για το υπό μελέτη χρονικό διάστημα.

Τέλος, στους πίνακες 4.9 και 4.10 παρουσιάζονται τα αποτελέσματα των χρηματοοικονομικών δεικτών της προστιθέμενης τρέχουσας αξίας (MVA) και του προστιθέμενου πλούτου (WAI). Και οι δείκτες αυτής της κατηγορίας, όπως και οι παραδοσιακοί δείκτες αποτίμησης, παρουσιάζουν μεγάλη μεταβλητότητα, διότι ο υπολογισμός τους βασίζεται στην τρέχουσα αξία των μετοχών των εταιρειών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.7: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ Ρ/Ε

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΑΒΑΞ	0,607	12,069	7,021	5,367	5,371	6,680
ΑΒΚ	27,590	64,991	23,027	15,827	12,925	21,955
ΑΚΤΩΡ	3,050	31,558	20,948	11,836	7,895	6,493
ΑΛΕΚ	1,912	21,319	16,040	13,064	17,996	48,784
ΑΛΤΕΚ	28,920	49,135	30,372	-	-	-
ΑΛΦΑ	4,422	10,084	19,565	14,876	10,177	13,769
ΑΡΒΑ	13,747	25,372	14,579	20,113	12,428	11,197
ΓΤΕ	10,715	10,628	38,743	41,120	-	22,606
ΔΕΣΙΝ	45,618	140,240	56,543	10,533	10,200	14,526
ΔΚ	5,280	11,639	13,061	24,995	25,899	35,807
ΕΕΕΚ	20,100	17,091	24,428	18,465	10,346	8,226
ΕΛΑΙΣ	13,900	29,999	19,113	31,601	28,726	13,567
ΕΛΒΑ	7,403	27,953	18,143	16,141	16,124	69,434
ΕΛΜΕΚ	0,540	29,218	7,145	4,844	3,062	4,954
ΕΛΜΠΙ	17,138	141,981	36,735	33,708	124,293	380,829
ΕΜΠ	9,373	6,636	22,855	21,677	23,714	23,849
ΕΤΕ	2,677	7,675	8,990	8,808	10,265	11,293
ΗΡΑΚ	28,454	-	2.564,593	62,638	11,747	8,518
ΙΝΤΚ	15,831	62,371	27,264	14,902	7,443	13,789
ΙΟΝΑ	79,427	145,930	48,152	153,791	-	-
ΚΟΡΑ	14,740	69,302	12,080	48,327	-	126,057
ΛΑΜΨΑ	-	7.414,110	-	-	-	-
ΜΑΙΚ	12,893	52,623	41,437	19,215	14,707	14,518
ΟΤΕ	13,165	13,913	8,254	11,518	7,144	8,624
ΠΕΙΡ	15,272	23,607	24,263	27,979	15,201	18,846
ΠΟΥΛ	8,655	70,516	19,931	9,048	21,411	15,726
ΣΙΔΕ	3,367	31,016	38,152	34,009	9,088	19,664
ΤΙΤΚ	4,094	11,997	6,989	5,415	4,562	3,457
ΦΡΑΚ	6,963	28,936	10,115	23,284	-	45795
ΧΑΛΚΟΡ	10,809	26,351	31,775	19,509	41,848	162,451

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.8: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ Ρ/Β

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΑΒΑΞ	1,007	25,753	10,181	10,891	11,927	9,418
ΑΒΚ	7,177	16,569	9,192	7,640	5,627	9,267
ΑΚΤΩΡ	2,982	15,492	8,200	9,527	5,517	5,000
ΑΛΕΚ	0,189	1,663	4,420	3,236	1,665	1,524
ΑΛΤΕΚ	17,013	53,300	17,867	5,864	2,386	1,705
ΑΛΦΑ	3,843	9,548	6,660	4,061	2,309	4,103
ΑΡΒΑ	6,033	12,365	8,834	9,620	6,700	6,478
ΓΤΕ	2,874	8,331	3,404	2,088	0,785	1,177
ΔΕΣΙΝ	32,224	64,698	17,743	4,382	3,111	2,354
ΔΚ	0,915	8,066	5,116	8,170	5,651	6,934
ΕΕΕΚ	86,452	76,250	58,479	54,000	42,710	33,004
ΕΛΑΙΣ	10,261	23,704	12,704	11,065	8,305	8,960
ΕΛΒΑ	10,816	39,411	15,398	12,335	5,333	6,667
ΕΛΜΕΚ	1,499	14,075	4,006	2,917	2,300	4,533
ΕΛΜΠΙ	3,145	12,544	5,914	4,191	3,200	4,533
ΕΜΠ	5,426	15,346	10,539	7,420	2,884	3,984
ΕΤΕ	1,294	8,006	6,465	4,152	2,098	3,545
ΗΡΑΚ	8,085	11,223	3,892	8,481	3,948	5,130
ΙΝΤΚΑ	14,489	66,823	11,700	6,012	1,956	2,528
ΙΟΝΑ	2,920	12,130	4,290	2,993	2,933	3,083
ΚΟΡΑ	18,554	119,385	34,576	10,798	3,716	5,452
ΛΑΜΨΑ	4,589	25,661	9,232	4,576	5,726	5,846
ΜΑΙΚ	7,013	28,708	15,401	7,169	5,274	4,092
ΟΤΕ	9,934	10,393	7,247	8,318	4,393	4,385
ΠΕΙΡ	5,524	6,840	5,166	3,043	1,835	2,333
ΠΟΥΛ	17,249	90,500	29,400	13,936	3,595	4,291
ΣΙΔΕ	2,330	39,396	13,600	10,904	6,171	7,049
ΤΙΤΚ	4,479	16,171	11,842	8,320	7,588	6,754
ΦΡΛΚ	4,438	18,156	7,272	2,039	0,941	2,839
ΧΑΛΚΟΡ	11,304	32,657	16,237	13,505	3,848	5,000

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.9: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ ΜΒΑ

(χιλιάδες ευρώ)

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΑΒΑΞ	-31,338	81,599	-79,045	-69,911	-73,926	-7,469
ΑΒΚ	-49,357	71,003	-46,113	-204,893	-267,252	-201,608
ΑΚΤΩΡ	-36,574	228,482	82,694	129,424	88,490	-53,665
ΑΛΕΚ	-945,385	70,296	536,302	287,026	15,529	-15,007
ΑΛΤΕΚ	-0,843	1.166,492	68,201	-176,860	-349,535	-306,784
ΑΛΦΑ	-12.584,368	-20.364,891	-25.223,595	-26.471,683	-27.080,744	-26.889,498
ΑΡΒΑ	-71,202	98,545	-67,526	-39,000	-135,223	-159,543
ΓΤΕ	-1.393,384	-1.512,514	-1.655,828	-2.315,607	-2.761,452	-3.269,630
ΔΕΣΙΝ	60,168	500,164	156,288	-104,642	-141,501	-152,852
ΔΚ	-277,445	175,679	7,312	129,999	-189,732	-9,843
ΕΕΕΚ	2.651,016	2.142,093	1.155,435	687,363	-18,535	864,285
ΕΛΑΙΣ	145,485	434,093	182,100	150,043	99,126	92,735
ΕΛΒΑ	-105,018	634,127	87,576	-113,757	-428,226	-403,641
ΕΛΜΕΚ	-42,389	353,351	15,804	-26,051	-67,457	1,327
ΕΛΜΠΙ	-40,375	40,060	-86,063	-182,660	-49,375	14,996
ΕΜΠ	-9.389,208	-7.550,024	-11.803,086	-14.972,884	-15.652,394	-15.176,204
ΕΤΕ	-37.983,406	-37.098,806	-42.114,917	-48.578,386	-51.906,598	-49.822,034
ΗΡΑΚ	672,598	1.086,142	287,460	428,548	-88,465	17,373
ΙΝΤΚΑ	246,458	3.149,744	1.084,210	-184,850	-1.082,664	-764,031
ΙΟΝΑ	42,866	404,895	85,322	36,454	-16,031	-121,451
ΚΟΡΑ	-74,644	424,153	-144,656	-318,261	-213,417	-196,891
ΛΑΜΨΑ	38,224	302,944	89,454	33,141	40,914	9,631
ΜΑΙΚ	-33,151	585,737	419,550	14,270	-54,897	-122,856
ΟΤΕ	4.987,622	4.940,901	-156,082	87,987	-4.104,832	-5.507,477
ΠΕΙΡ	-3.152,656	-5.135,107	-7.719,180	-10.752,515	-13.718,562	-12.821,982
ΠΟΥΛ	-29,225	908,818	74,056	-206,592	-292,081	-268,062
ΣΙΔΕ	-121,140	607,308	51,451	-96,453	-298,072	-294,067
ΤΙΤΚ	-116,028	614,863	-187,246	-381,153	-473,125	-642,427
ΦΡΑΚ	-151,605	-16,858	-402,061	-542,105	-381,470	-307,532
ΧΑΛΚΟΡ	-4,351	728,868	182,392	90,531	-252,562	-287,074

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.10: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΠΙΔΟΣΗ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΒΑΣΕΙ ΤΟΥ ΔΕΙΚΤΗ WAI

(χιλιάδες ευρώ)

ΣΥΜΒΟΛΟ ΜΕΤΟΧΗΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
ΑΒΑΞ	-4,425	169,213	-97,526	-28,760	12,339	132,993
ΑΒΚ	59,906	128,810	-108,255	-124,594	-4,628	71,602
ΑΚΤΩΡ	-1,355	259,092	3,328	70,414	136,682	-17,618
ΑΛΕΚ	-16,212	896,598	413,153	-211,225	-327,447	-31,768
ΑΛΤΕΚ	137,278	1.325,833	-1.046,201	-277,158	-157,052	-53,782
ΑΛΦΑ	501,556	3.049,973	602,328	-1.753,264	-1.267,144	2.046,290
ΑΡΒΑ	70,919	211,915	-96,222	46,644	-82,135	-3,021
ΓΤΕ	87,116	274,566	-31,516	-180,381	-184,584	54,747
ΔΕΣΙΝ	62,327	454,133	-404,202	-120,284	-48,515	-36,248
ΔΚ	9,083	495,378	6,762	386,011	-288,646	157,362
ΕΕΕΚ	1.597,097	-466,681	881,573	-214,998	-666,222	743,612
ΕΛΑΙΣ	143,908	313,503	-240,229	-30,235	-49,573	27,358
ΕΛΒΑ	77,084	730,846	-407,680	-408,595	-253,150	32,622
ΕΛΜΕΚ	2,018	397,458	-325,927	-33,515	-19,390	68,111
ΕΛΜΠΙ	8,226	142,275	-64,987	-40,103	69,696	83,956
ΕΜΠ	484,533	5.435,024	-1.881,153	-1.088,027	-1.902,420	513,751
ΕΤΕ	412,654	4.758,582	756,798	-2.052,908	-2.024,795	1.898,125
ΗΡΑΚ	198,314	395,601	-860,025	259,598	-477,320	144,535
ΙΝΤΚΑ	498,559	3.209,477	-1.327,744	-1.058,268	-1.042,594	127,843
ΙΟΝΑ	62,510	356,335	-307,499	-49,814	16,554	6,184
ΚΟΡΑ	26,476	572,039	-518,903	-127,533	-49,417	13,923
ΛΑΜΨΑ	36,875	259,479	-206,944	-59,009	39,016	1,378
ΜΑΙΚ	65,579	636,903	27,176	-434,596	-90,076	-71,924
ΟΤΕ	4.013,558	605,638	-3.166,908	1.519,435	-3.692,197	84,751
ΠΕΙΡ	539,378	2.082,268	-230,247	-1.122,424	-626,005	689,132
ΠΟΥΛ	48,976	1.027,013	-677,094	-223,780	-159,279	3,405
ΣΙΔΕ	-4,269	843,089	-452,807	-89,958	-125,893	23,124
ΤΙΤΚ	143,727	860,085	-292,278	-31,469	-38,744	-46,600
ΦΡΛΚ	36,156	63,609	-199,292	-123,519	-34,765	78,253
ΧΑΛΚΟΡ	90,687	776,600	-460,588	-79,030	-291,440	26,595

4.4. ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η στατιστική ανάλυση που ακολουθεί στηρίχθηκε στα αποτελέσματα της οικονομικής ανάλυσης. Σε πρώτη φάση εφαρμόζεται η μέθοδος της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης για την εξέταση της αλληλεπίδρασης μεταξύ της ΜΚ και των προαναφερόμενων υπό μελέτη αριθμοδεικτών [(GPM), (NPM), (ROA), (ROE), (P/E), (P/B), (MVA) και (WAI)]. Η ανάλυση πραγματοποιείται σε δύο φάσεις. Στην πρώτη φάση εξετάζεται ο βαθμός εξάρτησης των αριθμοδεικτών για όλο το υπό μελέτη χρονικό διάστημα. Το δείγμα που χρησιμοποιείται περιλαμβάνει συνολικά 180 παρατηρήσεις. Αυτές προκύπτουν ως το γινόμενο της εξαετίας επί του αριθμού του δείγματος των εταιρειών (30). Οι τιμές των δεικτών, όπως έχει ήδη επισημανθεί, υπολογίστηκαν την τελευταία ημέρα έκαστου οικονομικού έτους, ημερομηνία κατά την οποία είναι δυνατός ο προσδιορισμός όλων των δεικτών. Σε δεύτερη φάση η ανάλυση γίνεται για κάθε έτος χωριστά. Επομένως, στην περίπτωση αυτή ο αριθμός των παρατηρήσεων ανέρχεται σε 30. Ο λόγος διεξαγωγής αυτού του επιπέδου ανάλυσης κρίνεται σκόπιμος προκειμένου να επιβεβαιωθούν τα αποτελέσματα του πρώτου επιπέδου ανάλυσης.

Η συνάρτηση που συνδέει την ΜΚ με τους υπό μελέτη δείκτες για το σύνολο της εξαετίας 1998 - 2003, καθώς και τα αποτελέσματα της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης παρατίθενται στον πίνακα της επόμενης σελίδας. Σημειώνεται ότι η εξίσωση παλινδρόμησης προέκυψε μετά τη διαγραφή συνολικά 9 παρατηρήσεων, οι οποίες πραγματοποιώντας στατιστικό έλεγχο αποδείχτηκαν ότι είναι ακραίες τιμές και μη επηρεάζουσες, ενώ τα υπόλοιπα ακολουθούν κανονική κατανομή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.11: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ
MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI
ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ: 1998-2003

Regression equation

$$MV = 2,882 - 3,571GPM + 33,613NPM + 7,240ROA + 6,010ROE + 0,0012583 \frac{P}{E} + 0,2028600 \frac{P}{B} - 0,00000021MVA + 0,00000344WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	2,88200000	1,63000000	1,77	0,079
GPM	-3,57100000	4,94900000	-0,72	0,472
NPM	33,61300000	5,76400000	5,83	0,000
ROA	7,24000000	11,99000000	0,60	0,547
ROE	6,01000000	10,95000000	0,55	0,584
P/E	0,00125830	0,00081400	1,55	0,124
P/B	0,20286000	0,03025000	6,71	0,000
MVA	-0,00000021	0,00000006	-3,41	0,001
WAI	0,00000344	0,00000054	6,93	0,000

S = 6,227

Rsq = 61,9%

Rsq (adj) = 59,9%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	9212,2	1151,5	29,70	0,0000
Residual error	146	5660,4	38,8		
Total	154	14872,6			

Durbin – Watson Statistic = 2,01

Από τα αποτελέσματα γίνεται φανερό ότι οι μεταβλητές NPM, P/B, MVA και WAI είναι αυτές που ερμηνεύουν την πορεία της ΜV. Πιο αναλυτικά, ο δείκτης NPM επηρεάζει περισσότερο την ΜV διότι εμφανίζει τον υψηλότερο μερικό συντελεστή παλινδρόμησης. Αυτό σημαίνει ότι εάν αυξηθεί κατά μία μονάδα ο ως άνω δείκτης, η ΜV θα αυξηθεί κατά 33,6 μονάδες, υπό την προϋπόθεση βέβαια ότι οι υπόλοιπες μεταβλητές παραμείνουν σταθερές. Από την άλλη πλευρά, παρά το γεγονός ότι οι αριθμοδείκτες P/B, MVA και WAI είναι

στατιστικά σημαντικές μεταβλητές, το οποίο γίνεται φανερό από τη μικρή τιμή p , επηρεάζουν την Μνέλάχιστα, διότι οι αντίστοιχοι συντελεστές τους λαμβάνουν μικρές τιμές.

Η αξιοπιστία του μοντέλου είναι ικανοποιητική, αφού ο συντελεστής προσδιορισμού (R^2) και ο διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού (\check{R}^2) λαμβάνουν τιμές 61,9% και 59,9% αντίστοιχα, ενώ και η τυπική απόκλιση είναι σχετικά χαμηλή. Η ορθότητα της εξίσωσης επιβεβαιώνεται και από την τιμή p , η οποία εμφανίζεται μηδενική. Εξάλλου, ο συντελεστής του Durbin Watson είναι 2, πράγμα το οποίο σημαίνει ότι δεν εμφανίζεται το πρόβλημα της αυτοσυσχέτισης των ανεξάρτητων μεταβλητών. Τέλος, το προαναφερόμενο μοντέλο θεωρείται ορθό κατά 95%, αφού ως προεπιλεγμένο περιθώριο σφάλματος επιλέχθηκε το 5%.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, για την επαλήθευση του γενικού μοντέλου εφαρμόζεται και πάλι η μέθοδος της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης για κάθε χρόνο χωριστά. Στην περίπτωση αυτή πρέπει να σημειωθεί ότι ο αριθμός των παρατηρήσεων είναι 30 και συνεπώς αναμένεται οι αντίστοιχες εξισώσεις παλινδρόμησης να μην ερμηνεύονται σε ιδιαίτερα ικανοποιητικό βαθμό. Ωστόσο η διαδικασία αυτή κρίνεται σκόπιμη προκειμένου να προσδιοριστούν οι μεταβλητές εκείνες που επηρεάζουν την ΜνΣτους πίνακες 4.12 έως 4.17 παρατίθενται τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης για έκαστο έτος.

Σε συγκεντρωτικό επίπεδο γίνεται φανερό ότι ο WAI είναι ο πιο αξιόπιστος εκτιμητής της Μν αφού στην πλειοψηφία των υπό μελέτη ετών εμφανίζεται ως στατιστικά σημαντική μεταβλητή. Ειδικότερα, σε 4 από τα 6 χρόνια, δηλαδή ποσοστό 67% περίπου, ο εν λόγω δείκτης παρουσιάζει σχεδόν μηδενική p τιμή. Από την άλλη πλευρά, οι υπόλοιπες ανεξάρτητες μεταβλητές,

ενώ κρίνονται σημαντικές για συγκεκριμένο έτος, διαχρονικά δεν παρουσιάζουν την ίδια στατιστική συμπεριφορά.

Αναλυτικότερα, το 1998 αξιόλογη αύξηση εμφάνισαν όλα τα μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς των μετοχών. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι οι τιμές των μετοχών αυξήθηκαν κατά 85% μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1997 και τέλος Δεκεμβρίου 1998 και η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών ανήλθε σε 164,35

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.12: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ

MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI

ΕΤΟΣ: 1998

Regression equation

$$MV = 3,933 + 4,930GPM + 3,280NPM + 21,790ROA - 7,180ROE + 0,05295 P/E - 0,32580 P/B - 0,00000017 MVA + 0,00002827 WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	3,93300000	3,59100000	1,10	0,287
GPM	4,93000000	13,18000000	0,37	0,713
NPM	3,28000000	12,26000000	0,27	0,792
ROA	21,79000000	17,94000000	1,21	0,239
ROE	-7,18000000	18,09000000	-0,40	0,696
P/E	0,05295000	0,06929000	0,76	0,454
P/B	-0,32580000	0,13310000	-2,45	0,024
MVA	-0,00000017	0,00000016	-1,05	0,307
WAI	0,00002827	0,00000670	4,22	0,000

S = 4,921

Rsqu = 73,4%

Rsqu (adj) = 62,2%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	1269,45	158,68	6,55	0,0000
Residual error	19	460,02	24,21		
Total	27	1729,47			

Durbin – Watson Statistic = 2,09

εκατ. ευρώ (56 δις δραχμές) το 1998 από 67,50 εκατ. ευρώ (23 δις δραχμές) το 1997^v.

Το μοντέλο της γραμμής παλινδρόμησης για το έτος αυτό, όπως φαίνεται και από τον πίνακα της προηγούμενης σελίδας παρουσιάζει ιδιαίτερα υψηλό R^2 και \check{R}^2 , της τάξης του 73,4% και 62,2% αντίστοιχα. Παράλληλα, και το f -test και η τιμή p της εξίσωσης είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικές. Βάσει των αποτελεσμάτων και με 95% βεβαιότητα ως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές για την ερμηνεία της MV των μετοχών είναι τόσο ο λόγος P/B όσο και ο δείκτης WAI , με τον τελευταίο να υπερέχει σημαντικά, αφού οι αντίστοιχες τιμές p είναι 0,024 και 0,000 αντίστοιχα.

Η μεγάλη άνοδος που είχαν παρουσιάσει τα χρηματιστηριακά μεγέθη στη διετία 1997 - 1998 συνεχίστηκε με εντυπωσιακό ρυθμό και το 1999. Ωστόσο, από τα μέσα Σεπτεμβρίου του 1999 οι τιμές των μετοχών και οι συναλλαγές στο $X.A.A.$ ακολούθησαν πτωτική πορεία που συνοδεύτηκε από έντονες διακυμάνσεις. Συγκεκριμένα, ο γενικός δείκτης τιμών των μετοχών αυξήθηκε κατά 102,2% σε 5.535,1 μονάδες στο τέλος Δεκεμβρίου 1999 από 2.737,6 μονάδες στο τέλος Δεκεμβρίου του 1998^{vi}.

Το αντίστοιχο ετήσιο μοντέλο, για το επιλεγμένο δείγμα των 30 εταιρειών, εμφανίζει από τη μια πλευρά υψηλό R^2 και \check{R}^2 , ύψους 66,1% και 51,8% αντίστοιχα, αλλά από την άλλη πλευρά έχει ιδιαίτερη υψηλή διακύμανση, που ανέρχεται σε 9,808 και που είναι η υψηλότερη σε ετήσια βάση για το υπό μελέτη χρονικό διάστημα. Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στο συνδυασμό αφενός της αύξησης των τιμών των μετοχών και της έντονης ανοδικής πορείας της μέσης ημερήσιας αξίας των συναλλαγών μέχρι και το Σεπτέμβριο και αφετέρου στις έντονες πτωτικές διακυμάνσεις που καταγράφηκαν κατά το τελευταίο τρίμηνο του ως άνω έτους. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι το Σεπτέμβριο η μέση αξία

των συναλλαγών ανήλθε σε 1,29 δις ευρώ (441 δις δραχμές), ενώ το μέγεθος αυτό στα τέλη του Δεκεμβρίου διαμορφώθηκε σε 795,30 εκατ. ευρώ (271 δις δραχμές). Το χρόνο αυτό λοιπόν παρατηρείται ότι οι δείκτες ROE και WAI είναι σημαντικές μεταβλητές, από στατιστική σκοπιά, για την ερμηνεία της ΜΜΗ επιρροή του ROE δικαιολογείται από το γεγονός ότι η ετήσια ποσοστιαία αύξηση των καθαρών κερδών των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. εταιρειών ήταν

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.13: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ
MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI
ΕΤΟΣ: 1999**

Regression equation

$$MV = 21,828 + 24,750GPM - 5,790NPM + 75,920ROA - 125,670ROE - 0,00183P/E - 0,02867P/B + 0,00000065MVA + 0,00000857WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	21,82800000	8,48400000	2,57	0,019
GPM	24,75000000	22,26000000	1,11	0,280
NPM	-5,79000000	16,24000000	-0,36	0,725
ROA	75,92000000	45,19000000	1,68	0,109
ROE	-125,67000000	41,76000000	-3,01	0,007
P/E	-0,00183000	0,00146500	-1,25	0,227
P/B	-0,02867000	0,07275000	-0,39	0,698
MVA	0,00000065	0,00000038	1,72	0,101
WAI	0,00000857	0,00000213	4,01	0,001

S = 9,808 Rsq = 66,1% Rsq (adj) = 51,8%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	3562,03	445,25	4,63	0,003
Residual error	19	1827,58	96,19		
Total	27	5389,61			

Durbin – Watson Statistic = 1,90

μεγαλύτερη από την ετήσια ποσοστιαία άνοδο των ίδιων κεφαλαίων για το ίδιο χρονικό διάστημα, αντικατοπτρίζοντας την άνοδο που σημείωσαν οι μετοχικές αξίες. Η σχέση αυτή εξάρτησης της $M\psi$ με τον εν λόγω δείκτη φαίνεται να είναι εικονική, αφού σε κανένα άλλο χρόνο δεν επαναλαμβάνεται.

Στη διάρκεια του 2000 πτωτική ήταν η πορεία των τιμών των μετοχών και των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Αναλυτικότερα, οι τιμές των μετοχών, μετά την απότομη αύξησή τους, κατά 61,9% στο διάστημα από τα τέλη Ιουνίου 1999 μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου 1999, εμφάνισαν πτωτική τάση, η οποία συνεχίστηκε το πρώτο εξάμηνο του 2000 και επιταχύνθηκε στη διάρκεια του δεύτερου εξαμήνου του έτους. Χαρακτηριστικά αναφέρεται ότι οι ακρότατες τιμές του γενικού δείκτη τιμών των μετοχών καταγράφηκαν στην αρχή και σχεδόν στο τέλος του 2000. Συγκεκριμένα, η υψηλότερη τιμή του δείκτη (5.794,85 μονάδες) σημειώθηκε στις 3 Ιανουαρίου και η χαμηλότερη (3.213,42 μονάδες) στις 28 Νοεμβρίου. Μεταξύ τέλους Δεκεμβρίου 1999 και τέλους Δεκεμβρίου 2000, ο δείκτης τιμών των μετοχών παρουσίασε μείωση κατά 38,8%. Σε μέσα μηνιαία επίπεδα, οι τιμές των μετοχών το Δεκέμβριο του 2000 ήταν χαμηλότερες κατά 33,3% σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 1999, με σημαντικές όμως διαφοροποιήσεις των ρυθμών μείωσης των τιμών στους επιμέρους κλάδους^{vii}.

Όπως φαίνεται και από τα αποτελέσματα της στατιστικής ανάλυσης για το 2000 στον πίνακα 4.14, η γραμμή παλινδρόμησης γίνεται οριακά αποδεκτή, αφού η τιμή p ανέρχεται σε 0,022, όταν το διάστημα εμπιστοσύνης ορίστηκε σε 95%. Εξάλλου, τόσο ο R^2 και ο \check{R}^2 , που λαμβάνουν τιμές 57,8% και 39,1% αντίστοιχα, είναι οι χαμηλότεροι οι οποίοι σημειώνονται για το υπό μελέτη χρονικό διάστημα. Στο έτος αυτό μία μόνο μεταβλητή, ο δείκτης MVA , εμφανίζεται να ερμηνεύει την πορεία της MV

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ
MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI
ΕΤΟΣ: 2000

Regression equation

$$MV = -0,660 + 11,200GPM + 23,560NPM + 15,060ROA + 25,110ROE + \\ + 0,00136 \frac{P}{E} + 0,11660 \frac{P}{B} - 0,00000052 MVA - 0,00000047 WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	-0,66000000	5,49700000	-0,12	0,906
GPM	11,20000000	15,84000000	0,71	0,489
NPM	23,56000000	17,34000000	1,36	0,191
ROA	15,06000000	44,36000000	0,34	0,738
ROE	25,11000000	38,02000000	0,66	0,517
P/E	0,00136000	0,00330900	0,41	0,686
P/B	0,11660000	0,11490000	1,01	0,324
MVA	-0,00000052	0,00000018	-2,88	0,010
WAI	-0,00000047	0,00000031	-1,50	0,150

S = 5,946

Rsq = 57,8%

Rsq (adj) = 39,1%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	872,82	109,10	3,09	0,022
Residual error	18	636,36	35,35		
Total	26	1509,18			

Durbin – Watson Statistic = 2,06

Το 2001 χαρακτηρίζεται από πτωτική πορεία του γενικού δείκτη τιμών, η οποία έγινε ακόμα πιο αισθητή μετά τον Ιούνιο. Πτωτική επίσης ήταν, για δεύτερο συνεχόμενο έτος, η εξέλιξη των τιμών των μετοχών και των χρηματιστηριακών συναλλαγών. Επιπλέον, μεγάλη υποχώρηση, σε σύγκριση με το 2000, σημείωσε και η άντληση κεφαλαίων μέσω της χρηματιστηριακής αγοράς.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.15: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ
MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI
ΕΤΟΣ: 2001**

Regression equation

$$MV = -1,642 - 0,010GPM + 30,130NPM + 64,700ROA + 3,790ROE + \\ + 0,00712 \frac{P}{E} + 0,15710 \frac{P}{B} - 0,00000026 MVA + 0,00000052 WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	-1,64200000	3,78500000	-0,43	0,670
GPM	-0,01000000	12,87000000	-0,00	0,999
NPM	30,13000000	17,59000000	1,71	0,104
ROA	64,70000000	29,83000000	2,17	0,044
ROE	3,79000000	29,84000000	0,13	0,900
P/E	0,00712000	0,01158000	0,61	0,546
P/B	0,15710000	0,11430000	1,38	0,186
MVA	-0,00000026	0,00000018	-1,48	0,155
WAI	0,00000052	0,00000235	0,22	0,827

S = 5,250

Rsq = 65,3%

Rsq (adj) = 49,9%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	933,80	116,73	4,24	0,005
Residual error	18	496,08	27,56		
Total	26	1429,88			

Durbin – Watson Statistic = 2,22

Η ετήσια στατιστική ανάλυση της σχέσης που υφίσταται μεταξύ της MV και των αριθμοδεικτών εμφανίζει και πάλι σχετικά υψηλή διακύμανση (5,250), ενώ ο R^2 και ο \check{R}^2 παρουσιάζονται βελτιωμένοι συγκριτικά με το 2000. Το μοντέλο αυτό εμφανίζει και καλύτερη τιμή p, η οποία ανέρχεται σε 0,005. Παρά το γεγονός όμως ότι το μοντέλο είναι αρκετά ικανοποιητικό μία μόνο μεταβλητή, ο δείκτης ROA, κρίνεται οριακά στατιστικά σημαντική, αφού η τιμή p που

λαμβάνει είναι μόνο 6‰ μικρότερη από το όριο ανοχής σφαλμάτων, που ορίστηκε σε 5%. Βέβαια, η ύπαρξη μιας τέτοιας σχέσης τεκμαίρεται, κατά ένα βαθμό, από το γεγονός ότι κατά το υπό εξέταση έτος μειωμένη εμφανίστηκε η κερδοφορία των εισηγμένων στο Χ.Α.Α. επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα, τα κέρδη προ φόρων των εταιρειών αυτών μειώθηκαν με ρυθμό 19% περίπου το 2001, έναντι 13,4% το 2000. Εξάλλου, αυξημένος κατά 15 περίπου είναι και ο αριθμός των ζημιολόγων εταιρειών στη χρήση του 2001 σε σχέση με το 2000^{viii}.

Το δυσμενές κλίμα που χαρακτήρισε τη χρηματιστηριακή αγορά τη διετία 2000 - 2001 συνεχίστηκε και το 2002. Όλα τα χρηματιστηριακά μεγέθη, όπως οι τιμές των μετοχών, οι συναλλαγές σε μετοχές και η άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου, διαμορφώθηκαν σε επίπεδα χαμηλότερα εκείνων του 2001.

Από τα αποτελέσματα της ανάλυσης για το 2002, τα οποία παρατίθενται στον πίνακα 4.16, γίνεται φανερό ότι το μοντέλο που προσδιορίστηκε στατιστικά ερμηνεύεται γενικά κατά 89,3% (R^2) και ειδικά κατά 79,8% (\check{R}^2). Εξάλλου, τόσο η διακύμανση, που ανέρχεται σε 1,722, όσο και η τιμή p , που λαμβάνει τιμή 0,001, είναι ιδιαίτερα χαμηλές επιβεβαιώνοντας την αξιοπιστία του μοντέλου. Η πορεία της ΜV κατά τη διάρκεια του έτους φαίνεται να ερμηνεύεται από την πλειοψηφία των δεικτών. Μοναδικός δείκτης στην προκειμένη περίπτωση που δεν κρίνεται στατιστικά σημαντικός είναι ο λόγος P/B. Οι σχέσεις αλληλεξάρτησης των ως άνω δεικτών με την ΜV γίνεται κατανοητή λαμβάνοντας υπόψη, πρώτον, τη μείωση της μετά φόρων κερδοφορίας των εισηγμένων στο χρηματιστήριο επιχειρήσεων (17%), δεύτερον, τη μείωση των λογιστικών προ φόρων αποτελεσμάτων χρήσης (25%) και, τρίτον, την πτώση του λόγου P/E για το σύνολο των μετοχών του Χ.Α.Α.^{ix}.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.16: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΛΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ
MV προς GPM, NPM, ROA, ROE, P/E, P/B, MVA, WAI
ΕΤΟΣ: 2002

Regression equation

$$MV = -0,584 + 25,939GPM - 72,910NPM + 43,680ROA + 621,776ROE - 0,020752 \frac{P}{E} + 0,038540 \frac{P}{B} - 0,00000046 MVA - 0,00000324 WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	-0,58400000	1,53400000	-0,38	0,712
GPM	25,93900000	7,33500000	3,54	0,006
NPM	-72,91000000	21,26000000	-3,43	0,008
ROA	43,68000000	17,40000000	2,51	0,033
ROE	21,77600000	8,33600000	2,61	0,028
P/E	-0,02075200	0,00580100	-3,58	0,006
P/B	0,03854000	0,06881000	0,56	0,589
MVA	-0,00000046	0,00000017	-2,65	0,026
WAI	-0,00000324	0,00000084	-3,85	0,004

S = 1,722

Rsq = 89,3%

Rsq (adj) = 79,8%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	8	222,366	27,796	9,37	0,001
Residual error	9	26,701	2,967		
Total	17	249,067			

Durbin – Watson Statistic = 1,66

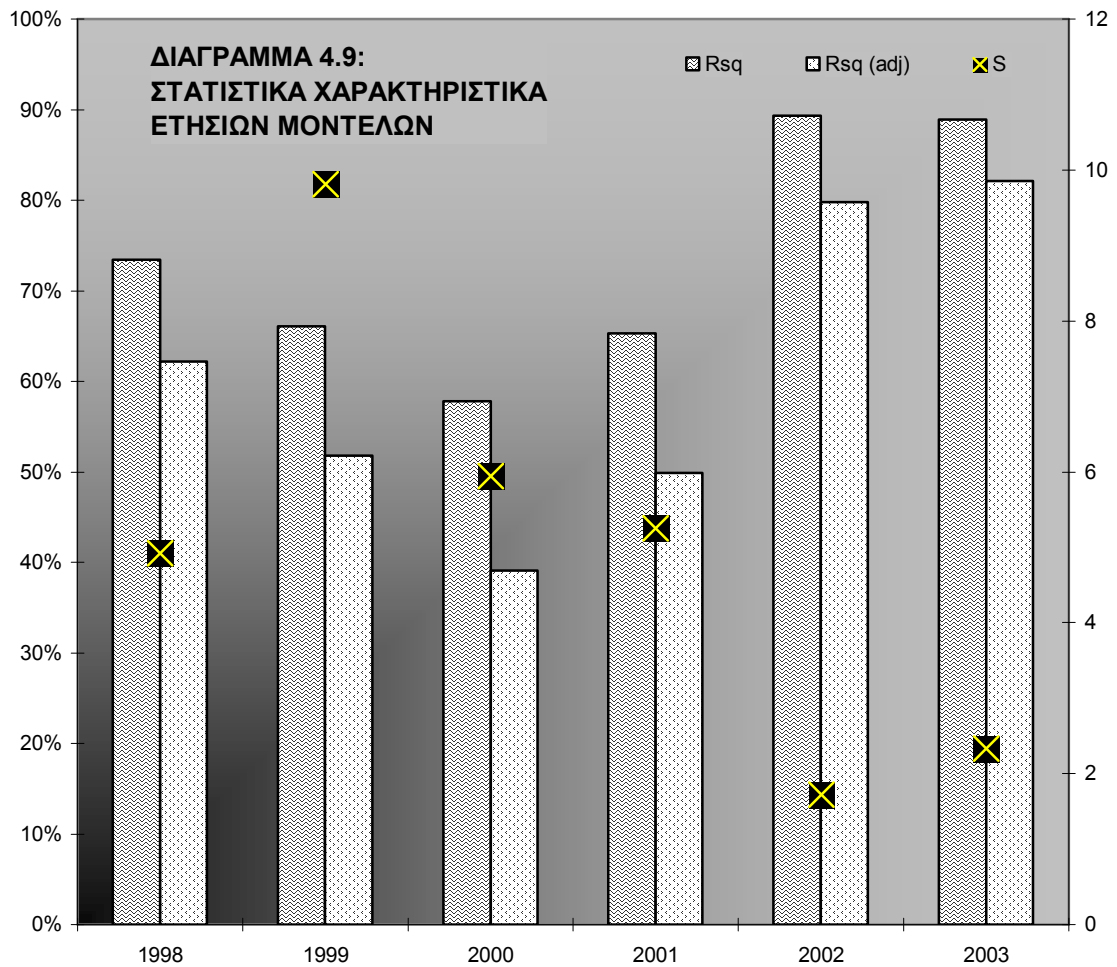
Αισθητή ανάκαμψη σημείωσαν το 2003 όλα τα μεγέθη της χρηματιστηριακής αγοράς, ύστερα από τις αρνητικές επιδόσεις των τριών τελευταίων ετών. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά επηρεάστηκε θετικά από την υποχώρηση των γεωπολιτικών εντάσεων στο Ιράκ, από τις αισιόδοξες προβλέψεις για την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας, τη βελτίωση των επιχειρηματικών κερδών, αλλά κυρίως από τη σημαντική βελτίωση της κερδοφορίας των περισσότερων επιχειρήσεων με μετοχές εισηγμένες στο

συμπεράσματα φαίνονται να είναι ορθά αφού το γενικότερο μοντέλο που προσδιορίστηκε για το εν λόγω έτος έχει υψηλούς συντελεστές R^2 και \check{R}^2 , της τάξης του 88,9% και 82,1% αντίστοιχα. Μάλιστα και η διακύμανση (2,334) είναι ιδιαίτερα χαμηλή και η τιμή p της συνάρτησης που είναι 0.

Εξετάζοντας ταυτόχρονα όλα τα ετήσια στατιστικά αποτελέσματα, όπως προέκυψαν από την ανάλυση του δείγματος των εταιρειών, γίνεται εμφανές ότι τα μοντέλα της πολλαπλής γραμμικής παλινδρόμησης των ετών 1998, 2002 και 2003 είναι πιο αξιόπιστα (βλέπε διάγραμμα 4.9). Ο λόγος έγκειται στο γεγονός ότι αφενός οι τιμές των συντελεστών ερμηνείας των μοντέλων είναι υψηλότερες και αφετέρου η διακύμανση που εμφανίζουν είναι μικρή. Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα των ετών 1999, 2000 και 2001 γίνονται μεν αποδεκτά, αφού οι p τιμές που λαμβάνουν είναι μικρότερες από το επιλεγμένο περιθώριο σφάλματος, στατιστικά όμως δεν ενδείκνυνται για την ερμηνεία της σχέσης της MV με τους υπό εξέταση αριθμοδείκτες, διότι είτε εμφανίζουν υψηλή διακύμανση, είτε ο γενικός και ο ειδικός συντελεστής ερμηνείας δεν είναι ιδιαίτερα ικανοποιητικός.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η μοναδική μεταβλητή, η οποία κρίνεται στατιστικά σημαντική για την ερμηνεία της MV το 1998, το 2002 και το 2003, έτη τα οποία, όπως προαναφέρθηκε, εμφανίζουν ικανοποιητικά στατιστικά χαρακτηριστικά, είναι ο δείκτης WAI . Αυτό το συμπέρασμα συνάγεται και από την εξέταση του συνόλου των παρατηρήσεων για ολόκληρη την εξαετία.

Για την περαιτέρω επαλήθευση των ως άνω εφαρμόζεται η μέθοδος της απλής γραμμικής παλινδρόμησης για τη διερεύνηση της σχέσης που υπάρχει μεταξύ της MV και των δεικτών NPM , P/B , MVA και WAI , οι οποίοι κατά το



πρώτο επίπεδο στατιστικής ανάλυσης κρίθηκαν στατιστικά σημαντικές μεταβλητές. Στους επόμενους τέσσερις πίνακες εμφανίζονται τα σχετικά αποτελέσματα.

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.18: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜV προς ΝΡ Μ
ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ: 1998-2003**

Regression equation

$$MV = 6,6986 + 34,0580NPM$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	6,6986	0,8588	7,80	0,000
NPM	34,0580	4,5100	7,55	0,000

S = 7,559

Rsqu = 25,2%

Rsqu (adj) = 24,8%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	3257,8	3257,8	57,02	0,000
Residual error	169	9655,6	57,1		
Total	170	12913,4			

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.19: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΜV προς Ρ/Β
ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ: 1998-2003**

Regression equation

$$MV = 8,54100 + 0,21592 \frac{P}{B}$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	8,54100	0,69500	12,69	0,000
P/B	0,21592	0,03286	6,57	0,000

S = 7,411

Rsqu = 20,4%

Rsqu (adj) = 20,0%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	2370,8	2370,8	43,16	0,000
Residual error	168	9227,4	54,9		
Total	169	11598,2			

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.20: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ MV προςMVA
ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ: 1998-2003**

Regression equation

$$MV = 10,01270000 - 0,00000025 MVA$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	10,01270000	0,59390000	16,86	0,000
MVA	-0,00000025	0,00000006	-4,16	0,000

S = 7,737

Rsq = 9,5%

Rsq (adj) = 8,9%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	930,9	930,9	17,29	0,000
Residual error	165	8882,0	53,8		
Total	166	981,9			

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4.21: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΑΠΛΗΣ ΓΡΑΜΜΙΚΗΣ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ MV προςWAI
ΧΡΟΝΙΚΟ ΔΙΑΣΤΗΜΑ: 1998-2003**

Regression equation

$$MV = 10,72950000 + 0,00000574 WAI$$

Predictor	Coefficient	SE Coefficient	T	P
Constant	10,72590000	0,60440000	17,75	0,000
WAI	0,00000574	0,00000062	9,33	0,000

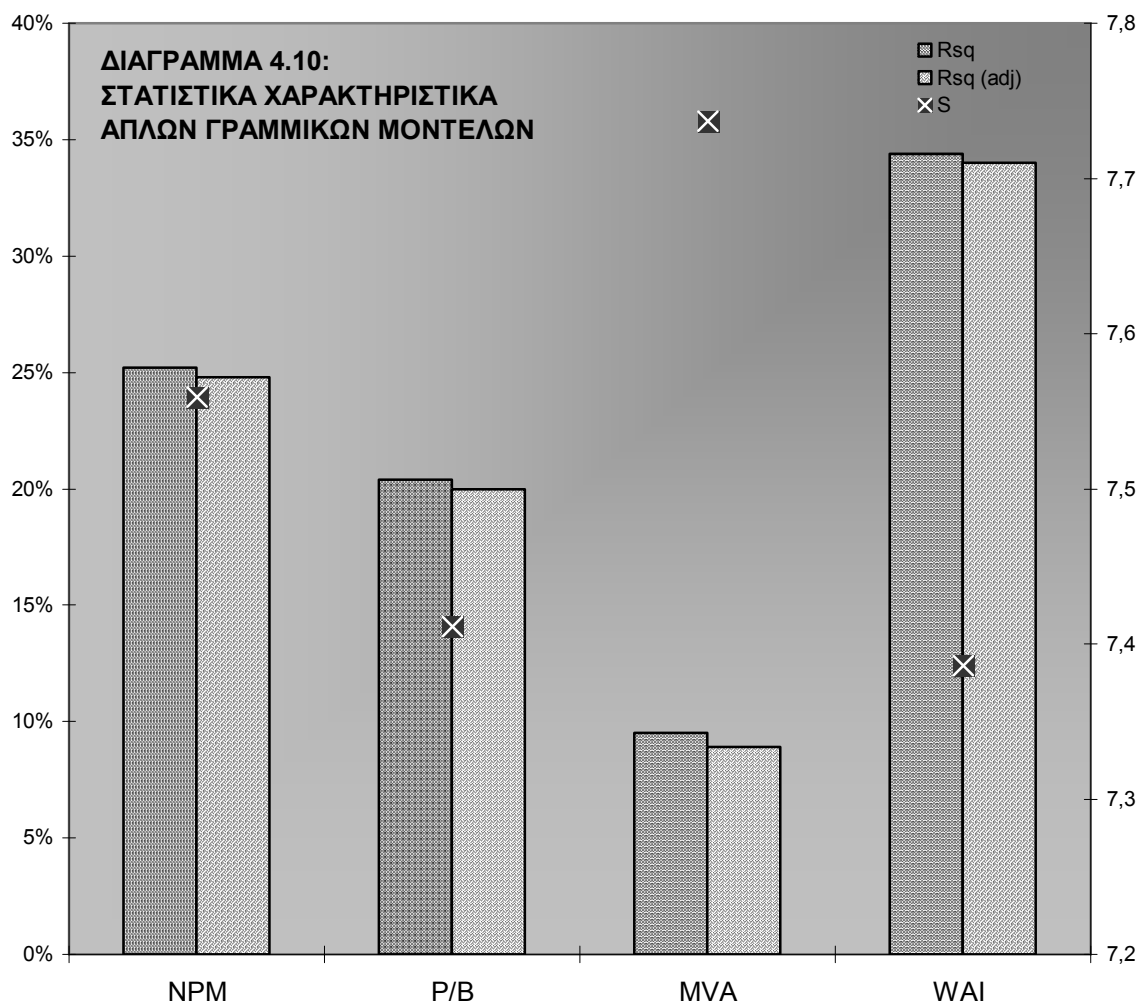
S = 7,386

Rsq = 34,4%

Rsq (adj) = 34,0%

Source	DF	SS	MS	F	P
Regression	1	5278,2	5278,2	87,06	0,000
Residual error	166	10064,3	60,6		
Total	167	15342,4			

Από τα παραπάνω στατιστικά αποτελέσματα, όπως επίσης και από το διάγραμμα 4.10, γίνεται φανερό ότι ο WAI είναι ο δείκτης εκείνος ο οποίος ερμηνεύει κατά το μεγαλύτερο ποσοστό την εξαρτημένη μεταβλητή ΜV. Πρώτον, διότι η απλή γραμμική παλινδρόμηση μεταξύ της ΜV και του WAI εμφανίζει τους υψηλότερους συντελεστές ερμηνείας – ο R^2 ισούται με 34,4% και ο \check{R}^2 ισούται με 34,0% – συγκριτικά με τους αντίστοιχους συντελεστές των εξισώσεων των υπολοίπων δεικτών. Δεύτερον, η διακύμανση του μοντέλου της ΜV με το WAI, που ανέρχεται σε 7,386, είναι η μικρότερη συγκριτικά με τις διακυμάνσεις των γραμμών παλινδρομήσεων της ΜV με τις λοιπές μεταβλητές.



Εξάλλου, τόσο το t-ratio όσο και το f-test του WAI και της σχετικής γραμμής παλινδρόμησης λαμβάνουν τις υψηλότερες τιμές, σε σχέση με τις τιμές των αντίστοιχων μεγεθών των άλλων μεταβλητών και εξισώσεων, γεγονός που επιβεβαιώνει το συμπέρασμα ότι ο WAI αποτελεί τον πιο αξιόπιστο εκτιμητή της MV

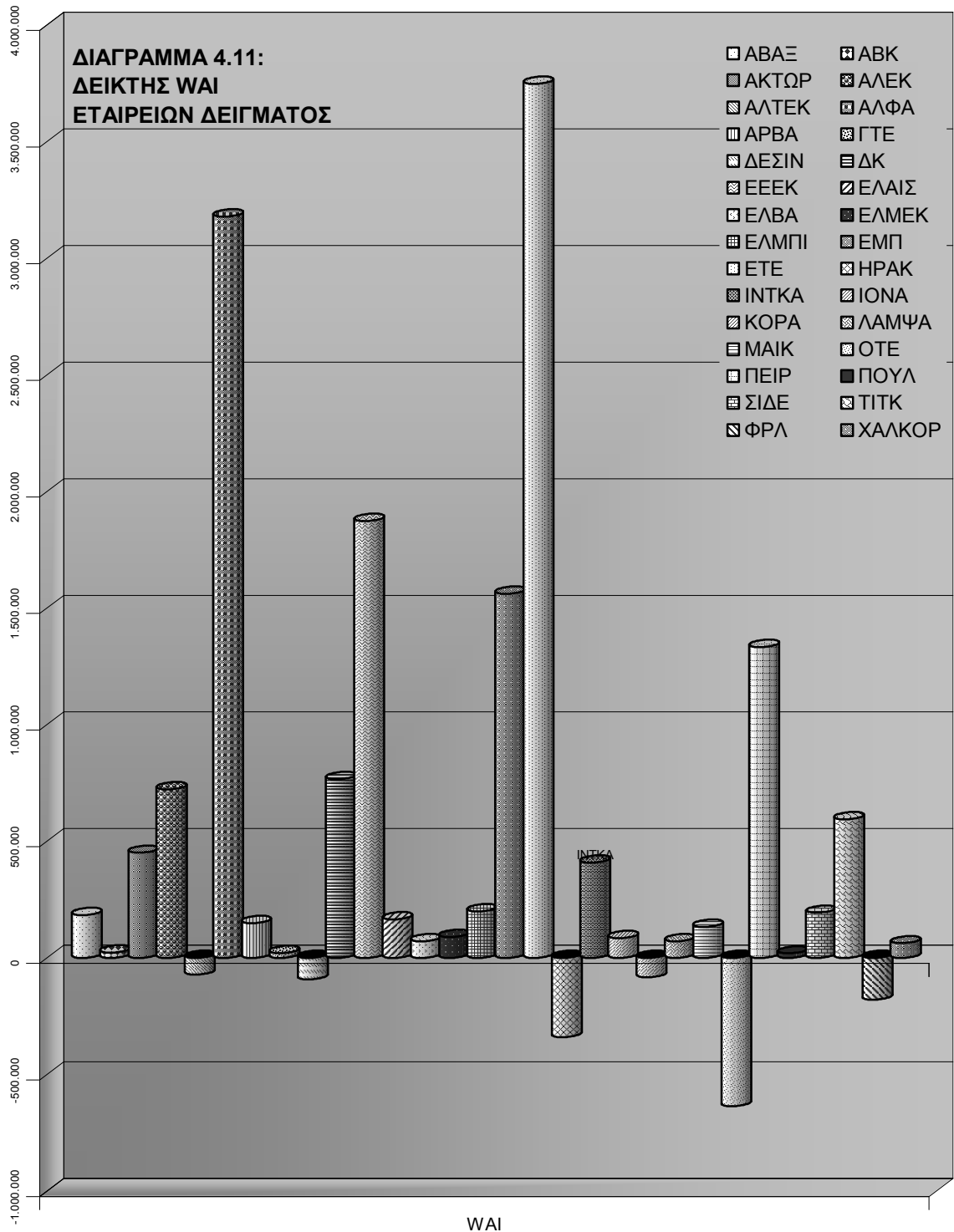
4.5. ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Λαμβάνοντας υπόψη τα συμπεράσματα της στατιστικής ανάλυσης, που απέδειξαν ότι ο δείκτης WAI, ο οποίος αναπτύχθηκε από την εταιρεία παροχής χρηματοοικονομικών συμβουλών Stern Stewart Co., είναι ο πιο αξιόπιστος δείκτης για την ερμηνεία της πορείας της χρηματιστηριακής τιμής των μετοχών, καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι είναι και ο δείκτης εκείνος που επιτρέπει τη με μεγαλύτερη ακρίβεια μέτρηση του πλούτου των μετόχων.

Στο σημείο αυτό, λοιπόν, κρίνεται σκόπιμη η παράθεση των ελληνικών εταιρειών που συμμετείχαν στην παρούσα έρευνα, με κριτήριο το βαθμό επίτευξης του βασικότερου χρηματοοικονομικού σκοπού, ήτοι της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων τους, όπως μετράται με τον αριθμοδείκτη WAI.

Τόσο από τα στοιχεία του πίνακα 4.22 όσο και από το διάγραμμα της σελίδας 239, γίνεται φανερό ότι η πλειοψηφία, περίπου το 80%, των ελληνικών εταιρειών που συμμετείχαν στην παρούσα έρευνα κατά το υπό μελέτη χρονικό διάστημα έχει καταφέρει να αυξήσει τον πλούτο των μετόχων της. Ο μέσος όρος αυτής της αύξησης αγγίζει τα 670,83 εκατ. ευρώ. Το υπόλοιπο 20% των εταιρειών του δείγματος καταγράφει απώλεια πλούτου, που ανέρχεται, κατά

μέσο όρο, σε 233,65 εκατ. ευρώ. Το γεγονός αυτό ίσως μπορεί να εξηγήσει και τη θέση της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς στο παγκόσμιο στερέωμα.



ΠΙΝΑΚΑΣ 4.22: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ*(χιλιάδες ευρώ)*

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI (1998-2003)
1.	ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	3.748.456,585
2.	ALPHA BANK Α.Ε.	3.179.738,932
3.	COCA COLA ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΜΦΙΑΛΩΣΕΩΣ Α.Ε.	1.874.380,297
4.	ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ Α.Ε.	1.561.712,022
5.	ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Α.Ε.	1.332.102,533
6.	ΔΕΛΤΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	765.950,471
7.	ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Β.Ε.Α.Ε.	723.099,156
8.	ΤΙΤΑΝ Α.Ε.	594.721,540
9.	ΑΚΤΩΡ Α.Τ.Ε.	450.543,653
10.	INTRACOM Α.Ε.	407.273,383
11.	ELBISCO Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	199.062,763
12.	ΣΙΔΕΝΟΡ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΤΕΡΓΑΣΙΑΣ ΣΙΔΗΡΟΥ Α.Ε.	193.285,778
13.	J & B ΑΒΑΞ Α.Ε.	183.834,132
14.	ΕΛΛΙΣ Α.Ε.	164.732,238
15.	S & B ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΑ ΟΡΥΚΤΑ Α.Ε.	148.100,949
16.	Μ Ι ΜΑΪΛΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	133.061,284
17.	ELMEC SPORT Α.Β.Ε.Τ.Ε.	88.756,004
18.	ΙΟΝΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ Α.Ε.	84.271,316
19.	ΕΛΒΑΛ Α.Ε.	71.127,386
20.	ΛΑΜΨΑ Α.Ε.	70.794,748
21.	ΧΑΛΚΟΡ Α.Ε.	62.823,846
22.	ΑΛΦΑ - ΒΡΑ ΒΑΣΙΛΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε.	22.842,083
23.	ΓΕΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	19.948,505
24.	ΠΟΥΛΙΑΔΗΣ & ΣΥΝΕΡΓΑΤΕΣ Α.Ε.Β.Ε.	19.239,945

ΠΙΝΑΚΑΣ 4.14: ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ*(χιλιάδες ευρώ)*

Α/Α	ΕΠΩΝΥΜΙΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ	WAI (1998-2003)
25.	ALTEC A.B.E.E.	-71.083,312
26.	ΡΑΔΙΟ Α. ΚΟΡΑΣΙΔΗΣ Α.Ε.	-83.415,614
27.	DELTA SINGULAR A.E.	-92.788,538
28.	ΦΟΥΡΛΗΣ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ Α.Ε.	-179.557,621
29.	ΓΕΝΙΚΗ ΤΣΙΜΕΝΤΩΝ ΗΡΑΚΛΗΣ Α.Ε.	-339.297,226
30.	ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΤΗΛΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΩΝ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	-635.722,547

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Τ Ε Τ Α Ρ Τ Ο Υ Κ Ε Φ Α Λ Α Ι Ο Υ

- i Χρυσούλα Ζαχαροπούλου, «Στατιστική: Μέθοδοι - Εφαρμογές», Τόμος Α, Εκδοτικός Οίκος “Βόρεια Ελλάδα ΕΠΕ”, Θεσσαλονίκη, 1992.
Κεφάλαιο 7: Τυχαίες μεταβλητές και κατανομές πιθανοτήτων, σελίδες 210-224.
Κεφάλαιο 11: Έλεγχος των στατιστικών υποθέσεων, σελίδες 363 -428.
- ii Κωνσταντίνος Ξ. Καρακώστας, «Παλινδρόμηση και Ανάλυση Διακύμανσης», Πανεπιστήμιο Ιωαννίνων, Ιωάννινα, 1993.
Κεφάλαιο 2: Γραμμική παλινδρόμηση, σελίδες 7-76.
Κεφάλαιο 3: Ανάλυση διακύμανσης, σελίδες 77-175.
- iii Paul Newbold and Theodore Bos, «Introductory Business and Economic Forecasting», 2nd Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 1994.
Chapter 2: A review of some basic concepts in statistics, pages 17-51.
Chapter 3: Correlation and the linear regression model, pages 56-78.
Chapter 4: The multiple regression model, pages 85-136.
- iv Dominic Salvatore, «Managerial Economics in a Global Economy», 4th Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 2001.
Chapter 4: Demand estimation, pages 148 170.
- v Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 1998, Αθήνα, 1999.
Κεφάλαιο 4: Αγορές κεφαλαίων, σελίδες 53-55.
- vi Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 1999, Αθήνα, 2000.
Κεφάλαιο VI: Η αγορά κεφαλαίων, σελίδες 176-188.
- vii Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2000, Αθήνα, 2001.
Κεφάλαιο VI: Η αγορά κεφαλαίων, σελίδες 160-174.

- viii Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2001, Αθήνα, 2002.
Κεφάλαιο VII: Η αγορά κεφαλαίων, σελίδες 189-203.
- ix Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2002, Αθήνα, 2003.
Κεφάλαιο VII: Η αγορά κεφαλαίων, σελίδες 226-239.
- x Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2003, Αθήνα, 2004.
Κεφάλαιο VII: Η αγορά κεφαλαίων, σελίδες 217-230.

Μ Ε Ρ Ο Σ Γ '

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Α

- I. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ
ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ
- II. ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΤΥΠΑ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ
- III. ΑΛΛΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ
- IV. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ
- V. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ

ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι

ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

ΕΛΛΗΝΙΚΟΥ ΓΕΝΙΚΟΥ ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΥ ΣΧΕΔΙΟΥ

1. ΓΕΝΙΚΑ

Ο όρος **λογιστικό σχέδιο** (*uniform accounting*), παρόλο που έχει καθιερωθεί διεθνώς, είναι ενδεχόμενο να δημιουργήσει την εντύπωση ότι αποτελεί απλώς ένα εγχειρίδιο που αποβλέπει αποκλειστικά στην τυποποίηση επαναλαμβανόμενων λογιστικών εγγραφών ή διαδικασιών. Στην πραγματικότητα όμως, όπως έχει αναφέρει και ο αείμνηστος καθηγητής κ. Μάριος Τσιμάρας, «το λογιστικό σχέδιο είναι η καθολική οργάνωση που συστηματοποιεί την όλη λειτουργία ενός λογιστηρίου».

Το **Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (Ε.Γ.Λ.Σ.)**, ως θεσμός, καθιερώθηκε στην Ελλάδα με το νόμο 1041/1980. Με το προεδρικό διάταγμα 1123/1980 καθορίστηκε το περιεχόμενό του, ορίστηκε ως ημερομηνία έναρξης προαιρετικής εφαρμογής του η 01.01.1982 και ρυθμίστηκαν τα έννομα αποτελέσματα αρχής της υιοθέτησής του, ενώ στη συνέχεια συμπληρώθηκε και τροποποιήθηκε με τα προεδρικά διατάγματα 502/1984 και 186/1986.

Το Ε.Γ.Λ.Σ. αποτελεί ένα πίνακα στον οποίο εμφανίζονται οι λογαριασμοί, που τηρεί το λογιστήριο μιας οικονομικής μονάδας, συστηματικά ταξινομημένοι, ομαδοποιημένοι, τοποθετημένοι και κωδικοποιημένοι. Η ομαδοποίηση των λογαριασμών αποσκοπεί, πρώτον, στο να προκύπτουν

χρήσιμες πληροφορίες από τα συνολικά δεδομένα κάθε ομάδας και τη συσχέτιση των δεδομένων των επιμέρους ομάδων και, δεύτερον, στο να διευκολύνεται η αρίθμηση των λογαριασμών.

Η ύλη του Ε.Γ.Λ.Σ. διακρίνεται στη γενική εισαγωγή και σε έξι ακόμα μέρη¹. Στη γενική εισαγωγή δίνεται ο ορισμός της λογιστικής τυποποίησης και τα πλεονεκτήματα που απορρέουν από αυτή, η έννοια και η σπουδαιότητα των γενικών και των κλαδικών λογιστικών σχεδίων, τόσο από μικροοικονομική όσο και από μακροοικονομική άποψη, καθώς επίσης και τα χαρακτηριστικά γνωρίσματα του ελληνικού σχεδίου και το ιστορικό της κατάρτισής του. Στο πρώτο μέρος αναλύονται οι βασικές αρχές του σχεδίου των λογαριασμών. Στο δεύτερο μέρος περιλαμβάνεται η γενική λογιστική, με τρία επιμέρους κεφάλαια που αφορούν το σχέδιο λογαριασμών γενικής λογιστικής, τη λειτουργία και συνδεσμολογία των λογαριασμών της γενικής λογιστικής με διευκρινήσεις στην ορολογία και το περιεχόμενό τους και τις πράξεις σε συνάλλαγμα και άλλα συναφή θέματα. Στο τρίτο μέρος περιέχονται οι λογαριασμοί τάξεως, με τους οποίους παρακολουθούνται σημαντικές πληροφορίες και χρήσιμα στατιστικά στοιχεία. Στο τέταρτο μέρος περικλείονται δύο κεφάλαια τα οποία αναφέρονται, πρώτον, στις οικονομικές καταστάσεις και, δεύτερον, στους αριθμοδείκτες. Το πέμπτο και έκτο μέρος είναι αφιερωμένο στην οργάνωση και λειτουργία της αναλυτικής λογιστικής, ενώ ιδιαίτερη έμφαση δίδεται στο πρόγραμμα δράσης, στην πρότυπη κοστολόγηση και στον προϋπολογιστικό έλεγχο.

¹ Η δομή και διάρθρωση του Ε.Γ.Λ.Σ. παρατίθεται στο δεύτερο κεφάλαιο (σελίδες 17-18) της παρούσας εργασίας.

2. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Η ελληνική νομοθεσία² καθιερώνει τις εξής βασικές αρχές, που διέπουν τη δομή και τη λειτουργία της λογιστικής επιστήμης.

Η αρχή της πραγματικής εικόνας: Η αρχή αυτή προβλέπεται στη διάταξη της παραγράφου 2 του άρθρου 42α του νόμου 2120/1920. Σύμφωνα με αυτήν οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται υποχρεωτικά με βάση τις διατάξεις του ίδιου ως άνω άρθρου, καθώς και των άρθρων 42β, 42γ, 42δ, 42ε, 43 και 43α, και εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας.

Η εν λόγω αρχή είναι θεμελιώδης, αφού με τη διάταξη της παραγράφου 3 του άρθρου 42α, ο νόμος ορίζει ότι, πρώτον, σε περίπτωση που η εφαρμογή των διατάξεων του νόμου, που διέπουν την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, δεν επαρκεί για την παρουσίαση της πραγματικής εικόνας, παρέχονται οι αναγκαίες συμπληρωματικές πληροφορίες για την επίτευξη του σκοπού αυτού, δεύτερον, εάν σε εξαιρετικές περιπτώσεις η εφαρμογή αξίας από τις διατάξεις του νόμου, που διέπουν την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων, έρχεται σε αντίθεση με την αρχή της πραγματικής εικόνας, επιβάλλεται παρέκκλιση από αυτές τις διατάξεις για να αποδοθεί η πραγματική εικόνα και, τρίτον, έκαστη παρέκκλιση πρέπει να αναφέρεται στο προσάρτημα παράλληλα με την αιτιολόγησή της και με πρόσθετες πληροφορίες που σχετίζονται με τις επιδράσεις της αφενός στη περιουσιακή διάρθρωση και τη

² Στο σημείο αυτό γίνεται αναφορά τόσο στους κανονισμούς που αφορούν το Ε.Γ.Λ.Σ. όσο και στις διατάξεις οι οποίες ρυθμίζουν τη σύσταση, οργάνωση, λειτουργία και διοίκηση των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων.

χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης και αφετέρου στα αποτελέσματα χρήσης της.

Η αρχή της απόλυτης σαφήνειας: Η αρχή της απόλυτης σαφήνειας επιβάλλεται με την ίδια διάταξη που θεσπίζει και την προαναφερόμενη αρχή. Ο νόμος αξιώνει οι λογιστικές καταστάσεις να παρουσιάζουν όχι απλά και μόνο την πραγματική εικόνα αλλά να είναι και σαφείς σε βαθμό τέτοιο, ώστε να μην αφήνουν στο μελετητή αυτών, που έχει τις απαραίτητες γνώσεις, αμφιβολίες για το περιεχόμενό τους. Αντίθετα, θα πρέπει ο αναγνώστης, που έχει σχετική πείρα και οικονομικό υπόβαθρο, να είναι σε θέση να αντιληφθεί την πραγματική εικόνα. Η επιβεβαίωση της εν λόγω αρχής επιτυγχάνεται ως ένα βαθμό με την υποχρεωτική καθιέρωση των υποδειγμάτων οικονομικών καταστάσεων του Ε.Γ.Λ.Σ., στα οποία με πλήρεις και σαφείς τίτλους περιγράφονται οι λογαριασμοί του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης και καθορίζεται το περιεχόμενο κάθε λογαριασμού.

Η αρχή της κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων βάσει των υποδειγμάτων του Ε.Γ.Λ.Σ.: Ο νόμος ορίζει ρητά ότι είναι υποχρεωτική η τήρηση και δημοσίευση, τόσο από τις ανώνυμες εταιρείες όσο και από τις εταιρείες περιορισμένης ευθύνης, της δομής και της διάρθρωσης των οικονομικών καταστάσεων, ήτοι του ισολογισμού, του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης, του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, όπως και του προσαρτήματος, που παρουσιάζονται στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής και προβλέπονται από το νόμο.

Η αρχή της συνέπειας στη δομή των οικονομικών καταστάσεων: Η δομή των οικονομικών καταστάσεων, όπως και η εμφάνιση αυτών, απαγορεύεται να μεταβάλλεται από τη μια διαχειριστική χρήση στην άλλη. Παρέκκλιση από τη βασική αυτή αρχή επιτρέπεται μόνο εφόσον συντρέχουν

αθροιστικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις. Πρώτον, η μεταβολή να επιβάλλεται μόνο από εξωτερικούς λόγους και, δεύτερον, η μεταβολή και οι εξαιρετικοί λόγοι που την επέβαλαν να αναφέρονται στο προσάρτημα με επαρκή αιτιολόγηση.

Η αρχή της ιδιαίτερης εμφάνισης της σειράς των λογαριασμών στις οικονομικές καταστάσεις: Οι λογαριασμοί που προβλέπονται στα υποδείγματα, τα οποία παρατίθενται στο πρώτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας (και στα οποία παραπέμπουν τα άρθρα 42γ και 42δ του νόμου 2120/1920), καταχωρούνται στον ισολογισμό, στο λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης και στον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων, ξεχωριστά ο καθένας και με τη σειρά που καθορίζεται στα εν λόγω υποδείγματα. Λογαριασμός στον οποίο δεν υπάρχει ποσό ούτε κλειόμενης ούτε προηγούμενης χρήσης παραλείπεται. Επιτρέπεται η παραπέρα ανάλυση των λογαριασμών των υποδειγμάτων με τον όρο ότι δεν θα μεταβάλλεται η σειρά των λογαριασμών αυτών. Επιπλέον, προσθήκη και άλλων λογαριασμών επιτρέπεται, εφόσον το περιεχόμενό τους δεν περιλαμβάνεται σε κάποιον από τους υποχρεωτικούς λογαριασμούς των ως άνω υποδειγμάτων.

Ο νόμος 2120/1920, στην παράγραφο 3 του άρθρου 42β, επιτρέπει, όταν συντρέχουν αθροιστικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις, να γίνει ανάλογη προσαρμογή της δομής και των τίτλων των λογαριασμών στα υποδείγματα. Πρώτον, η προσαρμογή απαιτείται από την ειδική φύση της επιχείρησης με σκοπό οι χρησιμοποιούμενοι τίτλοι λογαριασμών να υποδηλώνουν με σαφήνεια τα απεικονιζόμενα στοιχεία. Δεύτερον, η προσαρμογή να αφορά μόνο τη δομή και τους τίτλους των λογαριασμών που έχουν αραβική αρίθμηση στα υποδείγματα. Απαγορεύεται συνεπώς τυχόν διαφοροποίηση των λογαριασμών που φέρουν λατινική αρίθμηση. Τρίτον, η προσαρμογή να αναφέρεται και να αιτιολογείται επαρκώς στο προσάρτημα.

Επιπλέον, σύμφωνα με την παράγραφο 4 του άρθρου 42β του ως άνω νόμου, λογαριασμοί που φέρουν αραβική αρίθμηση είναι δυνατό να συγχωνεύονται, όταν συντρέχουν αθροιστικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις. Πρώτον, τα ποσά των λογαριασμών που συγχωνεύονται είναι ασήμαντα και η συγχώνευσή τους δεν θίγει τις αρχές της πραγματικής εικόνας και της απόλυτης σαφήνειας. Δεύτερον, η συγχώνευση γίνεται για χάρη μεγαλύτερης σαφήνειας. Τρίτον, οι συγχωνευόμενοι λογαριασμοί οφείλονται να αναλύονται στο προσάρτημα.

Η αρχή της ομοιογένειας: Σύμφωνα με τη διάταξη του εδαφίου 1 της παραγράφου 3 του άρθρου 42β του νόμου περί ανωνύμων εταιρειών, απαγορεύεται η καταχώρηση ανομοιογενών στοιχείων στον ίδιο λογαριασμό.

Η αρχή της αυτονομίας: Οι λογαριασμοί, όπως αναπτύσσονται στο Ε.Γ.Λ.Σ., κατανέμονται σε τρία μέρη καθένα από τα οποία λειτουργεί σε ιδιαίτερο και ανεξάρτητο λογιστικό κύκλωμα. Στο πρώτο κύκλωμα ανήκουν οι λογαριασμοί της γενικής λογιστικής, στο δεύτερο οι λογαριασμοί της αναλυτικής λογιστικής και στο τρίτο οι λογαριασμοί τάξεως.

Πιο αναλυτικά, οι λογαριασμοί διακρίνονται σε δέκα ομάδες, οι οποίες αριθμούνται με τη φυσική σειρά των αριθμών 1-9 και 0.

- Οι ομάδες 1-8 αφιερώνονται στη γενική λογιστική. Συγκεκριμένα, οι ομάδες 1-5 περιλαμβάνουν τους λογαριασμούς του ισολογισμού, δηλαδή εκείνους που στο τέλος της χρήσης, κατά κανόνα, παρουσιάζουν υπόλοιπα (χρεωστικά ή πιστωτικά) τα οποία συνθέτουν τον ισολογισμό. Ειδικότερα, στις ομάδες 1-3 περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί του ενεργητικού και στις ομάδες 4-5 περιέχονται οι λογαριασμοί του παθητικού. Οι ομάδες 6-8 περιλαμβάνουν τους ονομαζόμενους αποτελεσματικούς λογαριασμούς, οι οποίοι στο τέλος

της χρήσης μηδενίζονται με τη μεταφορά των υπολοίπων τους αρχικά στους λογαριασμούς της γενικής εκμετάλλευσης και αποτελεσμάτων χρήσης και στη συνέχεια σε λογαριασμούς του ισολογισμού. Ειδικότερα, στην ομάδα 6 περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί των οργανικών εξόδων κατ' είδος, στην ομάδα 7 περιέχονται οι λογαριασμοί των οργανικών εσόδων κατ' είδος και στην ομάδα 8 ανήκουν οι λογαριασμοί εκτάκτων και ανόργανων εξόδων, εσόδων και αποτελεσμάτων, όπως επίσης και οι λογαριασμοί σύνθεσης που είναι απαραίτητοι για τον προσδιορισμό και τη διάθεση του αποτελέσματος της διαχειριστικής χρήσης.

- Η ομάδα 9 αφιερώνεται στην αναλυτική λογιστική εκμετάλλευσης. Η λογιστική του κόστους και των αναλυτικών αποτελεσμάτων, όπως διαφορετικά ονομάζεται, ασχολείται με την κοστολογική επεξεργασία των δαπανών, με τον προσδιορισμό του κόστους και με τη σύγκριση των πραγματικών με τις πρότυπες δαπάνες.
- Η ομάδα 0 αφιερώνεται στους λογαριασμούς τάξεως. Οι εν λόγω λογαριασμοί αποτελούν μια ιδιαίτερη κατηγορία λογαριασμών, οι οποίοι λειτουργούν και μεταβάλλονται κατά ζεύγη σε αυτόνομο λογιστικό κύκλωμα.

Η αρχή της υποχρεωτικής ενημέρωσης των περιληπτικών

λογαριασμών: Με την εν λόγω αρχή παρέχεται η ευχέρεια στις επιχειρήσεις να ενημερώνουν τους περιληπτικούς λογαριασμούς μόνο με τη συνολική κίνηση, τόσο της χρέωσης όσο και της πίστωσης, των αντίστοιχων αναλυτικών λογαριασμών, με την προϋπόθεση ότι η ενημέρωση αυτή θα γίνεται, κατά οποιοδήποτε τρόπο, τουλάχιστον στο τέλος έκαστου μήνα.

Η αρχή της υποχρεωτικής τήρησης των αναλυτικών λογαριασμών:

Για τους λογαριασμούς της τελευταίας βαθμίδας, οποιουδήποτε λογιστικού κυκλώματος, όπου και όπως ορίζονται από το Ε.Γ.Λ.Σ., είναι υποχρεωτική η τήρηση αναλυτικών μερίδων σε καρτέλες ή με οποιοδήποτε άλλο τρόπο.

Η αρχή της συγκρισιμότητας: Βάσει της εν λόγω αρχής τα ποσά των λογαριασμών του ενεργητικού, του παθητικού και των αποτελεσμάτων χρήσης απεικονίζονται σε δύο τουλάχιστον στήλες, στις οποίες αντιπαρατίθενται τα αντίστοιχα και ομοειδή κονδύλια της κλειόμενης και της προηγούμενης χρήσης. Σε περίπτωση όμως που τα στοιχεία της προηγούμενης χρήσης δεν είναι ομοειδή και συγκρίσιμα με τα αντίστοιχα της κλειόμενης χρήσης γίνεται κατάλληλη αναπροσαρμογή τους. Κάθε τέτοια αναμόρφωση αναφέρεται και επεξηγείται στο προσάρτημα.

Η αρχή της αυτοτελούς λογιστικής οντότητας: Η αρχή αυτή σημαίνει ότι στα πλαίσια παρακολούθησης των λογιστικών γεγονότων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας καταχωρούνται, κατατάσσονται, ταξινομούνται και παρουσιάζονται πληροφορίες που έχουν σχέση με την εταιρεία αλλά όχι με τους φορείς αυτής. Με άλλα λόγια, ανεξάρτητα από τη νομική μορφή μιας εταιρείας, κάθε μονάδα θεωρείται ξεχωριστή οντότητα λογισμού, διακεκριμένη και ανεξάρτητη, έχει τη δική της νομική υπόσταση, τα δικά της μέσα δράσης και τις δικές υποχρεώσεις τόσο στους ιδιοκτήτες της όσο και απέναντι σε τρίτους.

Η αρχή της ενσωμάτωσης των οικονομικών καταστάσεων των υποκαταστημάτων της εταιρείας: Στην παράγραφο 6 του άρθρου 42β του νόμου 2120/1920 ορίζεται ότι εφόσον μια επιχειρηματική μονάδα έχει υποκαταστήματα, ενσωματώνει στις ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις τα ενεργητικά και παθητικά στοιχεία, καθώς και τα έσοδα και τα έξοδα των

υποκαταστημάτων της, συγχωνεύοντας τα σχετικά ποσά στους οικείους λογαριασμούς, συμψηφίζοντας κάθε αμοιβαία απαίτηση και υποχρέωση, τόσο μεταξύ των υποκαταστημάτων όσο και μεταξύ των υποκαταστημάτων και του κεντρικού καταστήματος.

Η αρχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας της εταιρείας: Στο εδάφιο α της παραγράφου 1 του άρθρου 43 του νόμου 2120/1920 ορίζεται ότι οι κανόνες αποτίμησης, που θεσπίζονται από το νόμο, εφαρμόζονται εφόσον θεωρείται ως δεδομένη η συνέχιση της δραστηριότητας της επιχείρησης. Η αρχή αυτή σημαίνει ότι η λογιστική βασίζεται στην υπόθεση ότι η οικονομική μονάδα θα εξακολουθήσει να λειτουργεί και στο μέλλον για απροσδιόριστο χρονικό διάστημα, ή κατά άλλη διατύπωση, ότι εφόσον δεν υπάρχει απόδειξη για το αντίθετο, υποτίθεται ότι η οικονομική μονάδα ούτε θα πωληθεί, ούτε θα λυθεί, ούτε θα τεθεί υπό εκκαθάριση, ούτε θα περιστείλει ουσιωδώς την έκταση των εργασιών της. Η αρχή αυτή έχει ιδιαίτερη σημασία διότι επηρεάζει την αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων μιας μονάδας, οδηγώντας αφενός στην εμφάνιση στον ισολογισμό του κόστους που θα καταλογιστεί σε μελλοντικές περιόδους, αντί την εμφάνιση της δυνάμενης να ρευστοποιηθεί αξίας του στην τρέχουσα περίοδο, και αφετέρου στην εμφάνιση στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης μόνο εκείνου του τμήματος του κόστους που αφορά δραστηριότητες της τρέχουσας περιόδου. Η εν λόγω αρχή δεν εφαρμόζεται, όταν υπάρχει περίπτωση διακοπής ή συρρίκνωσης της δραστηριότητας. Σε μια τέτοια περίπτωση αλλάζει δραστικά το πλαίσιο της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων, και ειδικότερα η αποτίμηση γίνεται σε τιμές ρευστοποίησης. Από την άλλη πλευρά, μια διακοπή εργασιών είναι ενδεχόμενο να δημιουργήσει πρόσθετες υποχρεώσεις.

Μερικά από τα κριτήρια που καθορίζουν την πιθανότητα διακοπής της δραστηριότητας μιας επιχειρηματικής μονάδας είναι τα ακόλουθα:

- Χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων μη άμεσης ρευστοποίησης από βραχυπρόθεσμες πηγές κεφαλαίων.
- Αντληση από τρίτους μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, των οποίων η εξόφληση επίκειται και δεν υπάρχουν προοπτικές ανανέωσής τους, ενώ η συνέχισή τους κρίνεται αναγκαία για τη βιωσιμότητα της εταιρείας.
- Δυσχέρειες στην ανεύρεση πηγών χρηματοδότησης.
- Δυσμενείς βασικοί οικονομικοί αριθμοδείκτες.
- Σημαντικές ζημιές εκμετάλλευσης επί σειρά ετών.
- Λήξη κάποιου διοικητικού προνομίου λειτουργίας, αδυναμία προμήθειας πρώτων υλών, αδυναμία διάθεσης προϊόντων, συρρίκνωση πωλήσεων, συνεχείς απεργίες.
- Απώλεια βασικού στελέχους της διοίκησης χωρίς δυνατότητα αντικατάστασής του.
- Αλλαγές στη νομοθεσία ή την κυβερνητική πολιτική σε έκταση που να δημιουργείται πρόβλημα συνέχισης της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

Βέβαια, σημειώνεται ότι η ύπαρξη μιας ή περισσότερων από τις παραπάνω καταστάσεις δεν οδηγεί μηχανικά στην απόρριψη της υπό εξέταση αρχής. Αντίθετα κάθε περίπτωση κρίνεται ad hoc.

Η αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων: Σύμφωνα με την αρχή αυτή στα αποτελέσματα κάθε χρήσης πρέπει να καταχωρούνται τα έσοδα και τα έξοδα που αφορούν τη χρήση, λογιζόμενα με βάση την αρχή της πραγματοποίησής τους.

Η αρχή της πραγματοποίησης των εσόδων και των εξόδων Η εν λόγω αρχή καθιερώνεται με τη διάταξη του εδαφίου δ της παραγράφου 1 του άρθρου 43 του νόμου 2120/1920. Σε αυτήν ορίζεται ότι τα έσοδα και τα έξοδα που αφορούν έκαστη διαχειριστική χρήση λογίζονται σε αυτήν ανεξάρτητα από το χρόνο είσπραξης ή πληρωμής τους. Με την υπό εξέταση αρχή θεσμοθετούνται δύο μερικότερες αρχές. Η πρώτη αφορά την πραγματοποίηση των εσόδων. Στόχος της είναι ο προσδιορισμός της φύσης των εσόδων και του χρονικού σημείου αναγνώρισής τους. Η καταχώρηση του εσόδου, ανάλογα με την περίπτωση, δύναται να γίνει κατά την πώληση, κατά τη διάρκεια της παραγωγής, κατά την περάτωση της παραγωγής, αλλά και σε διαφορετικά χρονικά σημεία. Η δεύτερη αφορά το χρόνο πραγματοποίησης των εξόδων, σύμφωνα με την οποία θεσμοθετείται η υιοθέτηση της λογιστικής στη βάση του δεδουλευμένου σε αντίθεση με τη λογιστική της ταμιακής βάσης.

Η αρχή της αντιστοίχισης των εσόδων και εξόδων ή η αρχή του προσδιορισμού του αποτελέσματος: Η εν λόγω αρχή αποτελεί απόρροια και συνδέεται άμεσα τόσο με την αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων όσο και με την αρχή της πραγματοποίησης εσόδων και εξόδων. Σημαίνει ότι, πρώτον, τα έσοδα τα οποία πραγματοποιήθηκαν σε μια χρήση πρέπει να συσχετισθούν με τα έξοδα που απαιτήθηκαν για τη δημιουργία αυτών των εσόδων και, δεύτερον, ότι το οικονομικό αποτέλεσμα προσδιορίζεται λογιστικά από το συσχετισμό και όχι με άλλες μεθόδους (όπως λόγου χάρη ο προσδιορισμός της αξίας της επιχείρησης, ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των μελλοντικών καθαρών αποτελεσμάτων).

Σημειώνεται ότι τα έξοδα σχετίζονται είτε άμεσα με τα έσοδα είτε με την περίοδο μέσα στην οποία πραγματοποιήθηκαν τα έσοδα και για την οποία προσδιορίζεται το αποτέλεσμα. Συγκεκριμένα, στην άμεση συσχέτιση η

σύνδεση συγκεκριμένου εξόδου με το έσοδο είναι οφθαλμοφανής, δεδομένου ότι το έξοδο πραγματοποιήθηκε χάριν του αντίστοιχου εσόδου. Σε περίπτωση όμως που συγκεκριμένο έξοδο δεν δύναται να θεωρηθεί ότι έγινε για ένα συγκεκριμένο προϊόν, αλλά έγινε χάριν του συνόλου της επιχείρησης, τότε εφαρμόζεται η λεγόμενη έμμεση μέθοδος, σύμφωνα με την οποία το συνολικό έξοδο αφαιρείται από τα έσοδα. Για το λόγο αυτό και τα έξοδα αυτά καλούνται έξοδα περιόδου.

Η αρχή της κατ' είδος συγκέντρωσης των αποθεμάτων, των εξόδων και των εσόδων: Σύμφωνα με την εν λόγω αρχή οι αγορές, τα έξοδα και τα έσοδα καταχωρούνται αντίστοιχα στους λογαριασμούς των αποθεμάτων (ομάδα 2), εξόδων (ομάδα 6), εσόδων (ομάδα 7) και έκτακτων και ανόργανων αποτελεσμάτων (ομάδα 8), οι οποίοι τηρούνται με κριτήριο το είδος και όχι τον προορισμό για τον οποίο πραγματοποιούνται.

Η αρχή της κατάρτισης του λογαριασμού της γενικής εκμετάλλευσης με λογιστικές εγγραφές: Ο προαναφερόμενος λογαριασμός καταρτίζεται στο τέλος έκαστης λογιστικής χρήσης με λογιστικές εγγραφές μεταφοράς σε αυτόν της αξίας των αποθεμάτων, των οργανικών (κατ' είδος) εξόδων και εσόδων. Η κατά τον παραπάνω τρόπο τήρηση του λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης παρέχει το πλεονέκτημα να εμφανίζει ο εν λόγω λογαριασμός τη συνολική κίνηση των λογαριασμών κυκλοφορίας μιας οικονομικής μονάδας.

Η αρχή της χωριστής αποτίμησης των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού: Στο εδάφιο ε της παραγράφου 1 του άρθρου 43 του νόμου 2120/1920 ορίζεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία των λογαριασμών του ενεργητικού και του παθητικού αποτιμούνται χωριστά.

Η αρχή του μη συμψηφισμού: Με ρητή διάταξη στην παράγραφο 7 του άρθρου 42β προβλέπεται η απαγόρευση οποιουδήποτε συμψηφισμού μεταξύ κονδυλίων των λογαριασμών ενεργητικού και παθητικού, όπως και των λογαριασμών εσόδων και εξόδων και η εμφάνιση μόνο της μεταξύ τους διαφοράς.

Η αρχή του ιστορικού κόστους: Με την εν λόγω αρχή ορίζεται ότι η αποτίμηση των μέσων δράσης μιας επιχειρηματικής μονάδας γίνεται βάσει της τιμής κτήσης ή του κόστους παραγωγής. Με άλλα λόγια, το χρηματικό ποσό με το οποίο αποκτήθηκε ένα περιουσιακό στοιχείο αποτελεί τη λογιστική αξία αυτού και απεικονίζει την παρούσα αξία των μελλοντικών υπηρεσιών που θα προσφέρει στην επιχείρηση. Γίνεται φανερό, λοιπόν, ότι το εν λόγω κόστος θα λαμβάνεται υπόψη μεταγενέστερα, έστω και αν η αξία του στοιχείου έχει μεταβληθεί.

Η αρχή της συντηρητικότητας: Η αρχή αυτή καθιερώνεται στο εδάφιο γ της παραγράφου 1 του άρθρου 43 του νόμου 2120/1920. Στην αντιμετώπιση ενός λογιστικού γεγονότος είναι ενδεχόμενο να υφίστανται περισσότερες από μία προσεγγίσεις. Η αρχή της συντηρητικότητας βασίζεται στο ότι τα συμφέροντα της επιχείρησης εξυπηρετούνται καλύτερα, όταν υιοθετείται η συντηρητική προσέγγιση, δηλαδή όταν επιλέγεται η εναλλακτική εκείνη προσέγγιση η οποία έχει τη μικρότερη ευνοϊκή επίδραση στα συμφέροντα των ιδιοκτητών της επιχείρησης. Στα πλαίσια της εφαρμογής της αρχής της είναι εύλογο ότι σε κάθε λογιστική χρήση, πρώτον, περιλαμβάνονται μόνο τα κέρδη που έχουν πραγματοποιηθεί μέσα σε αυτήν και, δεύτερον, λαμβάνονται υπόψη όλοι οι πιθανοί κίνδυνοι και όλες οι ενδεχόμενες ζημιές που αφορούν την κλειόμενη και τις προηγούμενες χρήσεις, έστω και αν οι σχετικές ενδείξεις

άρχισαν να διαφαίνονται μετά το τέλος της κλειόμενης χρήσης, αλλά μέσα στην περίοδο περάτωσης των πράξεων κλεισίματος του ισολογισμού.

Η αρχή της συνέπειας των λογιστικών μεθόδων: Η αρχή αυτή, η οποία καθιερώνεται στο εδάφιο β της παραγράφου 1 του άρθρου 43 του προαναφερόμενου νόμου, πρεσβεύει ότι οι μέθοδοι, κανόνες και αρχές εφαρμόζονται πάγια χωρίς μεταβολές από χρήση σε χρήση, διότι εάν δεν συμβαίνει αυτό οι πληροφορίες που θα παρέχονται σε διαφορετικά χρονικά σημεία δεν θα είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν από τους χρήστες, αφού τα σχετικά μεγέθη δεν θα είναι συγκρίσιμα. Μάλιστα, σε περίπτωση που μια επιχειρηματική μονάδα αποφασίσει να μεταβάλλει μια λογιστική μέθοδο που εφαρμόζει, το γεγονός αυτό πρέπει να εμφανίζεται στο προσάρτημα.

Η αρχή της αντικειμενικότητας ή η αρχή του δικαιολογητικού: Σύμφωνα με την αρχή αυτή τα λογιστικά γεγονότα στηρίζονται σε αντικειμενικές αποδείξεις, δηλαδή παραστατικά που προβλέπονται από τη νομοθεσία και τον Κ.Β.Σ. Τα εν λόγω έγγραφα και παραστατικά στοιχεία καλούνται δικαιολογητικά ή αποδεικτικά έγγραφα, επειδή από αυτά διαπιστώνονται τα λογιστικά γεγονότα που καταγράφονται στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης. Αποκλίσεις επιτρέπονται, πρώτον, όταν το παραστατικό εκδίδεται με χρονική υστέρηση, δεύτερον, όταν καθυστερεί να περιέλθει στην κατοχή της οικονομικής μονάδας, και, τρίτον, εφόσον το κόστος δεν είναι κατά προσέγγιση γνωστό, αλλά απλώς πιθανολογείται.

Η αρχή του ουσιώδους: Η εν λόγω αρχή σημαίνει, πρώτον, ότι οι επιχειρηματικές μονάδες, σε επίπεδο λογιστικής παρακολούθησης των οικονομικών δρώμενων, δεν ασχολούνται με την καταχώρηση ασήμαντων λογιστικών γεγονότων, δεδομένου ότι το κόστος εργασίας καταχώρησης και επεξεργασίας των δεδομένων δεν αντισταθμίζεται με την ωφέλεια από την

πληροφορία και, δεύτερον, ότι ο βαθμός λεπτομέρειας και της ανάλυσης των λογιστικών πληροφοριών περιορίζεται από την αδυναμία των χρηστών να απορροφήσουν μεγάλο αριθμό λεπτομερών στοιχείων. Στο σημείο αυτό τοποθετείται η διαχωριστική γραμμή μεταξύ μιας ουσιώδους και μια μη ουσιώδους λογιστικής πληροφορίας. Σε γενικούς όρους θα μπορούσε να λεχθεί ότι ουσιώδης είναι η πληροφορία που το όφελος από τη χρησιμοποίησή της είναι μεγαλύτερο από το κόστος που συνάγεται η δημιουργία της και μη ουσιώδης είναι η πληροφορία της οποίας το κόστος υπερκαλύπτει το αντίστοιχο όφελος³.

Η αρχή της σταθερής νομισματικής μονάδας: Από 01.01.2002 το ευρώ αποτελεί τη νομισματική μονάδα, η οποία χρησιμοποιείται ως μονάδα μέτρησης για την κατάρτιση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Η αιτία και το πλεονέκτημα της εν λόγω έκφρασης είναι ότι ετερογενή μεγέθη αποκτούν την ιδιότητα της συγκρισιμότητας. Η αρχή της σταθερής νομισματικής μονάδας στηρίζεται σε δύο παραδοχές. Η πρώτη αφορά την παραδοχή της ποσοτικοποίησης, σύμφωνα με την οποία γίνεται αποδεκτό ότι η λογιστική παρέχει πληροφορίες για μεγέθη που είναι δεκτικά έκφρασης σε χρηματικές μονάδες. Είναι λοιπόν φανερό ότι δημιουργείται ένας σοβαρός περιορισμός για το πεδίο της λογιστικής. Συγκεκριμένα, για ποσότητες που δεν εκφράζονται σε χρηματικές μονάδες, αλλά είναι ποσοτικοποιήσιμες, σχετικές πληροφορίες προσφέρονται στο προσάρτημα. Όμως, δεν είναι δυνατή η συμπερίληψη πληροφοριών που αφορούν ποιοτικά χαρακτηριστικά, που ενδέχεται όμως να

³ Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να σημειωθεί ότι οι λογιστικές πληροφορίες πρέπει να χαρακτηρίζονται από ορισμένα ποιοτικά γνωρίσματα. Αρχικά, να είναι πλήρεις, προκειμένου να είναι διαθέσιμα στους χρήστες όλα τα απαιτούμενα στοιχεία. Να είναι σαφείς, ακριβείς και συνεπείς, προκειμένου να αποτελούν μια αξιόπιστη πηγή άντλησης στοιχείων. Να είναι επίκαιρες και να παρέχονται στους χρήστες εγκαίρως. Να είναι ουδέτερες και σχετικές με τις ανάγκες πληροφόρησης που έχουν όλοι οι χρήστες, ανεξάρτητα από την κατηγορία στην οποία ανήκουν. Τέλος, θα πρέπει να επιτρέπουν διαχρονικές συγκρίσεις των χρηματοοικονομικών μεγεθών μιας επιχειρηματικής μονάδας ή συγκρίσεις μεταξύ εταιρειών.

έχουν μεγάλη σημασία για την επιτυχία και την πρόοδο μιας οικονομικής μονάδας. Η δεύτερη παραδοχή βασίζεται στην υπόθεση ότι η χρησιμοποιούμενη χρηματική μονάδα έχει σταθερή αγοραστική αξία. Με άλλα λόγια, η αξία της χρηματικής μονάδας δεν μεταβάλλεται διαχρονικά. Συνεπώς, η χρηματική έκφραση ενός λογιστικού γεγονότος γίνεται με βάση την αξία που έχει η νομισματική μονάδα κατά το χρόνο καταχώρησής του, μεταγενέστερες δε του χρονικού αυτού σημείου μεταβολές της αγοραστικής αξίας δεν επηρεάζουν το ποσό που καταχωρήθηκε.

Η αρχή της πλήρους αποκάλυψης ή η αρχή της δημοσιότητας και της επαρκούς πληροφόρησης: Η αρχή αυτή καθιστά απαραίτητη την εμφάνιση στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις κάθε αναγκαίου στοιχείου ή πληροφορίας για την επιχειρηματική οικονομική μονάδα προς πληρέστερη και αρτιότερη ενημέρωση των χρηστών.

Η αρχή της περιοδικότητας: Σύμφωνα με την αρχή αυτή η ζωή των επιχειρήσεων διαιρείται σε ίσες χρονικές περιόδους και μέσα σε έκαστη χρονική περίοδο καταρτίζονται και δημοσιοποιούνται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Η ανάγκη για τη σύνταξη λογιστικών καταστάσεων σε τακτά χρονικά διαστήματα οδήγησε στο πρόβλημα της επιλογής του καταλληλότερου για το σκοπό αυτό χρονικού διαστήματος. Η επιλογή έγκειται μεταξύ ενός διαστήματος αρκετά μεγάλου, προκειμένου να είναι ορατά τα αποτελέσματα των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων μιας εταιρείας, και ενός χρονικού διαστήματος αρκετά μικρού, προκειμένου οι παρεχόμενες πληροφορίες να είναι επίκαιρες και, ως εκ τούτου, χρήσιμες στους χρήστες. Στο δίλημμα αυτό την απάντηση δίνει ο νομοθέτης, ο οποίος ως περισσότερο κατάλληλη προτείνει την ετήσια περίοδο, η οποία καλείται λογιστική ή διαχειριστική χρήση και το έτος στο οποίο αναφέρεται ονομάζεται φορολογικό έτος. Εξαιρέσεις στη δωδεκάμηνη διάρκεια

της λογιστικής χρήσης αποτελεί συνήθως τόσο η πρώτη χρήση μιας νέας εταιρείας, η οποία μπορεί να είναι μικρότερη ή μεγαλύτερη των δώδεκα μηνών, υπό τον περιορισμό ότι είναι μικρότερη των είκοσι τεσσάρων μηνών, όσο και η τελευταία χρήση μιας διαλυθείσας εταιρείας, η οποία μπορεί να είναι μικρότερη του έτους.

Η αρχής της κατ' εξαίρεσης παρέκκλισης: Οι προαναφερόμενες γενικές αρχές εφαρμόζονται υποχρεωτικά από τις εταιρείες κατά την αποτίμηση των στοιχείων που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Ο νομοθέτης (στην παράγραφο 2 του άρθρου 43 του νόμου 2120/1920), όμως, προβλέπει κατ' εξαίρεση την παρέκκλιση από αυτές υπό την προϋπόθεση ότι συντρέχουν εξαιρετικές περιπτώσεις που επιβάλλουν την παρέκκλιση. Φυσικά, κάθε παρέκκλιση πρέπει να αναγράφεται στο προσάρτημα, όπου θα παρατίθεται και κατάλληλη αιτιολόγηση. Επιπλέον, θα πρέπει να παρέχονται λεπτομερείς πληροφορίες σχετικά με τις επιδράσεις που έχουν στην περιουσιακή διάρθρωση, χρηματοοικονομική θέση και στα αποτελέσματα χρήσης της επιχειρηματικής μονάδας

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Ο Σ Ι

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ✚ Γεώργιος Ι. Βενιέρης, «Λογιστική Κόστους», Εκδοτικός Οίκος «Σμπίλιας», Αθήνα, 1992.
- ✚ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Πειραιάς, 2001.
- ✚ Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Νομοθετικά Κείμενα Φορολογίας Εισοδήματος - Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων», Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✚ Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος Ι, Θεσσαλονίκη, 1990.
- ✚ Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1989.
- ✚ Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Λογιστική Κόστους», Τεύχη Ι και ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1978.
- ✚ Δημήτριος Ι. Καραγιάννης, «Παραδείγματα Εφαρμογής και Ανάλυσης του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου στην Πράξη», 3^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1998.
- ✚ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λογιστική Ανθρώπινου Δυναμικού», Εκδοτικός Οίκος «Δ. Κασίμης», Πειραιάς, 1995.
- ✚ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λογιστική Πληθωρισμού», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Θεσσαλονίκη, 1995.
- ✚ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Γενική Λογιστική: Συνοπτική Θεωρία και Λυμένες Ασκήσεις», Εκδοτικός Οίκος «Δ. Κασίμης», Πειραιάς, 1993.
- ✚ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λυμένες Ασκήσεις Γενικής Λογιστικής», Τόμος Ι, Εκδοτικός Οίκος «Δ. Κασίμης», Πειραιάς, 1990.
- ✚ Αναστάσιος Σ. Παπαναστασάτος, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο», Εκδοτικός Οίκος «Σταμούλης», Πειραιάς, 1992.

- ✎ Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο: Ανάλυση και Ερμηνεία της Γενικής και Αναλυτικής Λογιστικής», Τόμοι Α΄ και Β΄, 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βρύκουσ”, Αθήνα, 1993.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο», 4^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Δίκαιο Αξιογράφων», 3^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών», 4^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1993.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος, «Κώδικας Φορολογικών Κυρώσεων», Αθήνα, 1997.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος και Αντώνιος Γ. Καραβοκύρης, «Δαπάνες Επιχειρήσεων (Λογιστικές Διαφορές) και Κύρος Βιβλίων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος και Αντώνιος Γ. Καραβοκύρης, «Θέματα Λογιστικών Βιβλίων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
- ✎ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Ελεγκτική: Πανεπιστημιακές Παραδόσεις», Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.”, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Θεωρία και Λογιστική Κόστους: Πρακτικές Εφαρμογές για τη Λήψη Επιχειρηματικών Αποφάσεων», Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.”, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Μάριος Ν. Τσιμάρας, «Αρχαί Γενικής Λογιστικής», Εκδοτικός Οίκος “Α. Παπαζήσης”, Αθήνα, 1958.
- ✎ Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963).
- ✎ Νόμος 1041/1980 περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποιήσεως και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1980).

- ✚ Προεδρικό Διάταγμα 1123/1980 περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/15.12.1980).
- ✚ Προεδρικό Διάταγμα 502/1984 περί «τροποποιήσεως και συμπληρώσεως των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 179/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/14.11.1984).
- ✚ Προεδρικό Διάταγμα 186/1986 περί «τροποποιήσεως και συμπληρώσεως των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 74/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/11.06.1986).
- ✚ Προεδρικό Διάταγμα 186/1992 περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων» (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/26.05.1992).

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΤΥΠΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ

ΔΙΕΘΝΗ ΠΡΟΤΥΠΑ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

1. ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΗ ΡΥΘΜΙΣΗ

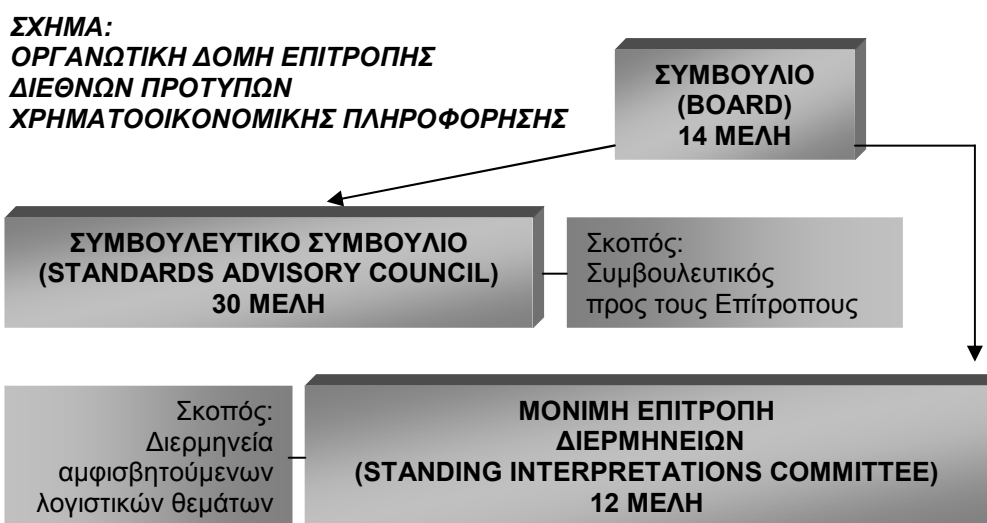
1.1. ΓΕΝΙΚΑ

Η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (International Accounting Standard Committee - I.A.S.C.) είναι η καθ' ύλη αρμόδια υπηρεσία για τη σύνταξη και δημοσίευση των **Διεθνών Λογιστικών Προτύπων (Δ.Λ.Π.) ή των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (Δ.Π.Χ.Π.)**, όπως πρόσφατα έχουν μετονομαστεί¹. Η επιτροπή αυτή συστήθηκε στις 29 Ιουνίου 1973, ως αποτέλεσμα συμφωνίας των λογιστικών σωμάτων δέκα χωρών της Αυστραλίας, της Γαλλίας, της Γερμανίας, του Ηνωμένου Βασιλείου, των Ηνωμένων Πολιτειών Αμερικής, της Ιαπωνίας, της Ιρλανδίας, του Καναδά, του Μεξικού και της Ολλανδίας. Η αρχική συμφωνία του 1973 αναθεωρήθηκε το Νοέμβριο του 1982, οπότε και υπογράφηκε το αναθεωρημένο καταστατικό του φορέα. Τον Απρίλιο του 2001, ο εν λόγω οργανισμός μετονομάστηκε σε International Accounting Standards Board (I.A.S.B.), με απώτερο σκοπό την

¹ Στοιχείο 7 του προοιμίου του υπ' αριθμ. 1606/19.07.2002 Κανονισμού του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L243/1/11.09.2002.

εναρμόνιση της επωνυμίας του με αυτή της αντίστοιχης αμερικάνικης οργάνωσης Financial Accounting Standards Board (F.A.S.B.).

Η οργανωτική δομή της επιτροπής απεικονίζεται γραφικά στο επόμενο σχήμα.



Μάλιστα, σύμφωνα με απόφαση της διάσκεψης του Εδιμβούργου στη Σκοτία, που έλαβε χώρα το Μάιο του 2000, η οργάνωση του φορέα εφεξής έχει ως ακολούθως:

- **Επίτροποι:** Δεκαεννέα μέλη από διάφορες χώρες και με διαφορετικό επαγγελματικό και λειτουργικό υπόβαθρο.
- **Επιτροπές:** Οι αρμοδιότητες τους είναι ο διορισμός των μελών του συμβουλίου, της μόνιμης επιτροπής διερμηνειών και του συμβουλευτικού συμβουλίου, η καταγραφή της αποτελεσματικότητας του συμβουλίου, η έγκριση του προϋπολογισμού και η τροποποίηση του καταστατικού.

Απώτερος σκοπός της επιτροπής, σύμφωνα με το καταστατικό της, είναι αφενός να διαμορφώνει και να δημοσιεύει λογιστικά πρότυπα με βάση τα οποία θα συντάσσονται οι οικονομικές καταστάσεις και να προωθεί την παγκόσμια αποδοχή και τήρησή τους και αφετέρου να εργάζεται, γενικότερα, για τη βελτίωση και εναρμόνιση των κανόνων, των λογιστικών προτύπων και των διαδικασιών που σχετίζονται με την παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων.

Τα Δ.Π.Χ.Π. είναι προϊόντα πολύχρονης συλλογικής προσπάθειας. Πρόκειται για μια σύνθετη και χρονοβόρα διαδικασία, η οποία διεξάγεται με τη συνεργασία ακαδημαϊκών και εκπροσώπων της πράξης σε διεθνές επίπεδο. Ειδικότερα, από τις κατευθυντήριες επιτροπές, επιλέγονται προς ενδελεχή εξέταση ποικίλα σημαντικά θέματα λογιστικού ή / και χρηματοοικονομικού περιεχομένου. Αποτέλεσμα αυτής της εργασίας, είναι η έκδοση σχεδίων ανάλογα με το υπό μελέτη θέμα. Τα σχέδια αυτά υποβάλλονται αρχικά στο συμβούλιο προς έγκριση και, εφόσον εγκριθούν από τα $\frac{2}{3}$ αυτού, σε δεύτερη φάση, διαβιβάζονται στους ενδιαφερόμενους για μελέτη και σχόλια. Οι ενδιαφερόμενοι, στους οποίους διατίθεται αρκετός χρόνος, είναι τα λογιστικά σώματα, οι κυβερνήσεις, οι χρηματιστηριακές αρχές και λοιποί φορείς. Έπειτα συλλέγονται και ομαδοποιούνται τα σχόλια και οι προτάσεις των ανωτέρω ενδιαφερόμενων, λαμβάνονται υπόψη από το συμβούλιο, επεξεργάζονται και στη συνέχεια εκδίδεται ένα αναθεωρημένο σχέδιο. Το νέο αυτό σχέδιο πρέπει να εγκριθεί από τα $\frac{3}{4}$ του συμβουλίου, προκειμένου να οριστικοποιηθεί και να λάβει τη μορφή λογιστικού προτύπου. Στις προαναφερόμενες ψηφοφορίες κάθε χώρα και κάθε οργανισμός αντιπροσωπεύονται από μία ψήφο. Στο τελικό στάδιο τα πρότυπα δημοσιεύονται στην αγγλική γλώσσα και μεταφράζονται στις

εθνικές γλώσσες από τα λογιστικά σώματα με έγκριση της επιτροπής. Είναι εύλογο λοιπόν το συμπέρασμα ότι στόχος της επιτροπής είναι η εξασφάλιση της μεγαλύτερης δυνατής αποδοχής των Δ.Π.Χ.Π.

Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι κάθε χώρα, που ανήκει στην Ευρωπαϊκή Ένωση, δύναται να έχει τα δικά της λογιστικά πρότυπα, τα οποία όμως θα πρέπει να έχει προσαρμόσει προς τις απαιτήσεις της ευρωπαϊκής κοινοτικής νομοθεσίας. Ως γνωστό, η Ευρωπαϊκή Ένωση έχει εκδώσει σειρά λογιστικών οδηγιών (directives), οι οποίες έχουν ενσωματωθεί στην εμπορική νομοθεσία και τη νομοθετημένη λογιστική τυποποίηση των κρατών μελών. Είναι λοιπόν φανερό ότι τα Δ.Π.Χ.Π. δεν υπερισχύουν των τοπικών διατάξεων και κανονισμών που ισχύουν σε μια συγκεκριμένη χώρα, όμως η επιτυχία της επιτροπής έγκειται στο να πείσει τα ενδιαφερόμενα μέρη για τη χρησιμότητα των προτύπων και την υιοθέτησή τους σε παγκόσμιο επίπεδο.

1.2. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΕΝΩΣΗ

Η Ευρωπαϊκή Ένωση (Ε.Ε.) αποδίδει τεράστια σημασία στη διεθνή εναρμόνιση όσον αφορά την εφαρμογή λογιστικών προτύπων, αφού αποτελεί βασική προϋπόθεση για την ευόδωση της προσπάθειάς της για δίκαιο και αποτελεσματικό ανταγωνισμό. Αυτό εξάλλου γίνεται φανερό και από το γεγονός ότι η Ε.Ε. και στο παρελθόν έχει εκδώσει πληθώρα οδηγιών (directives) λογιστικού περιεχομένου με στόχο την ενιαία αντιμετώπιση προβλημάτων και ζητημάτων που άπτονται του χρηματοοικονομικού και λογιστικού τομέα. Επιπλέον, ο ως άνω φορέας αναγνωρίζει ότι η συγκρισιμότητα, η διαφάνεια και

η αξιοπιστία των οικονομικών πληροφοριών αποτελούν θεμελιώδη προϋπόθεση για μια ενιαία αγορά κεφαλαίου.

Έτσι, στις 13 Φεβρουαρίου 2001 η Ευρωπαϊκή Επιτροπή κατέθεσε Πρόταση Κανονισμού προς το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο και το προς Συμβούλιο σχετικά με την εφαρμογή των Δ.Λ.Π.². Η κατάθεση της εν λόγω πρότασης υπό μορφή κανονισμού (και όχι οδηγίας) αποδεικνύει την αποφασιστικότητα των ευρωπαϊκών οργάνων για την υιοθέτηση των Δ.Π.Χ.Π., αφού ο νομικός τύπος της συγκεκριμένης πρότασης έχει άμεση ισχύ σε όλα τα κράτη μέλη και δεν απαιτούνται εθνικά νομοθετικά μέτρα για την εφαρμογή της. Εν συνεχεία εκδόθηκε ο υπ' αριθμ. 1606/2002 Κανονισμός του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την εφαρμογή των Δ.Λ.Π.³. Στο προοίμιο της πρότασης - κανονισμού διατυπώνεται η άποψη ότι είναι «αναγκαία η επιτάχυνση της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς και προκειμένου αυτή να υλοποιηθεί είναι απαραίτητη η ανάπτυξη και η εφαρμογή ενιαίας και υψηλής ποιότητας δέσμης Δ.Λ.Π. για την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων. Είναι επίσης σημαντικό τα πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που εφαρμόζουν οι κοινοτικές εταιρείες, οι οποίες συμμετέχουν στις χρηματοπιστωτικές αγορές, να είναι αποδεκτά σε διεθνές επίπεδο και να αποτελούν πράγματι παγκόσμια πρότυπα». Απώτερος στόχος, λοιπόν, της δημιουργίας μιας ενιαίας δέσμης Δ.Π.Χ.Π. είναι η αποτελεσματική και η αποδοτική λειτουργία της κεφαλαιαγοράς. Επιπρόσθετα, η προστασία των επενδυτών και η διατήρηση κλίματος εμπιστοσύνης συνιστούν άλλη μια σημαντική πτυχή της ολοκλήρωσης της εσωτερικής αγοράς. Η ύπαρξη ενός κοινού σημείου αναφοράς, η οποία

² Έγγραφο υπ' αριθμ. 80/13.02.2001 της Commission, C154/29.05.2001.

³ Κανονισμός υπ' αριθμ. 1606/19.07.2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L243/1/11.09.2002.

επιτυγχάνεται με την εφαρμογή των Δ.Π.Χ.Π., συμβάλλει στον σε ισότιμη βάση ανταγωνισμό των κοινοτικών εταιρειών για την εξεύρεση διαθέσιμων χρηματοοικονομικών πόρων τόσο στις κοινοτικές όσο και στις διεθνείς κεφαλαιαγορές.

Μάλιστα, η προαναφερόμενη επιτροπή στην από 13.06.2000 ανακοίνωσή της με τίτλο «Στρατηγική Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης της Ευρωπαϊκής Ένωσης: Μελλοντική Πορεία» πρότεινε την καθιέρωση των Δ.Π.Χ.Π. από το σύνολο των εισηγμένων σε χρηματιστήριο της κοινότητας εταιρειών το αργότερο μέχρι το 2005.

Επιπρόσθετα με το υπ' αριθμ. 1725/2002 Κανονισμό της Επιτροπής⁴ υιοθετούνται εντός της κοινότητας τα Δ.Π.Χ.Π. περί παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων, περί αποθεμάτων, περί καταστάσεων ταμιακών ροών, περί καθαρού κέρδους ή ζημίας περιόδου, βασικών λαθών και μεταβολών στις λογιστικές αρχές, περί γεγονότων μετά την ημερομηνία του ισολογισμού, περί συμβάσεων κατασκευής έργων, περί φόρων εισοδήματος, περί πληροφόρησης κατά τομέα, περί πληροφοριών που εμφανίζουν τις επιδράσεις από τις μεταβολές των τιμών, περί ενσώματων παγίων, περί μισθώσεων, περί εσόδων, περί παροχών σε εργαζομένους, περί λογιστικής των κρατικών επιχορηγήσεων και γνωστοποίησης της κρατικής υποστήριξης, περί επιδράσεων των μεταβολών στις τιμές συναλλάγματος, περί ενοποιήσεων επιχειρήσεων, περί κόστους δανεισμού, περί γνωστοποιήσεων συνδεμένων μερών, περί λογιστικής και πληροφόρησης για τα προγράμματα παροχών εξόδου από την υπηρεσία, περί ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και λογιστικής επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις, περί λογιστικής

⁴ Κανονισμός υπ' αριθμ. 1725/13.10.2003 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Σεπτεμβρίου 2003 για την υιοθέτηση ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L261/1/13.10.2003.

επενδύσεων σε συγγενείς επιχειρήσεις, περί χρηματοοικονομικής πληροφόρησης σε υπερπληθωριστικές οικονομίες, περί γνωστοποιήσεων στις οικονομικές καταστάσεις των τραπεζών και των ομοίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, περί χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τα δικαιώματα σε κοινοπραξίες, περί κερδών κατά μετοχή, περί ενδιάμεσης χρηματοοικονομικής πληροφόρησης, περί διακοπτόμενων εκμεταλλεύσεων, περί απομείωσης της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, περί προβλέψεων, ενδεχόμενων υποχρεώσεων και ενδεχόμενων απαιτήσεων, περί άυλων περιουσιακών στοιχείων, περί επενδύσεων σε ακίνητα και περί γεωργίας. Με τον ίδιο κανονισμό υιοθετήθηκαν και οι αντίστοιχες διερμηνείες των προαναφερόμενων προτύπων. Αντίθετα, δεν υιοθετήθηκαν τα πρότυπα περί χρηματοπιστωτικών μέσων που αφορούν τη γνωστοποίηση και παρουσίαση, καθώς επίσης και την καταχώρηση και αποτίμηση.

1.3. ΕΛΛΑΔΑ

Η εφαρμογή των Δ.Π.Χ.Π. στην Ελλάδα καθιερώνεται με το νόμο 2992/2002⁵. Τα εν λόγω πρότυπα θα εφαρμόζονται υποχρεωτικά από τις ανώνυμες εταιρείες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο Χ.Α.Α. και προαιρετικά από τις υπόλοιπες επιχειρήσεις που έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρείας και επιλέγουν τους τακτικούς κατά το νόμο ελεγκτές τους από το Σ.Ο.Ε.Λ. Οι διατάξεις του ως άνω νόμου αναμένονταν να εφαρμοστούν, αρχικά, με ελαστικούς όρους από την 01.01.2003. Μεταγενέστερη χρονική μετάθεση εφαρμογής των Δ.Π.Χ.Π. κατά ένα έτος, δηλαδή την 01.01.2004, επήλθε με

⁵ Νόμος 2992/2002 (ΦΕΚ 54/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/20.03.2002) περί «μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις».

υπουργική απόφαση⁶, κατ' εξουσιοδότηση του άρθρου 31 του νόμου 3148/2003⁷. Οι επιχειρήσεις κατά το πρώτο έτος εφαρμογής των Δ.Π.Χ.Π. προβλέπεται να τηρούν τα λογιστικά και τα οικονομικά τους στοιχεία σύμφωνα με τα ακολουθούμενα μέχρι σήμερα πρότυπα και να καταρτίζουν τις οικονομικές τους καταστάσεις με τις ισχύουσες διατάξεις. Ωστόσο, οι λογιστικές αυτές καταστάσεις θα προσαρμόζονται στα Δ.Π.Χ.Π., αφού παράλληλα με το ισχύον σύστημα θα γίνεται και εγγραφή των στοιχείων βάσει των Δ.Π.Χ.Π. σε ιδιαίτερη κατάσταση. Εξάλλου, όπως προαναφέρθηκε, καταληκτική ημερομηνία υιοθέτησης των Δ.Π.Χ.Π. έχει οριστεί η 1η Ιανουαρίου 2005.

2. ΣΥΝΟΠΤΙΚΗ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΠΡΟΤΥΠΩΝ

2.1. ΓΕΝΙΚΑ

Με τον όρο Δ.Π.Χ.Π. νοείται ένα σύνολο λογιστικών αρχών, κανόνων και διαδικασιών, γενικά αποδεκτών, η καθιέρωση των οποίων οδηγεί σε ομοιομορφία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων⁸ και, συνεπώς, σε ακριβή, αληθή και ομοιόμορφη πληροφόρηση των χρηστών τους. Το σύνολο των εν λόγω κανόνων ενσωματώνει την παγκόσμια εμπειρία και γνώση, στην

⁶ Απόφαση 53705/994/22.07.2003 (ΦΕΚ 1129/ΤΕΥΧΟΣ Β'/11.08.2003) του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών περί «χρόνου εφαρμογής των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης».

⁷ Νόμος 3148/2003 (ΦΕΚ 136/ΤΕΥΧΟΣ Α'/05.06.2003) περί «επιτροπής λογιστικής τυποποίησης και ελέγχων, ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος, προστασίας ευρώ, επιχειρήσεων διαμεσολάβησης μεταφοράς κεφαλαίων».

⁸ Με τη φράση οικονομικές καταστάσεις νοούνται οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις όλων των επιχειρήσεων, ανεξαρτήτως του κλάδου στο οποίο ανήκουν, και οι οποίες περιλαμβάνουν τον ισολογισμό, την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, την κατάσταση μεταβολών καθαρής θέσης, την κατάσταση ταμιακών ροών και τις επεξηγηματικές σημειώσεις.

προσπάθεια προσέγγισης της πραγματικής οικονομικής θέσης και απόδοσης μιας οικονομικής επιχειρηματικής μονάδας και την εν συνεχεία απεικόνιση αυτών στις λογιστικές καταστάσεις με τρόπο που αποδίδουν την ουσία των πραγμάτων, είναι κατανοητές και παρέχουν συγκρισιμότητα σε σχέση με τις υφιστάμενες μεθόδους.

2.2. ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

Τα Δ.Π.Χ.Π. υιοθετούν μια σειρά γενικών αρχών που οφείλουν να διέπουν τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Οι αρχές αυτές αποσκοπούν στην ικανοποίηση των πληροφοριακών αναγκών των ενδιαφερόμενων χρηστών.

Η πρώτη αρχή που θεσπίζεται με τα Δ.Π.Χ.Π. είναι η **αρχή της ακριβοδίκαιης παρουσίασης**. Σύμφωνα με την αρχή αυτή οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να είναι εύκολα κατανοητές από τους χρήστες τους. Παρόλα αυτά και περίπλοκες πληροφορίες, οι οποίες όμως κρίνονται ως σημαντικές, θα πρέπει να περικλείονται στις δημοσιευμένες καταστάσεις για την πλήρη ενημέρωση των χρηστών. Ένα δεύτερο ποιοτικό χαρακτηριστικό που οφείλουν να διαθέτουν οι οικονομικές καταστάσεις σχετίζεται με τη συνάφεια, η οποία αναφέρεται στον τρόπο παρουσίασης των πληροφοριών, που εξαρτάται από τη φύση και τη σπουδαιότητα των τελευταίων. Επιπλέον, οι καταστάσεις πρέπει να είναι αξιόπιστες και για το λόγο αυτό οφείλουν να είναι απαλλαγμένες από λάθη και προκαταλήψεις. Με άλλα λόγια, οι πληροφορίες πρέπει να αποδίδουν πιστά τις συναλλαγές, να παρουσιάζονται με βάση την ουσία και όχι τον τύπο, να είναι ουδέτερες, δηλαδή να μην προκαθορίζουν το αποτέλεσμα, να κυριαρχούνται από σύνεση, ιδιαίτερα όταν αντιμετωπίζονται συνθήκες

αβεβαιότητας, και, τέλος, να είναι πλήρεις, ήτοι να μη γίνεται απόκρυψη σημαντικών στοιχείων και στρέβλωση της αλήθειας. Ένα άλλο χαρακτηριστικό που πρέπει να πληρούν οι καταστάσεις είναι η συγκρισιμότητα. Η ιδιότητα αυτή είναι απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου οι ενδιαφερόμενοι χρήστες να είναι σε θέση να εκτιμήσουν διαχρονικά αφενός τη χρηματοοικονομική θέση και αφετέρου τις μεταβολές στην αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης, τόσο για αυτή καθ' εαυτή την επιχείρηση όσο και σε σχέση με τις άλλες οικονομικές μονάδες. Με άλλα λόγια, τα λογιστικά γεγονότα και οι συναλλαγές θα πρέπει να παρουσιάζονται κατά τρόπο ομοιόμορφο και συνεπή βάσει των προτάσεων που υιοθετούνται από τα Δ.Π.Χ.Π.

Αξίζει στο σημείο αυτό να τονιστεί ότι η παρουσίαση των πληροφοριών στις οικονομικές καταστάσεις, προκειμένου αυτές να εκπληρώνουν το βασικό σκοπό τους, θα πρέπει να χαρακτηρίζεται από κατάλληλη εξισορρόπηση των ποιοτικών χαρακτηριστικών. Είναι λοιπόν φανερό ότι εφόσον οι οικονομικές καταστάσεις συνδυάζουν τα τέσσερα προαναφερόμενα ποιοτικά χαρακτηριστικά, δηλαδή σαφήνεια, συνάφεια, αξιοπιστία και συγκρισιμότητα των πληροφοριών που περιέχουν, τότε αυτές θεωρείται ότι παρέχουν μια ακριβοδίκαιη εικόνα της οικονομικής θέσης, των μεταβολών της και της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Η δεύτερη αρχή που υιοθετείται από τα Δ.Π.Χ.Π. αφορά την **παραδοχή της συνέχισης της επιχειρηματικής δραστηριότητας**. Έτσι, όταν καταρτίζονται οι οικονομικές καταστάσεις η διοίκηση πρέπει να προβαίνει σε εκτίμηση της δυνατότητας της εταιρείας να συνεχίσει την επιχειρηματική της δράση, εκτός εάν προτίθεται είτε να ρευστοποιήσει την εν λόγω εταιρεία είτε να παύσει την εμπορική της δραστηριότητα. Επιπλέον, σε περίπτωση κατά την οποία η διοίκηση γνωρίζει την ύπαρξη σημαντικών αβεβαιοτήτων, οι οποίες

σχετίζονται με γεγονότα ή συνθήκες που ενδέχεται να έχουν σοβαρή επίπτωση στη δυνατότητα της επιχείρησης να συνεχίσει το έργο της, αυτές οι αβεβαιότητες πρέπει να γνωστοποιούνται στο ενδιαφερόμενο κοινό.

Η **αρχή της συνέπειας στην παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων** είναι η τρίτη αρχή η οποία θεσπίζεται από τα Δ.Π.Χ.Π. Σύμφωνα με αυτήν η εμφάνιση και η ταξινόμηση των στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις πρέπει να διατηρείται όμοια από χρήση σε χρήση, εκτός εάν, πρώτον, μια σημαντική μεταβολή στη φύση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της εταιρείας ή μια επανεξέταση του τρόπου παρουσίασης των οικονομικών της καταστάσεων, υποδηλώνει ότι η μεταβολή θα καταλήξει σε μια περισσότερο κατάλληλη παρουσίαση των γεγονότων ή των συναλλαγών ή / και, δεύτερον, μια μεταβολή απαιτείται ρητά από ένα Δ.Π.Χ.Π. ή σχετική διερμηνεία.

Τα Δ.Π.Χ.Π. ορίζουν ότι κάθε ουσιώδες στοιχείο πρέπει να απεικονίζεται κατά τρόπο διακριτό στις οικονομικές καταστάσεις. Επουσιώδη πόσα πρέπει να συναθροίζονται με ποσά όμοιας φύσης ή λειτουργίας και δεν απαιτούν ιδιαίτερη καταχώρηση. Αυτός ο ορισμός αποτελεί και την **αρχή του ουσιώδους**. Σε επεξηγηματικά σχόλια αποσαφηνίζεται η έννοια της ουσιώδους πληροφορίας. Συγκεκριμένα, μια πληροφορία χαρακτηρίζεται ως σημαντική, εφόσον η μη γνωστοποίησή της θα μπορούσε να επηρεάσει τις αποφάσεις του επενδυτικού κοινού, που λαμβάνονται με γνώμονα τα δημοσιευμένα επί των οικονομικών καταστάσεων στοιχεία. Στο σημείο αυτό πρέπει να διευκρινιστεί ότι η αρχή της σημαντικότητας, όπως διαφορετικά αποκαλείται, δεν επιτρέπει την παράλειψη καταχώρησης και αποκάλυψης του επουσιώδους λογιστικού γεγονότος, αλλά παρέχει τη δυνατότητα διαφορετικής μεταχείρισής του κατά παρέκκλιση από τις γενικές αρχές και μεθόδους λογιστικής. Τέλος, η παραβίαση των λογιστικών αρχών, κατά τη λογιστική αντιμετώπιση ασήμαντων ποσών,

δικαιολογείται λόγω του αυξημένου κόστους που απαιτείται για την ορθόδοξη αντιμετώπιση αυτών, σε σύγκριση με τη βαρύτητα της επίπτωσης που έχουν τα εν λόγω ποσά στη διαμόρφωση του ενεργητικού, του παθητικού και των αποτελεσμάτων της επιχείρησης, καθώς επίσης και στις αποφάσεις των ενδιαφερόμενων μερών.

Αναφορικά με την **αρχή της συγκριτικής πληροφόρησης** τα Δ.Π.Χ.Π. ορίζουν ότι οι αριθμητικές πληροφορίες που περιέχονται στις οικονομικές καταστάσεις πρέπει να γνωστοποιούνται σε σχέση με τις αντίστοιχες της προηγούμενης χρήσης. Ακόμη, όταν είναι απαραίτητη για την κατανόηση των οικονομικών καταστάσεων της τρέχουσας χρήσης, η συγκριτική πληροφόρηση πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στα αφηγηματικά και περιγραφικά ενημερωτικά σχόλια και επεξηγήσεις. Μάλιστα, σε περίπτωση που η κατάταξη των στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις μιας χρήσης μεταβάλλεται, τα συγκριτικά κονδύλια πρέπει να ανακατατάσσονται, εκτός εάν αυτό δεν είναι πρακτικά δυνατό. Τέλος, για κάθε ανακατάταξη γνωστοποιείται η φύση, το ποσό και η αιτία που την προκάλεσε.

Μια άλλη αρχή που αποδέχονται τα Δ.Π.Χ.Π. είναι η **αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων**. Βάσει της εν λόγω αρχής οι συναλλαγές και τα γεγονότα αναγνωρίζονται λογιστικά όταν πραγματοποιούνται και όχι όταν εισπράττονται ή καταβάλλονται είτε με μετρητά είτε με χρηματικά ισοδύναμα. Με άλλα λόγια, τα λογιστικά γεγονότα καταχωρούνται στα βιβλία και απεικονίζονται στις οικονομικές καταστάσεις των χρήσεων τις οποίες αφορούν. Επίσης, στο ίδιο σημείο γίνεται λόγος για την **παραδοχή του συσχετισμού των εσόδων με τα έξοδα** σύμφωνα με την οποία οι δαπάνες καταχωρούνται στα αποτελέσματα στη βάση της άμεσης σχέσης που υφίσταται μεταξύ του κόστους που απαιτήθηκε και του συγκεκριμένου εσόδου που αποκτήθηκε. Εξαιρέση

στην παραπάνω αρχή, φυσικά, αποτελεί η σύνταξη της κατάστασης ταμιακών ροών.

Τέλος, η **αρχή του συμψηφισμού** βάσει των επιταγών των Δ.Π.Χ.Π. απαιτεί όπως τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις να μην συμψηφίζονται, εκτός εάν κάτι τέτοιο απαιτείται ή επιτρέπεται από κάποιο πρότυπο. Επίσης, συμψηφισμός μεταξύ των εσόδων και των εξόδων επιτρέπεται μόνο και μόνο όταν, πρώτον, κάτι τέτοιο επιτρέπεται ή απαιτείται από ένα πρότυπο, ή, δεύτερον, εφόσον κέρδη, ζημίες και σχετικά έξοδα που προκύπτουν από τις ίδιες ή όμοιες συναλλαγές και γεγονότα δεν είναι ουσιώδη.

2.3. ΠΕΡΙΛΗΨΗ ΠΡΟΤΥΠΩΝ

Πρότυπο 1: Παρουσίαση οικονομικών καταστάσεων

Το υπό εξέταση πρότυπο το 1997 αναθεωρήθηκε και αντικατέστησε τα πρότυπα 5 περί πληροφοριών που πρέπει να γνωστοποιούνται με τις οικονομικές καταστάσεις και 13 περί εμφάνισης του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Εφαρμόζεται για τις οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις χρήσεις που αρχίζουν την ή μετά από την 01.01.1998.

Το εν λόγω πρότυπο ορίζει την έννοια των οικονομικών καταστάσεων και το σκοπό τους, που συνίσταται στην παροχή πληροφοριών σχετικά με την οικονομική θέση, απόδοση, τις ταμιακές ροές και τα αποτελέσματα της διαχείρισης των διοικητικών οργάνων μιας επιχείρησης. Επιπλέον, καθορίζονται οι περιστάσεις κάτω από τις οποίες επιτρέπεται και δικαιολογείται παρέκκλιση

από τα Δ.Π.Χ.Π. και ποιες γνωστοποιήσεις απαιτούνται σε αυτές τις περιπτώσεις.

Πρότυπο 2: Αποθέματα

Το αναθεωρημένο πρότυπο εκδόθηκε το 1993 με ημερομηνία πρώτης εφαρμογής την 01.01.1995.

Το πρότυπο αυτό αποσαφηνίζει την έννοια των αποθεμάτων και καθορίζει το κόστος αγοράς, μετατροπής και λοιπών δαπανών που επιβαρύνουν το κόστος παραγωγής. Ασχολείται επίσης με την περιγραφή του λογιστικού χειρισμού των αποθεμάτων στη βάση του ιστορικού κόστους και παρέχει οδηγίες για τον προσδιορισμό του κόστους των αποθεμάτων που καταχωρούνται ως περιουσιακά στοιχεία μέχρι και το χρονικό σημείο της πώλησής τους, οπότε και μετατρέπονται σε έξοδα. Καλύπτει ακόμη τις περιπτώσεις των υποτιμήσεων των αποθεμάτων, καθώς επίσης και τις κοστολογικές μεθόδους που χρησιμοποιούνται για την αποτίμησή τους.

Πρότυπο 3: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1976, αλλά έχει καταργηθεί, μια και υπερκαλύφθηκε από τα πρότυπα 22 περί ενοποιήσεων των επιχειρήσεων, 27 περί ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και λογιστικής επενδύσεων σε θυγατρικές επιχειρήσεις και 28 περί λογιστικής επενδύσεων σε συγγενείς επιχειρήσεις.

Πρότυπο 4: Λογιστική αποσβέσεων

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε το 1976 και αναθεωρήθηκε το 1994. Από την 01.07.1999 καταργήθηκε, αφού υπερκαλύφθηκε από τα πρότυπα 16

περί ενσώματων παγίων, 22 περί ενοποιήσεων επιχειρήσεων και 38 περί άλλων περιουσιακών στοιχείων.

**Πρότυπο 5: Πληροφορίες που πρέπει να γνωστοποιούνται
με τις οικονομικές καταστάσεις**

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε αρχικά το 1976 και αναθεωρήθηκε το 1994, αλλά, όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενο σημείο, καταργήθηκε ουσιαστικά το 1996 με την έκδοση του αναθεωρημένου πρότυπου 1 περί παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων.

Πρότυπο 6: Λογιστική αντιμετώπιση των μεταβολών των τιμών

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε το 1977 αλλά έχει ήδη καταργηθεί. Σχετικά πρότυπα με αυτό είναι τα υπ' αριθμ. 15 περί πληροφοριών που εμφανίζουν τις επιδράσεις από τις μεταβολές των τιμών και 29 περί χρηματοοικονομικής πληροφόρησης σε υπερπληθωριστικές οικονομίες πρότυπα.

Πρότυπο 7: Καταστάσεις ταμιακών ροών

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1979 με τίτλο «κατάσταση μεταβολής της χρηματοοικονομικής θέσης» και αναθεωρήθηκε το 1992 με τον τίτλο «καταστάσεις ταμιακών ροών». Η εφαρμογή του άρχεται την ή μετά την 01.01.1994.

Σκοπός αυτού του προτύπου είναι να παρέχει πληροφορίες στους ενδιαφερόμενους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων, προκειμένου να είναι σε θέση να εκτιμούν τη δυνατότητα της επιχείρησης να δημιουργεί ταμιακά

διαθέσιμα και χρηματικά ισοδύναμα. Ασχολείται κυρίως με την κατάσταση ταμιακών ροών και τη μεθοδολογία σύνταξης αυτής.

Πρότυπο 8: Καθαρό κέρδος ή ζημία χρήσης, βασικά λάθη και μεταβολές στις λογιστικές μεθόδους

Αναθεωρημένο από το 1993 ως πρώτη ημερομηνία εφαρμογής του εν λόγω προτύπου ορίζεται η 01.01.1995.

Πρωταρχικός στόχος του είναι να προδιαγράψει την κατάταξη, γνωστοποίηση και λογιστική αντιμετώπιση ορισμένων στοιχείων των αποτελεσμάτων χρήσης, όπως είναι τα κέρδη ή ζημίες από συνήθεις δραστηριότητες της επιχείρησης και τα έκτακτα κονδύλια. Επίσης, αναφέρεται στη λογιστική αντιμετώπιση των μεταβολών στις λογιστικές εκτιμήσεις, στα θεμελιώδη και βασικά λογιστικά σφάλματα, όπως επίσης και σε διάφορες λογιστικές μεθόδους και τεχνικές που δύναται να χρησιμοποιηθούν σε περιπτώσεις λαθών.

Πρότυπο 9: Δαπάνες έρευνας και ανάπτυξης

Το πρότυπο αυτό αναφερόταν στη λογιστική αντιμετώπιση των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης. Εκδόθηκε το 1978, αναθεωρήθηκε το 1993, ενώ αντικαταστάθηκε από το υπ' αριθμ. 38 περί άυλων περιουσιακών στοιχείων πρότυπο, από 01.01.1999, οπότε και έπαυσε η εφαρμογή αυτού του προτύπου.

Πρότυπο 10: Γεγονότα μετά την ημερομηνία του ισολογισμού

Η εφαρμογή του προτύπου άρχεται από την 01.01.2000.

Το εν λόγω πρότυπο αναφέρεται στο λογιστικό χειρισμό των λεγόμενων οψιγενών γεγονότων, δηλαδή ευνοϊκών ή μη γεγονότων που συμβαίνουν μεταξύ της ημερομηνίας του ισολογισμού και της ημερομηνίας έγκρισης των προς έκδοση οικονομικών καταστάσεων. Με άλλα λόγια, λοιπόν, στόχος του προτύπου είναι ο διαχωρισμός και ταξινόμηση των εν λόγω γεγονότων σε διάφορες κατηγορίες, η θέση προδιαγραφών βάσει των οποίων θα αναπροσαρμόζονται οι οικονομικές καταστάσεις, καθώς και η παράθεση των απαραίτητων κάθε φορά γνωστοποιήσεων.

Πρότυπο 11: Συμβάσεις κατασκευής

Το πρότυπο περί συμβάσεων κατασκευής έργων εκδόθηκε το 1978 και αναθεωρήθηκε το 1993, ενώ ορίστηκε ημερομηνία πρώτης εφαρμογής το διαχειριστικό έτος από 01.01.1995.

Κύριο αντικείμενο του εν λόγω προτύπου είναι η λογιστικοποίηση των εσόδων και εξόδων στις συμβάσεις κατασκευής έργων, στις οποίες η συμβατική δραστηριότητα άρχεται και περατώνεται σε διαφορετικές λογιστικές περιόδους.

Πρότυπο 12: Φόροι εισοδήματος

Το αρχικό πρότυπο με τίτλο «λογιστική φόρων εισοδήματος» εγκρίθηκε το Μάρτιο του 1979 και αναθεωρήθηκε το 1997, οπότε και εμφανίζεται πλέον με το σημερινό του τίτλο. Το αναθεωρημένο σχέδιο τίθεται σε εφαρμογή για τις οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις χρήσεις που άρχονται την ή μετά την 01.01.1998.

Το πρότυπο αυτό ασχολείται με το λογιστικό χειρισμό των φόρων εισοδήματος, που αποτελεί έξοδο της χρήσης και βαρύνει το λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσης και όχι το λογαριασμό των προς διάθεση

αποτελεσμάτων. Επίσης, προβλέπεται και η λογιστική μεταχείριση των φορολογικών επιπτώσεων που δύναται να προκύψουν με την ανάπτυξη διάφορων λογιστικών μεθόδων και τεχνικών.

Πρότυπο 13: Εμφάνιση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Το εν λόγω πρότυπο, που αναφέρεται στην παρουσίαση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, εκδόθηκε αρχικά το 1979 και αναθεωρήθηκε το 1991. Από το 1997 αντικαταστάθηκε από το πρότυπο 1 περί παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων.

Πρότυπο 14: Οικονομικές πληροφορίες κατά τομέα

Το πρότυπο αυτό, όπως εκδόθηκε αρχικά ίσχυε για τις οικονομικές καταστάσεις των χρήσεων που άρχιζαν την ή μετά την 01.01.1983, ενώ στη συνέχεια αναθεωρήθηκε το 1997 με ημερομηνία πρώτης εφαρμογής την 01.01.1998.

Στόχος αυτού του προτύπου είναι η καθιέρωση αρχών παροχής οικονομικών πληροφοριών κατά τομέα, προκειμένου οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να είναι σε θέση να κατανοούν την απόδοση, τους κινδύνους και τα οφέλη που αναλαμβάνει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα και, κατά συνέπεια, να διαμορφώνουν μια ολοκληρωμένη άποψη για την επιχείρηση ως σύνολο.

**Πρότυπο 15: Πληροφορίες που φανερώνουν τις επιδράσεις
από τις μεταβολές των τιμών**

Η πρώτη έκδοση του προτύπου αυτού έλαβε χώρα το 1981 και αναθεωρήθηκε το 1991.

Η εφαρμογή του έχει απώτερο σκοπό να φανερώνει τις επιδράσεις από τις μεταβολές των τιμών πάνω στις αποτιμήσεις των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, τον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων εκμετάλλευσης και της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης. Οι μέθοδοι σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων, προκειμένου να θεμελιώνεται ορθολογική αντιμετώπιση του υπό μελέτη θέματος, που υιοθετούνται από το πρότυπο αυτό είναι δύο· η μέθοδος της γενικής αγοραστικής δύναμης και η μέθοδος του τρέχοντος κόστους. Η πρώτη μέθοδος περιλαμβάνει τον επαναπροσδιορισμό ορισμένων ή όλων των κονδυλίων των οικονομικών καταστάσεων με βάση τις μεταβολές του γενικού επιπέδου τιμών, ενώ η δεύτερη μέθοδος χρησιμοποιεί ως κύρια βάση αποτίμησης το κόστος αντικατάστασης.

Πρότυπο 16: Ενσώματες ακινητοποιήσεις

Αναθεωρημένο το 1998 εφαρμόζεται στις οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις χρήσεις που αρχίζουν την ή μετά την 01.01.1999.

Στο πρότυπο αυτό τίθενται οι προδιαγραφές για τη λογιστική αντιμετώπιση των ενσώματων ακινητοποιήσεων, με εξαίρεση των βιολογικών περιουσιακών στοιχείων που σχετίζονται με τη γεωγραφική δραστηριότητα, καθώς και των δικαιωμάτων ορυχείων, μεταλλείων, την αναζήτηση ορυκτών, την αναζήτηση και άντληση πετρελαίου και την αναζήτηση φυσικού αερίου και ομοίων πόρων που δεν αναγεννώνται. Καθορίζονται οι προϋποθέσεις για την καταχώρηση των παγίων στοιχείων και οριοθετούνται οι δαπάνες που

συνιστούν το κόστος τους. Λόγος επίσης γίνεται για τις αποσβέσεις και τις απομειώσεις των εν λόγω στοιχείων.

Πρότυπο 17: Μισθώσεις

Μετά την αναθεώρηση του προτύπου το 1997 ορίστηκε ως ημερομηνία εφαρμογής η 01.01.1999.

Σκοπός του προτύπου αυτού είναι να περιγράψει τη λογιστική των χρηματοδοτικών και λειτουργικών μισθώσεων, τόσο από την πλευρά των μισθωτών όσο και από την πλευρά των εκμισθωτών.

Πρότυπο 18: Έσοδα

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε αρχικά με τον τίτλο «καταχώρηση των εσόδων στα αποτελέσματα». Αναθεωρήθηκε και μετονομάστηκε ο τίτλος αυτού το 1993, ενώ ορίστηκε ως πρώτη ημερομηνία εφαρμογής του η 01.01.1995.

Αρχικά το πρότυπο αποσαφηνίζει την έννοια του εσόδου και στη συνέχεια προσδιορίζει το χρόνο καταχώρησης των εσόδων. Εφαρμόζεται για έσοδα τα οποία προκύπτουν από συναλλαγές που αφορούν την πώληση αγαθών, την παροχή υπηρεσιών και την από μέρους τρίτων χρησιμοποίηση περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που αποφέρουν τόκους, δικαιώματα και μερίσματα.

Πρότυπο 19: Παροχές σε εργαζομένους

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1993 και αναθεωρήθηκε το 1998, οπότε και ορίστηκε ως ημερομηνία εφαρμογής του η 01.01.1999.

Κύριο αντικείμενό του είναι η περιγραφή της λογιστικής απεικόνισης και των γνωστοποιήσεων που πρέπει να εφαρμόζονται για όλες τις παροχές που δίδονται από τον εργοδότη προς του εργαζομένους, συμπεριλαμβάνοντας και τις ειδικές κατηγορίες παροχών που προσφέρονται σύμφωνα με τυπικά προγράμματα, με νομοθετικούς κανόνες ή μέσω κλαδικών συμβάσεων, καθώς και από άτυπες πρακτικές που καταλήγουν όμως σε μια τεκμαιρόμενη δέσμευση.

Σύμφωνα με αυτό το πρότυπο οι παροχές σε εργαζομένους χωρίζονται σε πέντε μεγάλες κατηγορίες: βραχύχρονες παροχές σε εργαζομένους, παροχές λήξης της εργασιακής σχέσης, παροχές μετά την απασχόληση, άλλες μακροχρόνιες παροχές σε εργαζομένους και παροχές σε συμμετοχικούς τίτλους ή με βάση την αξία αυτών. Οι ανωτέρω αποδοχές δύναται να χορηγούνται είτε άμεσα στους εργαζομένους είτε έμμεσα στα προστατευόμενα αυτών μέλη. Επίσης, αφορά όλους τους εργαζομένους ανεξαρτήτως του τρόπου παροχής της υπηρεσίας (πλήρες ωράριο, μερικό, ευκαιριακοί, μόνιμοι, κ.λπ.), καθώς και της θέσης τους στην ιεραρχία (απλό προσωπικό, διοικητικό προσωπικό, στελέχη, διευθυντές, κ.λπ.).

Πρότυπο 20: Λογιστική των κρατικών επιχορηγήσεων και γνωστοποίησης της κρατικής υποστήριξης

Η αρχική έκδοση του προτύπου υλοποιήθηκε το 1983 και αναθεωρήθηκε το έτος 1994.

Το πρότυπο αυτό αναφέρεται στη λογιστική παρακολούθηση και γνωστοποίηση των κρατικών υποστηρίξεων. Οι τελευταίες είναι μέτρα που λαμβάνονται από το κράτος με σκοπό την παροχή οικονομικού πλεονεκτήματος σε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα. Το πρότυπο, όμως, δεν αναφέρεται

στα ειδικότερα προβλήματα της λογιστικής απεικόνισης των κρατικών επιχορηγήσεων ή ενισχύσεων σε οικονομικές καταστάσεις που αντικατοπτρίζουν τις μεταβολές των τιμών, της κρατικής υποστήριξης με τη μορφή πλεονεκτημάτων, όπως φορολογικές απαλλαγές, φορολογικές εκπτώσεις για επενδύσεις, πρόσθετες αποσβέσεις και μειωμένους συντελεστές φόρου, της κρατικής συμμετοχής στην ιδιοκτησία μιας επιχείρησης και των κρατικών επιχορηγήσεων για τη γεωργία.

Πρότυπο 21: Επιδράσεις των μεταβολών στις τιμές του συναλλάγματος

Η αρχική έκδοση του εν λόγω προτύπου έλαβε χώρα το 1984 και αναθεωρήθηκε το 1994, οπότε και η εφαρμογή του άρχεται από την 01.01.1995.

Κύριο αντικείμενο μελέτης αυτού του προτύπου είναι η λογιστική μεταχείριση των συναλλαγών σε ξένο νόμισμα, ο προσδιορισμός της συναλλαγματικής ισοτιμίας που πρέπει να χρησιμοποιείται ανάλογα με την περίπτωση και ο τρόπος καταχώρησης της οικονομικής επίδρασης των μεταβολών των ισοτιμιών στις οικονομικές καταστάσεις. Αξίζει να σημειωθεί ότι στο εν λόγω πρότυπο δεν γίνεται λόγος για τη λογιστική της αντιστάθμισης του κινδύνου των σε ξένο νόμισμα στοιχείων, θέμα το οποίο αντιμετωπίζεται από το πρότυπο 19 περί καταχώρησης και αποτίμησης χρηματοπιστωτικών μέσων.

Πρότυπο 22: Ενοποιήσεις επιχειρήσεων

Το 1984 εκδόθηκε το εν λόγω πρότυπο, το οποίο αναθεωρήθηκε το 1993. Η εφαρμογή του αναθεωρημένου προτύπου καλύπτει τις λογιστικές περιόδους που αρχίζουν την ή μετά την 01.01.1994.

Το πρότυπο αυτό ασχολείται με τη λογιστική αντιμετώπιση της ενοποίησης των επιχειρήσεων. Ειδικότερα αναφέρεται τόσο στη μέθοδο της αγοράς όσο και στη σπάνια περίπτωση της συνένωσης δικαιωμάτων, όπου δεν είναι δυνατό να προσδιοριστεί αγοραστής. Η απόκτηση μιας επιχείρησης με αγορά περιλαμβάνει διάφορα θέματα, όπως ο επιμερισμός του κόστους στα διάφορα στοιχεία, η παρακολούθηση της υπεραξίας, ο προσδιορισμός του ύψους των δικαιωμάτων μειοψηφίας και η λογιστική της απόκτησης των σταδιακών αγορών. Όμως, το πρότυπο αυτό δεν ασχολείται με συναλλαγές μεταξύ επιχειρήσεων κάτω από κοινό έλεγχο και με δικαιώματα σε κοινοπραξίες, που ρυθμίζεται από το πρότυπο με αριθμό 31 περί χρηματοοικονομικής πληροφόρησης για τα δικαιώματα σε κοινοπραξίες.

Πρότυπο 23: Κόστος δανεισμού

Αναθεωρημένο το 1993 εφαρμόζεται από την 01.01.1995.

Σκοπός του παρόντος προτύπου είναι να περιγράψει τη λογιστική αντιμετώπιση του δανειακού κόστους, το οποίο ορίζεται ως οι τόκοι και οι λοιπές δαπάνες που πραγματοποιούνται από την επιχείρηση για τη λήψη δανειακών κεφαλαίων. Δεν περιλαμβάνεται στο πεδίο εφαρμογής του το πραγματικό ή το υπολογιστικό κόστος κεφαλαίου.

Πρότυπο 24: Γνωστοποιήσεις συνδεδεμένων μερών

Το εν λόγω πρότυπο εγκρίθηκε για πρώτη φορά το 1984, ενώ η επιτροπή προέβη σε αναθεώρησή του το 1994 και τέθηκε σε εφαρμογή από 01.01.1995.

Το πρότυπο αυτό ασχολείται με την περιγραφή των γνωστοποιήσεων που χαρακτηρίζονται ως απαραίτητες για τις συναλλαγές που λαμβάνουν χώρα

μεταξύ των συνδεδεμένων μερών. Ως τέτοιες συναλλαγές νοούνται οι συναλλαγές, πρώτον, των επιχειρήσεων που είτε άμεσα είτε έμμεσα, μέσω ενός ή περισσοτέρων ενδιάμεσων ελέγχων, είτε ελέγχονται από την επιχείρηση που καταρτίζει τις οικονομικές καταστάσεις είτε βρίσκονται κάτω από κοινό έλεγχο με την επιχείρηση αυτή, δεύτερον, των συγγενών εταιρειών, τρίτον, των ιδιωτών και των μελών των οικογενειών τους που κατέχουν είτε άμεσα είτε έμμεσα δικαιώματα ψήφου στην επιχείρηση που καταρτίζει τις οικονομικές καταστάσεις (τα οποία δικαιώματα παρέχουν στα ανωτέρω πρόσωπα ουσιώδη επιρροή πάνω στην επιχείρηση), τέταρτον, των στελεχών της επιχείρησης και των μελών των οικογενειών τους, πέμπτον, των επιχειρήσεων στις οποίες σημαντικά δικαιώματα κατέχουν ιδιώτες που ταυτόχρονα έχουν δικαιώματα ψήφου στην υπό εξέταση επιχείρηση, καθώς και των στελεχών τους που παράλληλα έχουν δικαιώματα στις επιχειρήσεις αυτές. Ιδιαίτερη προσοχή κατά την εξέταση της σχέσης πρέπει να δίδεται στην ουσία της σχέσης και όχι μόνο στο νομικό τύπο.

Πρότυπο 25: Λογιστική των επενδύσεων

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε το 1985 και αναμορφώθηκε το 1991. Η εφαρμογή του ίσχυε μέχρι την 31.12.2000, για το λόγο ότι τα σχετικά θέματα καλύπτονται πλέον από τα υπ' αριθμ. 38 περί άυλων περιουσιακών στοιχείων, 39 περί χρηματοπιστωτικών μέσων και 40 περί επενδύσεων σε ακίνητα μεταγενέστερα πρότυπα.

Στο πρότυπο αυτό καλύπτονται λογιστικά θέματα που άπτονται της καταχώρησης και αποτίμησης των επενδύσεων σε ομολογίες και μετοχές, καθώς και των επενδύσεων σε εδαφικές εκτάσεις, κτιριακές εγκαταστάσεις και σε άλλα ενσώματα και ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία.

**Πρότυπο 26: Λογιστική απεικόνιση και παρουσίαση
των προγραμμάτων παροχής αποχώρησης**

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε το 1986 και αναθεωρήθηκε το 1991.

Αναφέρεται στις οικονομικές εκθέσεις των προγραμμάτων παροχών αποχώρησης. Οι τελευταίες είναι συμφωνίες με βάση τις οποίες μια επιχείρηση προβαίνει σε παροχές (με τη μορφή είτε ετήσιων καταβολών είτε ενός ποσού εφ' άπαξ) προς το προσωπικό της, κατά ή μετά τη λήξη της σχέσης εργασίας, υπό τον όρο ότι οι παροχές αυτές δύναται να προσδιοριστούν σε χρονικό σημείο πριν την αποχώρηση των εργαζομένων, με βάση τους όρους ενός εγγράφου ή την πρακτική της επιχείρησης. Για τους σκοπούς αυτού του προτύπου ένα πρόγραμμα παροχών θεωρείται μια μονάδα ξεχωριστή από τους εργοδότες που συμμετέχουν στο πρόγραμμα και η οποία μονάδα παρουσιάζει δικές της οικονομικές εκθέσεις. Το εάν θα έχει η μονάδα αυτή ξεχωριστή νομική προσωπικότητα και υπευθύνους διαχειριστές ή όχι δεν επηρεάζει την εφαρμογή αυτού του προτύπου.

**Πρότυπο 27: Ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις
και λογιστικές επενδύσεων σε θυγατρικές**

Η πρώτη έκδοση του προτύπου έλαβε χώρα το 1988 και το 1991 αναθεωρήθηκε.

Θεματικό αντικείμενο του εν λόγω προτύπου είναι η λογιστική αντιμετώπιση των ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων ενός ομίλου επιχειρήσεων κάτω από τον έλεγχο μιας μητρικής, καθώς και η απεικόνιση των επενδύσεων σε θυγατρικές στις ιδιαίτερες οικονομικές καταστάσεις της μητρικής.

Πρότυπο 28: Λογιστική επενδύσεων σε συγγενείς εταιρείες

Το πρότυπο εφαρμόζεται στις οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν περιόδους που αρχίζουν την ή μετά την 01.01.1990.

Οι επιταγές του εν λόγω προτύπου οφείλονται να εφαρμόζονται για τη λογιστική απεικόνιση των επενδύσεων σε συγγενείς επιχειρήσεις. Ειδικότερα, το πρότυπο αποδέχεται δύο μεθόδους. Η πρώτη ονομάζεται μέθοδος της καθαρής θέσης και αποτελεί μια λογιστική μέθοδο κατά την οποία η επένδυση καταχωρείται αρχικά στο κόστος κτήσης και αναπροσαρμόζεται μετέπειτα, προκειμένου να απεικονίσει το μερίδιο του επενδυτή στα κέρδη ή τις ζημίες της εκδότριας μετά την ημερομηνία απόκτησης. Τα μερίσματα που ο επενδυτής λαμβάνει από μια εκδότρια μειώνουν τη λογιστική αξία της επένδυσης. Η δεύτερη μέθοδος καλείται κόστους κτήσης. Βάσει της μεθόδου αυτής, η επένδυση καταχωρείται στο κόστος κτήσης. Ο λογαριασμός των αποτελεσμάτων αντανakλά το κέρδος από την επένδυση μόνο στην έκταση που ο επενδυτής λαμβάνει μερίσματα από σωρευμένα κέρδη της εκδότριας που προκύπτουν μετά την ημερομηνία απόκτησης. Μερίσματα που λαμβάνονται επιπλέον τέτοιων κερδών θεωρούνται ανάκτηση της επένδυσης και καταχωρούνται αφαιρετικά του κόστους αυτής.

Πρότυπο 29: Οικονομικές καταστάσεις σε υπερπληθωριστικές οικονομίες

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1989, αναθεωρήθηκε το 1991 και η εφαρμογή του νέου σχεδίου ισχύει από την 01.01.1990.

Αυτό το πρότυπο εφαρμόζεται στις βασικές οικονομικές καταστάσεις (ιδιαίτερες και ενοποιημένες) κάθε επιχείρησης που τις καταρτίζει σε νόμισμα μιας υπερπληθωριστικής οικονομίας. Μια οικονομία χαρακτηρίζεται ως

υπερπληθωριστική είτε όταν ο γενικός πληθυσμός προτιμά να διατηρεί τον πλούτο του σε μη νομισματικά περιουσιακά στοιχεία ή σε ξένα σταθερά νομίσματα, είτε όταν ο γενικός πληθυσμός εκτιμά τα χρηματικά ποσά όχι βάσει του τοπικού νομίσματος, αλλά βάσει σταθερών ξένων νομισμάτων, είτε όταν πωλήσεις και αγορές επί πιστώσει γίνονται σε τιμές που συμψηφίζουν την αναμενόμενη ζημία της αγοραστικής δύναμης κατά τη διάρκεια της περιόδου πίστωσης, είτε όταν επιτόκια, μισθοί και τιμές συνδέονται προς ένα δείκτη τιμών, είτε, τέλος, όταν ο σωρευμένος πληθωρισμός μέσα σε τρία χρόνια ξεπέρασε το 100%.

**Πρότυπο 30: Γνωστοποιήσεις με τις οικονομικές καταστάσεις των
τραπεζών και των ομοίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων**

Το εν λόγω πρότυπο αρχικά εγκρίθηκε το 1990 και η αναθεωρημένη του μορφή υιοθετήθηκε το 1991.

Πεδίο εφαρμογής του προτύπου είναι ορισμένες καταστάσεις των τραπεζών και των ομοίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Με άλλα λόγια, το εν λόγω πρότυπο εφαρμόζεται από όλα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τόσο εκείνων των οποίων μια από τις κύριες δραστηριότητες είναι να δέχονται καταθέσεις και να δανείζονται κεφάλαια με σκοπό την παροχή δανείων ή / και την ανάληψη επενδύσεων όσο και εκείνων των οποίων οι δραστηριότητες εμπίπτουν στο αντικείμενο της τραπεζικής ή όμοιας νομοθεσίας.

**Πρότυπο 31: Χρηματοοικονομική παρουσίαση
των δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες**

Το πρότυπο 31 εγκρίθηκε το 1990 και παρουσιάζεται με την αναθεωρημένη μορφή του από το 1991.

Κύριο αντικείμενό του αποτελεί ο λογιστικός χειρισμός των δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες και η απεικόνιση των περιουσιακών στοιχείων, υποχρεώσεων, εσόδων και εξόδων της κοινοπραξίας στις οικονομικές καταστάσεις των κοινοπρακτούντων και των επενδυτών, ανεξάρτητα από τις δομές ή τις μορφές με τις οποίες διεξάγονται οι δραστηριότητες της κοινοπραξίας.

Πρότυπο 32: Χρηματοπιστωτικά μέσα: γνωστοποίηση και παρουσίαση

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1995 και η εφαρμογή του άρχεται στη διαχειριστική περίοδο από 01.01.1996.

Ασχολείται με την παρουσίαση και γνωστοποίηση πληροφοριών αναφορικά με όλους τους τύπους των χρηματοπιστωτικών μέσων καταχωρημένων και μη στον ισολογισμό, εκτός από αυτά που αφορούν, πρώτον, δικαιώματα σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες που καθορίζονται από τα πρότυπα 27 περί ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και λογιστικής επενδύσεων σε θυγατρικές, 28 περί λογιστικής επενδύσεων σε συγγενείς εταιρείες και 31 περί χρηματοοικονομικής παρουσίασης των δικαιωμάτων σε κοινοπραξίες αντίστοιχα, δεύτερον, υποχρεώσεις εργοδοτών και προγραμμάτων για τις μετά την απασχόληση παροχές που καθορίζονται από το υπ' αριθμ. 19 πρότυπο περί παροχών σε εργαζομένους, όσο αφορά την καταχώρηση και αποτίμηση, και το υπ' αριθμ. 26 πρότυπο περί λογιστικής απεικόνισης των προγραμμάτων αποχώρησης, όσον αφορά την παρουσίαση των προγραμμάτων αυτών, τρίτον, υποχρεώσεις εργοδοτών για προγράμματα αγοράς μετοχών από εργαζομένους σε κανονικές ή ειδικές τιμές, και, τέταρτον, υποχρεώσεις από ασφαλιστικές συμβάσεις.

Πρότυπο 33: Κέρδη κατά μετοχή

Το εν λόγω πρότυπο εγκρίθηκε το 1997 και άρχισε να εφαρμόζεται στις οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις χρήσεις που άρχονται την ή μετά την 01.01.1998.

Πρόκειται για ένα καθαρά χρηματοοικονομικού περιεχομένου πρότυπο, αντικείμενο του οποίου αποτελεί η θέση αρχών και κανόνων για τον προσδιορισμό και την παρουσίαση των κερδών κατά μετοχή, προκειμένου να επιτυγχάνεται η με τους ίδιους όρους σύγκριση αφενός της απόδοσης της ίδιας επιχείρησης σε διαφορετικές χρονικά λογιστικές περιόδους και αφετέρου της απόδοσης μιας επιχείρησης με άλλες οικονομικές μονάδες του ίδιου ή μη κλάδου. Οι αρχές του εν λόγω προτύπου βρίσκουν εφαρμογή σε επιχειρήσεις των οποίων οι κοινές μετοχές ή οι δυνητικοί τίτλοι μετατρέψιμοι σε κοινές μετοχές είναι δημόσια διαπραγματεύσιμες, καθώς και σε επιχειρήσεις που είναι στη διαδικασία της έκδοσης κοινών μετοχών, ή τίτλων δυναμένων να μετατραπούν σε κοινές μετοχές σε δημόσιες αγορές χρεογράφων. Όταν παρουσιάζονται ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, τότε η πληροφόρηση απαιτείται μόνο για αυτές.

Πρότυπο 34: Ενδιάμεση οικονομική έκθεση

Το πρότυπο αυτό τέθηκε σε ισχύ από την 01.01.1994.

Σκοπός του προτύπου είναι να προσδιορίσει το ελάχιστο περιεχόμενο μιας ενδιάμεσης οικονομικής έκθεσης και να καθορίσει τις αρχές καταχώρησης και αποτίμησης στις πλήρεις ή συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις μιας ενδιάμεσης περιόδου.

Πρότυπο 35: Διακοπτόμενες εκμεταλλεύσεις

Το πρότυπο αυτό εγκρίθηκε σχετικά πρόσφατα και εφαρμόζεται στις οικονομικές καταστάσεις των χρήσεων που αρχίζουν την ή μετά την 01.01.1999.

Με το πρότυπο αυτό καθιερώνεται μια βάση για το διαχωρισμό της πληροφόρησης σχετικά με μια εκμετάλλευση που μια επιχειρηματική μονάδα διακόπτει από την πληροφόρηση που αφορά τις συνεχιζόμενες δραστηριότητες. Επίσης, καθορίζει τις ελάχιστες απαιτούμενες γνωστοποιήσεις σχετικά με το υπό εξέταση θέμα.

Πρότυπο 36: Απομείωση αξίας περιουσιακών στοιχείων

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 1998 και τέθηκε σε ισχύ από 01.07.1999.

Σκοπός του προτύπου είναι να αναφέρει τις διαδικασίες που οφείλονται να εφαρμόζονται από μια επιχείρηση, προκειμένου να διασφαλίζεται ότι τα περιουσιακά στοιχεία της δεν εμφανίζονται σε τιμή μεγαλύτερη από την ανακτήσιμη αξία τους. Το πρότυπο δεν εφαρμόζεται σε περιουσιακά στοιχεία όπως είναι τα αποθέματα, οι απαιτήσεις που προέρχονται από συμβάσεις κατασκευής έργων, οι αναβαλλόμενες απαιτήσεις φόρων εισοδήματος, οι απαιτήσεις που προέρχονται από παροχές σε εργαζόμενους, τα χρηματοοικονομικά στοιχεία, οι επενδύσεις σε ακίνητα που αποτιμώνται με τη μέθοδο της πραγματικής αξίας και τα βιολογικά περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με αγροτικές δραστηριότητες, διότι καλύπτονται αντίστοιχα από τα πρότυπα 2, 11, 12, 19, 32, 40 και 41.

**Πρότυπο 37: Προβλέψεις, ενδεχόμενες υποχρεώσεις
και ενδεχόμενες απαιτήσεις**

Αναθεωρημένο από το 1998 τέθηκε σε ισχύ από την 01.07.1999.

Σκοπός του προτύπου αυτού είναι να εξασφαλίσει ότι εφαρμόζονται ορθά κριτήρια και βάσεις αποτίμησης, προκειμένου να καταχωρηθεί και να εκτιμηθεί μια πρόβλεψη, μια ενδεχόμενη υποχρέωση και μια ενδεχόμενη απαίτηση. Στο παρόν δεν αναφέρεται ο λογιστικός χειρισμός των επισφαλών απαιτήσεων.

Πρότυπο 38: Άυλα περιουσιακά στοιχεία

Όπως και το προηγούμενο πρότυπο, έτσι και αυτό αναθεωρημένο από το 1998 τέθηκε σε ισχύ από την 01.07.1999.

Αντικείμενο του εν λόγω προτύπου είναι να θέσει κριτήρια για τη λογιστική καταχώρηση και απεικόνιση των άυλων περιουσιακών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Ακόμη ασχολείται και με τη μετέπειτα λογιστική αντιμετώπισή τους και τις απαιτούμενες κάθε φορά γνωστοποιήσεις. Στο πεδίο εφαρμογής του εν λόγω προτύπου δεν εμπίπτουν οι αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις, οι μισθώσεις, οι απαιτήσεις που προκύπτουν από παροχές σε εργαζόμενους, η υπεραξία που οφείλεται στην ενοποίηση των επιχειρήσεων, τα χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία, τα μεταλλευτικά δικαιώματα και δαπάνες για εξερεύνηση ή ανάπτυξη και εξόρυξη μεταλλευμάτων πετρελαίου, φυσικών αερίων και ομοίων φυσικών πόρων και λοιπών άυλων περιουσιακών στοιχείων που προκύπτουν σε ασφαλιστικές εταιρείες από ασφαλιστήρια συμβόλαια με τους δικαιούχους αυτών που καλύπτονται από άλλα πρότυπα.

Πρότυπο 39: Χρηματοπιστωτικά μέσα: καταχώρηση και αποτίμηση

Το πρότυπο αυτό εκδόθηκε το 2000 και τέθηκε για πρώτη φορά σε εφαρμογή το διαχειριστικό έτος από 01.01.2001.

Προδιαγράφει κανόνες οι οποίοι πρέπει να τηρούνται για την ορθολογική καταχώρηση και αποτίμηση των χρηματοπιστωτικών μέσων, που διαθέτει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα. Εφαρμόζεται από όλες τις επιχειρήσεις για όλα τα χρηματοπιστωτικά μέσα. Το πρότυπο αναφέρεται σε όλα σχεδόν τα περιουσιακά στοιχεία ενεργητικού και παθητικού εκτός από τα ενσώματα και ασώματα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τις συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις, τα έξοδα πολυετούς απόσβεσης και τα αποθέματα. Επίσης, δεν εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του, πρώτον, δικαιώματα συμμετοχής σε θυγατρικές, συγγενείς και κοινοπραξίες τα οποία εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής των προτύπων 27 περί ενοποιημένων οικονομικών καταστάσεων και λογιστικής επενδύσεων σε θυγατρικές, 28 περί λογιστικής επενδύσεων σε συγγενείς εταιρείες και 31 περί γνωστοποιήσεων των τραπεζών και των ομοίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων αντίστοιχα, με εξαίρεση δικαιώματα που αποκτώνται και κατέχονται με σκοπό τη διάθεσή τους στο άμεσο μέλλον ή αφορούν επιχειρήσεις που λειτουργούν κάτω από σοβαρούς μακροπρόθεσμους περιορισμούς που εμποδίζουν τη μεταφορά πόρων προς τη μητρική επιχείρηση, δεύτερον, δικαιώματα και υποχρεώσεις από συμβάσεις που εμπίπτουν στο πεδίο εφαρμογής του προτύπου 17 περί μισθώσεων, με εξαίρεση τις απαιτήσεις από συμβάσεις που εμφανίζονται στον ισολογισμό ενός εκμισθωτή, οι οποίες και υπόκεινται στις περί διαγραφής διατάξεις αυτού του προτύπου, τρίτον, περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις εργοδοτών από προγράμματα παροχών προς τους εργαζομένους για τα οποία εφαρμόζεται το ομώνυμο υπ' αριθμ. 19 πρότυπο, τέταρτον, δικαιώματα και υποχρεώσεις από

ασφαλιστήρια συμβόλαια, όπως αυτά καθορίζονται στο πρότυπο 32 περί γνωστοποίησης και παρουσίασης χρηματοπιστωτικών μέσων, με εξαίρεση των ενσωματωμένων σε τέτοια συμβόλαια παραγώγων, πέμπτον, συμμετοχικούς τίτλους που εκδίδονται από την εξεταζόμενη επιχείρηση συμπεριλαμβανομένων των δικαιωμάτων προαίρεσης (options), των δικαιωμάτων αγοράς μετοχών (warrants) και των άλλων χρηματοπιστωτικών στοιχείων που ταξινομούνται στα ίδια κεφάλαια, έκτο, συμβάσεις χρηματοοικονομικής εγγύησης συμπεριλαμβανομένων πιστωτικών επιστολών οι οποίες υποχρεώνουν σε πληρωμή, όταν ο χρεώστης αδυνατεί να εξοφλήσει το χρέος του, οπότε και ισχύει το πρότυπο 37 περί προβλέψεων, ενδεχόμενων υποχρεώσεων και ενδεχόμενων απαιτήσεων, έβδομο, συμβάσεις για ενδεχόμενη αντιπαροχή σε μια ενοποίηση επιχειρήσεων σύμφωνα με τις επιταγές του προτύπου 22 περί ενοποιήσεων επιχειρήσεων και, τέλος, συμβάσεις που απαιτούν πληρωμή που βασίζεται σε κλιματολογικές γεωγραφικές ή άλλες μεταβλητές.

Πρότυπο 40: Επενδύσεις σε ακίνητα

Αναθεωρημένο από το 2000 εφαρμόζεται για τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις που καλύπτουν τις χρήσεις που αρχίζουν την ή μετά την 01.01.2001.

Αντικείμενο του εν λόγω προτύπου είναι ο καθορισμός των λογιστικών μεθόδων που οφείλονται να εφαρμόζονται σε περιπτώσεις επενδύσεων σε ακίνητα. Η λογιστική αντιμετώπιση περιλαμβάνει την καταχώρηση, αποτίμηση και γνωστοποίηση για επενδύσεις σε ακίνητα που κατέχονται από ένα μισθωτή βάσει χρηματοδοτικής μίσθωσης, καθώς και τις επενδύσεις σε ακίνητα που έχουν εκμισθωθεί βάσει λειτουργικής μίσθωσης από έναν εκμισθωτή.

Πρότυπο 41: Γεωργία

Το εν λόγω πρότυπο εκδόθηκε το 2001 και τέθηκε σε ισχύ για τη λογιστική περίοδο από 01.01.2003.

Αναφέρεται στη λογιστική αντιμετώπιση, την παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων και τις γνωστοποιήσεις που αφορούν επιχειρήσεις με αγροτική δραστηριότητα. Στο πεδίο του προτύπου δεν εμπίπτουν εδάφη που σχετίζονται με γεωργική δραστηριότητα, ήτοι κατεχόμενη για οποιοδήποτε σκοπό γη, η λογιστική αντιμετώπιση των οποίων καλύπτεται από τα πρότυπα 16 περί ενσώματων ακινητοποιήσεων και 40 περί επενδύσεων σε ακίνητα, άυλα περιουσιακά στοιχεία που σχετίζονται με γεωργική δραστηριότητα, όποτε και εφαρμόζονται τα όσα αναπτύσσονται στο υπ' αριθμ. 38 πρότυπο περί άυλων περιουσιακών στοιχείων, καθώς επίσης και τα γεωργικά προϊόντα μετά το χρόνο της συγκομιδής, για τα οποία εφαρμόζεται το πρότυπο 2 περί αποθεμάτων.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Ο Σ Ι Ι

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ✚ Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης και Παναγιώτης Κ. Βρουστούρης, «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και Διερμηνείες: Πρακτική Ανάλυση και Ερμηνεία με Λογιστικά Παραδείγματα Εφαρμογής», Εκδοτικός Οίκος “Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών - Λογιστών”, Αθήνα, 2002.
- ✚ Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα», Τόμος Α΄, Εκδοτικός Οίκος “Ε. Σακέλλης”, Αθήνα, 2002.
- ✚ Γεώργιος Ι. Μάτσος, «Η Εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ως Μέτρο Αρτιότερης Διαφάνειας και Πληροφόρησης», 13ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Κέρκυρα, 7-9 Νοεμβρίου 2003.
- ✚ Νόμος 2992/2002 περί «μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ 54/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/20.03.2002).
- ✚ Νόμος 3148/2003 περί «επιτροπής λογιστικής τυποποίησης και ελέγχων, ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος, προστασίας ευρώ, επιχειρήσεων διαμεσολάβησης μεταφοράς κεφαλαίων» (ΦΕΚ 136/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/ 05.06.2003).
- ✚ Απόφαση 53705/994/22.07.2003 του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών περί «χρόνου εφαρμογής των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης» (ΦΕΚ 1129/ΤΕΥΧΟΣ Β΄/ 11.08.2003).

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ☞ P. Delaney, B. Epstein, J. Adler and M. Foran, «GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles», Publications “Wiley”, 1994.
- ☞ Thomas R. Dyckman, Charles J. Davis, and Roland E. Dukes, «Intermediate Accounting», 5th Edition, Publications “McGraw Hill”, 2001.
- ☞ Κανονισμός υπ’ αριθμ. 1606/19.07.2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L243/1/11.09.2002.
- ☞ Κανονισμός υπ’ αριθμ. 1725/13.10.2003 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Σεπτεμβρίου 2003 για την υιοθέτηση ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L261/1/13.10.2003.
- ☞ Έγγραφο υπ’ αριθμ. 880/13.02.2001 της Commission, C154/29.05.2001.

WORLD WIDE WEB PORTAL & PAGES - INTERNET

- ☞ <http://lawdb.intrasoftnet.com>
- ☞ <http://www.allmedia.gr//AllMedia/-gr/home/mixanismoι/index.asp>
- ☞ <http://www.fasb.org>
- ☞ <http://www.fee.be>
- ☞ <http://www.iasc.org.uk>
- ☞ <http://www.iasd.org.uk>
- ☞ <http://www.iasplus.com>
- ☞ <http://www.ifac.org>
- ☞ <http://www.ifad.net>

 <http://www.soe.gr>

 <http://www.soel.gr>

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

ΑΛΛΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ

ΑΛΛΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

1. ΓΕΝΙΚΑ

Στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας διατριβής επισημάνθηκε η κατηγοριοποίηση των μεθόδων χρηματοοικονομικής ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων, βάσει των τεχνικών που χρησιμοποιούνται για τη διεξαγωγή αυτών, σε δύο ομάδες. Τα μέσα τα οποία εντάσσονται στην πρώτη κατηγορία, τις **ιστορικές αναλύσεις (historical analysis)**, οι οποίες στηρίζονται σε δεδομένα παρελθόντων ετών και αφορούν τη διαχρονική ανάλυση και το συσχετισμό των διαφόρων οικονομικών δεδομένων των λογιστικών καταστάσεων μεταξύ τους με την τεχνική των αριθμοδεικτών, αναλύθηκαν λεπτομερειακά στις ενότητες του προαναφερόμενου κεφαλαίου.

Στο παρόν παράρτημα αναφέρονται συνοπτικά τα μέσα της δεύτερης κατηγορίας, δηλαδή των **προϋπολογιστικών αναλύσεων (budgetary analysis)**. Η διαφοροποίηση των ιστορικών από τις προϋπολογιστικές αναλύσεις εστιάζεται στο γεγονός ότι οι τελευταίες στηρίζονται σε προϋπολογιστικά στοιχεία, τα οποία αφενός υπολογίζονται με την κατάρτιση προϋπολογιστικών εκθέσεων και αφετέρου αποτελούν τη βάση για την εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με την πορεία μιας οικονομικής επιχειρηματικής μονάδας. Ένα άλλο σημείο διάκρισης των δύο αυτών κατηγοριών αναλύσεων

είναι ότι οι προϋπολογιστικές αναλύσεις απαιτούν στοιχεία στα οποία έχουν πρόσβαση κυρίως στελέχη της επιχείρησης και για το λόγο αυτό, συνήθως, οι εν λόγω μελέτες εκπονούνται από την ίδια τη μονάδα.

Σημειώνεται ότι ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός και έλεγχος περιλαμβάνει τη με βάση διάφορα πρότυπα προβολή στο μέλλον των χρηματοοικονομικών και άλλων μεγεθών, καθώς και την ανάπτυξη μιας διαδικασίας αξιοποίησης της υπάρχουσας πληροφόρησης και προσαρμογών με σκοπό τη βελτίωση της οικονομικής επίδοσης της επιχείρησης. Η διαδικασία αυτή προγραμματισμού και ελέγχου περιλαμβάνει τη διατύπωση προβλέψεων και τη χρήση διάφορων τύπων προϋπολογισμών. Εύλογο είναι ότι η υλοποίηση των προϋπολογιστικών αναλύσεων αποσκοπεί, πρώτον, στην ανάλυση και μέτρηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης τόσο σε μακροπρόθεσμο όσο και σε βραχυχρόνιο ορίζοντα και, δεύτερον, στην όσο το δυνατό ακριβέστερη πρόβλεψη της μελλοντικής της εξέλιξης. Επιπλέον, οι διάφορες μέθοδοι που εντάσσονται στις προϋπολογιστικές αναλύσεις, και αναπτύσσονται συνοπτικά παρακάτω, χρησιμοποιούνται στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής για τη βελτίωση της αποδοτικότητας, την αποφυγή ταμιακής στενότητας και τη βελτίωση της επίδοσης της εταιρείας.

2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΝΕΚΡΟΥ ΣΗΜΕΙΟΥ

Η *ανάλυση του νεκρού σημείου (break even point analysis)* αποτελεί μια διαγνωστική μέθοδο που έχει διπλό σκοπό. Χρησιμοποιείται αφενός κατά τη διάρκεια ελέγχου και αξιολόγησης της επίδοσης και του βαθμού επίτευξης των οργανωσιακών στόχων μιας εταιρείας και αφετέρου κατά τη

διάρκεια του προγραμματισμού της επιχειρησιακής της δράσης. Στόχος της είναι ο προσδιορισμός του σημείου εκείνου στο οποίο ο κύκλος εργασιών καλύπτει απλά και μόνο το συνολικό κόστος. Στο σημείο αυτό, το οποίο συναντάται με τις ονομασίες **νεκρό σημείο ή μεταίχμιο (break even point)**, το οικονομικό αποτέλεσμα είναι μηδενικό, δηλαδή η επιχείρηση δεν πραγματοποιεί ούτε κέρδη ούτε ζημίες. Με άλλα λόγια, η εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου επιτρέπει την εξέταση των υφιστάμενων σε μια ορισμένη χρονική περίοδο σχέσεων μεταξύ των εσόδων και των εξόδων μιας επιχείρησης, όπως αυτές διαμορφώνονται συναρτήσει του βαθμού δραστηριότητάς της.

Η εν λόγω μέθοδος στηρίζεται στο διαχωρισμό του κόστους σε σταθερό, ημιμεταβλητό και μεταβλητό. **Σταθερά έξοδα (fixed costs)** καλούνται εκείνα τα οποία παραμένουν αμετάβλητα και ανεξάρτητα από την κυμαινόμενη δραστηριότητα της επιχείρησης. Αντίθετα, **μεταβλητά έξοδα (variable costs)** είναι τα εκείνα τα οποία παρουσιάζουν αυξομειώσεις, όταν μεταβάλλεται ο βαθμός δραστηριότητας της επιχείρησης¹. Τέλος, τα **ημιμεταβλητά έξοδα (semivariable costs)** αποτελούν δαπάνες οι οποίες είναι δυνατό να καταταγούν σε μία εκ των δύο προαναφερόμενων κατηγοριών αν και μόνο αν γίνει η διάκρισή τους στο σταθερό και στο μεταβλητό τους μέρος.

Η προαναφερόμενη διάκριση του κόστους δημιουργεί ένα υπόβαθρο περιοριστικών υποθέσεων, η γνώση των οποίων κρίνεται απαραίτητη για την κατανόηση των αποτελεσμάτων που εξάγονται από την εφαρμογή της μεθόδου. Συγκεκριμένα, οι βασικότερες υποθέσεις που γίνονται είναι, πρώτον, ότι κάθε κατηγορία κόστους είναι δυνατό να διαχωριστεί σε σταθερό και μεταβλητό

¹ Ανάλογα με το ρυθμό μεταβολής του εξόδου σε σχέση με το ρυθμό μεταβολής της δραστηριότητας τα μεταβλητά έξοδα διακρίνονται σε αναλογικά, όταν ο ρυθμός μεταβολής τους είναι ο ίδιος με το ρυθμό μεταβολής της δραστηριότητας, σε αύξοντα, των οποίων ο ρυθμός μεταβολής είναι μεγαλύτερος από το ρυθμό μεταβολής της δραστηριότητας, σε φθίνοντα, των οποίων ο ρυθμός μεταβολής είναι μικρότερος από το ρυθμό μεταβολής της δραστηριότητας και σε παλίνδρομα ή ακανόνιστα των οποίων η κατεύθυνση της μεταβολής εναλλάσσεται.

τμήμα, δεύτερον, ότι οι όλα τα κόστη δύνανται να αναλυθούν σε ένα κοινό επίπεδο δραστηριότητας, και, τρίτον, ότι διατηρείται σταθερή τόσο η διάρθρωση των πωλήσεων όσο και οι λοιπές μεταβλητές καθ' όλη τη διάρκεια της ανάλυσης.

Τρεις τεχνικές έχουν διατυπωθεί για τον προσδιορισμό του εν λόγω σημείου. Η πρώτη είναι αυτή της γραφικής παράστασης (graph method), η οποία προϋποθέτει τη σχεδίαση του διαγράμματος του νεκρού σημείου. Η γραφική παράσταση επιτρέπει την εμφάνιση τόσο του νεκρού σημείου όσο και των επιδράσεων επί του αποτελέσματος ενδεχόμενων μεταβολών στο κόστος, στον όγκο ή στην αξία των πωλήσεων της επιχείρησης. Η δεύτερη καλείται τεχνική της μαθηματικής ισότητας (equation method). Σύμφωνα με αυτή το νεκρό σημείο δίνεται από την ακόλουθη αλγεβρική σχέση

$$\text{Νεκρό Σημείο (σε μονάδες)} = \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Τιμή Πώλησης} - \text{Μεταβλητό Κόστος (ανά μονάδα)}}$$

Τέλος, η τρίτη τεχνική φέρει τον τίτλο μικτού περιθωρίου κέρδους (contribution margin method) και υπολογίζεται από τον ακόλουθο λόγο

$$\text{Νεκρό Σημείο (σε αξία)} = \frac{\text{Σταθερό Κόστος}}{\text{Συντελεστής Μικτού Περιθωρίου (ανά μονάδα)'}}$$

όπου

$$\text{Συντελεστής Μικτού Περιθωρίου} = 1 - \frac{\text{Μεταβλητό Κόστος (ανά μονάδα)}}{\text{Τιμή Πώλησης}}$$

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να τονιστεί ότι το **ταμιακό νεκρό σημείο (cash break even point)** δεν συμπίπτει με το σημείο ισορροπίας (μεταίχμιο), όπως προκύπτει από την ανάλυση του νεκρού σημείου. Η διαφορά τους εστιάζεται στο ότι για τον υπολογισμό του πρώτου δεν λαμβάνονται υπόψη οι μη ταμιακές δαπάνες. Δηλαδή, οι τύποι που εφαρμόζονται για τον

προσδιορισμό του ταμιακού νεκρού σημείου είναι παρόμοιοι με τους αντίστοιχους του νεκρού σημείου με τη μόνη διαφορά ότι το σταθερό κόστος πρέπει να αναπροσαρμοστεί κατά το ποσό των μη ταμιακών δαπανών. Η ανάλυση του ταμιακού νεκρού σημείου είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, διότι παρουσιάζει την εικόνα της ροής των κεφαλαίων από τη δραστηριότητα μιας επιχειρηματικής μονάδας.

Επίσης, αξίζει να σημειωθεί ότι ένα πρόσθετο χρήσιμο εργαλείο για τη μελέτη της ανάλυσης του νεκρού σημείου είναι ο **βαθμός λειτουργικής μόχλευσης (degree of operating leverage)**, που ορίζεται ως λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής στα καθαρά λειτουργικά κέρδη προς την ποσοστιαία μεταβολή είτε του αριθμού των πωληθέντων μονάδων είτε της αξίας των πωλήσεων, δηλαδή δίνεται από την ακόλουθη μαθηματική σχέση

$$\text{Λειτουργική Μόχλευση} = \frac{\text{Ποσοστιαία Μεταβολή Λειτουργικών Κερδών}}{\text{Ποσοστιαία Μεταβολή Αριθμού Πωληθέντων Μονάδων}}$$

ή

$$\text{Λειτουργική Μόχλευση} = \frac{\text{Ποσοστιαία Μεταβολή Λειτουργικών Κερδών}}{\text{Ποσοστιαία Μεταβολή Αξίας Πωλήσεων}}$$

Ο συντελεστής αυτός υπολογίζει το αποτέλεσμα που θα επιφέρει στην αποδοτικότητα μιας επιχείρησης η μεταβολή του κύκλου εργασιών².

Τέλος, ένα άλλο διαγνωστικό μέτρο είναι το **περιθώριο ασφαλείας (safety margin)**. Αυτό προκύπτει ως η διαφορά μεταξύ των πραγματικών πωλήσεων και των αντίστοιχων πωλήσεων που απαιτούνται για την επίτευξη της ισορροπίας του νεκρού σημείου. Το περιθώριο αυτό δύναται να εκφραστεί

² Ισχύει λοιπόν ότι όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός της λειτουργικής μόχλευσης, τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η διακύμανση των κερδών εξαιτίας των μεταβολών του βαθμού δραστηριότητας.

είτε σε απόλυτες τιμές (μονάδες ή αξία) είτε ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών.

3. ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

Μια άλλη ευρέως διαδεδομένη διαγνωστική μέθοδος για τη μέτρηση της επίδοσης των επιχειρηματικών οικονομικών μονάδων αποτελεί και ο **προϋπολογιστικός έλεγχος (*budgetary control*)**.

Με τον όρο **προϋπολογισμός (*budget*) ή αλλιώς πρόγραμμα (*profit planning*)** νοούνται οι πίνακες στους οποίους γίνεται εκτίμηση των ετήσιων εσόδων και εξόδων μιας επιχειρηματικής μονάδας. Οι προβλεπόμενες αυτές καταστάσεις, που αποτελούν ποσοτική έκφραση του προγράμματος δράσης το οποίο σκοπεύει να ακολουθήσει μια επιχείρηση, χρησιμοποιούνται σε σύγκριση με την πραγματική της επίδοση με σκοπό τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας και της αποδοτικότητας αναφορικά με τη χρήση των παραγωγικών συντελεστών και πόρων του υπό εκάστοτε μελέτη οικονομικού οργανισμού.

Ο συγκεντρωτικός προϋπολογισμός (*master budget*) συντίθεται από τους επιμέρους προϋπολογισμούς οι οποίοι καταρτίζονται για έκαστο σημαντικό τομέα δραστηριότητας μιας εταιρείας. Συγκεκριμένα, η κατάρτιση του συγκεντρωτικού προϋπολογισμού προϋποθέτει την κατάρτιση, πρώτον, του προϋπολογισμού εκμετάλλευσης ή λειτουργικού προϋπολογισμού (*operating budget*), που απαρτίζεται από τον προϋπολογισμό των πωλήσεων (*sales budget*), της παραγωγής (*production budget*) - ο οποίος διακρίνεται περαιτέρω σε προϋπολογισμό αποθεμάτων (*inventory budget*), πρώτων και βοηθητικών υλών (*direct materials budget*), εργατικών (*direct labor budget*) και γενικών

βιομηχανικών εξόδων (manufacturing overhead budget) - των δαπανών στήριξης και προώθησης των πωλήσεων (selling budget) και των γενικών δαπανών και διοίκησης (administrative expense budget), και, δεύτερον, του χρηματοοικονομικού προϋπολογισμού (financial budget), στον οποίο περιέχεται ο προϋπολογισμός επενδύσεων και δαπανών κεφαλαίων (capital budget), και ο ταμιακός προϋπολογισμός (cash budget). Η διαδικασία ολοκληρώνεται με το συγκερασμό των ανωτέρω προϋπολογιστικών καταστάσεων και τη σύνταξη του προϋπολογιστικού λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης (budgeted balance sheet) και του προϋπολογιστικού ισολογισμού (budgeted balance sheet)³.

Όπως έχει ήδη αναφερθεί, ο έλεγχος των προϋπολογιστικών καταστάσεων αποσκοπεί στη διαπίστωση της αποδοτικής και αποτελεσματικής χρήσης των χρηματοοικονομικών πόρων που έχει στη διάθεσή της μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα για την επίτευξη προκαθορισμών στόχων. Η άσκηση ελέγχου βασίζεται στη σύγκριση μεταξύ των πραγματοποιηθέντων και των προγραμματισθέντων, ενώ τα αποτελέσματα τα οποία προκύπτουν από την εν λόγω διαδικασία αποτελούν περιεχόμενο ανατροφοδότησης για τη λήψη διορθωτικών μέτρων. Σύμφωνα με την αρχή των εξαιρέσεων μόνο οι αποκλίσεις που κρίνονται σημαντικές αποτελούν αντικείμενο πρόσθετης ανάλυσης και έρευνας. Μια απόκλιση⁴ χαρακτηρίζεται στην πράξη ως σημαντική και ουσιώδης, εάν το σχετικό με τον προϋπολογισμό ή πρότυπο μέγεθός της είναι

³ Οι προϋπολογισμοί διακρίνονται σε στατικούς και ελαστικούς με κριτήριο τους όρους και τις προϋποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η κατάρτισή τους. Ειδικότερα, οι στατικοί προϋπολογισμοί βασίζονται στην υπόθεση ότι η παραγωγική και συναλλακτική δραστηριότητα της επιχείρησης παραμένει αμετάβλητη καθ' όλη τη διάρκεια του προγράμματος, αφορά δηλαδή ένα συγκεκριμένο επίπεδο δραστηριότητας. Αντίθετα, οι ελαστικοί προϋπολογισμοί αναφέρονται σε διάφορα επίπεδα δραστηριότητας αποτελούν, πιο απλά, προγράμματα τα οποία περιέχουν εναλλακτικές προβλέψεις δαπανών που αντιστοιχούν σε διάφορους βαθμούς δραστηριότητας της επιχείρησης.

⁴ Αναφορικά με τις αποκλίσεις σημειώνεται ότι διακρίνονται σε δύο βασικές κατηγορίες. Η πρώτη αφορά την τιμαριθμική απόκλιση ή απόκλιση τιμών, η οποία δημιουργείται από την εκδήλωση διαφορετικών επιπέδων τιμών συγκριτικά με τις αντίστοιχες στις οποίες στηρίχθηκε η υλοποίηση του προϋπολογισμού. Η δεύτερη κατηγορία σχετίζεται με την ποσοτική απόκλιση, η οποία συναντάται στη βιβλιογραφία και με τους όρους απόκλιση χρήσης ή / και αποδοτικότητας. Αυτή προκύπτει από τη διαφορετική σε ποσότητα χρησιμοποίηση των συντελεστών παραγωγής.

τέτοιο, ώστε να προκαλέσει την αντίδραση και τη λήψη διοικητικών και οργανωτικών μέτρων από τη διοίκηση.

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι η αποτελεσματικότητα του προϋπολογιστικού ελέγχου είναι συνάρτηση ορισμένων παραγόντων οι σημαντικότεροι από τους οποίους είναι οι ακόλουθοι. Υψηλός βαθμός αποδοχής του τρόπου κατάρτισης του προϋπολογισμού και της επιλεχθείσας διαδικασίας, ανεμπόδιστη ροή έγκαιρων και έγκυρων πληροφοριών και σύνταξη της έκθεσης ελέγχου κατά τρόπο τέτοιο ώστε να είναι απλή, σαφής, κατανοητή, άρτια και να παρέχει πληθώρα συγκριτικών στοιχείων χρήσιμων για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων. Επιπλέον, θα πρέπει να επικρατούν κατάλληλες συνθήκες συμπεριφοράς, πράγμα το οποίο ερμηνεύεται ως σύμπτωση των μακροχρόνιων στόχων της διοίκησης με τους επιμέρους βραχυπρόθεσμους στόχους των τμημάτων, ελαχιστοποίηση φαινομένων δυσλειτουργίας, αποφυγή συγκρούσεων μέσα στην επιχείρηση, καθώς επίσης και υποκίνηση, ενεργοποίηση και κινητοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού.

4. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ

Μια άλλη μέθοδος για την αξιολόγηση της τρέχουσας και την πρόγνωση της μελλοντικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας είναι οι **προβλέψεις (forecasts)**, οι οποίες όμως προϋποθέτουν τη γνώση στατιστικής και οικονομετρίας. Η ανάπτυξη των διαφόρων τεχνικών προβλέψεων στηρίζεται στη διαιτιακή σχέση των φαινομένων, σύμφωνα με την οποία ένα γεγονός προκαλείται από κάποιο άλλο και ταυτόχρονα δύναται να αποτελεί την αιτία εμφάνισης άλλων γεγονότων.

Οι μέθοδοι των προβλέψεων που έχουν αναπτυχθεί και χρησιμοποιούνται είναι δυνατό να ταξινομηθούν σε δύο μεγάλες κατηγορίες. Η πρώτη αφορά τα λεγόμενα μηχανικά ή ποσοτικά μοντέλα (quantitative models). Πρόκειται για τυποποιημένα μοντέλα που στηρίζονται στη στατιστική ανάλυση και στην εν συνεχεία εισαγωγή στο συγκεκριμένο μοντέλο ιστορικών στοιχείων μέσω του οποίου τα τελευταία υφίστανται επεξεργασία, προκειμένου να λάβει χώρα η πρόβλεψη. Τα εν λόγω μοντέλα διακρίνονται περαιτέρω σε δύο ομάδες. Στην πρώτη ομάδα περιέχονται εκείνα που χρησιμοποιούν αυτόνομα μηχανικά μοντέλα, τα οποία διακρίνονται περαιτέρω σε απλοϊκά ή προσδιοριστικά (determinant models) και στοχαστικά (stochastic models) [μοντέλα απλών, κινούμενων και σταθμισμένων μέσων όρων (average, moving average and average models), εκθετικά μοντέλα εξομάλυνσης (exponential smoothing algorithms) – τεχνική Brown, τεχνική Holt, τεχνική Winter – και μοντέλα σύνθετα αυτοπαλινδρομικά και σταθμισμένων όρων (autoregressive integrated moving average models) – τεχνική Box-Jenkins]. Στη δεύτερη ομάδα ανήκουν όσα στηρίζονται στην αιτιακή σχέση εξαρτημένης και ανεξάρτητων μεταβλητών. Σε αυτή εντάσσονται τα βαρομετρικά ή προοιονιστικά μοντέλα (leading indicators models), τα παλίνδρομα οικονομετρικά μοντέλα μιας ή περισσότερων εξωγενών ανεξάρτητων προσδιοριστικών μεταβλητών των παραμέτρων τους (econometric forecasting models) και τα μοντέλα ανάλυσης εισροών - εκροών (input - output analysis). Η διαφοροποίηση των δύο προαναφερόμενων ομάδων έγκειται στο γεγονός ότι τα μοντέλα της πρώτης στηρίζονται σε μεταβλητές που προσδιορίζονται από το ίδιο το μοντέλο, ενώ τα μοντέλα της δεύτερης ομάδας επηρεάζονται από εξωγενείς ανεξάρτητες μεταβλητές. Η δεύτερη κατηγορία αναφέρεται στα μη μηχανικά ή ποιοτικά ή ανθρώπινα μοντέλα (qualitative models). Από τον τίτλο της κατηγορίας γίνεται φανερό ότι τα μοντέλα αυτά

στηρίζονται βασικά στην κρίση του αναλυτή και κατά συνέπεια υφίστανται, αντί για την επεξεργασία βάσει των νόμων της στατιστικής και των μαθηματικών, την υποκειμενική και ιδιότυπη επίδραση του ανθρώπινου παράγοντα. Στην εν λόγω κατηγορία ανήκουν οι τεχνικές της γραφικής παράστασης (graphical method), των σεναρίων (scenario method), των Δελφών (Delphi method) και της δημοσκοπήσης (dialectic method).

Στη χρηματοοικονομική ανάλυση χρησιμοποιούνται εκτεταμένα δύο τεχνικές ποσοτικών μοντέλων για τη πρόβλεψη των χρηματοδοτικών αναγκών μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Η πρώτη καλείται μέθοδος του ποσοστού των πωλήσεων (percent of sales method), ενώ η δεύτερη ονομάζεται μέθοδος παλινδρόμησης (regression method). Και οι δύο αυτές τεχνικές στηρίζονται στην άποψη ότι η πρόβλεψη των πωλήσεων αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για την εκτίμηση των χρηματοδοτικών αναγκών μιας εταιρείας. Η εφαρμογή τους οδηγεί τόσο στον προσδιορισμό του μέρους των επενδυτικών δραστηριοτήτων που πρέπει να αυτοχρηματοδοτηθούν όσο και στην έγκαιρη γνωστοποίηση της ανάγκης άντλησης κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές. Επίσης, δημιουργείται υπόβαθρο, μέσω του καθορισμού της αναμενόμενης μελλοντικής οικονομικής επίδοσης, για τη σύγκριση και αξιολόγηση της αποδοτικότητας και αποτελεσματικότητας της υπό εκάστοτε μελέτη επιχειρηματικής μονάδας.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Ο Σ Ι Ι Ι

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ☛ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 2003.
- ☛ Γεώργιος Ι. Βενιέρης, «Λογιστική Κόστους», Εκδοτικός Οίκος "Σμπίλιας", Αθήνα, 1992.
- ☛ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
- ☛ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
- ☛ Σταύρος Μ. Θεοφανίδης, «Εγχειρίδιο Αξιολόγησης Επενδυτικών Σχεδίων», Εκδοτικός Οίκος "Παπαζήσης", Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως Α.Ε., Αθήνα, 1987.
- ☛ Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Λογιστική Κόστους», Τεύχη Ι και ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1978.
- ☛ Κωνσταντίνος Κ. Κάντζος, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 1994.
- ☛ Σωτήριος Κ. Καρβούνης, «Οικονομοτεχνικές Μελέτες: Μεθοδολογία - Τεχνικές - Θεωρία», Εκδοτικός Οίκος "Αθ. Σταμούλης", Αθήνα, 2000.
- ☛ Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
- ☛ Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών", Αθήνα, 1993.
- ☛ Βασίλειος Ν. Σαρσέντης, «Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας: Διοικητική Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Πειραιάς, 1993.

- ✚ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Προϋπολογισμοί (Budgeting) για τη Λήψη Επιχειρηματικών Αποφάσεων», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη”, Θεσσαλονίκη, 1985.
- ✚ Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ✚ Ray H. Garrison and Eric W. Noreen, «Managerial Accounting», 9th Edition (International), Publications “Irwin - McGraw Hill Co. Inc.”, Cincinnati, Ohio, 1994.
- ✚ Terence C. Mills, «The Econometric Modeling of Financial Time Series», 2nd Edition, Publications “Cambridge University Press”, Cambridge, Great Britain, 2002.
- ✚ Paul Newbold and Theodore Bos, «Introductory Business and Economic Forecasting», 2nd Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 1994.
- ✚ Dominic Salvatore, «Managerial Economics in a Global Economy», 4th Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 2001.
- ✚ Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

1. ΓΕΝΙΚΑ

Οι αριθμοδείκτες, όπως αναφέρθηκε και στο τρίτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, εκφράζουν σχέσεις μεταξύ λογιστικών μεγεθών με σκοπό την ανάλυση της πραγματικής κατάστασης ενός οικονομικού οργανισμού. Διαμέσου της εφαρμογής της εν λόγω μεθόδου αφενός προσφέρεται η δυνατότητα καλύτερης αξιοποίησης του λογιστικού υλικού για την εξυπηρέτηση όλων των ενδιαφερόμενων μερών και αφετέρου εξασφαλίζονται τα μέσα διάγνωσης και εκτίμησης των συνθηκών κάτω από τις οποίες δραστηριοποιούνται οι οικονομικές μονάδες.

Στο σημείο αυτό κρίνεται ουσιώδες να τονιστεί ότι ο υπολογισμός και η παρουσίαση των διαφόρων αριθμοδεικτών αποτελεί μια μέθοδο χρηματοοικονομικής ανάλυσης, η οποία, τις περισσότερες φορές, έχει ως αποτέλεσμα την παροχή ενδείξεων και όχι λύσεων. Επιπλέον, υπογραμμίζεται, για ακόμη μία φορά, ότι ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν προσφέρει πλήρη εικόνα της οικονομικής θέσης μιας επιχειρηματικής μονάδας. Για τους προαναφερόμενους λόγους οι δείκτες μιας εταιρείας θα πρέπει να συγκρίνονται με τους αντίστοιχους αντιπροσωπευτικούς ή πρότυπους δείκτες, ενώ απαραίτητη είναι και η ανάλυση των τάσεών τους για τη διεξαγωγή ορθών συμπερασμάτων.

Με άλλα λόγια, η χρησιμοποίηση ενός ενιαίου συστήματος αριθμοδεικτών, που οδηγεί σε συστηματοποίηση της οικονομικής έρευνας και χρηματοοικονομικής ανάλυσης, είναι ο παράγοντας εκείνος που συμβάλλει στη δημιουργία μιας ορθολογικότερης βάσης για την αξιολόγηση των οικονομικών μονάδων και τη λήψη αποφάσεων.

Στις επόμενες σελίδες παρατίθενται ο τρόπος υπολογισμού και οι σχέσεις των κυριότερων παραδοσιακών αριθμοδεικτών που χρησιμοποιούνται από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές για τη διεξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με την πορεία μιας οικονομικής επιχειρηματικής μονάδας και τη μελλοντική της εξέλιξη.

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ
(LIQUIDITY RATIOS)**

A/A ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Γενικής ή Κυκλοφοριακής ή Τρέχουσας Ρευστότητας (Current Ratio)

$$1. \text{ Γενική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{\text{Αποθέματα} + \text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείκτης Ειδικής ή Άμεσης Ρευστότητας (Acid Test or Quick Ratio)

$$2. \text{ Ειδική Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείκτης Ταμιακής Ρευστότητας ή Μετρητών (Cash Ratio)

$$3. \text{ Ταμιακή Ρευστότητα} = \frac{\text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείκτης Δυναμικής Ρευστότητας (Dynamic Acid Ratio)

$$4. \text{ Δυναμική Ρευστότητα} = \frac{\text{Αποθέματα} \times \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} + \text{Απαιτήσεις} \times \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Λογαριασμοί Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων} \times \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Έκαστου Λογαριασμού}}$$

Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης προς Σύνολο Ενεργητικού (Net Working Capital to Total Assets Ratio)

$$5. \text{ Κεφαλαιο Κίνησης προς Σύνολο Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό} - \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Δείκτης Κάλυψης Λειτουργικών Εξόδων ή Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος (Defensive Interval Ratio)

$$6. \text{ Αμυντικό Χρονικό Διάστημα} = \frac{\text{Απαιτήσεις} + \text{Χρεόγραφα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Προβλεπόμενες Ημερήσιες Λειτουργικές Δαπάνες}} \times 365$$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ
(ACTIVITY RATIOS)**

Α/Α ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Συνολικής Κυκλοφοριακής Ταχύτητας ή Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Συνολικού Ενεργητικού (Total Assets Turnover Ratio)

1.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων (Fixed Assets Turnover Ratio)

2.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων (Current Assets Turnover Ratio)

3.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων}}$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων (Inventories Turnover Ratio)

4.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}} \quad \text{ή} \quad \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}$$

Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων (Average Inventory Period Ratio)

5.
$$\text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 365 \quad \text{ή} \quad \text{Μέση Διάρκεια Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{\text{Μέσος Όρος Αποθεμάτων}}{\text{Κόστος Πωληθέντων}} \times 365$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Είσπραξης Απαιτήσεων (Receivables Turnover Ratio)

6.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}} \quad \text{ή} \quad \text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πιστωτικές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}$$

Δείκτης Μέσης Διάρκειας Είσπραξης Απαιτήσεων (Average Collection Period Ratio)

7.
$$\text{Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 365 \quad \text{ή} \quad \text{Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{\text{Μέσος Όρος Απαιτήσεων}}{\text{Πιστωτικές Πωλήσεις}} \times 365$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Μετρητών (Cash and Cash Equivalent Turnover Ratio)

8.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Μετρητών} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Χρεόγραφα + Διαθέσιμα}}$$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης (Net Working Capital Turnover Ratio)

9.
$$\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Μέσος Όρος Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης}}$$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ
(ACTIVITY RATIOS)**

Α/Α ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Ταχύτητας Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Current Liabilities Turnover Ratio)

10. Ταχύτητα Εξόφλησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων = $\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$

Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Average Payment Period of Current Liabilities Ratio)

11. Μέση Διάρκεια Παραμονής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων = $\frac{\text{Μέσος Όρος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{\text{Κόστος Πωληθέντων}} \times 365$

Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ίδιων Κεφαλαίων (Owners' Equity Turnover Ratio)

12. Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ίδιων Κεφαλαίων = $\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ Ή ΔΑΠΑΝΩΝ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ
(OPERATION PERFORMANCE OR OPERATING EXPENSES RATIOS)**

A/A ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Ποσοστιαίας Συμμετοχής Εξόδων Εκμετάλλευσης στον Κύκλο Εργασιών (Operating Ratio)

1. Ποσοστιαία Συμμετοχή Εξόδων Εκμετάλλευσης στον Κύκλο Εργασιών = $\frac{\text{Έξοδα Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100 = \frac{\text{Κόστος Πωληθέντων} + \text{Λειτουργικά Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$

Δείκτης Ποσοστιαίας Συμμετοχής Λειτουργικών Εξόδων στον Κύκλο Εργασιών (Operating Expenses Ratio)

2. Ποσοστιαία Συμμετοχή Λειτουργικών Εξόδων στον Κύκλο Εργασιών = $\frac{\text{Λειτουργικά Έξοδα}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$

Δείκτης Ποσοστιαίας Συμμετοχής Αποσβέσεων Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων στον Κύκλο Εργασιών (Depreciation Ratio)

3. Ποσοστιαία Συμμετοχή Αποσβέσεων Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων στον Κύκλο Εργασιών = $\frac{\text{Αποσβέσεις}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$

Δείκτης Κάλυψης Επενδύσεων (Ratio of Accumulated Depreciation to Investments)

4. Κάλυψη Επενδύσεων = $\frac{\text{Αποσβέσεις}}{\text{Μεταβολή Αξίας Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων (προ αποσβέσεων)}}$

Δείκτης Βαθμού Αυτοματοποίησης Εργασιών (Degree of Automation Ratio)

5. Βαθμός Αυτοματοποίησης Εργασιών = $\frac{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Μέσος Αριθμός Απασχολούμενων}} \times 100$

Δείκτης Αποδοτικότητας Προσωπικού (Employees Profitability Ratio)

6. Αποδοτικότητα Προσωπικού = $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Αμοιβές Απασχολούμενων}}$

Δείκτης Παραγωγικότητας Προσωπικού (Employees Productivity Ratio)

7. Παραγωγικότητα Προσωπικού = $\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Αριθμός Απασχολούμενων}}$

Δείκτης Μέσου Κόστους Προσωπικού (Employees Average Cost Ratio)

8. Μέσο Κόστος Προσωπικού = $\frac{\text{Αμοιβές Απασχολούμενων}}{\text{Μέσος Αριθμός Απασχολούμενων}}$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ Ή ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ
(FINANCIAL LEVERAGE OR CAPITAL STRUCTURE AND VIABILITY RATIOS)**

A/A ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Ίδιων προς Συνολικά Κεφάλαια (Owners' Equity to Total Assets Ratio)

$$1. \quad \text{Ίδια προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Δείκτης Ξένων προς Συνολικά Κεφάλαια (Liabilities to Total Assets Ratio)

$$2. \quad \text{Ξένα προς Συνολικά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης (Debt to Equity Ratio)

$$3. \quad \text{Δανειακή Επιβάρυνση} = \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Δείκτης Μακροπρόθεσμου Χρέους (Noncurrent Debt Ratio)

$$4. \quad \text{Μακροπρόθεσμο Χρέος} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια}} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Δείκτης Παγιοποίησης Περιουσίας (Capital Intensive Ratio)

$$5. \quad \text{Παγιοποίηση Περιουσίας} = \frac{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \quad \text{ή} \quad \text{Παγιοποίηση Περιουσίας} = \frac{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία}}$$

Δείκτης Αυτοχρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων (Owners' Equity to Fixed Assets Ratio)

$$6. \quad \text{Αυτοχρηματοδότηση Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}$$

**Δείκτης Χρηματοδότησης Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια
(Owners' Equity and Noncurrent Liabilities to Fixed Assets Ratio)**

$$7. \quad \text{Χρηματοδότηση Παγίων Περιουσιακών Στοιχείων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια}}{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία}}$$

**Δείκτης Χρηματοδότησης Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια
(Owners' Equity and Noncurrent Liabilities to Current Assets Ratio)**

$$8. \quad \text{Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντων Περιουσιακών Στοιχείων με Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια} = \frac{\text{Μακροπρόθεσμα Κεφάλαια}}{\text{Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία}} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία}}$$

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ Ή ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ
(FINANCIAL LEVERAGE OR CAPITAL STRUCTURE AND VIABILITY RATIOS)

Α/Α ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Κάλυψης Δανειακών Υποχρεώσεων (Cash Flow of Interest and Principal Ratio)

9.
$$\text{Κάλυψη Δανειακών Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Τόκων και Φόρων} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Τόκοι} + \frac{\text{Χρεολύσια}}{1 - \sigma\phi}}$$
, όπου $\sigma\phi$ = συντελεστής φορολογίας ή

$$\text{Κάλυψη Δανειακών Υποχρεώσεων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} + \text{Τόκοι}}{\text{Τόκοι} + \text{Ληξιπρόθεσμα Δάνεια}}$$

Δείκτης Κάλυψης Τόκων (Interest Coverage Ratio or Times Interest Earned Ratio)

10.
$$\text{Κάλυψη Τόκων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Τόκοι}} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}$$

Δείκτης Ταμιακής Κάλυψης Τόκων (Cash Flow Coverage of Interest Ratio)

11.
$$\text{Ταμιακή Κάλυψη Τόκων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Τόκων και Φόρων} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Τόκοι}}$$

Δείκτης Κάλυψης Μερισμάτων (Dividend Coverage Ratio)

12.
$$\text{Κάλυψη Μερισμάτων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Μερίσματα}}$$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ Ή ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑΣ
(PROFITABILITY RATIOS)**

A/A ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους (Gross Profit Margin Ratio)

$$1. \text{ Μικτό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100 = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$$

Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους (Net Profit Margin Ratio)

$$2. \text{ Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρές Πωλήσεις}} \times 100$$

Δείκτης Συνολικής Αποδοτικότητας ή Αποδοτικότητας Ενεργητικού (Return on Assets or Return on Total Assets Ratio)

$$3. \text{ Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}} \text{ ή } \text{ Αποδοτικότητα Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}},$$

όπου σφ = συντελεστής φορολογίας

Δείκτης Αποδοτικότητας Καθαρού Ενεργητικού (Return on Net Assets Ratio)

$$4. \text{ Αποδοτικότητα Καθαρού Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης}}{\text{Καθαρό Ενεργητικό}} \text{ ή } \text{ Αποδοτικότητα Καθαρού Ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Καθαρό Ενεργητικό}}$$

όπου σφ = συντελεστής φορολογίας

Δείκτης Αποδοτικότητας Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Απασχοληθέντων Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Επενδυμένων Κεφαλαίων (Return on Capital or Return on Capital Employed or Return on Invested Capital Ratio)

$$5. \text{ Αποδοτικότητα Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1 - σφ)}}{\text{Απασχολούμενα Κεφάλαια}}, \text{ όπου σφ = συντελεστής φορολογίας}$$

Δείκτης Ιδιωφελούς Αποδοτικότητας ή Αποδοτικότητας Ίδιων Κεφαλαίων ή Αποδοτικότητας Καθαρής Θέσης (Return on Equity or Return on Net Worth Ratio)

$$6. \text{ Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Δείκτης Οικονομικής Μόχλευσης (Financial Leverage Ratio)

$$7. \text{ Οικονομική Μόχλευση} = \frac{\text{Αποδοτικότητα Ίδιων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Κεφαλαίων}}$$

**ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ Ή ΤΡΕΧΟΥΣΑΣ ΑΞΙΑΣ
(VALUATION RATIOS)**

A/A ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗ

Δείκτης Κέρδη κατά Μετοχή (Earnings per Share Ratio)

1.
$$\text{Κέρδη κατά Μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη (μετά φόρων)}}{\text{Μέσος Σταθμικός Αριθμός Κοινών Μετοχών}}$$

Δείκτης Μέρισμα κατά Μετοχή (Dividend per Share Ratio)

2.
$$\text{Μέρισμα κατά Μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο Μερισμάτων Κοινών Μετοχών}}{\text{Μέσος Σταθμικός Αριθμός Κοινών Μετοχών}}$$

Δείκτης Ταμιακής Ροής κατά Μετοχή (Cash Flow per Share Ratio)

3.
$$\text{Μικτή Ταμιακή Ροή κατά Μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις}}{\text{Μέσος Σταθμικός Αριθμός Κοινών Μετοχών}}$$

ή
$$\text{Καθαρή Ταμιακή Ροή κατά Μετοχή} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη} + \text{Αποσβέσεις} - \text{Καταβληθέντα Μερίσματα}}{\text{Μέσος Σταθμικός Αριθμός Κοινών Μετοχών}}$$

Δείκτης Μερισματικής Απόδοσης (Dividend Yield Ratio)

4.
$$\text{Μερισματική Απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα κατά Μετοχή}}{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}$$

Δείκτης Διανεμόμενων Κερδών (Dividends Payout Ratio)

5.
$$\text{Διανεμόμενα Κέρδη} = \frac{\text{Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}} \times \frac{\text{Μέρισμα κατά Μετοχή}}{\text{Τιμή Μετοχής}}$$

Δείκτης Χρηματιστηριακής Τιμής προς Κέρδη κατά Μετοχή (Price to Earnings Ratio)

6.
$$\text{Τιμή προς Κέρδη κατά Μετοχή} = \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Κέρδη κατά Μετοχή}}$$

Δείκτης Τρέχουσας Αξίας Εταιρείας προς Πωλήσεις (Price to Sales Ratio)

7.
$$\text{Τρέχουσα Αξία Εταιρείας προς Πωλήσεις (P/S ratio)} = \frac{\text{Τρέχουσα Αξία Εταιρείας}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Δείκτης Χρηματιστηριακής (Τρέχουσας ή Αγοραίας) Τιμής προς την Εσωτερική (Λογιστική) Αξία (Price or Market to Book Value Ratio)

8.
$$\text{Τρέχουσα προς Λογιστική Αξία Μετοχής} = \frac{\text{Τρέχουσα Τιμή Μετοχής}}{\text{Λογιστική Τιμή Μετοχής}}$$

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Ο Σ Ι V

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ
























- ☛ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 2003.
- ☛ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
- ☛ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
- ☛ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Ανάλυση Επενδύσεων», Τεύχος Β, 3^η Έκδοση, Πειραιάς, 1996.
- ☛ Κωνσταντίνος Κ. Κάντζος, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 1994.
- ☛ Σωτήριος Κ. Καρβούνης, «Οικονομοτεχνικές Μελέτες: Μεθοδολογία - Τεχνικές - Θεωρία», Εκδοτικός Οίκος "Αθ. Σταμούλης", Αθήνα, 2000.
- ☛ Πέτρος Α. Κιόχου, «Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων», Εκδοτικός Οίκος "Σύγχρονη Εκδοτική", Αθήνα, 1988.
- ☛ Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Α. Σταμούλης", Αθήνα-Πειραιάς, 1994.
- ☛ Ανδρέας Ι. Νικολάου, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Ευγ. Μπένου", Αθήνα, 1999.
- ☛ Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου της Επιχείρησης», Τόμος Α, Τεύχη Α και Β, Εκδοτικός Οίκος "Παρατηρητής", Θεσσαλονίκη, 1986.
- ☛ Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών", Αθήνα, 1993.









- ☞ Βασίλειος Ν. Σαρσέντης, «Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας: Διοικητική Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Πειραιάς, 1993.
- ☞ Ιωάννης Γ. Τζωάννου, «Χρηματοδοτική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Σμπίλιας”, Αθήνα, 1993.
- ☞ Βασίλειος Φ. Φίλιος, «Μέθοδοι και Τεχνικές Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης», Εκδοτικός Οίκος “Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ.)”, Αθήνα, 1989.
- ☞ Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ☞ Richard A. Brealey, «Principles of Corporate Finance», 7th Edition (International), Publications “McGraw Hill - Irwin”, New York, 2003.
- ☞ Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
- ☞ Thomas R. Dyckman, Charles J. Davis, and Roland E. Dukes, «Intermediate Accounting», 5th Edition (International), Publications “McGraw Hill”, 2001.
- ☞ James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, New Jersey, 2001.
- ☞ Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.
- ☞ Colin Firer, «Investment Basics: The Du Pont Identity», Publications “The Investment Analysts Journal”, No. 44, Part 6, May, 2002.

WORLD WIDE WEB PORTAL & PAGES - INTERNET

-  <http://www.beginnersinvest.about.com/cs/investinglessons/l.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/compfact/ratios/profit2.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/compfact/ratios/investor8.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe2.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe3.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe4.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe5.htm>
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_eps.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_PERatio.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roce.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roe.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roi.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roic.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_rona.html
-  <http://www.dpg.devry.edu/~legner/acct305/slide17/tsld027.htm>
-  <http://www.eridlc.com/resources/index.cfm?fuseaction=resource.glossary&f=R>
-  <http://www.fintech.co.za/financial/definitions.htm>
-  <http://www.home3.americanexpress.com/smallbusiness/tool/ratios/grossprofitmargin.asp>
-  <http://www.iasplus.com>
-  <http://www.investopedia.com/articles/analyst/043002.asp>
-  <http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/012804.asp>
-  <http://www.jc.edu/users/faculty/greshik/Intermediate%20Acctg/EARNINGS%20PER%20SHARE%20HANDOUT.html>
-  <http://www.mhhe.com/business/accounting/libby/student/olc/graphics/libby2/ppt/chap14>

-  <http://www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=27639>
-  <http://www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html>
-  http://www.pages.stern.nyu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm
-  <http://www.soel.gr>
-  <http://www.solutionmatrix.com/encyclopedia.html>
-  <http://www.sytsma.com/cism700/ratanaly.html>
-  <http://www.trinity.edu/rjensen>
-  http://www.valuebasedmanagement.net/methods_vbm.html

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V

ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

1. ΓΕΝΙΚΑ

Ο όρος *κόστος κεφαλαίου (cost of capital)*, όπως ήδη έχει αναφερθεί, περιλαμβάνει τις έννοιες του κεφαλαίου και του κόστους. Το κεφάλαιο στη συγκεκριμένη περίπτωση αναφέρεται στη μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Αποτελείται από τις κοινές και τις προνομιούχες μετοχές, τα αποθεματικά, όπως επίσης και τα μακροπρόθεσμα δάνεια. Τα προαναφερόμενα συστατικά μέρη του κεφαλαίου, που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, έχουν ορισμένο κόστος, διότι αποτελούν διάφορες μορφές παραγωγικών συντελεστών. Το κόστος όλων αυτών των συστατικών αποτελεί και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

1.1. ΚΟΣΤΟΣ ΚΟΙΝΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Η απαιτούμενη απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου είναι δυνατό να υπολογιστεί με δύο μεθόδους.

Η πρώτη μέθοδος είναι η αποκαλούμενη γραμμή αγοράς χρεογράφων (security market line), η οποία πηγάζει από το μοντέλο αποτίμησης

περιουσιακών στοιχείων (capital asset pricing model). Βάσει της μεθόδου αυτής η απόδοση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου αποδίδεται με την ακόλουθη σχέση

$$\bar{k}_s = R_f + (\bar{R}_m - R_f)b_j,$$

όπου \bar{k}_s = απόδοση κοινού μετοχικού κεφαλαίου

R_f = απόδοση χωρίς κίνδυνο

\bar{R}_m = απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

$\bar{R}_m - R_f$ = ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς

b_j = συντελεστής b μετοχής j

Η δεύτερη προσέγγιση χρησιμοποιεί το υπόδειγμα αποτίμησης των μερισμάτων (dividend growth model). Στην περίπτωση αυτή η εκτίμηση της απόδοσης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου στηρίζεται στην υπόθεση ότι η εν λόγω απόδοση αποτελείται από μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη. Επομένως, η μαθηματική εξίσωση που χρησιμοποιείται είναι η ακόλουθη

$$\bar{k}_s = \frac{div_1}{p_0} + g,$$

όπου \bar{k}_s = απόδοση κοινού μετοχικού κεφαλαίου

div_1 = μέρισμα κοινής μετοχής επομένης περιόδου

p_0 = τιμή κοινής μετοχής τρέχουσας περιόδου

g = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Η έκδοση, όμως, πρόσθετου κοινού μετοχικού κεφαλαίου περιλαμβάνει επιπλέον κόστος. Εφόσον το κόστος αυτό δίδεται με τη μορφή ποσοστού επί της τρέχουσας τιμής της κοινής μετοχής, είναι δυνατή συμπερίληψή του στον παρονομαστή της άνω εξίσωσης, που διαμορφώνεται ως ακολούθως

$$k_e = \frac{div_1}{p_0(1-f)} + g,$$

όπου k_e = κόστος νέων κοινών μετοχών

f = ποσοστιαίο κόστος έκδοσης κοινού μετοχικού κεφαλαίου

1.2. ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί μια ενδιάμεση κατάσταση μεταξύ κοινού μετοχικού κεφαλαίου και δανειακών υποχρεώσεων. Ειδικότερα, όπως και τα δανειακά κεφάλαια, οι προνομιούχες μετοχές δεσμεύουν την εταιρεία για περιοδικές χρηματικές καταβολές. Αδυναμία καταβολής αυτών, όμως, δεν έχει ως αποτέλεσμα την κήρυξη της εταιρείας σε πτώχευση, όπως συμβαίνει με τη μη καταβολή των τόκων που απορρέουν από τη χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια. Επιπλέον, τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών δεν εκπίπτουν από τα έσοδα που καταγράφει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα. Η παρακάτω μαθηματική εξίσωση περιγράφει την αναμενόμενη απόδοση των εν λόγω μετοχών.

$$\bar{k}_{ps} = \frac{div_{ps}}{p_{ps}},$$

όπου \bar{k}_{ps} = απόδοση προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

div_{ps} = μέρισμα προνομιούχου μετοχής

p_{ps} = τιμή προνομιούχου μετοχής

Το κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου, όμως, είναι υψηλότερο από την αναμενόμενη απόδοση, διότι θα πρέπει να ληφθεί υπόψη και το κόστος έκδοσης αυτού. Η σχέση που δηλώνει το ύψος του κόστους του ως άνω κεφαλαίου μαθηματικά απεικονίζεται από την ακόλουθη εξίσωση.

$$k_{ps} = \frac{div_{ps}}{p_{ps}(1-f)},$$

όπου k_{ps} = κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

f = ποσοστιαίο κόστος έκδοσης προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

1.3. ΚΟΣΤΟΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΩΝ

Αναφορικά με το κόστος των αποθεματικών είναι δυνατό να χρησιμοποιηθούν και πάλι δύο διαφορετικές θεωρητικές προσεγγίσεις.

Η πρώτη προσέγγιση αφορά το μοντέλο της γραμμής αγοράς χρεογράφων. Επομένως, στην περίπτωση αυτή η αλγεβρική παράσταση που χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του κόστους των αποθεματικών είναι η $k_r = R_f + (\bar{R}_m - R_f)b$,

όπου k_r = κόστος αποθεματικών

R_f = απόδοση χωρίς κίνδυνο

\bar{R}_m = απόδοση χαρτοφυλακίου αγοράς

$\bar{R}_m - R_f$ = ασφάλιστρο κινδύνου αγοράς

b = συντελεστής b της επιχείρησης

Το υπόδειγμα της αποτίμησης των μερισμάτων αποτελεί τη δεύτερη μέθοδο υπολογισμού του κόστους των αποθεματικών. Επομένως, έχουμε

$$k_r = \frac{div_1}{p_0} + g,$$

όπου k_r = κόστος αποθεματικών

div_1 = μέρισμα κοινής μετοχής επομένης περιόδου

p_0 = τιμή κοινής μετοχής τρέχουσας περιόδου

g = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Σημειώνεται ότι τόσο η εφαρμογή του μοντέλου της γραμμής αγοράς χρεογράφων όσο και του υποδείγματος αποτίμησης των μερισμάτων είναι δυνατό να στηρίζεται είτε σε ιστορικά είτε σε μελλοντικά δεδομένα. Στην πρώτη περίπτωση αυτό καθίσταται εφικτό, εφόσον το ασφάλιστρο ή η αμοιβή κινδύνου υπολογίζεται, αντίστοιχα, είτε βάσει στοιχείων που συλλέγονται από το παρελθόν είτε βάσει προβλέψεων για τη μελλοντική τάση του εν λόγω μεγέθους. Επίσης και ο συντελεστής b μπορεί να προσαρμοστεί ανάλογα. Ο εν λόγω συντελεστής συνήθως υπολογίζεται με τη χρησιμοποίηση γραμμικής

παλινδρόμησης μεταξύ των παρελθουσών αποδόσεων μιας κοινής μετοχής και των παρελθουσών αποδόσεων κάποιου χρηματιστηριακού δείκτη, οπότε και γίνεται λόγος για τον ιστορικό συντελεστή b . Παρόλα αυτά είναι δυνατή και η χρησιμοποίηση αναμενόμενων συντελεστών. Οι τελευταίοι στηρίζονται στο γεγονός ότι οι πραγματικοί συντελεστές τείνουν στη μονάδα με την πάροδο του χρόνου, όπως αποδείχθηκε σε σχετική εργασία που εκπονήθηκε από Marshall E. Blume. Βέβαια, η εφαρμογή των ως άνω μεγεθών πρέπει να είναι ομοιόμορφη. Αναφορικά με τη διαδικασία υπολογισμού του μοντέλου προεξοφλημένων ταμιακών ροών βάσει ιστορικών στοιχείων ή μελλοντικών προβλέψεων αρκεί η αντίστοιχη προσαρμογή του ρυθμού αύξησης των μερισμάτων.

1.4. ΚΟΣΤΟΣ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΥ ΔΑΝΕΙΣΜΟΥ

Το κόστος των προ φόρων μακροπρόθεσμων δανείων ορίζεται ως το πηλίκο των χρεωστικών τόκων προς το αρχικό συνολικό δανειακό ποσό,

$$k_b^* = \frac{I}{PC},$$

όπου k_b^* = κόστος μακροπρόθεσμων προ φόρων δανείων

I = τόκοι

PC = αρχικό ποσό δανείου

ενώ σε περίπτωση που γίνεται λόγος για ομολογιακό δάνειο η μαθηματική σχέση υπολογισμού του κόστους δίνεται από την επόμενη εξίσωση.

$$PV_b = \sum_{t=1}^n \left(\frac{I}{(1+k_b^*)^t} \right) + \frac{FV}{(1+k_b^*)^n}$$

όπου k_b^* = κόστος ομολογιακού δανείου

PV_b = τρέχουσα καθαρή τιμή ομολογιακού δανείου

I = τόκοι (ετήσιοι)

FV = ονομαστική αξία ομολογιακού δανείου

n = αριθμός περιόδων μέχρι τη λήξη του ομολογιακού δανείου

Δεδομένου ότι οι χρεωστικοί τόκοι εκπίπτουν από τα έσοδα μιας επιχειρηματικής μονάδας, απαιτείται η απάλειψη των φορολογικών επιδράσεων. Αρκεί λοιπόν το ως άνω κόστος να πολλαπλασιαστεί με τον κατάλληλο συντελεστή αποφορολόγησης, οπότε δημιουργείται η σχέση $k_b = k_b^*(1 - T)$,

όπου k_b = κόστος μακροπρόθεσμων μετά φόρων δανείων

k_b^* = κόστος μακροπρόθεσμων προ φόρων δανείων

T = φορολογικός συντελεστής

1.5. ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ

Από τη στιγμή που προσδιορίζεται το κόστος έκαστης πηγής κεφαλαίου είναι δυνατός ο υπολογισμός του συνολικού κόστους του κεφαλαίου μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας. Το κόστος αυτό ορίζεται ως ο μέσος σταθμικός αριθμητικός του κόστους όλων των προαναφερόμενων πηγών χρηματοδότησης (weighted average capital cost). Η μαθηματική έκφραση του εν λόγω κόστους αποδίδεται με την ακόλουθη εξίσωση

$$WACC = w_e k_e + w_{ps} k_{ps} + w_r k_r + w_b k_b,$$

όπου k_e = κόστος κοινού μετοχικού κεφαλαίου

k_{ps} = κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

k_r = κόστος αποθεματικών

k_b = κόστος μακροπρόθεσμων μετά φόρων δανείων

w_i = συντελεστής στάθμισης αντίστοιχης πηγής χρηματοδότησης

Αξίζει να σημειωθεί ότι στην ως άνω διαδικασία υπολογισμού του μέσου σταθμικού κόστους αναφύεται ένα πρόσθετο πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπιστεί. Το πρόβλημα στην προκειμένη περίπτωση εντοπίζεται στην επιλογή των κατάλληλων συντελεστών στάθμισης. Οι τελευταίοι είναι δυνατό να βασίζονται ή σε λογιστικές ή σε τρέχουσες ή σε επιθυμητές αξίες. Ο υπολογισμός των ως άνω συντελεστών βάσει ιστορικών μεγεθών (book value) είναι σχετικά απλός, αφού στηρίζεται σε στοιχεία τα οποία δημοσιοποιούνται και, όπως είναι φυσικό, υπάρχει εύκολη πρόσβαση. Παρόλα αυτά όμως δύναται να οδηγήσουν σε λανθασμένο προσδιορισμό του κόστους, εφόσον στο μεταξύ έχουν μεταβληθεί οι σχετικές αξίες. Από την άλλη πλευρά, οι τρέχουσες αξίες (market value) μπορεί να συμβάλλουν στον υπολογισμό του ορθού μέσου σταθμικού κόστους, επηρεάζονται όμως από ποικίλους εξωγενείς παράγοντες και μεταβάλλονται διαρκώς. Τέλος, οι επιθυμητές αξίες (target value) αντανakλούν τη σύνθεση των νέων κεφαλαίων, δηλαδή αντικατοπτρίζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση που επιθυμεί να διατηρήσει μια επιχειρηματική μονάδα, όταν καταφεύγει στη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της από διάφορες πηγές κεφαλαίων.

Τέλος, σημειώνεται ότι ο υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου, όπως αναπτύχθηκε, στηρίζεται στην ικανοποίηση δύο συνθηκών. Πρώτον, το κόστος κεφαλαίου καθορίζεται για συγκεκριμένο βαθμό κινδύνου. Δεύτερον, το κόστος κεφαλαίου αναφέρεται σε όλα τα νέα κεφάλαια που αντλούνται από μια

επιχείρηση για την υλοποίηση των επενδυτικών της σχεδίων και οργανωσιακών της στόχων.

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α
Π Α Ρ Α Ρ Τ Η Μ Α Τ Ο Σ V

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ✚ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
- ✚ Fred J. Weston και Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ / ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ / ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ✚ Marshall E. Blume, «Betas and Their Regression Tendencies», Publications “Journal of Finance”, Vol. 30, No. 3, June 1975.

Γ Λ Ω Σ Σ Α Ρ Ι Ο

Γ Λ Ω Σ Σ Α Ρ Ι Ο

A

Ανάλυση ποσοστών τάσης (trend analysis): μέθοδος ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων κατά την οποία λαμβάνει χώρα η διαχρονική εξέταση των αριθμοδεικτών μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όπου ο πρώτος χρόνος θεωρείται έτος βάσης, οπότε και οι αντίστοιχοι δείκτες εξισώνονται με 100.

Αποδοτικότητα (efficiency): η σχέση μεταξύ των εισροών και των εκροών ενός συστήματος.

Αποτελεσματικότητα (effectiveness): ο βαθμός επίτευξης των οργανωσιακών στόχων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Απόφαση επενδυτική (investment decision): απόφαση η οποία αποσκοπεί στην αποτελεσματική διαχείριση των κεφαλαίων μέσα από την ανάληψη αποδοτικών επενδύσεων.

Απόφαση μερισματικής πολιτικής και διαχείρισης (dividend / share purchase decision): απόφαση σχετική με τη χάραξη μερισματικής στρατηγικής και πολιτικής κερδών.

Απόφαση χρηματοδοτική (financing decision): απόφαση η οποία αναφέρεται στη διαδικασία εξεύρεσης πηγών κεφαλαίων.

Αριθμοδείκτες (ratios): σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προέλευσης, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσης ή της αποδοτικότητας των διαφόρων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας ή κερδοφορίας (profitability ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στην αξιολόγηση της ικανότητας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας να δημιουργεί κέρδη.

Αριθμοδείκτες αποτίμησης ή τρέχουσας αξίας (valuation ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στην αξιολόγηση των σχέσεων μεταξύ των αγοραίων και των λογιστικών τιμών των μετοχών, των κερδών και των μερισμάτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Αριθμοδείκτες δραστηριότητας (activity ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στον προσδιορισμό του βαθμού αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των διαφόρων κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Αριθμοδείκτες εκμετάλλευσης ή δαπανών λειτουργίας (operation performance or operating expenses ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στην αξιολόγηση της αποτελεσματικής κατανομής και διαχείρισης των χρηματοοικονομικών πόρων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στη μέτρηση της ικανότητας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας να καλύπτει τις εκπνέουσες υποχρεώσεις της.

Αριθμοδείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας (financial leverage or capital structure and viability ratios): κατηγορία δεικτών που στοχεύουν στην ανάλυση της κεφαλαιακής δομής και των συνθηκών μακροχρόνιου κινδύνου επιβίωσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Άριστη διάρθρωση κεφαλαίων (optimum capital structure): το σημείο ισορροπίας μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου και της απόδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, όπου μεγιστοποιείται η αξία της και ελαχιστοποιείται το κόστος κεφαλαίου της.

B

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (current liabilities): οι υποχρεώσεις μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας με χρόνο ληκτότητας μικρότερο του έτους.

Γ

Δ

Διαχρονική αξία χρήματος (time value of money): η σχέση της αξίας του χρήματος σε σχέση με το χρόνο, βάσει της οποίας το χρήμα επενδύμενο αποφέρει πρόσθετο χρήμα με την πάροδο του χρόνου.

Διαχρονική ή δυναμική ανάλυση (dynamic analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης η οποία αφορά την εξέταση της διάρθρωσης των λογιστικών καταστάσεων τουλάχιστον τριών διαδοχικών διαχειριστικών περιόδων.

Διεθνή λογιστικά πρότυπα ή διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (international accounting standards): σύνολο λογιστικών αρχών, κανόνων και διαδικασιών, γενικά αποδεκτών, η καθιέρωση των οποίων οδηγεί σε ομοιομορφία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων και, συνεπώς, σε ακριβή, αληθή και ομοιόμορφη πληροφόρηση των χρηστών.

Ε

Ελληνικό γενικό λογιστικό σχέδιο: πίνακας στον οποίο εμφανίζονται οι λογαριασμοί μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, συστηματικά ταξινομημένοι, ομαδοποιημένοι και κωδικοποιημένοι.

Ενεργητικό (assets): το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Εξωτερική ανάλυση (external analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης την οποία δύναται να πραγματοποιούν οι εξωτερικοί χρήστες, άτομα δηλαδή που δεν έχουν άμεση σχέση με την υπό μελέτη επιχειρηματική οικονομική μονάδα.

Επίδοση (performance): ο βαθμός κατά τον οποίο οι επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες επιτυγχάνουν τους οργανωσιακούς τους στόχους αποτελεσματικά και αποδοτικά.

Επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk): μορφή κινδύνου που είναι άμεσα συνυφασμένος με τη λειτουργία μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας και σχετίζεται με τη μεταβλητότητα των λειτουργικών προ τόκων και φόρων αποτελεσμάτων της.

Εσωτερική ανάλυση (internal analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης την οποία δύναται να πραγματοποιούν οι εσωτερικοί χρήστες, άτομα δηλαδή που έχουν άμεση σχέση με την υπό μελέτη επιχειρηματική οικονομική μονάδα.

Z

H

Ημιμεταβλητά έξοδα (semi variable costs): τα έξοδα μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας τα οποία δύναται να διαχωριστούν σε σταθερό και μεταβλητό μέρος.

Θ

I

Ισολογισμός (balance sheet): λογιστική κατάσταση που εμφανίζει κατά τρόπο συνοπτικό τόσο τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, κατ' είδος και αξία, όσο και τις πηγές προέλευσής τους σε ενιαίο νόμισμα και σε ορισμένη χρονική στιγμή.

Ιστορική ανάλυση (historical analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης η οποία στηρίζεται σε δεδομένα προηγούμενων ετών.

Κ

Καθαρή θέση ή καθαρή περιουσία (owners' equity or stockholders' equity): οι υποχρεώσεις μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας προς το φορέα ή τους φορείς της.

Κάθετη ή διαστρωματική ανάλυση (vertical analysis): μέθοδος χρηματοοικονομικής ανάλυσης κατά την οποία οι λογαριασμοί των λογιστικών καταστάσεων μετατρέπονται σε ποσοστά είτε του ενεργητικού και του παθητικού οπότε αφορά την κατάσταση του ισολογισμού, είτε του κύκλου εργασιών οπότε αφορά την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, είτε των καθαρών κερδών οπότε αφορά τον πίνακα διάθεσης κερδών.

Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης (income statement): πίνακας στον οποίο παρουσιάζονται τα αποτελέσματα του κύκλου εργασιών και των δραστηριοτήτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια μιας λογιστικής περιόδου.

Κατάσταση κοινού μεγέθους ή κατάσταση συστατικού ποσοστού ή κατάσταση 100 (common size statement or component percentage): η χρηματοοικονομική κατάσταση που δημιουργείται στα πλαίσια της κάθετης ή διαστρωματικής ανάλυσης.

Κατάσταση μεταβολών κεφαλαίου κίνησης (statement of changes in working capital): πίνακας στον οποίο απεικονίζονται οι μετασχηματισμοί των βραχυπρόθεσμων λογαριασμών μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Κατάσταση μεταβολών οικονομικής θέσης (statement of changes in financial position): πίνακας στον οποίο παρατίθενται οι πηγές των νέων κεφαλαίων που αποκτήθηκαν κατά τη διάρκεια μιας διαχειριστικής περιόδου και οι χρήσεις στις οποίες τα εν λόγω κεφάλαια έχουν επενδυθεί.

Κατάσταση πηγών και χρήσεων (statement of funds' sources and uses): πίνακας στον οποίο εμφανίζονται οι πηγές και οι χρήσεις της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, όπου τα κεφάλαια είναι ομαδοποιημένα ανάλογα με τη φύση τους σε ροές από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Κεφαλαιακή δομή ή κεφαλαιοποίηση (capital structure or capitalization): η διάρθρωση της μόνιμης χρηματοδότησης (καθαρής θέσης και μακροπρόθεσμων δανείων) μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Κόστος κεφαλαίου (cost of capital): το συνολικό κόστος που προέρχεται από τη μόνιμη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας και επηρεάζεται από το συνολικό της κίνδυνο.

Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία (current assets): το σύνολο των οικονομικών αγαθών τα οποία παραμένουν σε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα για χρονικό διάστημα έως ένα έτος και παύουν να υφίστανται άπαξ και χρησιμοποιηθούν.

Λ

Λειτουργική μόχλευση ή μόχλευση πρώτου βαθμού (operating leverage or first stage leverage): η μεταβλητότητα των λειτουργικών προ τόκων και φόρων αποτελεσμάτων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας που επιτρέπει τον προσδιορισμό του επιχειρηματικού κινδύνου.

Λογαριασμός (account): το μέσο με το οποίο παρακολουθούνται οι μεταβολές (αυξήσεις και μειώσεις) του ενεργητικού και του παθητικού. Πρόκειται για μια διακεκριμένη ομάδα, τάξη, κατηγορία των στοιχείων του ενεργητικού, του παθητικού και της καθαρής περιουσίας, η οποία έχει γνώρισμα, που αποκλείει τη σύγχυση, και έκταση, που μετατρέπεται σε αξία και σε ενιαίο νόμισμα.

Λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις (financial or accounting statements): λογιστικές γραπτές εκθέσεις στις οποίες περιέχονται οικονομικού περιεχομένου πληροφορίες για τις επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες.

Λογιστική (accounting): τεχνική καταχώρησης, ταξινόμησης, συνοπτικής παρουσίασης, κατά εύληπτο τρόπο και σε χρηματικές μονάδες, συναλλαγών και γεγονότων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, που είναι, εν μέρει τουλάχιστο, χρηματοοικονομικού χαρακτήρα, και επεξήγησης των αποτελεσμάτων τους

Λογιστικό σχέδιο (uniform accounting): καθολική οργάνωση που συστηματοποιεί όλη τη διαδικασία ενός λογιστηρίου μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

M

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις (long term liabilities): οι υποχρεώσεις μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας με χρόνο ληκτότητας μεγαλύτερο του έτους.

Μελλοντική αξία (future value): η αξία ενός τρέχοντος χρηματικού ποσού σε μεταγενέστερη περίοδο, που βασίζεται στη διαδικασία του ανατοκισμού (computing).

Μεταβλητά έξοδα (variable costs): τα έξοδα μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας τα οποία παρουσιάζουν αυξομειώσεις, όταν μεταβάλλεται ο βαθμός δραστηριότητάς της .

Μη συστηματικός κίνδυνος (nonsystematic risk): ο κίνδυνος μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας που δύναται να εξαλειφθεί.

N

Νεκρό σημείο ή μεταίχιμο (break even point): το σημείο κατά το οποίο το οικονομικό αποτέλεσμα είναι μηδενικό, δηλαδή η επιχειρηματική οικονομική μονάδα δεν παρουσιάζει ούτε κέρδη ούτε ζημιές.

Ξ

O

Οδηγοί αξίας (value drivers): οι παράγοντες που συμβάλλουν στην ενίσχυση της αξίας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Οικονομικό κέρδος ή υπολειμματικό εισόδημα (economic profit or residual income): η ουσιαστική μεταβολή της καθαρής θέσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας λαμβανομένων υπόψη και των καταβολών και των απολήψεων των φορέων της.

Οριζόντια ανάλυση (horizontal analysis): μέθοδος χρηματοοικονομικής ανάλυσης κατά την οποία επιλέγεται μια λογιστική περίοδος ως βάση, ίση με 100, και οι επόμενες διαχειριστικές χρήσεις αντικατοπτρίζουν τις μεταβολές, σε οριζόντια διάταξη των λογαριασμών, σε σχέση με το έτος βάσης.

Ουσιαστική ανάλυση (vital analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης κατά την οποία λαμβάνει χώρα η επεξεργασία των μεγεθών των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Π

Πάγια περιουσιακά στοιχεία (noncurrent assets): το σύνολο των υλικών και άυλων οικονομικών αγαθών τα οποία παραμένουν σε μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους και οι υπηρεσίες τους χρησιμοποιούνται για την επίτευξη των δραστηριοτήτων της.

Παθητικό (owners' equity and liabilities): οι διάφορες πηγές άντλησης κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των μέσων δράσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Περιθώριο ασφάλειας (safety margin): η διαφορά μεταξύ των πραγματικών πωλήσεων και των αντίστοιχων πωλήσεων που απαιτούνται για την επίτευξη της ισορροπίας του νεκρού σημείου.

Παρούσα αξία (present value): η αξία ενός μελλοντικού χρηματικού ποσού στο παρόν, που βασίζεται στη διαδικασία της προεξόφλησης (discounting).

Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων (retained earnings statement): πίνακας στον οποίο απεικονίζεται ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζονται τα προς διάθεση αποτελέσματα, όπως και ο τρόπος με τον οποίο γίνεται η διάθεση των κερδών στους μετόχους.

Προβλέψεις (forecasts): μέθοδος αξιολόγησης της τρέχουσας και πρόγνωσης της μελλοντικής επίδοσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, η οποία στηρίζεται σε στατιστικά και οικονομετρικά μοντέλα.

Προσαρμοσμένος ή διορθωμένος συντελεστής προσδιορισμού (coefficient of determination): στατιστικό μέτρο που επιτρέπει τη σύγκριση της ερμηνευτικής ικανότητας των υποδειγμάτων, όταν ο αριθμός των ερμηνευτικών μεταβλητών, καθώς και το μέγεθος του δείγματος διαφέρουν.

Προσάρτημα (section of management discussion and analysis of financial condition and results of operations): συμπληρωματική οικονομική κατάσταση στην οποία παρέχονται πρόσθετες πληροφορίες, επεξηγήσεις ή και αναλύσεις των στοιχείων που περιλαμβάνονται στις κύριες χρηματοοικονομικές καταστάσεις μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Προϋπολογιστική ανάλυση (budgetary analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης η οποία στηρίζεται σε προϋπολογιστικά στοιχεία.

Προϋπολογισμός ή πρόγραμμα (budget or profit planning) πίνακες στους οποίους γίνεται εκτίμηση των ετήσιων εσόδων και εξόδων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

P

Σ

Σταθερά έξοδα (fixed costs): τα έξοδα μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας τα οποία παραμένουν αμετάβλητα, ανεξάρτητα από την κυμαινόμενη δραστηριότητά της.

Στατική ανάλυση (static analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης η οποία αφορά την εξέταση της διάρθρωσης των λογιστικών καταστάσεων μιας διαχειριστικής περιόδου.

Συνολικός κίνδυνος (total risk): ο κίνδυνος που ενέχει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα και απαρτίζεται από τον επιχειρηματικό και το χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Συγκριτική χρηματοοικονομική κατάσταση (comparative statement): η χρηματοοικονομική κατάσταση που δημιουργείται στα πλαίσια της οριζόντιας ανάλυσης.

Συστηματικός κίνδυνος (systematic risk): ο κίνδυνος μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας που δεν δύναται να εξαλειφθεί.

Συντελεστής προσδιορισμού (coefficient of determination): στατιστικό μέγεθος μέτρησης της ικανότητας προσαρμογής του υποδείγματος ανεξάρτητα από τον αριθμό των ερμηνευτικών μεταβλητών και ορίζεται ως η αναλογία / το ποσοστό της μεταβλητότητας της εξαρτημένης μεταβλητής που ερμηνεύεται από την παλινδρόμηση.

T

Ταμιακό νεκρό σημείο (cash break even point): το σημείο κατά το οποίο το οικονομικό αποτέλεσμα απαλλαγμένο από μη ταμιακές δαπάνες είναι μηδενικό, δηλαδή η επιχειρηματική οικονομική μονάδα δεν παρουσιάζει ούτε κέρδη ούτε ζημίες.

Τυπική ανάλυση (formal analysis): κατηγορία χρηματοοικονομικής ανάλυσης κατά την οποία λαμβάνει χώρα η τυποποίηση των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Υ

Υπολειμματικό εισόδημα ή οικονομικό κέρδος (residual income or economic profit): η ουσιαστική μεταβολή της καθαρής θέσης μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας λαμβανομένων υπόψη και των καταβολών και των απολήψεων των φορέων της.

Φ

Χ

Χρηματοοικονομικές ή λογιστικές καταστάσεις (financial or accounting statements): λογιστικές γραπτές εκθέσεις στις οποίες περιέχονται οικονομικού περιεχομένου πληροφορίες για τις επιχειρηματικές οικονομικές μονάδες.

Χρηματοοικονομική διοίκηση (financial management): διαδικασία λήψης χρηματοοικονομικών κυρίως αποφάσεων με απώτερο σκοπό τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (stockholders' wealth maximization), η οποία επιτυγχάνεται διαμέσου της μεγιστοποίησης της αξίας μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Χρηματοοικονομική δομή (financial structure): ο τρόπος χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας όπως αποτυπώνεται σε ολόκληρη τη δεξιά πλευρά του ισολογισμού, δηλαδή του παθητικού.

Χρηματοοικονομική κατάσταση (financial position): τα μέσα δράσης που κατέχει μια επιχειρηματική οικονομική μονάδα και οι υποχρεώσεις της προς το φορέα ή τους φορείς της ή / και προς τους τρίτους.

Χρηματοοικονομικό μοντέλο ενδυνάμωσης αλυσίδας αξίας (value enhancement chain): θεωρητική προσέγγιση της σχέσης των στρατηγικών στόχων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, της αξίας της, καθώς επίσης και των οδηγών αξίας.

Χρηματοοικονομική μόχλευση ή μόχλευση δεύτερου βαθμού (financial leverage or second stage leverage): η πρόσθετη μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή όταν αντλούνται πρόσθετα δανειακά κεφάλαια.

Χρηματοοικονομικός έλεγχος (financial controlling): ο υπολογισμός των αποκλίσεων μεταξύ των πραγματοποιηθέντων και των προσδοκώμενων αποτελεσμάτων, δηλαδή η μέτρηση του βαθμού υλοποίησης του επιδιωκόμενου σκοπού μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας, καθώς επίσης και η λήψη διορθωτικών ενεργειών για τη βελτίωση της θέσης της.

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk): μορφή κινδύνου που είναι άμεσα συνυφασμένος με την άντληση δανειακών κεφαλαίων και την αδυναμία εξυπηρέτησής τους.

Χρηματοοικονομικός προγραμματισμός (financial planning): η εξεύρεση πηγών κεφαλαίων και σχεδιασμό της χρήσης αυτών για την επίτευξη των οργανωσιακών στόχων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες (financial ratios): σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προέλευσης, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσης ή της αποδοτικότητας των διαφόρων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων μιας επιχειρηματικής οικονομικής μονάδας.

Ψ

Ω

ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ ΟΡΩΝ

A

Ανάλυση

- διαχρονική ή δυναμική: 61
- εξωτερική: 59-60
- εσωτερική: 59
- ιστορική: 60
- οριζόντια: 64-65
- ουσιαστική: 62
- ποσοστών τάσης: 69
- προϋπολογιστική: 60-61, 305-314
- στατική: 61
- τυπική: 61-62

Ανατοκισμός: 112

Αξία

- μελλοντική: 112
- παρούσα: 112

Αποδοτικότητα: 77

Απόκλιση:

- ποσοτική ή χρήσης ή αποδοτικότητας: 311
- τιμαριθμική ή τιμών: 311

Αποτελέσματα χρήσης

- κατάσταση: 28-34
- μέθοδοι προσδιορισμού: 33-34

Αποτελεσματικότητα: 77

Αποφάσεις

- επενδυτικές: 10, 11-12
- μερισματικής πολιτικής και διαχείρισης: 11, 13 14
- χρηματοδοτικές: 10, 12-13

Αριθμοδείκτες (βλέπε και δείκτες)

- αποδοτικότητας ή κερδοφορίας: 77-79, 80-95, 326
- αποτίμησης ή τρέχουσας αξίας: 79-80, 95-112, 327
- γενικά: 67-112
- δραστηριότητας: 72-73, 321-322
- εκμετάλλευσης ή δαπανών λειτουργίας: 73-74, 323
- κριτική: 16- 172
- παραδοσιακοί: 69-80, 80-112, 318-327
- ρευστότητας: 69 71, 320
- σύγχρονοι: 112-165
- χρηματοοικονομικής μόχλευσης ή κεφαλαιακής δομής και βιωσιμότητας: 74-77, 324-325

B

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις: 27

Γ

Δ

Δείκτες (βλέπε και αριθμοδείκτες)

- απόδοσης κερδών: 105
- αποδοτικότητα ενεργητικού ή συνολικής αποδοτικότητας: 85-88
- αποδοτικότητα επενδύσεων: 78, 84-95
- αποδοτικότητα ίδιων κεφαλαίων ή καθαρής θέσης: 92-94
- αποδοτικότητα καθαρού ενεργητικού: 88-89
- αποδοτικότητα κεφαλαίων ή απασχολούμενων κεφαλαίων ή επενδυμένων κεφαλαίων: 89-92
- αποδοτικότητα πωλήσεων ή περιθωρίου κέρδους: 78, 80-84
- αποδοτικότητα χρηματορροών: 136-141
- διανεμόμενων κερδών: 103-104
- καθαρού περιθωρίου: 82-84
- κερδών κατά μετοχή: 97-102
- μειωμένων κερδών κατά μετοχή: 95-102
- μερισματικής απόδοσης: 102-103
- μικτού περιθωρίου: 80-82
- οικονομικής μόχλευσης: 94-95
- πρόσθετης αποδοτικότητας ίδιων κεφαλαίων: 111
- προστιθέμενης τρέχουσας αξίας: 119-123
- προστιθέμενης μετοχικής αξίας: 134-136
- προστιθέμενης οικονομικής αξίας: 12- 134
- προστιθέμενης χρηματικής αξίας: 141-145
- προστιθέμενου πλούτου: 150-165
- συνολικής απόδοσης μετόχων ή συνολικής εταιρικής απόδοσης: 145-149
- τιμής προς κέρδη κατά μετοχή: 104-108
 - ιστορικός: 105
 - προσδοκώμενος: 16
 - τρέχων: 105
- Tobin's: 110
- τρέχουσας αξίας εταιρείας προς πωλήσεις: 108-109
- τρέχουσας προς λογιστική αξία μετοχής: 109-112

Διαστρωματική ανάλυση: 65-66

Διαχρονική αξία χρήματος: 112

Διαχρονική ή δυναμική ανάλυση: 61

Διεθνή λογιστικά πρότυπα ή διεθνή πρότυπα χρηματοοικονομικής πληροφόρησης: 45

- γενικά: 267-274
- συνοπτική παρουσίαση: 274-300

Δομή

- κεφαλαιακή: 74
- χρηματοοικονομική: 74

Ελληνικό γενικό λογιστικό σχέδιο: 19, 246-247

- αρχές 248-262

Ενεργητικό: 20

Εξίσωση DuPont

- απλή: 87
- διευρυμένη: 94

Έξοδα

- ημιμεταβλητά μεταβλητά: 307
- μεταβλητά: 307
- αναλογικά: 307
- αύξοντα: 307

E

- παλίνδρομα ή ακανόνιστα: 307

- φθίνοντα: 307

- σταθερά: 307

Εξωτερική ανάλυση: 9- 60

Επενδυτικές αποφάσεις: 10, 11-12

Επίδοση: 77

Επιτόκιο ανατοκισμού ή κεφαλαιοποίησης: 10

Επιχειρηματικός κίνδυνος : 75

Εσωτερική ανάλυση: 59

Εσωτερικό επιτόκιο απόδοσης: 138

Z

H

Ημιμεταβλητά έξοδα: 307

Θ

I

Ισολογισμός: 20-28

Ιστορική ανάλυση: 60

Κ

Καθαρή θέση ή περιουσία: 27

Καθαρή παρούσα αξία: 18

Καταστάσεις (βλέπε και λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις)

- αποτελεσμάτων χρήσης: 28-34
- διάθεσης αποτελεσμάτων: 34-36
- ισολογισμού: 20-28
- κοινού μεγέθους ή συστατικού ποσοστού: 66
- κριτική: 44-48
- μεταβολής κεφαλαίου κίνησης: 36
- μεταβολής οικονομικής θέσης: 36-37
- ορισμός: 14-20
- πηγών και χρήσεων: 36

- προσάρτημα: 37-44

- συγκριτικές: 65

Κεφαλαιακή δομή ή κεφαλαιοποίηση: 74

Κίνδυνος

- επιχειρηματικός: 75
- μη συστηματικός: 16
- παράγοντες: 75
- συνολικός: 75
- συστηματικός: 16
- χρηματοοικονομικός: 75

Κόστος κεφαλαίου

- άριστη διάρθρωση: 75
- υπολογισμός: 333-340

Λ

Λογαριασμός: 26

Λογιστικές ή χρηματοοικονομικές καταστάσεις (βλέπε και καταστάσεις):

- αποτελεσμάτων χρήσης: 28-34
- αρχές 248-262
- διάθεσης αποτελεσμάτων: 34-36
- ισολογισμού: 20-28
- κριτική: 44-48

- μεταβολής κεφαλαίου κίνησης: 36

- μεταβολής οικονομικής θέσης: 36-37

- ορισμός: 14-20

- πηγών και χρήσεων: 36

- προσάρτημα: 37-44

Λογιστική: 14

Λογιστικό σχέδιο: 246-247

M

Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις: 27

Μέθοδοι ανάλυσης

χρηματοοικονομικών καταστάσεων:
62-80

- κάθετη ή διαστρωματική ανάλυση: 65-66
- οριζόντια ανάλυση: 64-65

Μέθοδοι προσδιορισμού
αποτελεσμάτων χρήσης

- συναλλαγών ή κατάστασης εισοδήματος: 33
- διατήρησης της ακεραιότητας του κεφαλαίου ή ισολογισμού: 34

Μελλοντική αξία: 112

Μερισματική απόδοση: 103

Μερισματική πολιτική και διαχείριση:
11, 13-14, 102-104

Μεταβλητά έξοδα: 307

- αναλογικά: 307

- αύξοντα: 307

- παλίνδρομα ή ακανόνιστα: 307

- φθίνοντα: 307

Μοντέλα προβλέψεων: 312-314

Μοντέλο ενδυνάμωσης αλυσίδας
αξίας: 112-119

Μοντέλο

- εσωτερικού επιτοκίου απόδοσης: 138
- καθαρής παρούσας αξίας: 128
- προεξόφλησης ροών: 119,12 , 139

Μόχλευση

- λειτουργική ή πρώτου βαθμού: 75, 309
- συντελεστές: 75, 94-95
- χρηματοοικονομική ή δεύτερου βαθμού: 75

N

Νεκρό σημείο ή μεταίχμιο: 306-309

- ορισμός: 306-307
- τεχνικές: 308

Ξ

Ο

Οδηγοί αξίας: 117

Οικονομικό κέρδος ή υπολειμματικό
εισόδημα: 112-113

Οριζόντια ανάλυση: 64-65

Ουσιαστική ανάλυση: 62

Παθητικό: 27
Παρούσα αξία: 112
Περιθώριο ασφαλείας: 309
Περιουσιακά στοιχεία:
- πάγια: 27
- κυκλοφορούντα: 27
Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων
34-36
Προβλέψεις:
- ορισμός, 312
- μοντέλα, 313-314

Σταθερά έξοδα: 307
Συγκριτικές καταστάσεις: 65
Συνολικός κίνδυνος: 75
Συντελεστής μόχλευσης: 75
Συντελεστής προσδιορισμού: 122

Ταμιακό νεκρό σημείο: 308-309

Υπόδειγμα αποτίμησης μερισμάτων:
106, 111
Υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών
στοιχείων: 150 -151

Π

Προεξόφληση: 112
Προστιθέμενη αξία: 119
Προϋπολογισμός ή πρόγραμμα:
- ορισμός, 310
- είδη: 310-312
Προϋπολογιστική ανάλυση:
60, 310-312
- ανάλυση νεκρού σημείου:
306-310
- προϋπολογισμοί: 310-312
- προβλέψεις: 312-314

P

Σ

Συντελεστής προσδιορισμού
προσαρμοσμένος: 122
Συστατικού ποσοστού καταστάσεις:
66

T

Τυπική ανάλυση: 61-62

Υ

Υπολειμματικό εισόδημα ή οικονομικό
κέρδος: 112-113
Υποχρεώσεις
- βραχυπρόθεσμες: 27
- μακροπρόθεσμες: 27

Φ

Χ

- Χρηματοδοτικές αποφάσεις: 10, 12-13
- Χρηματοοικονομικές ή λογιστικές καταστάσεις (βλέπε και καταστάσεις)
- αποτελεσμάτων χρήσης: 28-34
 - διάθεσης αποτελεσμάτων: 34-36
 - ισολογισμού: 20-28
 - κριτική: 44-48
 - μεταβολής κεφαλαίου κίνησης: 36
 - μεταβολής οικονομικής θέσης: 36-37
- ορισμός: 14-20
- πηγών και χρήσεων: 36
- προσάρτημα: 37-44
- Χρηματοοικονομική διοίκηση: 8
- Χρηματοοικονομική δομή: 74
- Χρηματοοικονομική κατάσταση: 20
- Χρηματοοικονομικός
- έλεγχος: 9, 306
 - προγραμματισμός: 9, 306
- Χρηματοοικονομικός κίνδυνος: 75

Ψ

Ω

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

Β Ι Β Λ Ι Ο Γ Ρ Α Φ Ι Α

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ☞ Ελίζα Ι. Αλεξανδρίδου, «Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών: Κεφαλαιουχικές Εταιρείες», Τεύχος Β, 2^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Σάκκουλας”, Αθήνα - Θεσσαλονίκη, 2000.
- ☞ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2003.
- ☞ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
- ☞ Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 2002.
- ☞ Γεώργιος Ι. Βενιέρης, «Λογιστική Κόστους», Εκδοτικός Οίκος “Σμπίλιας”, Αθήνα, 1992.
- ☞ Βασίλειος Π. Γαλάνης, «Μηχανογραφημένη Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα - Πειραιάς, 1995.
- ☞ Νικόλαος Β. Γεωργόπουλος, «Στρατηγικό Μανατζμεντ», Εκδοτικός Οίκος “Γ. Μπένου”, Αθήνα, 2002.
- ☞ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου και Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 2000.
- ☞ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Πειραιάς, 2001.
- ☞ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Χρηματοοικονομική Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, Πειραιάς, 1999.
- ☞ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης: Ανάλυση Επενδύσεων», Τεύχος Β, 3^η Έκδοση, Πειραιάς, 1996.
- ☞ Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Μαθηματικά Χρηματοδότησης και Στοιχεία Ασφαλιστικών Μαθηματικών», 2^η Έκδοση, Πειραιάς, 1996.

- Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου, «Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως: Ανάλυση Επενδύσεων», 2^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1992.
- Χρυσούλα Ζαχαροπούλου, «Στατιστική: Μέθοδοι - Εφαρμογές», Τόμος Α, Εκδοτικός Οίκος "Βόρεια Ελλάδα ΕΠΕ", Θεσσαλονίκη, 1992.
- Σταύρος Μ. Θεοφανίδης, «Εγχειρίδιο Αξιολόγησης Επενδυτικών Σχεδίων», Εκδοτικός Οίκος "Παπαζήσης", Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής Αναπτύξεως Α.Ε., Αθήνα, 1987.
- Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Νομοθετικά Κείμενα Φορολογίας Εισοδήματος - Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων», Θεσσαλονίκη, 1994.
- Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Θεωρητική και Εφαρμοσμένη Λογιστική Εταιρικών Επιχειρήσεων», Θεσσαλονίκη, 1993.
- Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος Ι, Θεσσαλονίκη, 1990.
- Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Χρηματοοικονομική Λογιστική», Τεύχος ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1989.
- Αριστοκλής Ι. Ιγνατιάδης, «Λογιστική Κόστους», Τεύχη Ι και ΙΙ, Θεσσαλονίκη, 1978.
- Κωνσταντίνος Κ. Κάντζος, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος "Interbooks", Αθήνα, 1994.
- Δημήτριος Ι. Καραγιάννης, «Παραδείγματα Εφαρμογής και Ανάλυσης του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου στην Πράξη», 3^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1998.
- Κωνσταντίνος Ξ. Καρακώστας, «Παλινδρόμηση και Ανάλυση Διακύμανσης», Πανεπιστήμιο Ιωαννίνων, Ιωάννινα, 1993.
- Σωτήριος Κ. Καρβούνης, «Οικονομοτεχνικές Μελέτες: Μεθοδολογία - Τεχνικές - Θεωρία», Εκδοτικός Οίκος "Αθ. Σταμούλης", Αθήνα, 2000.
- Πέτρος Α. Κιόχου, «Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων», Εκδοτικός Οίκος "Σύγχρονη Εκδοτική", Αθήνα, 1988.
- Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, «Σύγχρονες Μορφές Χρηματοδότησης», Τεύχος Α, Θεσσαλονίκη, 1998.
- Ελευθέριος Φ. Λεβαντής, «Ανώνυμες Εταιρείες», Τόμος Α, 9^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος "Α. Σάκκουλας", Αθήνα - Κομοτηνή, 1994.
- Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λογιστική Ανθρώπινου Δυναμικού», Εκδοτικός Οίκος "Δ. Κασίμης", Πειραιάς, 1995.

- ☞ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λογιστική Πληθωρισμού», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Θεσσαλονίκη, 1995.
- ☞ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Γενική Λογιστική: Συνοπτική Θεωρία και Λυμένες Ασκήσεις», Εκδοτικός Οίκος “Δ. Κασίμης”, Πειραιάς, 1993.
- ☞ Σπύρος Κ. Μπαραλέξης, «Λυμένες Ασκήσεις Γενικής Λογιστικής», Τόμος Ι, Εκδοτικός Οίκος “Δ. Κασίμης”, Πειραιάς, 1990.
- ☞ Χρήστος Β. Ναούμ, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική», 2^η Έκδοση, Αθήνα, 1994.
- ☞ Νικήτας Α. Νιάρχος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Αθήνα - Πειραιάς, 1994.
- ☞ Ανδρέας Ι. Νικολάου, «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων», Εκδοτικός Οίκος “Ευγ, Μπένου”, Αθήνα, 1999.
- ☞ Ιωάννης Μ. Παπαγιάννης, «Δίκαιο Ανωνύμων Εταιρειών», Εκδοτικός Οίκος “Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
- ☞ Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος, «Εισαγωγή στην Οικονομική και Διοικητική των Επιχειρήσεων», Τεύχος Α, 2^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Παρατηρητής”, Θεσσαλονίκη, 1986.
- ☞ Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου της Επιχείρησης», Τόμος Α, Τεύχη Α και Β, Εκδοτικός Οίκος “Παρατηρητής”, Θεσσαλονίκη, 1986.
- ☞ Αναστάσιος Σ. Παπαναστασάτος, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο», Εκδοτικός Οίκος “Σταμούλης”, Πειραιάς, 1992.
- ☞ Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 4^η Έκδοση, Αθήνα, 2000.
- ☞ Γεώργιος Π. Παπούλιας, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Financial Management)», 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βασίλειος Παπούλιας Α.Ε. Επενδυτικών Υπηρεσιών”, Αθήνα, 1993.
- ☞ Νικόλαος Γ. Πρωτοψάλτης και Παναγιώτης Κ. Βρουστούρης, «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα και Διερμηνείες: Πρακτική Ανάλυση και Ερμηνεία με Λογιστικά Παραδείγματα Εφαρμογής», Εκδοτικός Οίκος “Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών - Λογιστών”, Αθήνα, 2002.
- ☞ Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα», Τόμος Α, Εκδοτικός Οίκος “Ε. Σακέλλης”, Αθήνα, 2002.

- ✎ Εμμανουήλ Ι. Σακέλλης, «Το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο: Ανάλυση και Ερμηνεία της Γενικής και Αναλυτικής Λογιστικής», Τόμοι Α και Β, 3^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Βρύκους”, Αθήνα, 1993.
- ✎ Βασίλειος Ν. Σαρσέντης, «Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας: Διοικητική Λογιστική», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σταμούλης”, Πειραιάς, 1993.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Δίκαιο Αξιογράφων», 3^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Εισαγωγή στο Εμπορικό Δίκαιο», 4^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Λευτέρης Γ. Σκαλίδης, «Δίκαιο Εμπορικών Εταιρειών», 4^η Έκδοση, Θεσσαλονίκη, 1993.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος και Αντώνιος Γ. Καραβοκύρης, «Δαπάνες Επιχειρήσεων (Λογιστικές Διαφορές) και Κύρος Βιβλίων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος και Αντώνιος Γ. Καραβοκύρης, «Θέματα Λογιστικών Βιβλίων», Εκδοτικός Οίκος “Α. Σάκκουλας”, Αθήνα, 1997.
- ✎ Δημήτριος Π. Σταματόπουλος, «Κώδικας Φορολογικών Κυρώσεων», Αθήνα, 1997.
- ✎ Γρηγόριος Κ. Σφακιανός, «Γενικές Αρχές Λογιστικής», 8^η Έκδοση, Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 1993.
- ✎ Ιωάννης Γ. Τζωάννου, «Χρηματοδοτική Διοίκηση», Εκδοτικός Οίκος “Σμπίλιας”, Αθήνα, 1993.
- ✎ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Ελεγκτική: Πανεπιστημιακές Παραδόσεις», Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.”, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Θεωρία και Λογιστική Κόστους: Πρακτικές Εφαρμογές για τη Λήψη Επιχειρηματικών Αποφάσεων», Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη Α.Ε.”, Θεσσαλονίκη, 1994.
- ✎ Άγγελος Α. Τσακλάγκανος, «Προϋπολογισμοί (Budgeting) για τη Λήψη Επιχειρηματικών Αποφάσεων», Πανεπιστημιακές Παραδόσεις, Εκδοτικός Οίκος “Αφοί Κυριακίδη”, Θεσσαλονίκη, 1985.
- ✎ Αναστάσιος Δ. Τσάμης, «Προβλήματα Επιλογής και Αξιοπιστίας Χρηματοοικονομικών Δεικτών», Εκδοτικός Οίκος “Interbooks”, Αθήνα, 1989.

- ✎ Μάριος Ν. Τσιμάρας, «Αρχαί Γενικής Λογιστικής», Εκδοτικός Οίκος “Α. Παπαζήσης”, Αθήνα, 1958.
- ✎ Βασίλειος Φ. Φίλιος, «Μέθοδοι και Τεχνικές Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης», Εκδοτικός Οίκος “Ελληνικό Κέντρο Παραγωγικότητας (ΕΛ.ΚΕ.ΠΑ.)”, Αθήνα, 1989.
- ✎ Γ. Κ. Φιλιππάτος και Π. Ι. Αθανασόπουλος, «Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1985.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

- ↻ Γεώργιος Ι. Μάτσος, «Η Εισαγωγή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων ως Μέτρο Αρτιότερης Διαφάνειας και Πληροφόρησης», 13^ο Πανελλήνιο Συνέδριο Εμπορικόλογων, Κέρκυρα, 7-9 Νοεμβρίου 2003.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 1998, Αθήνα, 1999.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 1999, Αθήνα, 2000.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2000, Αθήνα, 2001.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2001, Αθήνα, 2002.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2002, Αθήνα, 2003.
- ↻ Έκθεση του Διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος για το έτος 2003, Αθήνα, 2004.

ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ

- ↻ Νόμος 2190/1920 περί «ανωνύμων εταιρειών», όπως κωδικοποιήθηκε με το βασιλικό διάταγμα 174/1963 περί «κωδικοποίησης των διατάξεων του νόμου 2120/1920 εις ενιαίον κείμενον» (ΦΕΚ 37/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/30.03.1963).
- ↻ Νόμος (αναγκαστικός) 810/1948 περί «συγκεντρώσεως λογιστικών στοιχείων» (ΦΕΚ 254/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/29.09.1948).
- ↻ Νόμος 3190/1955 περί «εταιρειών περιορισμένης ευθύνης» (ΦΕΚ 91/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/16.04.1955).
- ↻ Νόμος 1041/1980 περί «αυξήσεως αποδοχών των δημοσίων εν γένει υπαλλήλων, πολιτικών στρατιωτικών και υπαλλήλων νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, ρυθμίσεως συναφών θεμάτων, τροποποίησης και συμπληρώσεως φορολογικών και άλλων τινών διατάξεων και καθιερώσεως του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 75/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1980).
- ↻ Νόμος 1667/1986 περί «αστικών συνεταιρισμών και άλλων διατάξεων» (ΦΕΚ 196/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.12.1986).
- ↻ Νόμος 2992/2002 περί «μέτρων για την ενίσχυση της κεφαλαιαγοράς και την ανάπτυξη της επιχειρηματικότητας και άλλες διατάξεις» (ΦΕΚ 54/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/20.03.2002).
- ↻ Νόμος 3148/2003 περί «επιτροπής λογιστικής τυποποίησης και ελέγχων, ιδρυμάτων ηλεκτρονικού χρήματος, προστασίας ευρώ, επιχειρήσεων διαμεσολάβησης μεταφοράς κεφαλαίων» (ΦΕΚ 136/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/05.06.2003).
- ↻ Νομοθετικό Διάταγμα 8/1947 περί «τηρήσεως βιβλίων υπό των επιτηδευματιών» (ΦΕΚ 272/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/09.12.1947).
- ↻ Νομοθετικό Διάταγμα 578/1948 περί «κυρώσεως του από 7 Δεκεμβρίου 1947 νομοθετικού διατάγματος» (ΦΕΚ 81/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/05.04.1948).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 1123/1980 περί «ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 283/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/15.12.1980).

- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 502/1984 περί «τροποποιήσεως και συμπληρώσεως των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 179/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/14.11.1984).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 186/1986 περί «τροποποιήσεως και συμπληρώσεως των διατάξεων του προεδρικού διατάγματος 1123/1980 περί ορισμού του περιεχομένου και του χρόνου ενάρξεως της προαιρετικής εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου» (ΦΕΚ 74/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/11.06.1986).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 409/1986 περί «μεταβολών του νόμου 2190/1920 βάσει οδηγιών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας» (ΦΕΚ 192/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/28.11.1986).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 419/1986 περί «μεταβολών του νόμου 3190/1955 βάσει οδηγιών της Ευρωπαϊκής Οικονομικής Κοινότητας» (ΦΕΚ 197/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/10.12.1986).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 498/1987 περί «μεταβολών του νόμου 2190/1920 βάσει του Κοινοτικού Δικαίου» (ΦΕΚ 236/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/31.12.1987).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 56/1991 περί «τροποποιήσεως του κανονιστικού νόμου 2190/1920 βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 13ης Δεκεμβρίου 1976 περί συντονισμού των εγγυήσεων που απαιτούνται στα κράτη μέλη εκ μέρους των εταιρειών, κατά την έννοια του άρθρου 58 παράγραφος 2 της συνθήκης, για την προστασία των συμφερόντων των εταίρων και των τρίτων με σκοπό να καταστούν οι εγγυήσεις αυτές ισοδύναμες όσον αφορά τη σύσταση της ανωνύμου εταιρείας και τη διατήρηση και τις μεταβολές του κεφαλαίου της», Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L026/91/31.01.1977, (ΦΕΚ 26/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/02.04.1991).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 186/1992 περί «κώδικα βιβλίων και στοιχείων» (ΦΕΚ 84/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/26.05.1992).
- ↻ Προεδρικό Διάταγμα 325/1994 περί «μεταβολών των κανονιστικών νόμων βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 8ης Νοεμβρίου 1990 για την τροποποίηση της Οδηγίας 78/660/ΕΟΚ για τους ετήσιους λογαριασμούς και της οδηγίας 83/349 ΕΟΚ για τους ενοποιημένους λογαριασμούς όσον αφορά τις εξαιρέσεις υπέρ των μικρών και μεσαίων εταιρειών, καθώς και τη δημοσίευση των λογαριασμών σε ECU, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L317/604/16.11.1990 (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.10.1994).

- ✎ Προεδρικό Διάταγμα 326/1994 περί «μεταβολών των κανονιστικών νόμων βάσει της Οδηγίας του Συμβουλίου της 8ης Νοεμβρίου 1990 για την τροποποίηση της Οδηγίας 78/660/ΕΟΚ για τους ετήσιους λογαριασμούς και της οδηγίας 83/349 ΕΟΚ για τους ενοποιημένους λογαριασμούς όσον αφορά τις εξαιρέσεις υπέρ των μικρών και μεσαίων εταιρειών, καθώς και τη δημοσίευση των λογαριασμών σε ECU, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L317/605/16.11.1990 (ΦΕΚ 174/ΤΕΥΧΟΣ Α΄/06.10.1994).

- ✎ Απόφαση 53705/994/22.07.2003 του Υπουργείου Οικονομίας και Οικονομικών περί «χρόνου εφαρμογής των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης» (ΦΕΚ 1129/ΤΕΥΧΟΣ Β΄/ 11.08.2003).






- ✎ Υπ' αριθμ. 38/22.12.1988 έγγραφο Τεχνικού Γραφείου Σώματος Ορκωτών Λογιστών, περί «υποδείγματος προσαρτήματος», Αθήνα.

ΞΕΝΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ↻ Richard A. Brealey and Stewart C. Myers, «Principles of Corporate Finance», 7th Edition (International), Publications “McGraw Hill - Irwin”, New York, 2003.
- ↻ Aswath Damodaran, «Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset», 2nd Edition, Publications “John Wiley and Sons Inc.”, New York, 2002.
- ↻ P. Delaney, B. Epstein, J. Adler and M. Foran, «GAAP: Interpretation and Application of Generally Accepted Accounting Principles», Publications “Wiley”, 1994.
- ↻ Thomas R. Dyckman, Charles J. Davis, and Roland E. Dukes, «Intermediate Accounting», 5th Edition (International), Publications “McGraw Hill”, 2001.
- ↻ Solomon Ezra, «The Theory of Financial Management», Publications “Columbia University Press”, New York, 1963.
- ↻ Ray H. Garrison and Eric W. Noreen, «Managerial Accounting», 9th Edition (International), Publications “Irwin - McGraw Hill Co. Inc.”, Cincinnati, Ohio, 1994.
- ↻ Harry G. Guthmann, «Analysis of Financial Statements», 4th Edition, Publications “Prentice – Hall Inc.”, Englewood Cliffs, New Jersey, 1953.
- ↻ Robert S. Kaplan and David P. Norton, «Balanced Scorecard», Publications “Harvard Business School Press”, Massachusetts, 1996.
- ↻ Alfred Marshall, «The Principles of Economics», Book II, 5th Edition, Publications “McMillan and Co. Ltd”, London, 1920.
Downloadable from www.econlib.org/library/Marshall and www.socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3113/marshall
- ↻ Terence C. Mills, «The Econometric Modeling of Financial Time Series», 2nd Edition, Publications “Cambridge University Press”, Cambridge, Great Britain, 2002.

- ↗ Paul Newbold and Theodore Bos, «Introductory Business and Economic Forecasting», 2nd Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 1994.
- ↗ Paul Newbold and C. W. J. Granger, «Forecasting Economic Time Series», Publications “Academic Press”, New York, 1977.
- ↗ Dominic Salvatore, «Managerial Economics in a Global Economy», 4th Edition, Publications “South-Western Publishing Co.”, Cincinnati, Ohio, 2001.
- ↗ James C. Van Horne, «Financial Management Policy», 12th Edition, Publications “Prentice Hall”, New Jersey, 2001.
- ↗ Joel E. Ross and Michael J. Kami, «Corporate Management in Crisis: Why the Mighty Fall», Publications “Prentice Hall”, Englewood Cliffs, New Jersey, 1973.
- ↗ Fred J. Weston and Eugene F. Brigham, «Βασικές Αρχές Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής», Εκδοτικός Οίκος “Παπαζήσης”, Αθήνα, 1986.

ΞΕΝΗ ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

-  Anonymous, «Marked By the Market», Publications “The Economist Newspaper and the Economist Group”, November 29th 2001.
Downloadable from www.economist.com/business/display/stry.cfm?Story_ID=886260 and www.faculty.adams.edu/~ehlyell/stewardvaluerandingofcompanies.htm
-  Anonymous, «Economic Value Added», Publications “Wikipedia, The Free Encyclopedia”, 1997.
Downloadable from www.wikipedia.com
-  Anonymous, «How companies Use Total Shareholder Return as the Measurement for Compensation Programs», Publications “Compensation Strategy Magazine”, November 1994.
Downloadable from www.mgv.mim.edu.ny/Articles/00166/9601021.htm
-  Anonymus, «Price/Sales Ratio», Smart Money.com, the Wall Street Journal Magazine.
Downloadable from www.biz.yahjoo.com/edu/st/sm_st11.sm.html
-  Jeffrey M. Bacidore, John A. Boquist, Todd T. Milbourn and Anjan V. Thakor, «The Search for The Best Financial Performance Measure», Publications “Financial Analysts Journal”, May - June, 1997.
Downloadable from www.maaw.info/ArtSumBadicoreBoquistMilbournThakor97.htm
-  Andrew Balls, «Performance Measurement: Search for an Index That Can Be Counted On», Publications “Inside Track”, 2003.
-  Richard Bernstein, «EVA and Market Returns», Publications “Merrill Lynch Quantitative Viewpoint”, February 3rd 1998.
-  Richard Bernstein and Carmen Pigler, «An Analysis of EVA», Publications “Merrill Lynch Quantitative Viewpoint”, December 19th 1997.
-  G. C. Biddle, R. M. Bowen and J. S. Wallace, «Does EVA Beat Earnings? Evidence on Associations with Stock Returns and Firm Values», Publications “Journal of Accounting and Economics”, Vol. 24, No. 3, 1997.

- ↗ Harold J. Bierman, «A Review of Alfred Rappaport's Creating Shareholder Value», Publications "Journal of Management Account Research", Vol. 2, 1990.

Downloadable from www.accounting.rutgers.edu/raw/JMAR/volumes/JMARvol2.html
- ↗ Marshall E. Blume, «Betas and Their Regression Tendencies», Publications "Journal of Finance", Vol. 30, No. 3, June 1975.
- ↗ M. Bromwich and M. Walker, «Residual Income: Past and Future», Publications "Management Accounting Research", Vol. 9, No. 4, December 1998.
- ↗ Terry J. Campbell, «Fast Five Minute Financial Analysis», Published by "Theseus Institute", 2002.
- ↗ David Cary, James Chong, Monica Her and Michael G. Phillips, «Market Value Added as an Investment Selection Tool: A Portfolio Separation Test», Published by "California State University", California, 2003.

Downloadable from www.csun.edu/finance/CaryChongHerPhillipsMVA.pdf
- ↗ Don Chew, Joel Stern and Stern Stewart, «The EVA Financial Management System», Publications "Journal of Applied Corporate Finance", Vol. 8, No. 2, Summer 1995.

Downloadable from www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=670471
- ↗ Aswath Damodaran, «Value Creation and Enhancement: Back to the Future», Publications "Contemporary Finance Digest", Vol. 2, Winter 1998.

Downloadable from www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf
- ↗ R. D. Dillon and J. E. Owners, «EVA as a Financial Metric: Attributes, Utilization and Relation to NPV», Publications "Financial Practice and Education", Vol. 7, No. 1, Spring - Summer 1997.
- ↗ James L. Dodd and Shimin Chen, «Economic Value Added: An Empirical Examination of a New Corporate Performance Measure», Publications "Journal of Managerial Issues", Vol. 9, No.3, 1997 .

- ↻ James L. Dodd and Shimin Chen, «EVA: A New Panacea?», Publications “Business and Economic Review”, Vol. 42, July - September 1996.
Downloadable from www.research.badm.sc.edu/research/bereview/BE42_4/eva.htm
- ↻ Al Ehrbar and Stern Stewart, «EVA: The EVA Revolution», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 12, Summer 1999.
Downloadable from www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- ↻ M. J. Epstein and S. D. Young, «Greening with EVA», Publications “Management Accounting”, January 1995.
Downloadable from www.maaw.info/EVAArticles.htm
- ↻ Eugene F. Fama and Kenneth R. French, «The Cross - Section of Expected Returns», Publications “Journal of Finance”, Vol. 47, 1992.
Downloadable from www.jstor.org
- ↻ Pablo Fernández, «EVA, Economic Profit and Cash Value Added Do Not Measure Shareholder Value Creation», Published by “IESE Business School”, Research Paper No. 453, January 2002.
Downloadable from www.econpapers.hhs.se/paper/ebgiesewp/default2.htm
- ↻ Colin Firer, «The Du Pont Identity», Publications “The Investment Analysis Journal”, No. 44, Part 6, May 27th 2002.
Downloadable from www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=276394
- ↻ M. C. Jensen and W. H. Meckling, «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure», Publications “Journal of Financial Economics”, Vol. 3, October 1976.
- ↻ Jonathan K. Kramer and George Pushner, «An Empirical Analysis of Economic Value Added As a Proxy for Market Value Added», Publications “Financial Practice and Education”, Spring - Summer 1997.
- ↻ Matthew A. Krentz and Kevin Waddell, «Systematic Value Creation in Retail», Publications “The Boston Consulting Group Inc.”, April 1st 1999.
Downloadable from www.bcg.com/publication/publication_view.jsp@ubID711&language=English

- ↻ Paul Larson, «The Uselessness of PSR», Fool's Den, August, 2000.
Downloadable from www.fool.com/research/2000/foolsden000801.htm
- ↻ Tad Leahy, «The Holy Grail of Shareholder Value Measurement», Publications "Business Finance", February 2000.
Downloadable from www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341
- ↻ K. Lehn and A. K. Makhija, «EVA and MVA: As performance measures and signals for strategic change», Publications "Strategy and Leadership", Vol. 24, May - June 1996.
Downloadable from www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- ↻ Bartley J. Madden, «The CFROI Valuation Model», Publications "The Journal of Investing", Vol. 17, No. 1, Spring 1998.
Downloadable from www.aimrpubs.org/cfa/issues/v28n4/abs/c02800160.html
- ↻ Esa Mäkeläinen, «Economic Value Added as a Management Tool», Published by "Helsinki Scholl of Economics and Business Administration", February 9th 1998.
Downloadable from www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml
- ↻ Bruce D. Merrifield, «Return on Net Assets Trend Ranking», Publications "Modern Distribution Management", Vol. 33, No. 4, February 25th 2003.
Downloadable from www.mdm.com/pub/33_4/features/1737_1.html
- ↻ Randy Myers, «Measure for Measure», Publications "CFO Magazine", November 1997.
Downloadable from www.cfo.com
- ↻ Randy Myers, «The Acronym A - List», Publications "CFO Magazine", Vol. 10, No. 10, October 1996.
Downloadable from www.cfo.com
- ↻ Randy Myers, «Metric Wars», Publications "CFO Magazine", Vol. 12, No. 10, October 1996.
Downloadable from www.cfo.com
- ↻ Stephen F. O' Bryne, «EVA and Market Value», Publications "Journal of Applied Corporate Finance", Vol. 9, No. 1, 1996.

- ↻ Errik Ottosson and Fredrik Weissenrieder, «Cash Value Added: A New Method for Measuring Financial Performance», Published by “Gothenburg Studies in Financial Economics”, Study No. 1, 1996.

Downloadable from www.fwc.se/1/1_2.html
- ↻ Pamela P. Peterson, «Value - Added Measures of Performance», Published by “Florida State University”, 1998.

Downloadable from www.garnet.acns.fsu.edu/~ppeters/value/notes/htm
- ↻ D. G. Prasunas, «Wealth Added Index: A New Metric», Publications “ICFAI Press”, March 2002.

Downloadable from www.icfairpress.org/March2002/AN-CaseWealthANew.htm
- ↻ Alfred Rappaport, «Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors», Published by “LEK Consulting LLC”, Vol. 5, 2001.

Downloadable from www.lek.com
- ↻ Alfred Rappaport, «Selecting Strategies That Create Shareholder Value», Publications “Harvard Business Review”, May - June 1971.

Downloadable from www.kellogg.nwu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm
- ↻ David Rhoads and Phil Goulding, «Successful Strategic Planning Processes», Published by “LEK Consulting LLC”, Vol. 17, 2001.

Downloadable from www.lek.com
- ↻ Frank Riboud, «The Key to Creating Wealth», Publications “Fortune”, November 26th 2001.

Downloadable from www.sternstewart.com/events/about.php
- ↻ Timo Salmi and Ilka Virtanen, «Economic Value Added: A Simulation Analysis of the Trendy, Owner - Oriented Management Tool», Published by “Acta Wasaensia”, No. 90, Universitas Wasaensis, Vaasa, 2001.

Downloadable from www.uwasa.fi/~ts/eva/eva.html
- ↻ Andrew W. Stark and Hardy M. Thomas, «On the Empirical Relationship Between Market Value and Residual Income in the U.K.», Publications “Management Accounting Research”, Vol. 8, No. 4, December 1998.

Downloadable from www.papers.ssrn.com/sol3/papers/cfm?abstractid=138623

- ↻ Daniel Stelter, Mark Joiner, Eric E. Olsen, Gerry Hansell and George Frazis, «New Perspectives on Value Creation: A Study of World Top Performers», Published by “The Boston Consulting Group”, January 22nd 2001.

Downloadable from www.bdg.com/publications/files/value-creators-summary.pdf
- ↻ Erik Stern, «Why WAI», Published by “IRontheNet.com”, February 2003.

Downloadable from www.irmag.com/feature.asp?current=1&articleID=2489
- ↻ Bennett G. Stewart III, «Focused Finance», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, May 12th 2003.

Downloadable from www.eva.com/evaluation/overview.php
- ↻ Bennett G. Stewart III, «How to Fix Accounting - Measure and Report Economic Profit», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 15, No. 3, 2003.

Downloadable from www.sternstewart.com/content/JACFarticle.pdf
- ↻ Bennett G. Stewart III, «Perform Governance From Within», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, 2002.

Downloadable from www.sternstewart.com/content/PGWarticle.pdf
- ↻ Bennett G. Stewart III, «EVA and Strategy», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, April 2000.

Downloadable from www.eva.com/evaluation/overview.php
- ↻ Bennett G. Stewart III, «EVA: Fact and Fantasy», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 7, Summer 1994.
- ↻ Stern Stewart, «Value Based Management Done Right: The EVA Implementation at Harsco», Published by “Stern Stewart and Co. Research”, Vol. 15, Issue 1, April 2003.

Downloadable from www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf
- ↻ Stephen Taub, «MVPs of MVA», Publications “CFO Magazine”, July 1st 2003.




























Downloadable from www.cfo.com/article.cfm/3009758


























- ✚ John A. Thywissen, «Focus on Profit: The Only Way to Manage IT», Published by “Objective: pi CLL Co.”, August 2nd 2003.
Downloadable from www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html
- ✚ Dennis G. Uyemura, Charles C. Kantor and Justin M. Pettit, «EVA for Banks: Value Creation, Risk Management, and Profitability Measurement», Publications “Journal of Applied Corporate Finance”, Vol. 9, No. 2, 1996.
- ✚ Johann De Villiers, «The Distortions in Economic Value Added», Publications “Journal of Economics and Business”, Vol. 49, Issue 3, May - June 1997.
Downloadable from www.ideas.repec.org/s/eee/jebusi_1.html
- ✚ Rick Wayman, «How to Evaluate the Quality of EPS», Published by “Investopedia.com”, September 19th 2003.
Downloadable from www.investopedia.com/articles/analyst/03/091703.asp
- ✚ Fredrik Weissenrieder, «Value Based Management: Economic Value Added or Cash Value Added?», Published by “Gothenburg Studies in Financial Economics”, Study No. 3, December 1997.
Downloadable from www.anelda.se

ΞΕΝΗ ΝΟΜΟΘΕΣΙΑ









- ↻ Κανονισμός υπ' αριθμ. 1606/19.07.2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 19ης Ιουλίου 2002 για την εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L243/1/11.09.2002.
- ↻ Κανονισμός υπ' αριθμ. 1725/13.10.2003 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου της 29ης Σεπτεμβρίου 2003 για την υιοθέτηση ορισμένων Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, Εφημερίδα των Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων, L261/1/13.10.2003.
- ↻ Έγγραφο υπ' αριθμ. 880/13.02.2001 της Commission C154/29.05.2001.
- ↻ Accounting Institute of Certified Public Accountants (A.I.C.P.A.), Accounting Terminology Bulletins, No. 1, 1941.
- ↻ Financial Accounting Standards Board (F.A.S.B.), Statement of Financial Accounting Standard No. 128 referring to «Earnings per Share», February 1997.
- ↻ International Accounting Standards Board, International Accounting Standard No. 33 referring to «Earnings per Share», February 1997.
- ↻ Standing Interpretation Committee, Interpretation No. 24 referring to «Earnings per Share – Financial Instruments and Other Contracts that may be Settled in Shares», November 2000.

WORLD WIDE WEB PORTAL & PAGES - INTERNET

-  <http://lawdb.intrasoftnet.com>
-  <http://www.accounting.rutgers.edu/raw/JMAR/volumes/JMARvol2.html>
-  <http://www.aimrpubs.org/cfa/issues/v28n4/abs/c02800160.html>
-  <http://www.allmedia.gr//AllMedia/-gr/home/mixanismo/index.asp>
-  <http://www.anelda.se>
-  <http://www.ase.gr>
-  <http://www.athensstockhome.gr>
-  http://www.bcg.com/publication/publication_view.jsp?pubID711&language=English
-  <http://www.bdg.com/publications/files/value-creators-summary.pdf>
-  <http://www.beginnersinvest.about.com/cs/investinglessons/l.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/compfact/ratios/investor8.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/compfact/ratios/profit2.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe2.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe3.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe4.htm>
-  <http://www.bized.ac.uk/stafsup/options.ratio.raprofe5.htm>
-  <http://www.business.financemag.com/magazine/articles/listArticles.html?action=author&authorID=341>
-  <http://www.cfo.com>
-  <http://www.cfo.com/article.cfm/3009758>
-  <http://www.compulinkg.com>
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_eps.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_PERatio.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roce.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roe.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roi.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_roic.html
-  http://www.corporatevaluemanagement.com/methods_rona.html

-  <http://www.csun.edu/finance/CaryChongHerPhillipsMVA.pdf>
-  <http://www.dpg.devry.edu/~legner/acct305/slide17/tsld027.htm>
-  <http://www.econlib.org/library/Marshall>
-  http://www.economist.com/business/display/stry.cfm?Story_ID=886260
-  <http://www.econpapers.hhs.se/paper/ebgiesewp/default2.htm>
-  <http://www.eridlc.com/resources/index.cfm?fuseaction=resource.glossary&f=R>
-  <http://www.eva.com>
-  <http://www.eva.com/content/evaluation/info/042003.pdf>
-  <http://www.eva.com/evaluation/overview.php>
-  <http://www.eva.com/evaluation/overview.php>
-  <http://www.evanomics.com>
-  <http://www.evanomics.com/evastudy/evastudy.shtml>
-  <http://www.faculty.adams.edu/~ehlyell/stewardvaluerandingofcompanies.htm>
-  <http://www.fasb.org>
-  <http://www.fee.be>
-  <http://www.fintech.co.za/financial/definitions.htm>
-  http://www.fwc.se/1/1_2.html
-  <http://www.garnet.acns.fsu.edu/~ppeters/value/notes/htm>
-  <http://www.home3.americanexpress.com/smallbusiness/tool/ratios/grossprofitmargin.asp>
-  <http://www.iasc.org.uk>
-  <http://www.iasd.org.uk>
-  <http://www.iasplus.com>
-  <http://www.icfairpress.org/March2002/AN-CaseWealthANewhtm>
-  http://www.ideas.repec.org/s/eee/jebusi_1.html
-  <http://www.ifac.org>
-  <http://www.ifad.net>
-  <http://www.investopedia.com/articles/analyst/03/091703.asp>
-  <http://www.investopedia.com/articles/analyst/043002.asp>

- [↗ http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/012804.asp](http://www.investopedia.com/articles/fundamental/04/012804.asp)
- [↗ http://www.irmag.com/feature.asp?current=1&articleID=2489](http://www.irmag.com/feature.asp?current=1&articleID=2489)
- [↗ http://www.jc.edu/users/faculty/greshik/Intermediate%20Acctg/EARNINGS%20PER%20SHARE%20HANDOUT.html](http://www.jc.edu/users/faculty/greshik/Intermediate%20Acctg/EARNINGS%20PER%20SHARE%20HANDOUT.html)
- [↗ http://www.jstor.org](http://www.jstor.org)
- [↗ http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm](http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm)
- [↗ http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm](http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm)
- [↗ http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm](http://www.kellogg.nwu.edu/faculty/korajczy/htm/vbm.htm)
- [↗ http://www.lek.com](http://www.lek.com)
- [↗ http://www.maaw.info/ArtSumBadicoreBoquistMilbournThakor97.htm](http://www.maaw.info/ArtSumBadicoreBoquistMilbournThakor97.htm)
- [↗ http://www.maaw.info/EVAArticles.htm](http://www.maaw.info/EVAArticles.htm)
- [↗ http://www.mdm.com/pub/33_4/features/1737_1.html](http://www.mdm.com/pub/33_4/features/1737_1.html)
- [↗ http://www.mgv.mim.edu.ny/Articles/00166/9601021.htm](http://www.mgv.mim.edu.ny/Articles/00166/9601021.htm)
- [↗ http://www.mhhe.com/business/accounting/libby/student/olc/graphics/libby2/ppt/chap14](http://www.mhhe.com/business/accounting/libby/student/olc/graphics/libby2/ppt/chap14)
- [↗ http://www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=27639](http://www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=27639)
- [↗ http://www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=276394](http://www.moneymax.co.za/articles/displayarticlewide.asp?ArticleID=276394)
- [↗ http://www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html](http://www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html)
- [↗ http://www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html](http://www.objectivepi.com/thinking/focusprofit.html)
- [↗ http://www.pages.stern.nyu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm](http://www.pages.stern.nyu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/variable.htm)
- [↗ http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id670471](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id670471)
- [↗ http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers/cfm?abstract8id=138623](http://www.papers.ssrn.com/sol3/papers/cfm?abstract8id=138623)
- [↗ http://www.research.badm.sc.edu/research/bereview/be42_4/eva.htm](http://www.research.badm.sc.edu/research/bereview/be42_4/eva.htm)
- [↗ http://www.socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/31113/marshal](http://www.socserv2.socsci.mcmaster.ca/~econ/ugcm/31113/marshal)
- [↗ http://www.soe.gr](http://www.soe.gr)
- [↗ http://www.soel.gr](http://www.soel.gr)
- [↗ http://www.solutionmatrix.com/encyclopedia.html](http://www.solutionmatrix.com/encyclopedia.html)
- [↗ http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf](http://www.stern.nyu.edu/fin/workpapers/papers99/wpe99018.pdf)
- [↗ http://www.sternstewart.com](http://www.sternstewart.com)

-  <http://www.sternstewart.com/content/JACFarticle.pdf>
-  <http://www.sternstewart.com/content/PGWarticle.pdf>
-  <http://www.sternstewart.com/events/about.php>
-  <http://www.sytsma.com/cism700/ratanaly.html>
-  <http://www.trinity.edu/rjensen>
-  <http://www.uwasa.fi/~ts/eva/eva.html>
-  http://www.valuebasedmanagement.net/methods_vbm.html
-  <http://www.wikipedia.com>