

**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ  
Η ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΖΕΤΑΙ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ  
ΤΟΜΕΑ**

Σοφία Π. Κεφαλά

**Διπλωματική εργασία υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα στη  
Διοίκηση Επιχειρήσεων**

**Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων**

**Πανεπιστήμιο Πειραιώς**

**Επιβλέπων καθηγητής : Γεώργιος Π. Αρτίκης**

**Δεκέμβριος 2005**

## ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Επιθυμώ να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή της παρούσας εργασίας κ. Γεώργιο Αρτίκη, για τη συμβολή και την καθοδήγηση κατά την εκπόνηση της εργασίας. Επίσης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον κ. Αθανάσιο Ζυγούρη, Διευθυντή Πίστης της Τράπεζας Αττικής, για την πολύτιμη βοήθεια του και τις συμβουλές του. Τέλος θα ήθελα να ευχαριστήσω τους γονείς μου και το φίλο μου Γεώργιο Σαπερά για την υποστήριξη τους, σε όλη τη διάρκεια των σπουδών μου.

**ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ**  
**Η ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΠΟΥ ΕΦΑΡΜΟΖΕΤΑΙ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΟ**  
**ΤΟΜΕΑ**

Σοφία Π. Κεφαλά

**ΣΗΜΑΝΤΙΚΟΙ ΟΡΟΙ:** Χρηματοοικονομική ανάλυση, χρηματοοικονομικοί δείκτες, πιστωτικά ιδρύματα, κατάσταση ταμειακών ροών, πίνακας μελλοντικών ταμειακών ροών, ενημερωτικό δελτίο, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ανάδοχος, επενδυτικό σχέδιο, Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, διακριτική ανάλυση, κριτήρια πιστοδοτήσεων, μοντέλο πρόβλεψης οικονομικής αποτυχίας, z-score model.

**ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση της διαδικασίας χρηματοοικονομικής ανάλυσης και της πρακτικής που εφαρμόζεται στο χρηματοπιστωτικό τομέα. Συγκεκριμένα αναφέρεται η διαδικασία ανάλυσης και οι παράγοντες που πρέπει να εξετάζονται προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης από ένα πιστωτικό ίδρυμα. Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών της αιτούμενης για χορήγηση εταιρείας, η συνδυαστική χρήση των δεικτών αυτών, η αξιολόγηση του πίνακα ταμειακών ροών που παρουσιάζει, η κατάρτιση και εκτίμηση του πίνακα των μελλοντικών της ταμειακών ροών καθώς και τα ποιοτικά της στοιχεία ( διοίκηση εταιρείας, φορείς, management κ.α ) αποτελούν τα βασικά συστατικά στοιχεία για την ορθολογική λήψη τέτοιου είδους οικονομικών αποφάσεων. Επιπλέον αναφέρεται η διαδικασία που ακολουθείται προκειμένου μια εταιρεία να προχωρήσει σε άντληση κεφαλαίων μέσω εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, τα στοιχεία που πρέπει να αναφέρονται στο ενημερωτικό δελτίο της καθώς και ο ρόλος του αναδόχου εισαγωγής. Στο τελευταίο μέρος της εργασίας παρουσιάζεται μελέτη συγκεκριμένου ελληνικού πιστωτικού ιδρύματος, της Τράπεζας Αττικής, ως προς τη μεθοδολογία που ακολουθεί για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν τα επιχειρηματικά δάνεια.

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

1.1 Αντικειμενικοί σκοποί εργασίας.....	1
1.2 Μεθοδολογία εργασίας.....	1
1.3.Χρησιμότητα.....	2
1.4 Διάρθρωση εργασίας.....	3

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ**

2.1 Γενικά .....	4
2.2 Κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών	
(α) Δείκτες ρευστότητας.....	6
(β) Δείκτες διάρθρωσης Κεφαλαίων.....	8
(γ) Δείκτες αποδοτικότητας.....	10
(δ) Δείκτες δραστηριότητας.....	12
(ε) Δείκτες αποτίμησης.....	20
2.3 Περιορισμοί στην ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών.....	23

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΤΗ**

#### **ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

3.1 Γενικά.....	25
3.2 Z – Score model .....	28

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ

4.1 Κατάσταση ταμειακών ροών .....	30
4.2 Διάσταση μεταξύ ταμειακών ροών και εσόδων – εσόδων .....	31
4.3 Διαδικασία κατάρτισης κατάστασης ταμειακών ροών.....	33
4.4 Πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών	
(α) Εισαγωγή.....	37
(β) Κατάρτιση πίνακα προβλέψεων μελλοντικών ταμειακών ροών.....	39

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕΣΩ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

### ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ

5.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.....	42
5.2 Περί αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.....	43
5.3 Δομή της ελληνικής αγοράς μετοχών.....	44
5.4 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών στο ΧΑ	
(α) Βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στο ΧΑ.....	45
(β) Πρόσθετες προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στο ΧΑ.....	46
(γ) Ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής ανά αγορά	
i. Παράλληλη .....	49
ii. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά.....	50
(δ) Μετάταξη εταιρειών από την παράλληλη στην κύρια αγορά....	52
5.5 Ρόλος αναδόχου.....	53
5.6 Ενημερωτικό δελτίο	
(α) Γενικά .....	53
(β) Περιεχόμενο ενημερωτικού δελτίου.....	54
(γ) Διαδικασία εισαγωγής.....	57

(δ) Απόρριψη αίτησης εισαγωγής.....	59
-------------------------------------	----

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ**

6.1 Γενικές πληροφορίες για την Τράπεζα Αττικής.....	60
6.2 Οργανόγραμμα.....	62
6.3 Εξέλιξη μεγεθών Τράπεζας Αττικής, μερίδια αγοράς και σύγκριση με στοιχεία κλάδου .....	63
6.4 Κριτήρια πιστοδοτήσεων	
(α) Πιστωτικά κριτήρια.....	66
(β) Κριτήρια απόδοσης.....	68
(γ) Κοινωνικά κριτήρια.....	68
6.5 Διαδικασία έγκρισης πιστοδοτήσεων	
(α) Αποδοχή συναλλαγής.....	69
(β) Ανάλυση .....	70
(γ) Εκτίμηση πιστωτικού κινδύνου.....	72
(δ) Ανάλυση απόδοσης- τιμολόγηση.....	72
(ε) Καθορισμός της δομής της συναλλαγής.....	73
(στ) Παρουσίαση συναλλαγής.....	73
6.6 Σύνταξη εισηγητικού σημειώματος- Πρόταση πιστοδοτήσεων	
6.1.1 Εξέταση βραχυχρόνιων πιστοδοτήσεων	
(α) Οικονομικά και πληροφοριακά στοιχεία.....	74
(β) Δελτίο πληροφοριών.....	75
(γ) Φύλλο ανάλυσης οικονομικών στοιχείων.....	78
(δ) Υπολογισμός πιστωτικής ανάγκης.....	80
(ε) Ανάλυση αποδοτικότητας πελάτη .....	81

6.1.2 Εξέταση μακροχρόνιων πιστοδοτήσεων .....	85
6.7 Παρακολούθηση πιστοδοτήσεων.....	86

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7:ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

7.1 Συμπεράσματα.....	89
7.2 Προτάσεις περαιτέρω έρευνας.....	90

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΔΙΑΓΡΑΜΜΑΤΩΝ

**Διάγραμμα 1** : Εξέλιξη Ενεργητικού, καταθέσεων, χορηγήσεων και ιδίων κεφαλαίων της Τράπεζας Αττικής

**Διάγραμμα 2** : Εξέλιξη χορηγήσεων της Τράπεζας Αττικής

**Διάγραμμα 3** : Μερίδιο αγοράς χορηγήσεων της Τράπεζας Αττικής

**Διάγραμμα 4** : Εξέλιξη καταθέσεων της Τράπεζας Αττικής

**Διάγραμμα 5** : Μερίδιο αγοράς καταθέσεων της Τράπεζας Αττικής



# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### 1.1 Αντικειμενικοί σκοποί εργασίας

Βασικός στόχος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι η διευκόλυνση της λήψης αποφάσεων, οι οποίες αφορούν την κατανομή οικονομικών πόρων. Παραδείγματα τέτοιων αποφάσεων αποτελούν η επιλογή επενδύσεων, η χορήγηση δανείων, η επιλογή προμηθευτών κ.λ.π.

Στην παρούσα εργασία, της οποίας αντικειμενικός σκοπός είναι η παρουσίαση των μορφών χρηματοοικονομικής ανάλυσης που είναι άμεσα συνδεδεμένες με τη φύση των δραστηριοτήτων μιας τράπεζας, εξετάζουμε τη διαδικασία λήψης αποφάσεων που αφορούν τη χορήγηση δανείων. Παρουσιάζεται δηλαδή μια εκτίμηση των παραγόντων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στην απόφαση χρηματοδότησης μιας επιχείρησης, από την πλευρά ενός πιστωτικού οργανισμού. Η λήψη τέτοιων αποφάσεων απαιτεί εκτίμηση της μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας δυνατότητας επιβίωσης της επιχείρησης. Η εκτίμηση αυτή, που αφορά κυρίως τον κίνδυνο αθέτησης των υποχρεώσεων των πιστούχων του πιστωτικού ιδρύματος, αποτελεί μια ιδιαίτερα πολύπλοκη διαδικασία, δεδομένου ότι αναφέρεται στην μέτρηση της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει το οικονομικό αποτέλεσμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Επιπλέον παρουσιάζεται η διαδικασία και οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται προκειμένου μια εταιρεία να αντλήσει κεφάλαια μέσω εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

### 1.2 Μεθοδολογία εργασίας

Η αναζητητή στοιχείων για την συγγραφή της εργασίας πραγματοποιήθηκε κατά κύριο λόγο μέσα από ελληνική και διεθνή βιβλιογραφία. Ωστόσο σημαντικές πληροφορίες και αντικείμενο περαιτέρω προβληματισμού αποτέλεσε αρθρογραφία από την ηλεκτρονική διεύθυνση της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών (Ε.Ε.Τ). Τέλος όσον αφορά κατά κύριο λόγο, τη συγγραφή του κεφαλαίου που αναφέρεται στην μελέτη συγκεκριμένης περίπτωσης, ελληνικής τράπεζας, η παρακολούθηση

σεμιναρίου με τίτλο «η μεθοδολογία των χρηματοδοτήσεων στην τραπεζική πρακτική», το οποίο πραγματοποιήθηκε από την τράπεζα Αττικής στα πλαίσια εκπαίδευσης των στελεχών της, καθώς και η περαιτέρω επαφή με τον κ. Αθανάσιο Ζυγούρη, Διευθυντή Πίστης της τράπεζας και βασικό εισηγητή του συγκεκριμένου σεμιναρίου, αποτέλεσαν βασικά συστατικά στοιχεία για την ολοκλήρωση της εργασίας.

### **1.3 Χρησιμότητα εργασίας**

Η διαδικασία χρηματοοικονομικής ανάλυσης που πραγματοποιείται μέσω των πιστωτικών ιδρυμάτων, προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης ενδιαφέρει τόσο τα ίδια τα πιστωτικά ιδρύματα όσο και τις διοικήσεις και τους φορείς επιχειρήσεων οι οποίες δραστηριοποιούνται στο οικονομικό περιβάλλον. Όσον αφορά τα πιστωτικά ιδρύματα η γνώση αυτή είναι απαραίτητη προκειμένου να επιτευχθεί η μείωση του πιο θεμελιώδη κίνδυνου της τραπεζικής λειτουργίας, του πιστωτικού, μέσα από την βελτίωση και εξέλιξη της μεθοδολογίας αξιολόγησης των πιστούχων τους. Για τις διοικήσεις και τους φορείς των επιχειρήσεων η γνώση της διαδικασίας αυτής κρίνεται σκόπιμη προκειμένου να εξασφαλίσουν τις απαιτούμενες πηγές χρηματοδότησης τους και να εξασφαλίσουν κατά συνέπεια την ομαλή λειτουργία τους.

### **1.4 Διάρθρωση εργασίας**

Αντικειμενικός σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η παρουσίαση της διαδικασίας χρηματοοικονομικής ανάλυσης που εφαρμόζεται στον χρηματοπιστωτικό τομέα προκειμένου να εξεταστούν και να αξιολογηθούν οι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στη λήψη αποφάσεων χρηματοδότησης.

Στο δεύτερο κεφάλαιο παρουσιάζεται ο τρόπος αξιολόγησης των εξεταζόμενων για χορήγηση εταιρειών, μέσω ανάλυσης των χρηματοοικονομικών τους δεικτών. Συγκεκριμένα γίνεται αναφορά στους βασικούς χρηματοοικονομικούς δείκτες ανά κατηγορία, ερμηνεύεται ο τρόπος αξιολόγησης τους και

υπογραμμίζονται τα σημεία εκείνα στα οποία πρέπει να δώσει ο χορηγός πιστώσεων ιδιαίτερη έμφαση, προκειμένου να ληφθεί η εκάστοτε απόφαση χρηματοδότησης.

Το τρίτο κεφάλαιο της παρούσας εργασίας, αναφέρεται στη χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών στη διακριτική ανάλυση και στη σημασία της συνδυασμένης χρήσης διαφόρων αριθμοδεικτών για τη λήψη αποφάσεων που αφορούν χρηματοδοτήσεις. Στο δεύτερο μέρος του κεφαλαίου παρουσιάζεται συνοπτικά, ένα από τα πιο αντιπροσωπευτικά μοντέλα πρόβλεψης της οικονομικής αποτυχίας των εταιρειών, το μοντέλο Z- Score.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση της αξιολόγησης των ταμειακών ροών των επιχειρήσεων καθώς επίσης και της διαδικασίας και των παραγόντων που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη προκειμένου να καταρτιστεί από τον αναλύτη πίνακας μελλοντικών ταμειακών ροών της εξεταζόμενης κάθε φορά επιχείρησης.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζεται η διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω εισαγωγής εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Συγκεκριμένα πραγματοποιείται μια συνοπτική αναφορά στις προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται προκειμένου να αιτηθεί μια εταιρεία την εισαγωγή της σε κάθε μία από τις διαφορετικές αγορές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, στο ρόλο του αναδόχου, στα στάδια που ακολουθούνται και στα στοιχεία που πρέπει να περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο της επιχείρησης, προκειμένου αυτό να εγκριθεί από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς και να προχωρήσει η περαιτέρω διαδικασία άντλησης κεφαλαίων μέσω του Χρηματιστηρίου, για την εξεταζόμενη εταιρεία.

Στο έκτο της εργασίας, πραγματοποιείται η μελέτη συγκεκριμένου πιστωτικού ιδρύματος, της Τράπεζας Αττικής, ως προς την διαδικασία και τους παράγοντες που εξετάζονται προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης. Γίνεται συνοπτική αναφορά γενικών και οικονομικών στοιχείων που αφορούν την Τράπεζα, και περιγράφονται αναλυτικά τα πιστωτικά κριτήρια που τηρούνται και η διαδικασία που ακολουθείται στις περιπτώσεις βραχυχρόνιων και μακροχρόνιων χορηγήσεων.

Τέλος στο έβδομο και τελευταίο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την όλη μελέτη, και προτείνονται θέματα για περαιτέρω μελέτη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ

#### 2.1 Γενικά

Η ανάλυση με αριθμοδείκτες (ratio analysis) αποτελεί την κύρια μέθοδο αξιολόγησης αιτημάτων για χορήγηση, που χρησιμοποιούν τα πιστωτικά ιδρύματα, αλλά και την πιο διαφωτιστική για πολλά από τα ερωτήματα που προκύπτουν στους χορηγούς πιστώσεων άλλα και σε αυτούς που επενδύουν σε χρηματιστηριακές αξίες.

Οι αριθμοδείκτες αποτελούν αριθμητικές σχέσεις μεταξύ των οικονομικών μεγεθών των λογιστικών καταστάσεων, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό και την αξιολόγηση της πραγματικής θέσης, αποτίμησης και αποδοτικότητας της επιχείρησης. Τα στοιχεία για την ανάλυση των αριθμοδεικτών λαμβάνονται από τον ισολογισμό, τα αποτελέσματα χρήσης και τον πίνακα διάθεσης κερδών της υπό εξέταση επιχείρησης.

Η χρήση των αριθμοδεικτών αποσκοπεί τόσο στην αξιολόγηση της διαχρονικής ανάπτυξης της εταιρείας μέσα από την σύγκριση των οικονομικών στοιχείων ανά έτος, όσο και στην σύγκριση με άλλες ομοειδείς εταιρείες για την διαπίστωση της θέσης της εταιρείας μέσα στο κλάδο. Η διπλή αυτή σύγκριση δίνει τη δυνατότητα ορθότερης ερμηνείας των δεικτών και συνεπώς της κατάστασης της εταιρείας. Ένα άλλο στοιχείο που πρέπει να εξετάζεται είναι η σύγκριση των αριθμοδεικτών στο χρόνο, η οποία μπορεί να αναφέρεται στο παρελθόν ή και στο μέλλον. Συγκρίνουμε δηλαδή τους τρέχοντες δείκτες με όμοιους του παρελθόντος ή με όμοιους προσδοκώμενους στο μέλλον. Από την άλλη μεριά η σύγκριση αριθμοδεικτών μπορεί να γίνει και με τους μέσους δείκτες του κλάδου. Αξίζει να σημειωθεί ότι παρόλο που οι αριθμοδείκτες αποτελούν βασικά εργαλεία ανάλυσης δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να εξαγάμουμε συμπεράσματά με τη χρήση ενός μικρού αριθμού αριθμοδεικτών. Αντίθετα θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη ένας μεγάλος αριθμός αριθμοδεικτών διαχρονικά και συγκριτικά πάντα με αυτούς του αντίστοιχου κλάδου, ενώ θα πρέπει να συνυπολογίζονται και τα ποιοτικά στοιχεία (management, goodwill κ.α) προκειμένου να αξιολογηθεί η συνολική κατάσταση μιας εταιρείας. Επιπλέον όταν αποφασίζεται κάποια συσχέτιση των μεγεθών των

οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να επιλέγεται αυτή που πληρέστερα απαντά στο ερώτημα ή ικανοποιεί καλύτερα το είδος της ανάλυσης που επιχειρείται. Πιο συγκεκριμένα όταν εξετάζεται η περίπτωση χορήγησης ενός βραχυπρόθεσμου δανείου σε μια επιχείρηση, το ενδιαφέρον πρέπει να εστιάζεται πρωτίστως στη βραχυπρόθεσμη κατάσταση ή τη ρευστότητα της. Αντίθετα στις μακροπρόθεσμες χορηγήσεις, έμφαση πρέπει να δίνεται στην ικανότητα της επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη και στα λειτουργικά της αποτελέσματα. Και αυτό διότι οι μη κερδοφόρες δραστηριότητες διαβρώνουν την αξία των περιουσιακών στοιχείων και η σημερινή καλή κατάσταση της επιχείρησης δεν αποτελεί εγγύηση για τη μελλοντική διαθεσιμότητα κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν για την εξόφληση μιας μακροπρόθεσμης χορήγησης.

## **2.2 Κατηγορίες χρηματοοικονομικών δεικτών**

Με βάση αυτό που προσδιορίζουν και για το οποίο μπορούμε να αντλήσουμε στοιχεία, οι αριθμοδείκτες κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

- (α) Ρευστότητας ( liquidity ratios)
- (β) Διάρθρωσης κεφαλαίων και βιωσιμότητας ( financial structure and viability ratios)
- (γ) Αποδοτικότητας (profitability ratios)
- (δ) Δραστηριότητας ή εξέλιξης ( activity ratios)
- (στ) Αποτίμησης ή επένδυσης ( investment ratios)

### **(α) Δείκτες ρευστότητας**

Οι δείκτες αυτοί μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ικανοποιεί τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Παρά το γεγονός ότι μια πλήρης ανάλυση της ρευστότητας απαιτεί τη χρήση ταμειακών προγραμμάτων, η ανάλυση των παρακάτω αναφερόμενων δεικτών δίνει μια γρήγορη και εύχρηστη μέτρηση της ρευστότητας, συσχετίζοντας το ύψος των ταμειακών διαθέσιμων και των άλλων στοιχείων του κυκλοφοριακού κεφαλαίου με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Δηλαδή :

Αριθμοδείκτης γενικής-κυκλοφοριακής ρευστότητας (current ratio) =  
(Διαθέσιμα + Απαιτήσεις + Αποθέματα) Προς Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις

Ο δείκτης αυτός είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος δείκτης, παρά το γεγονός ότι αποτελεί μια χονδρική μέτρηση. Το βασικό ερώτημα που περιέχεται στον συγκεκριμένο δείκτη είναι εάν η επιχείρηση έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, λαμβάνοντας υπόψη και ένα περιθώριο ασφαλείας για τυχόν μείωση της αξίας ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο δείκτης αυτός είναι στατικός και περιέχει ένα στοιχείο ρευστοποίησης, με την έννοια ότι δεν λαμβάνει υπόψη του την διαρκή ανανέωση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, δεν βλέπει δηλαδή την επιχείρηση ως ένα οργανισμό σε συνέχεια.

Η γενική εντύπωση σε ότι αφορά τον δείκτη, είναι ότι όσο μεγαλύτερος είναι τόσο το καλύτερο από πλευράς ρευστότητας για την εξεταζόμενη κάθε φορά επιχείρηση. Υπάρχουν βέβαια σημαντικές αμφιβολίες όσον αφορά την ορθότητα μιας υπερβολικής συσσώρευσης κυκλοφορούντων στοιχείων, ειδικότερα αδρανών διαθέσιμων ή αποθεμάτων αρκετά υψηλότερων για την κάλυψη των αναγκών της εταιρείας. Για την σωστή ερμηνεία του δείκτη πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στα συστατικά του στοιχεία, στον χαρακτήρα της εταιρείας και του κλάδου στον οποίο αυτή ανήκει.

Μια σχέση στενά συνδεδεμένη με το παραπάνω δείκτη είναι το κεφάλαιο κίνησης, η σύγκριση του οποίου για μια σειρά ετών παρέχει μια ένδειξη της δύναμης της εταιρείας για την αντιμετώπιση δυσχερειών.

Αριθμοδείκτης άμεσης ή ειδικής ρευστότητας (acid ratio)= (Απαιτήσεις + διαθέσιμα) Προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις .

Ο συγκεκριμένος δείκτης προκύπτει από την ίδια ανάγκη μέτρησης της ικανότητας της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις τις μέσω του κυκλοφορούντος ενεργητικού, εξαλείφοντας ορισμένα από τα μειονεκτήματα του προηγούμενου δείκτη, με τη συγκέντρωση του ενδιαφέροντος στα καθαρώς ρευστά στοιχεία του ενεργητικού. Όπως και στην προηγούμενη περίπτωση κατά την κατάρτισή του δείκτη αγνοούνται οι μελλοντικές ροές κεφαλαίων.

Αριθμοδείκτης ταμειακής ρευστότητας= Διαθέσιμο ενεργητικό Προς ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δίνει την εικόνα της επάρκειας ή όχι μετρητών στην επιχείρηση σε σχέση με τις τρέχουσες λειτουργικές της ανάγκες. Η ταμειακή ρευστότητα εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης για εξόφληση των τρεχουσών και ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της με τα μετρητά που διαθέτει. Συγκεκριμένα δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία καλύπτουν τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης.

Αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος = (διαθέσιμα + απαιτήσεις) Προς προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες.

Ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος βασίζεται στα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχείρησης, που αποτελούν ανά πάσα στιγμή τη βασική πηγή ρευστών για την ικανοποίηση των τρεχουσών και προβλεπόμενων ημερησίων αναγκών σε μετρητά. Ο δείκτης αυτός αποτελεί ένα πολύ συντηρητικό μέτρο του βαθμού ικανότητας της επιχείρησης να καταβάλλει τις λειτουργικές της δαπάνες από τα αμυντικά της στοιχεία, χωρίς να βασίζεται στα λειτουργικά της έσοδα. Με τον όρο προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες νοούνται τόσο οι τρέχουσες όσο και οι μελλοντικές δαπάνες που απαιτούνται για τη συνέχιση της ομαλής λειτουργίας της επιχείρησης και βρίσκονται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών δαπανών (κόστος πωληθέντων+ δαπάνες διοίκησης+ δαπάνες διαθέσεως + διαφορές καθημερινές πληρωμές) με τον αριθμό των ημερών του έτους. Ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος μετρά, σε αριθμό ημερών, το χρονικό διάστημα που μια επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί με τη χρησιμοποίηση των, στην κατοχή της αμυντικών περιουσιακών στοιχείων χωρίς να καταφύγει στη χρησιμοποίηση των εσόδων από τις δραστηριότητες της. ( Νιάρχος 1997 Ε, σελ.47)

## (β) Δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων

Οι δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων μετρούν τα κεφάλαια που έχουν εισφέρει οι ιδιοκτήτες σε σχέση με τη χρηματοδότηση που έχουν χορηγήσει οι πιστωτές της επιχείρησης. Για τους πιστωτές τα κεφάλαια που προσφέρουν οι ιδιοκτήτες, λειτουργούν ως ένα περιθώριο ασφαλείας. Είναι δεδομένο ότι εάν η επιχείρηση πραγματοποιεί μεγαλύτερα κέρδη στα δανειακά κεφάλαια από ότι πληρώνει σε τόκους, μεγαλώνει η απόδοση των κεφαλαίων των ιδιοκτητών. Οι παρακάτω αριθμοδείκτες μετράνε ρίσκο. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης τόσο μεγαλύτερο είναι το ρίσκο από την πλευρά του πιστωτή. Ωστόσο οι επιχειρήσεις με χαμηλό δείκτη διάρθρωσης κεφαλαίου έχουν μικρότερο κίνδυνο να πραγματοποιήσουν ζημιές, όταν η οικονομία είναι σε ύφεση έχουν όμως και μικρότερες αναμενόμενες αποδόσεις σε περιόδους οικονομικής ανόδου. Αντίθετα οι επιχειρήσεις με υψηλούς δείκτες διάρθρωσης κεφαλαίων διατρέχουν μεν τον κίνδυνο των μεγαλύτερων ζημιών αλλά έχουν και την ευκαιρία να πραγματοποιήσουν υψηλά κέρδη.

Το θέμα της διάρθρωσης πρέπει να προσεγγίζεται επομένως από δύο πλευρές. Η μία προσέγγιση αφορά στοιχεία του ισολογισμού και προσδιορίζει το βαθμό χρηματοδότησης της επιχείρησης με δανειακά κεφάλαια και η άλλη προσέγγιση προσδιορίζει τον κίνδυνο που δημιουργούν τα δανειακά κεφάλαια μέσα από δείκτες του λογαριασμού των αποτελεσμάτων χρήσης, που έχουν σχεδιαστεί με σκοπό τον προσδιορισμό του βαθμού κάλυψης των σταθερών δαπανών από τα κέρδη εκμετάλλευσης. Οι δυο αυτές ομάδες δεικτών είναι συμπληρωματικές και πρέπει να χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα.

Αριθμοδείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (debt ratio)= σύνολο δανειακών υποχρεώσεων Προς σύνολο ενεργητικού.

Ο δείκτης προσδιορίζει το ποσοστό των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων που προήλθαν από τους πιστωτές.

Βαθμός μακροπρόθεσμης δανειακής επιβάρυνσης (debt equity ratio)= μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις Προς καθαρή θέση

Ο δείκτης προσδιορίζει το ποσοστό των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων που προέρχονται από πιστωτές σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια.



Βαθμός κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών (times-interest-earned ratio) = Κέρδη προ φόρων και τόκων Προς ετήσια χρηματοοικονομική δαπάνη

Ο δείκτης μας δείχνει το βαθμό στον οποίο η επιχείρηση μπορεί να καλύπτει τα ετήσια χρηματοοικονομικά έξοδα. Προκειμένου να προσδιορίσουμε και το βαθμό μέχρι τον οποίο μπορούν να μειωθούν τα κέρδη, χωρίς δυσάρεστα αποτελέσματα για την επιχείρηση, λόγω αδυναμίας της να καλύψει τις ετήσιες χρηματοοικονομικές δαπάνες της, χρησιμοποιούμε τον αντίστοιχο δείκτη ευαισθησίας: [Βαθμός κάλυψης χρημ/κών δαπανών -1] προς βαθμό κάλυψης χρημ/κων δαπανών

Βαθμός συνολικής κάλυψης σταθερών δαπανών ( total debt coverage ratio)= κέρδη προ φόρων και τόκων Προς το άθροισμα των καταβαλλόμενων τόκων, των δόσεων κεφαλαίου, των δόσεων leasing και των τοκομεριδίων

Βαθμός κάλυψης παγίων από διαρκή κεφάλαια= [Ίδια κεφάλαια + μακρ/σμα κεφάλαια] Προς σύνολο καθαρών παγίων.

Ο δείκτης προσδιορίζει το βαθμό χρηματοδότησης των παγίων της επιχείρησης από ίδια και μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Όταν ο δείκτης εμφανίζεται μικρότερος της μονάδας σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει χρηματοδοτήσει μέρος των παγίων της με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. ( Νιάρχος 1997 Ε, σελ.151)

### **(γ) Δείκτες αποδοτικότητας**

Η αποδοτικότητα είναι αποτέλεσμα ενός μεγάλου αριθμού μέτρων πολιτικής και αποφάσεων που η εκάστοτε επιχείρηση λαμβάνει. Οι δείκτες που εξετάστηκαν πιο πάνω αποκαλύπτουν σημαντικά στοιχεία για τον τρόπο με τον οποίο διοικείται η επιχείρηση, οι δείκτες όμως αποδοτικότητας δίνουν τις τελικές απαντήσεις για το πόσο αποτελεσματικά διοικείται η επιχείρηση.

Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου ή Μικτού Κέρδους (Gross profit margin)= [μικτά κέρδη εκμετάλλευσης Προς καθαρές πωλήσεις] \*100 .

Ο παραπάνω δείκτης δείχνει τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης καθώς και την πολιτική τιμών αυτής. Συγκεκριμένα απεικονίζει το μικτό

κέρδος που απολαμβάνει η επιχείρηση από την πώληση προϊόντων αξίας 100 δρχ. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης μικτού κέρδους, τόσο καλύτερη από άποψη κερδών είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίζει χωρίς δυσκολία αύξηση του κόστους των προϊόντων που πουλάει. Ωστόσο είναι δυνατόν μια επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου να πετύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων της ή αύξηση των πωλήσεων ενός νέου προϊόντος, ώστε να διευρύνει τη δυναμική παρουσία της στην αγορά. Επομένως μολονότι ένας υψηλός δείκτης μικτού κέρδους εκ πρώτης όψεως είναι προτιμότερος, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και άλλοι παράγοντες.

Αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου ή καθαρού κέρδους ( Net profit margin)  
= [καθαρό κέρδος προς πωλήσεις]\*100

Το καθαρό περιθώριο κέρδους δείχνει το οικονομικό αποτέλεσμα, το ποσοστό δηλαδή του καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της. Βασικό μειονέκτημα του δείκτη αποτελεί το γεγονός ότι στα καθαρά κέρδη εμπεριέχονται και μη λειτουργικά κέρδη τα οποία δεν είναι βέβαιο ότι θα επαναληφθούν στην επόμενη χρήση και συνεπώς μπορεί κάποιος να οδηγηθεί σε μη αντιπροσωπευτικά συμπεράσματα. Για το λόγο αυτό πρέπει να γίνονται οι κατάλληλες προσαρμογές, ενώ χρησιμοποιούνται παράλληλα και οι δείκτες Περιθωρίου λειτουργικού κέρδους και Περιθωρίου Μικτού κέρδους.

Αριθμοδείκτης Περιθωρίου λειτουργικού κέρδους = Λειτουργικά κέρδη Προς πωλήσεις

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity) =  
καθαρά κέρδη προς ίδια κεφάλαια.

Ο δείκτης ROE (return on equity) μας δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα χρήματα που έλαβε από τους μετόχους. Συμβαίνει ωστόσο πολλές φορές, κατά την διάρκεια της χρήσης, να έχουμε αύξηση ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, είτε με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά, είτε με αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων, είτε από διάφορους άλλους λόγους. Στην περίπτωση αυτή, είναι απαραίτητο να υπολογιστεί το ύψος των ιδίων κεφαλαίων που πράγματι απασχολήθηκαν σε όλη τη διάρκεια

της χρήσης, είτε χρησιμοποιώντας το μέσο όρο των ιδίων κεφαλαίων είτε υπολογίζοντας το πραγματικό ύψος των ιδίων κεφαλαίων.

Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (Return on investments) ή Αποδοτικότητας ενεργητικού (Return on total assets) = καθαρά κέρδη Προς σύνολο ενεργητικού.

Ο δείκτης αποδοτικότητας επενδυμένων κεφαλαίων (R.O.I) ή Δ. Αποδοτικότητας ενεργητικού (R.O.A) μας δείχνει την αποδοτικότητα του συνόλου του ενεργητικού ή του συνόλου των κεφαλαίων της επιχείρησης.

Συνδυασμένος αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού (The Du Pont Equation)=(καθαρά κέρδη προ τόκων προς καθαρές πωλήσεις) \* (καθαρές πωλήσεις προς μέσο ύψος ενεργητικού) \*100

Για την εύρεση της αποδοτικότητας του ενεργητικού, σαν συνδυασμό αφενός της αποδοτικότητας των πωλήσεων και αφετέρου του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού, χρησιμοποιούμε την παραπάνω σχέση. Η σχέση αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική διότι εμφανίζει την συνεισφορά της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού και του καθαρού περιθωρίου και βοηθά στον εντοπισμό τρόπων με τους οποίους μπορούν να αυξηθούν τα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης, σε σχέση με το ύψος των απασχολούμενων περιουσιακών στοιχείων. Πιο συγκεκριμένα μέσω της εξίσωσης Du pont επισημαίνεται ότι η αύξηση της αποδοτικότητας του ενεργητικού μιας επιχείρησης μπορεί να επιτευχθεί με δύο τρόπους:

- § Με αύξηση του καθαρού κέρδους από τις πωλήσεις των προϊόντων της, δηλαδή είτε με μείωση του κόστους πωληθέντων, είτε με αύξηση της τιμής πώλησης.
- § Με αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού, δηλαδή είτε με αύξηση του όγκου πωλήσεων είτε με μείωση των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων.

Αριθμοδείκτης οικονομικής μόχλευσης (financial leverage ratio)=  
Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων Προς αποδοτικότητα συνολικά Απασχολούμενων κεφαλαίων

Όταν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών της κεφαλαίων, τότε η προσφυγή της στο δανεισμό είναι επικερδής. Η επίδραση αυτή μπορεί να μετρηθεί μέσω του δείκτη οικονομικής μόχλευσης. Όταν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος της μονάδας, τότε η χρήση των ξένων κεφαλαίων είναι επωφελής για τα κέρδη της επιχείρησης. Αντίθετα όταν ο δείκτης είναι μικρότερος της μονάδας, τότε η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι αρνητική και η επιχείρηση δανείζεται με μη ευνοϊκούς όρους. ( Νιάρχος 1997 Ε, σελ.99)

#### **(δ) Δείκτες δραστηριότητας**

Οι συγκεκριμένοι δείκτες μετρούν το βαθμό αποτελεσματικής χρησιμοποίησης των πόρων της επιχείρησης.

Δείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων (Receivable turnover ratio)=  
καθαρές πωλήσεις Προς μέσο όρο απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεων απαιτήσεων δηλώνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά την διάρκεια της λογιστικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης βρίσκεται εάν διαιρέσουμε την αξία των πιστωτικών πωλήσεων της επιχείρησης μέσα στη χρήση, με το μέσο όρο των απαιτήσεων της. Δεδομένου ότι δεν υπάρχουν στοιχεία για τις πιστωτικές πωλήσεις καθώς και στοιχεία που να αναφέρονται στο μέσο όρο των χορηγούμενων πιστώσεων της επιχείρησης, συνήθως λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές πωλήσεις της χρήσεως και το σύνολο των απαιτήσεων που αναφέρονται στον ισολογισμό. Ειδικότερα για την περίπτωση των απαιτήσεων, είναι προτιμότερο να πάρουμε το μέσο όρο των απαιτήσεων της αρχής και του τέλους της χρήσεως, διότι οι απαιτήσεις όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό δεν δίνουν συνήθως αντιπροσωπευτική εικόνα για το ύψος αυτών κατά την διάρκεια του έτους.

Μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση= [μέσο ύψος απαιτήσεων Προς καθαρές πωλήσεις ] \* 365

Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση απεικονίζει το χρονικό διάστημα που επιχείρηση περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από την στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πώληση μέχρι την στιγμή που αυτή θα μετατραπεί σε μετρητά. Το χρονικό αυτό διάστημα αποτελεί αφενός μια ένδειξη της αποτελεσματικότητας της διοίκησης στην είσπραξη των απαιτήσεων της και αφετέρου εκφράζει την πιστωτική της πολιτική. Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση πρέπει να διατηρείται όσο το δυνατόν μικρότερη, όχι μόνο λόγω του κόστους των κεφαλαίων που δεσμεύει η επιχείρηση αλλά και λόγω του κόστους ευκαιρίας που υφίσταται στην περίπτωση που τα κεφάλαια αυτά είχαν επενδυθεί αποδοτικά κάπου αλλού. Σχετικά με την ποιότητα των απαιτήσεων σημειώνεται ότι θα πρέπει να παρακολουθείται και η σχέση μεταξύ του ύψους των επισφαλών και του ύψους των συνολικών απαιτήσεων. Μια αύξηση της σχέσεως αυτής διαχρονικά παρέχει ένδειξη προοδευτικών δυσκολιών στην είσπραξη των απαιτήσεων.

Αριθμοδείκτης προβλέψεων για ζημιές Προς σύνολο απαιτήσεων =  
[προβλέψεις για κάλυψη ζημιών επισφαλών απαιτήσεων Προς σύνολο απαιτήσεων]\*100

Η παρακολούθηση της τάσεως του αριθμοδείκτη αυτού διαχρονικά είναι πολύ χρήσιμη για την αξιολόγηση της ποιότητας και της ρευστότητας των απαιτήσεων. Αύξηση αυτού του αριθμοδείκτη παρέχει ένδειξη επιδείνωσης της δυνατότητας εισπράξεων των απαιτήσεων. Αντίθετα μείωση αυτού διαχρονικά, παρέχει ένδειξη βελτίωσης της δυνατότητας εισπράξεως των απαιτήσεων και μπορεί να οδηγήσει την διοίκηση της επιχείρησης στην επανεκτίμηση της θέσεως της ως προς το ύψος των ετήσιων προβλέψεων που εμφανίζει για την κάλυψη ζημιών από επισφαλείς απαιτήσεις.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας εξοφλήσεως βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων  
(trade creditors to purchases ratio )= Αγορές Προς μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Ο αριθμοδείκτης αυτός βρίσκεται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των αγορών μιας χρήσης με το μέσο ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τους προμηθευτές της ( ανοικτοί λογαριασμοί προμηθευτών και γραμμάτια πληρωτέα), με την προϋπόθεση ότι όλες οι αγορές γίνονται με πίστωση.

Συγκεκριμένα απεικονίζει πόσες φορές μέσα στην χρήση ανανεώθηκαν οι λήφθηκες από την επιχείρηση πιστώσεις.

Μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση = [μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς αγορές] \* 365

Η παραπάνω σχέση μας δείχνει τον αριθμό των ημερών που οι υποχρεώσεις μιας επιχείρησης παραμένουν απλήρωτες. Στην πράξη επειδή το σύνολο των αγορών της χρήσεως σπάνια δημοσιεύεται ή δεν δημοσιεύεται καθόλου, πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν αντί αυτού το κόστος πωληθέντων της χρήσεως, αφού το προσαρμόσουν σύμφωνα με τα στοιχεία εκείνα που δεν συνεπάγονται πραγματική καταβολή μετρητών ( πχ αποσβέσεις) καθώς και τη μεταβολή του ύψους των αποθεμάτων. Όμως το κόστος πωληθέντων ενδέχεται να περικλείει σημαντικές δαπάνες που απαιτούν την χρήση ρευστών και το γεγονός αυτό μειώνει την αξία υπολογισμού του αριθμοδείκτη. Στην περίπτωση αυτή ο αριθμοδείκτης ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπολογίζεται από τη σχέση:

Αριθμοδείκτης ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων = κόστος πωληθέντων Προς μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στην επιχείρηση = [μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς κόστος πωληθέντων] \* 365

Η παρακολούθηση του αριθμοδεικτών αυτού για μια σειρά ετών δείχνει την πολιτική της επιχείρησης ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της. Μια μεταβολή των δεικτών διαχρονικά δείχνει ότι η επιχείρηση αλλάζει την πιστοληπτική της πολιτική. Πάντως εάν παρατηρηθεί μια αλλαγή στην συμπεριφορά των προμηθευτών απέναντί στην επιχείρηση, που εκδηλώνεται με άρνηση τους να αυξήσουν τις παρεχόμενες σε αυτήν πιστώσεις, τότε το θέμα εμπνέει ανησυχίες και πρέπει να διερευνηθεί.

Αν συγκρίνουμε την ταχύτητα εισπράξεως απαιτήσεων με την ταχύτητα βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και η πρώτη είναι μεγαλύτερη από τη δεύτερη, αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις. Ως εκ τούτου η επιχείρηση δεν

χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι πραγματοποιείται κάποια χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της.

Η μέση διάρκεια παραμονής των υποχρεώσεων στην επιχείρηση, όπως υπολογίζεται παραπάνω ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα και τούτο διότι ορισμένες υποχρεώσεις εξοφλούνται πολύ γρήγορα και άλλες παραμένουν απλήρωτες για μακρύ χρονικό διάστημα. Συνεπώς ο υπολογισμός του δείκτη επηρεάζεται από τις ακραίες αυτές τιμές και δεν αντικατοπτρίζει την πραγματική υφιστάμενη στην επιχείρηση κατάσταση. Ο καλύτερος τρόπος για να βρεθεί η μέση διάρκεια παραμονής των υποχρεώσεων στην επιχείρηση είναι η ιεραρχική αυτών με βάση το χρόνο λήξης τους. Θα πρέπει όμως να τονιστεί ότι οι εξωτερικοί αναλυτές δεν έχουν ποτέ στην διάθεση τους τέτοια στοιχεία.

Αριθμοδείκτης πληρωτών λογαριασμών Προς αποθέματα = [πιστωτικές αγορές Προς ύψος αποθεμάτων] \* 100

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει το ποσοστό των αποθεμάτων που χρηματοδοτείται από τους προμηθευτές της επιχείρησης. Η παρακολούθηση του αριθμοδείκτη αυτού για μια σειρά ετών δείχνει την πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση ως προς τις αγορές της και είναι ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για τις επιχειρήσεις διαρκών καταναλωτικών αγαθών.

Αριθμοδείκτης απαιτήσεων Προς πληρωτέους λογαριασμούς προμηθευτών = [ σύνολο απαιτήσεων προς σύνολο πληρωτών λογαριασμών] \* 100

Κάτω από κανονικές συνθήκες η σχέση αυτή τείνει να είναι διαχρονικά σταθερή, ενώ απότομες μεταβολές προς οποιαδήποτε κατεύθυνση αποτελούν προειδοποιητικό στοιχείο για περαιτέρω έρευνα.

Η ικανότητα της επιχείρησης να πωλεί τα αποθέματα της γρήγορα αποτελεί ένα επιπλέον μέτρο του βαθμού χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων (inventory turnover ratio) = κόστος πωληθέντων Προς μέσο απόθεμα προϊόντων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της, μέσα στην χρήση. Εάν δεν είναι γνωστό στον εξωτερικό αναλυτή το κόστος πωληθέντων τότε για τον υπολογισμό του παραπάνω δείκτη χρησιμοποιείται η αξία των

πωλήσεων που πραγματοποιήθηκαν σε μια χρονική περίοδο. Σαν μέσο απόθεμα λαμβάνεται το μέσο μηνιαίο απόθεμα, ενώ στην περίπτωση που ένας τέτοιος υπολογισμός είναι δύσκολος τότε λαμβάνεται ο μέσος όρος των αποθεμάτων αρχής και τέλους χρήσεως. Άρα ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων μπορεί να εκφραστεί και ως εξής:

Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων = καθαρές πωλήσεις  
Προς μέσο απόθεμα προϊόντων.

Μέσος όρος παραμονής αποθεμάτων = 365 προς αριθμοδείκτη ταχύτητας  
κυκλοφορίας αποθεμάτων

Αν διαιρέσουμε τον αριθμό των ημερών του έτους με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, τότε θα έχουμε σε αριθμό ημερών που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι ότου να πωληθούν ή αλλιώς τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται προκειμένου να ανανεωθούν τα αποθέματα της επιχείρησης. Γενικά όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για το λόγο αυτό οι καλά οργανωμένες επιχειρήσεις, εκτός εάν αναμένουν αύξηση της τιμής των προϊόντων τους, προσπαθούν να διατηρούν το ελάχιστο ποσό αποθεμάτων που χρειάζονται και τούτο για να ελαχιστοποιούν το ύψος των τόκων των κεφαλαίων που δεσμεύουν τα αποθέματα, να εξοικονομούν δαπάνες αποθηκείσεως και να μειώνουν τον κίνδυνο μη πωλήσεως λόγω αλλοίωσης ή αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών. Μέσω του αριθμοδείκτη αυτού ελέγχεται αν υπάρχει κάποια υπεραποθεματοποίηση, η οποία μπορεί να εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική εξέλιξη της επιχείρησης. Ωστόσο πολλές φορές είναι δυνατόν μια μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων για την επιχείρηση να συνοδεύεται από μια δυσανάλογη αύξηση εξόδων πωλήσεως και διαχειρίσεως, με αποτέλεσμα την πραγματοποίηση χαμηλών κερδών.

Αξίζει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει ασφαλής οδηγός για την ιδανική κυκλοφορία αποθεμάτων μιας επιχείρησης. Συγκρίσεις πρέπει πάντα να γίνονται μεταξύ ομοειδών εταιρειών οι οποίες χρησιμοποιούν την ίδια μέθοδο απογραφής των αποθεμάτων τους. Πολλοί πιστεύουν ότι η μεγαλύτερη κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων σημαίνει καλύτερη διαχείριση αποθεμάτων. Αυτό είναι αληθές εν μέρη, αφού για να αυξηθεί η κυκλοφοριακή ταχύτητα των αποθεμάτων πρέπει η



επιχείρηση να προμηθεύεται και να διατηρεί μικρά αποθέματα. Κάτι τέτοιο μπορεί να συνεπάγεται αδυναμία εκτέλεσης παραγγελιών, λόγω έλλειψης αποθεμάτων, από την πλευρά της επιχείρησης και άρα απώλεια πωλήσεων. Η πολιτική διαχείρισης αποθεμάτων που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση επηρεάζει σημαντικά την όλη πορεία της και αποτελεί ιδιαίτερα πολύπλοκο αντικείμενο. Ωστόσο προκειμένου να καθορίσει ένα ελάχιστο ύψος αποθεμάτων- *minimum inventory* - που θεωρείται ικανοποιητικό για την επιχείρηση μπορούμε να χρησιμοποιούμε την εξής σχέση:  $Economic\ Order\ Quantity = 2\ OS/C$  , όπου  $O$ =αριθμός μονάδων σε ετήσια βάση,  $S$ = κόστος παραγγελίας ( έξοδα επικοινωνίας, μεταφορικά κ.α) και  $C$ = κόστος διατήρησης μονάδας.

Η πραγματική αξία των αριθμοδεικτών μπορεί να φανεί μόνο από την μελέτη της εξελίξεως του διαχρονικά, ως και από τη σύγκριση τους με άλλους ομοειδών επιχειρήσεων ή με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Θα πρέπει όμως να ξανά τονιστεί ότι στις περιπτώσεις αυτές να έχουμε συγκρίσιμα στοιχεία που να προκύπτουν από τη χρησιμοποίηση της ίδιας μεθόδου αποτιμήσεως των αποθεμάτων.

Λαμβάνοντας υπόψη τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται για την πώληση των αποθεμάτων (με βάση τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας των αποθεμάτων) και τον αριθμό των ημερών που παραμένουν ανείσπρακτες οι απαιτήσεις στην επιχείρηση (με βάση τον αριθμοδείκτη ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων) μπορεί να προσδιοριστεί η συνολική περίοδος που απαιτείται από την στιγμή που εισέρχονται τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρι την στιγμή που θα εισπραχθούν οι απαιτήσεις από την πώληση τους. Η συνολική αυτή περίοδος βρίσκεται εάν προσθέσουμε τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται για να πωληθούν τα αποθέματα με τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται για να εισπραχθούν οι απαιτήσεις από αυτά. Στις περιπτώσεις που η μέση περίοδος πίστωσης που χορηγεί η επιχείρηση στους πελάτες είναι σημαντικά μεγαλύτερη από αυτή που χορηγούν οι προμηθευτές στην επιχείρηση, δημιουργείται επιπλέον ανάγκη εξεύρεσης κεφαλαίων κίνησης από την επιχείρηση για να καλυφτεί η διάφορα. Επιπλέον τυχόν μείωση των πιστώσεων των προμηθευτών προς την επιχείρηση μπορεί να αποτελεί ένδειξη επιδείνωσης της οικονομικής θέσης της τελευταίας.

Επομένως χρησιμοποιώντας τους παραπάνω αναφερόμενους αριθμοδείκτες, παρακολουθώντας την εξέλιξη τους διαχρονικά και συγκρίνοντας

τους με το μέσο όρο των δεικτών που παρατηρούνται σε αντίστοιχους κλάδους, μπορούμε να αξιολογήσουμε την αποτελεσματικότητα της διοίκησης, ως προς τις πωλήσεις, την πιστωτική της πολιτική και την πολιτική εισπράξεως των απαιτήσεων της.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κινήσεως (Net working capital turnover ratio) = καθαρές πωλήσεις Προς καθαρό κεφάλαιο κινήσεως

Υπάρχει στενή σχέση μεταξύ πωλήσεων και του κεφαλαίου κινήσεως μιας επιχείρησης, δεδομένου ότι όσο αυξάνονται οι πωλήσεις της επιχείρησης τόσο περισσότερα κεφάλαια κινήσεως απαιτούνται για αποθέματα και για αυξημένες ενδεχομένως πιστώσεις προς τους πελάτες της. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας καθαρού κεφαλαίου κινήσεως δείχνει ποιό είναι το ύψος των πωλήσεων που επιτεύχθηκε από κάθε μονάδα καθαρού κεφαλαίου κινήσεως και αν η επιχείρηση διατηρεί μεγάλα κεφάλαια κινήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μπορεί να παρέχει την ένδειξη ανεπάρκειας κεφαλαίων κίνησης και χαμηλή ταχύτητα ανανέωσης των αποθεμάτων ή της ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων. Όσο περισσότερες είναι οι πωλήσεις σε σχέση με το καθαρό κεφάλαιο κίνησης τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η κατάσταση της επιχείρησης, αν η ταχύτητα κυκλοφορίας των κεφαλαίων κινήσεως επιτεύχθηκε με τη χρησιμοποίηση αυξημένων βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Ο πραγματικός κίνδυνος μπορεί να επέλθει από μια μη αναμενόμενη μείωση των πωλήσεων της επιχείρησης, οπότε τα αποθέματα συσσωρεύονται. Σε μια τέτοια περίπτωση οι υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξάνονται, αφού δεν εισρέουν επαρκή κεφάλαια από τις πωλήσεις για την έγκαιρη εξόφλησή τους.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (asset turnover ratio) =καθαρές πωλήσεις Προς σύνολο ενεργητικού.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησης του ενεργητικού μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια αριθμοδείκτης μας δείχνει αν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση, σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί. Η ανοδική πορεία του εν λόγω δείκτη διαχρονικά

παρέχει ένδειξη μιας ποιο εντατικής εκμετάλλευσης των στοιχείων του ενεργητικού και τούτο γιατί η άνοδος του συνοδεύεται είτε με αύξηση των πωλήσεων είτε με αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την αύξηση του ενεργητικού της επιχείρησης. Η ερμηνεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη θα πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή και τούτο διότι οι πωλήσεις της επιχείρησης αναφέρονται σε τρέχουσες τιμές ενώ τα περιουσιακά της στοιχεία σε τιμές κτήσεως οι οποίες εμφανίζονται σημαντικά χαμηλότερες των πραγματικών εκτός εάν έχει γίνει αναπροσαρμογή της αξίας τους σε τρέχουσες τιμές. Επίσης ο αριθμοδείκτης αυτός επηρεάζεται από τη μέθοδο απόσβεσης που ακολουθεί κάθε επιχείρηση. Μια επιχείρηση που εφαρμόζει τη μέθοδο της αυξανόμενης απόσβεσης θα παρουσιάζει υψηλότερο αριθμοδείκτη από μια άλλη που εφαρμόζει τη μέθοδο της σταθερής απόσβεσης, με την προϋπόθεση ότι οι άλλοι παράγοντες παραμένουν ίδιοι. Τέλος αξίζει να σημειωθεί ότι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης για να αποκτήσει πιο ουσιαστική αξία, πρέπει να συνεξετάζεται με τους αριθμοδείκτες λειτουργικών κερδών προς πωλήσεις και λειτουργικών κερδών προς το σύνολο του ενεργητικού.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων ( fixed asset turnover ratio)= καθαρές πωλήσεις Προς καθαρό πάγιο ενεργητικό.

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων περιουσιακών στοιχείων μια επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Παρέχει δηλαδή ένδειξη του εάν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις.

Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων κεφαλαίων ( owner's equity turnover ratio)= καθαρές πωλήσεις Προς σύνολο ιδίων κεφαλαίων.

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησης των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Με άλλα λόγια δείχνει τις πωλήσεις που πραγματοποίησε η επιχείρηση με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης, διότι με σχετικά μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις. Από πλευράς ασφαλείας όμως όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο λιγότερο ευνοϊκή είναι η θέση της επιχείρησης, γιατί λειτουργεί βασιζόμενη κυρίως σε ξένα κεφάλαια. Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ιδίων

κεφαλαίων έχει περιορισμένη αξία ως προς την αξιοπιστία και τη σπουδαιότητα των πληροφοριών που δίνει, δεδομένου ότι σε περίπτωση που τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης είναι τοποθετημένα σε μακροχρόνιες επενδύσεις ή σε άλλα στοιχεία που δεν συμμετέχουν άμεσα στις πωλήσεις, ο δείκτης δεν έχει καμία σχέση με τις πωλήσεις που επιτυγχάνει η επιχείρηση. ( Νιάρχος 1997 Ε, σελ.69)

### **(ε) Δείκτες αποτίμησης**

Οι δείκτες αυτοί δείχνουν πρακτικά τον τρόπο που οι επενδυτές αποτιμούν την εταιρεία συνολικά, συνδέοντας την τρέχουσα (χρηματιστηριακή) τιμή της μετοχής με τα οικονομικά μεγέθη της εξεταζόμενης εταιρείας. Θεωρητικά η αγορά αποτιμά και προεξοφλεί τις προοπτικές, και γενικότερα την μελλοντική πορεία των εταιρειών, γεγονός που αντανακλάται καθημερινά στην χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής τους. Ανάλογα δηλαδή με την πορεία της εταιρείας, η αγορά τείνει να διορθώνει σε μακροχρόνια βάση τις όποιες υπερβολές (υπερτιμήσεις ή υποτιμήσεις), καθορίζοντας μια «δίκαια» τιμή για κάθε μετοχή.

Κέρδη ανα μετοχή ( Earnings Per Share)= καθαρά κέρδη Προς αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ύψος των καθαρών κερδών που αντιστοιχεί σε κάθε μετοχή της επιχείρησης. Το ύψος των κερδών αντανακλά την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης και χρησιμοποιείται ευρύτατα.

Δείκτης τιμής μετοχής (Price) προς κέρδη (Earning) ανά μετοχή ( P/E )

Ο δείκτης P/E (πολλαπλασιαστής κερδών) είναι ο δείκτης που χρησιμοποιείται περισσότερο στην ανάλυση μετοχών και προκύπτει ως το αποτέλεσμα της διαίρεσης της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή. Το P/E αποτελεί ένα δείκτη προσδοκιών, καθώς προεξοφλεί συνήθως τόσο τα εταιρικά όσο και τα μακροοικονομικά γεγονότα. Σαν γενικό κανόνα θα λέγαμε ότι όσο μικρότερος εμφανίζεται ο συγκεκριμένος δείκτης τόσο φθηνότερη κρίνει η μετοχή της εταιρείας. Βέβαια σε ταχέως αναπτυσσόμενους κλάδους οι επενδυτές έχουν υψηλότερες προσδοκίες με αποτέλεσμα η τιμή της μετοχής να ανεβαίνει και λογικά οι εταιρείες αυτές να έχουν υψηλότερους δείκτες P/E.

Αξίζει να σημειωθεί ότι ιδιαίτερη σημασία για την αξιολόγηση μιας εταιρείας δεν έχει ο υπολογισμός του ιστορικού P/E αλλά του προβλεπόμενου P/E που στηρίζεται στις προβλέψεις κερδοφορίας της επόμενης χρήσης για την εταιρεία. Στην περίπτωση αυτή τα κέρδη της προηγούμενης χρήσης χρησιμοποιούνται σαν βάση για να εκτιμηθεί εάν οι προβλέψεις κερδοφορίας για την εταιρεία – και με βάση τα νέα δεδομένα – κρίνονται εφικτές. Βασικό μειονέκτημα του δείκτη αποτελεί το γεγονός ότι είναι στατικός, καλύπτει δηλαδή μια μεσοβραχυχρόνια περίοδο

Δείκτης PEG= P/E Προς EPS growth (ρυθμό μεταβολής των κερδών ανα μετοχή)

Ο συγκεκριμένος δείκτης αντανακλά την δίκαιη αποτίμηση της μετοχής ενσωματώνοντας τους ρυθμούς εξέλιξης και μεγένθυσης. Ορθότερο είναι να υπολογίζεται ο μέσος όρος αύξησης των κερδών ανα μετοχή (συνήθως των τελευταίων τριών ή 5 χρόνων) συμπεριλαμβάνοντας και τις εκτιμήσεις για την επόμενη χρονιά ή για τις δύο επόμενες. Σαν γενικό κανόνα θα λέγαμε ότι η μετοχή μίας εταιρείας θεωρείται ελκυστική, όσο ο συγκεκριμένος δείκτης είναι ίσος ή χαμηλότερος της μονάδας. Ο δείκτης αυτός είναι δυναμικός δεδομένου ότι αντανακλά την αναπτυξιακή πορεία της εταιρείας. Μετοχές με χαμηλό δείκτη PEG μπορούν να εμφανίζουν υψηλό P/E εφόσον ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας τους το δικαιολογεί.

Λογιστική ή εσωτερική αξία μετοχής (Book Value per share)= σύνολο ιδίων κεφαλαίων Προς αριθμό μετοχών σε κυκλοφορία

Λόγος τιμής μετοχής προς λογιστική αξία μετοχής (Price/Book Value ratio)= χρηματιστηριακή τιμή μετοχής Προς λογιστική αξία μετοχής

Ο δείκτης P/BV απεικονίζει τη σχέση μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και της λογιστικής της αξίας. Συγκεκριμένα δείχνει πόσες φορές υψηλότερα αποτιμά η αγορά την εταιρεία σε σχέση με τα ίδια της κεφάλαια. Η αποτίμηση με βάση τη λογιστική αξία πρέπει να λαμβάνει υπόψη και την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας. Όσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας, τόσο υψηλότερη σχέση P/BV δικαιολογείται, δεδομένου ότι η αγορά την αποτιμά υψηλότερα, καθώς από την

τοποθέτηση των κεφαλαίων της σε αποδοτικές επενδύσεις αναμένει αυξημένη κερδοφορία για την εταιρεία μελλοντικά.

Δείκτης μερισματικής απόδοσης = μέρισμα ανα μετοχή προς τιμή μετοχής

Δείκτης πληρωμής μερίσματος ( dividend pay out ratio) = συνολικό μέρισμα προς κέρδη για διανομή

Ο παραπάνω δείκτης προκύπτει εάν διαιρέσουμε το συνολικό μέρισμά που διανέμει η εταιρεία στους μετόχους με τα προς διανομή κέρδη της, στη διάρκεια μιας εταιρικής χρήσης. Οι δύο τελευταίοι δείκτες δεν επηρεάζουν την εκτίμηση μας όσο αναφορά την αποτίμηση της εκάστοτε εταιρείας.

Δείκτης τιμής μετοχής προς ακαθάριστη ταμειακή ροή ανά μετοχή ( Price /Cash Flow per share)

Με τον όρο ακαθάριστη ταμειακή ροή εννοούμε το ποσό των χρημάτων που εισρέουν στην επιχείρηση σαν αποτέλεσμα της δραστηριότητάς της μετά την αφαίρεση όλων των καταβληθεισών δαπανών. Για το λόγο αυτό θεωρείται ότι εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει τις τρέχουσες ανάγκες της με ρευστά που προέρχονται από την δραστηριότητα της. Ο προσδιορισμός της ακαθάριστης ταμειακής ροής για μια εταιρική χρήση είναι μια ιδιαίτερα πολύπλοκη εργασία, για αυτό και πολλές φορές ιδιαίτερα δυσχερής.

Όσο μεγαλύτερες είναι οι ταμειακές ροές από χρήση σε χρήση τόσο καλύτερο για την εταιρεία δεδομένου ότι οι ταμειακές ροές σχετίζονται με τη δυνατότητα αυτοχρηματοδότησης της εταιρείας. Κατά συνέπεια όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο πιο ελκυστική κρίνεται η αποτίμηση της εταιρείας. Ο δείκτης P/CF είναι ιδιαίτερα χρήσιμος για συγκρίσεις, διότι η ταμειακή ροή ανά μετοχή είναι στοιχείο περισσότερο συγκρίσιμο μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων. Ο συγκεκριμένος δείκτης πρέπει να χρησιμοποιείται σαν συμπλήρωμα του δείκτη P/E διότι έτσι λαμβάνουμε υπόψη στην μελέτη μας όχι μόνο τα αποτελέσματα της εταιρείας, αλλά και το μέγεθος των αποσβέσεων.

Δείκτης αξία εταιρείας προς κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (Enterprise Value/ Earnings Before Interests Taxes Depreciation and Amortization).

Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται προσθέτοντας στην τρέχουσα κεφαλαιοποίηση της εταιρείας τον τραπεζικό δανεισμό και αφαιρώντας τα ταμιακά διαθέσιμα. ( Νιάρχος 1997 Ε, σελ.179)

### 2.3 Περιορισμοί στην ανάλυση των αριθμοδεικτών

Παρόλο που οι αριθμοδείκτες είναι εξαιρετικά χρήσιμα εργαλεία, δεν παύουν να υπόκεινται και σε περιορισμούς που επιβάλλουν την προσεκτική χρησιμοποίησή τους.

Οι δείκτες κατασκευάζονται με βάση λογιστικά στοιχεία που υπόκεινται σε διάφορες ερμηνείες, ακόμη και «μαγειρέματα». Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις που επιχειρήσεις μπορεί να χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους αποτίμησης αποθεμάτων ή απόσβεσης. Ανάλογα με τις διαδικασίες που ακολουθούνται τα κέρδη μπορεί να εμφανίζονται αυξημένα ή μειωμένα. Παρόμοιες διαφορές μπορεί να βρεθούν στο χειρισμό των δαπανών έρευνας και ανάπτυξης, του κόστους των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων, των προβλέψεων για επισφαλείς απαιτήσεις, των συγχωνεύσεων των εταιρειών.

Επίσης η συγκρισιμότητα των δεικτών μπορεί να επηρεαστεί και από διαφορές στο χρονικό διάστημα που καλύπτουν οι χρήσεις των εταιρειών ή από το πόσο σημαντικό ρόλο παίζουν παράγοντες όπως η εποχικότητα. Συνεπώς αν πρόκειται να συγκρίνουμε τους δείκτες δύο επιχειρήσεων που ανήκουν ακόμα και στον ίδιο κλάδο, είναι απαραίτητο να αναλύσουμε τα βασικά λογιστικά μεγέθη πάνω στα οποία στηρίζονται οι δείκτες και να εξομαλύνουμε κάθε σημαντική διαφορά.

Πρέπει επιπλέον να είμαστε ιδιαίτερα προσεκτικοί στη διατύπωση κρίσεων που προκύπτουν για ένα συγκριμένο δείκτη και στη διαμόρφωση συνολικών απόψεων για την επιχείρηση με βάση κάποια ομάδα δεικτών. Για παράδειγμα ένας υψηλός δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων μπορεί να σημαίνει αποτελεσματική διαχείριση αποθεμάτων ή και σοβαρή ανεπάρκεια αποθεμάτων. Όταν η χρηματοοικονομική ανάλυση των δεικτών υποδηλώνει ότι η τάση μιας επιχείρησης αποκλίνει από τα πρότυπα του κλάδου, αυτό δεν αποτελεί βέβαια απόδειξη ότι κάτι δεν πάει καλά με την επιχείρηση. Τέτοιες αποκλίσεις οδηγούν

στην ανάγκη για πρόσθετη έρευνα και ανάλυση. Οι πρόσθετες πληροφορίες που θα συλλέξουμε για την επιχείρηση μπορεί να μας δώσουν σε βάσιμες εξηγήσεις για τις διαφορές που παρατηρούνται ή να αποκαλύψουν μορφές κακοδιοίκησης και λανθασμένων κινήσεων από πλευρά της επιχείρησης. Σε αντίθεση με τα παραπάνω η συμφωνία των αριθμοδεικτών μιας επιχείρησης με τους μέσους δείκτες του κλάδου δεν εδραιώνει τη βεβαιότητα ότι η επίδοση της επιχείρησης είναι κανονική και η διοίκηση της αποτελεσματική. Ο αναλυτής πρέπει να αποκτήσει άμεση γνώση των λειτουργιών και της διοίκησης της επιχείρησης για να μπορεί να ελέγξει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Επιπλέον πρέπει να αναπτύξει μια έκτη αίσθηση – μια διαίσθηση – για το τι συμβαίνει στην επιχείρηση, δεν πρέπει δηλαδή να μαγνητίζεται με τους χρηματοοικονομικούς δείκτες που φαινομενικά δείχνουν σύμφωνοι με τα κανονικά πρότυπα.

Οι δείκτες επομένως αναμφίβολα αποτελούν ιδιαίτερα χρήσιμα εργαλεία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Πρέπει όμως να χρησιμοποιούνται με κρίση και προσοχή και όχι απερίσκεπτα και με μηχανικό τρόπο. Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποτελεί ένα χρήσιμο τμήμα μιας ολόκληρης διερευνητικής διαδικασίας. Από μόνοι τους οι αριθμοδείκτες δεν αποτελούν την πλήρη απάντηση σε ερωτήσεις που αφορούν την επίδοση της επιχείρησης και κατά συνέπεια ούτε την απάντηση σε αποφάσεις χρηματοδοτήσεων.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Η ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΣΤΗ ΔΙΑΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

#### 3.1 Γενικά

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες μας δίνουν αναμφίβολα μια ένδειξη της οικονομικής ευρωστίας μιας επιχείρησης, προκειμένου χορηγός της Τράπεζας να αξιολογήσει σε αρχικό στάδιο το εκάστοτε αίτημα για χρηματοδότηση. Ωστόσο η περιορισμένη εμβέλεια της ανάλυσης δεικτών, ξεκινά από το γεγονός ότι η μεθοδολογία είναι ουσιαστικά μονοσήμαντη, δηλαδή κάθε δείκτης εξετάζεται χωριστά. Οι συνδυασμένες επιπτώσεις διαφορετικών δεικτών βασίζονται αποκλειστικά στην κρίση του χρηματοοικονομικού υπευθύνου.

Για να παρακαμφθούν οι ατέλειες της ανάλυσης δεικτών είναι απαραίτητο να συνδυαστούν διάφοροι δείκτες σε ένα αποτελεσματικό υπόδειγμα προβλέψεων. Μέσω τέτοιων υποδειγμάτων μπορεί να εκτιμηθεί ο γενικότερος κίνδυνος οικονομικής αποτυχίας για λειτούργησες επιχειρήσεις, γεγονός που έχει ιδιαίτερη σημασία για τη λήψη αποφάσεων χρηματοδότησης από τα πιστωτικά ιδρύματα.

Για το σκοπό αυτό έχουν χρησιμοποιηθεί δύο στατιστικές τεχνικές, η ανάλυση παλινδρόμησης (regression analysis) και η διακριτική ανάλυση (discriminant analysis).

Η ανάλυση παλινδρόμησης χρησιμοποιεί δεδομένα του παρελθόντος για να προβλέψει τις μελλοντικές τιμές μιας εξαρτημένης μεταβλητής. Η διακριτική ανάλυση οδηγεί στην δημιουργία ενός δείκτη, που επιτρέπει την ταξινόμηση μιας παρατήρησης σε μια από διάφορες ομάδες που έχουν προκαθοριστεί από πριν. Η ανάλυση αυτή χρησιμοποιεί τη μέθοδο της πολυμεταβλητής διαφοροποίησης ενώ ταυτόχρονα πραγματοποιείται ταξινόμηση (διαχωρισμός) ενός συνόλου παρατηρήσεων σε ορισμένες προκαθορισμένες και σαφώς διακεκριμένες ομάδες (πληθυσμούς), ανάλογα με ορισμένα χαρακτηριστικά των παρατηρήσεων αυτών. Με τη μέθοδο της διαφοροποίησης καθορίζεται μια συνάρτηση διαφοροποίησης στην οποία ανεξάρτητες (ερμηνευτικές) μεταβλητές είναι οι τιμές των

παρατηρήσεων και εξαρτημένη μεταβλητή είναι ένας συντελεστής που προσδιορίζεται με βάση τα χαρακτηριστικά κάθε μιας παρατήρησης. Με κατάλληλη τεχνική προσδιορίζεται και ο οριακός (διαχωριστικός) συντελεστής, που χρησιμοποιείται για την κατάταξη των παρατηρήσεων στις προκαθορισμένες ομάδες. Σε προβλήματα ταξινόμησης με δυο ομάδες (έστω I και II), οι παρατηρήσεις για τις οποίες υπολογίζεται συντελεστής κατώτερος του οριακού κατατάσσονται στην ομάδα I (π.χ επιχειρήσεις που έχουν πιθανότητα οικονομικής αποτυχίας), ενώ για συντελεστές ανώτερους του οριακού η κατάταξη γίνεται στην ομάδα II (π.χ υγιείς επιχειρήσεις). Ο προσδιορισμός μιας αξιόπιστης συνάρτησης διαφοροποίησης έχει ιδιαίτερη σημασία δεδομένου ότι η ικανότητα της δεν θα περιορίζεται μόνο στην κατάταξη στην ορθή ομάδα πληθυσμού ενός δείγματος παρατηρήσεων για τις οποίες είναι γνωστή η προέλευσή τους, αλλά θα επεκτείνεται και στην πρόγνωση σε περιπτώσεις που είναι γνωστά τα χαρακτηριστικά μιας παρατήρησης, αλλά είναι άγνωστη η ομάδα στην οποία ανήκει.

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου διαφοροποίησης για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου γίνεται η υπόθεση ότι το σύνολο των επιχειρησιακών μονάδων ανήκει σε δύο συγκεκριμένους πληθυσμούς, τις αποτυχούσες και τις υγιείς επιχειρήσεις. Η κατάταξη των επιχειρήσεων σε μια από τις δύο ομάδες πραγματοποιείται ανάλογα με τα οικονομικά τους χαρακτηριστικά, δηλαδή τις διάφορες τιμές που λαμβάνουν ορισμένοι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες.

Για τον προσδιορισμό των μεταβλητών και την εκτίμηση των παραμέτρων της συνάρτησης διαφοροποίησης λαμβάνεται συνήθως ένα δείγμα επιχειρήσεων από δύο γνωστούς πληθυσμούς τις αποτυχούσες και τις υγιείς επιχειρήσεις. Σαν ανεξάρτητες μεταβλητές χρησιμοποιούνται οικονομικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων του δείγματος (ρευστότητα, αποδοτικότητα, κεφαλαιακή διάρθρωση κ.α).

Πρώτος στόχος της ανάλυσης είναι να διαπιστωθεί εάν η συνάρτηση που εκτιμάται με βάση τα στοιχεία του δείγματος, οδηγεί σε ορθή ταξινόμηση των επιχειρήσεων στους γνωστούς πληθυσμούς από τους οποίους προέρχεται, δηλαδή ελέγχεται η ερμηνευτική ικανότητα του υποδείγματος. Το επόμενο βήμα είναι να ελεγχθεί η διαχρονική αξιοπιστία της συνάρτησης ώστε να διαπιστωθεί η χρησιμότητα της για τη διενέργεια προβλέψεων. Σε περίπτωση που διαπιστωθεί κατά τους παραπάνω ελέγχους, ότι η εκτιμηθείσα συνάρτηση είναι αξιόπιστη, θα

είναι δυνατή και η χρησιμοποίηση της για την κατάταξη επιχειρήσεων και όταν θα είναι άγνωστος ο πληθυσμός από τον οποίο προέρχονται, δηλαδή θα μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την πρόγνωση της μελλοντικής οικονομικής κατάστασης διαφόρων επιχειρήσεων.

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου της πολυμεταβλητής διαφοροποίησης προκειμένου να αξιολογηθεί ο χρηματοδοτικός κίνδυνος που αναλαμβάνει κάθε χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, μπορούν να συνοψισθούν στα εξής:

- § Επιλέγονται οι αριθμοδείκτες με το μεγαλύτερο πληροφορικό περιεχόμενο
- § Προσδιορίζονται με αντικειμενικό τρόπο οι συντελεστές στάθμισης (βαρύτητας) των αριθμοδεικτών
- § Περιορίζονται οι χρησιμοποιούμενοι αριθμοδείκτες στο ελάχιστο αριθμό που είναι αναγκαίος για την διεξαγωγή συμπερασμάτων
- § Παρέχεται η δυνατότητα πρόβλεψης της ενδεχόμενης οικονομικής αποτυχίας της επιχείρησης σημαντικά νωρίτερα από την εκδήλωση του γεγονότος.

( Βρανάς σελ.2 )

### **3.2 Z – Score model**

Σχετικά με την πρόγνωση της οικονομικής αποτυχίας των επιχειρήσεων έχουν πραγματοποιηθεί σε διεθνές επίπεδο αρκετές μελέτες μέχρι σήμερα. Μια από τις πιο αντιπροσωπευτικές είναι η μελέτη “ Zeta analysis, a new model to identify bankruptcy risk of corporations» του E. Altman, που δημοσιεύτηκε το 1977 . Χρησιμοποιώντας τη μέθοδο της διακριτικής ανάλυσης, ο Edward I. Altman ανέπτυξε το μοντέλο z-score. Βάση ενός δείγματος μιας συνάρτησης διαφοροποίησης, συνδύασε πέντε μεταβλητές δίνοντας διαφορετική βαρύτητα στη κάθε μια, προκειμένου να βρει το σημείο εκείνο που θα χρησιμοποιηθεί ως βάση για την κατάταξη των εξεταζόμενων εταιρειών. Πιο συγκεκριμένα δημιούργησε ένα υπόδειγμα πρόβλεψης πτωχεύσεων.

Το δείγμα που χρησιμοποίησε περιλάμβανε 66 βιομηχανικές επιχειρήσεις ,ίδιου μεγέθους περίπου όσον αφορά τα κεφάλαια τους , οι μισές από τις οποίες είχαν πτωχεύσει. Μελετώντας τις λογιστικές καταστάσεις αυτών των επιχειρήσεων για την περίοδο πριν από την πτώχευση τους, ο Altman δημιούργησε είκοσι δύο

χρηματοοικονομικούς δείκτες, κατατάσσοντας τους σε πέντε κατηγορίες. Κατόπιν εξετάζοντας διαφορετικούς συνδυασμούς των δεικτών και τη συσχέτισή του ενός δείκτη με τον άλλο, κατέληξε στην παρακάτω διακριτική συνάρτηση Z :

$$Z = 1.2 X_1 + 1.4 X_2 + 3.3 X_3 + 0.6 X_4 + 1.0 X_5$$

Όπου:

X<sub>1</sub>= κεφαλαίο κίνησης προς επενδυμένα κεφάλαια

X<sub>2</sub>= παρακρατηθέντα κέρδη προς επενδυμένα κεφάλαια

X<sub>3</sub>= κέρδη προ τόκων και φόρων προς επενδυμένα κεφάλαια

X<sub>4</sub>= αγοραία αξία ιδίων κεφαλαίων προς λογιστική αξία δανειακών κεφαλαίων

X<sub>5</sub>= πωλήσεις προς επενδυμένα κεφάλαια

### Σύνδεση μοντέλου Z –score

Χρησιμοποιώντας ο Altman την περιγραφόμενη συνάρτηση κατέληξε στις τιμές εκείνες του Z οι οποίες αποτελούν το σημείο διάκρισης- κατάταξης των επιχειρήσεων του εξεταζόμενου δείγματος.

ΚΑΤΑΤΑΞΗ	Z - Score
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΠΤΩΧΕΥΣΑΝ	Z > 2.99
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΠΟΥ ΔΕΝ ΠΤΩΧΕΥΣΑΝ	Z < 1.81
ΠΕΡΙΟΧΗ ΑΓΝΟΙΑΣ	1.81 - 2.99

Οι επιχειρήσεις για τις οποίες οι τιμές του Z που προέκυψαν ήταν μεγαλύτερες του 2.99 δεν είχαν πτωχεύσει, ενώ εκείνες για τις οποίες οι τιμές του Z ήταν μικρότερες του 1.88 είχαν πτωχεύσει. Παρατηρήθηκε ωστόσο ένα εύρος τιμών, από το 1.88 έως το 2.99, στο οποίο παρατηρήθηκαν λανθασμένες κατατάξεις. Ως κατευθυντήρια αρχή για την ταξινόμηση των επιχειρήσεων στην περιοχή αυτή λαμβάνεται η τιμή Z = 2.675, δηλαδή η τιμή στη μέση του εύρους των τιμών του Z, που έχει σαν συνέπεια την ελαχιστοποίηση των λανθασμένων ταξινομήσεων. Άρα μια επιχείρηση με τιμή Z μεγαλύτερη (μικρότερη) του 2.675 κατατάσσεται ως επιχείρηση που δεν πτώχευσε (που πτώχευσε).

Εφαρμόζοντας την πιο πάνω διακριτή συνάρτηση σε στοιχεία δύο ως πέντε ετών πριν την πτώχευση βρέθηκε ότι το υπόδειγμα ταξινόμησε σωστά το 72% του αρχικού δείγματος, όταν χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία των δύο προηγούμενων ετών. Μια ανάλυση τάσεων μας δείχνει ότι οι δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν ( X1, X2, X3, X4, X5) χειροτέρευαν καθώς πλησίαζε η πτώχευση και ότι η πιο σοβαρή μεταβολή για την πλειοψηφία των δεικτών αυτών γίνονταν μεταξύ δεύτερου και τρίτου έτους πριν την πτώχευση. (Weston – Brigham 1986, σελ.138)

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΡΟΩΝ

#### 4.1 Κατάσταση ταμειακών ροών

Προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση για τη χορήγηση ενός επιχειρηματικού δανείου κρίνεται απαραίτητο να πραγματοποιηθεί μια σε βάθος ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της εξεταζόμενης εταιρείας, η οποία να μην στηρίζεται εξ ολοκλήρου στην ανάλυση των οικονομικών δεικτών και στην συνδυασμένη χρήση αυτών. Η κατάσταση ταμειακών ροών (cash flow statement) και η ανάλυση των χρηματοροών (cash flow analysis) της εταιρείας εξασφαλίζει στο χορηγό πιστώσεων τα επιπλέον εκείνα στοιχεία, ώστε να μειωθεί ο κίνδυνός λανθασμένης αξιολόγησης.

Η κατάσταση ταμειακών ροών προσδιορίζει τις βασικές δραστηριότητες από τις οποίες γίνεται η άντληση και η διάθεση των ταμειακών διαθεσίμων της επιχείρησης και οι οποίες επιδρούν στη συνολική κατάσταση των μετρητών της. Η σπουδαιότητα της κατάστασης ταμειακών ροών έγκειται στο γεγονός ότι παρέχει πληροφορίες για μια σειρά θεμελιωδών θεμάτων τα οποία μπορεί να απασχολούν τους χορηγούς πιστώσεων. Τα θέματα αυτά είναι η ρευστότητα, η χρηματοοικονομική ευκαμψία, η ποιότητα των κερδών και η δυνατότητα πρόβλεψης μελλοντικών κερδών και ταμειακών ροών για την επιχείρηση.

Η ταμειακή ρευστότητα έχει ιδιαίτερη σημασία για την επιχείρηση, δεδομένου ότι καθορίζει την αγοραστική ικανότητα της, την δυνατότητα της να ανταποκριθεί στις εκάστοτε υποχρεώσεις τις και να εκμεταλλευτεί επενδυτικές ευκαιρίες. Μακροπρόθεσμη έλλειψη ρευστών μπορεί να οδηγήσει σε χρεοκοπία ακόμα και ιδιαίτερα κερδοφόρες εταιρείες.

Συγκεκριμένα ο βασικός σκοπός της κατάστασης ταμειακών ροών είναι να δώσει πληροφορίες και να εξηγήσει τους λόγους για τους οποίους παρατηρείται μεταβολή στα διαθέσιμα της εταιρείας. Επιπλέον μέσω της συγκεκριμένης κατάστασης μπορούμε να αντλήσουμε πληροφορίες για τις ταμειακές ροές οι οποίες προκύπτουν από λειτουργικές, χρηματοοικονομικές και επενδυτικές

δραστηριότητες, δεδομένου ότι η κατάσταση ταμειακών ροών απαρτίζεται από τρία τμήματα, καθένα από τα οποία απεικονίζει τις αντίστοιχες δραστηριότητες.

Η κατάσταση χρηματοροών μπορεί να αποτελέσει συνεπώς ένα πολύτιμο και αναλυτικό εργαλείο τόσο για τους διαχειριστές της εταιρείας όσο και για τους επενδυτές και τους χορηγούς πιστώσεων.

#### **4.2 Διάσταση μεταξύ ταμειακών ροών και εσόδων –εξόδων ( δαπανών )**

Σύμφωνα με τη διεθνή λογιστική πρακτική, τα έσοδα και τα έξοδα μίας δραστηριότητας εμφανίζονται μέσα στη χρονική περίοδο στην οποία δημιουργήθηκαν και όχι κατά το χρόνο είσπραξης ή πληρωμής τους. Ο τρόπος αυτός τήρησης των λογαριασμών ικανοποιεί μια βασική αρχή της λογιστικής, την αρχή της συσχέτισης( matching principle). Η αρχή αυτή, ορίζει ότι ανεξάρτητα από χρηματικές εισροές και εκροές, μόνο τα έσοδα και οι δαπάνες που αναφέρονται στις συναλλαγές της τρέχουσας λογιστικής χρήσης πρέπει να ληφθούν υπόψη για το προσδιορισμό των κερδών ή των ζημιών της χρήσης αυτής. Η λογιστική αυτή πρακτική θεωρείται ο καλύτερος τρόπος μέτρησης της επιτυχίας της διοίκησης σε μια σχετικά μικρή χρονική περίοδο. Όμως κάτι τέτοιο μπορεί να οδηγήσει σε λάθος συμπεράσματα όσον αφορά την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίσει τις ταμειακές τις ανάγκες στο μέλλον.

Η αξία σε χρήμα των εσόδων και των δαπανών που αφορούν αγαθά ή υπηρεσίες που πουλήθηκαν μπορεί να μην ταυτίζονται ποσοτικά ή χρονικά με τις αντίστοιχες χρηματικές εισπράξεις ή πληρωμές. Σε ότι αφορά τα στοιχεία του ενεργητικού, τα αποθέματα αποτελούν χαρακτηριστική περίπτωση της διάστασής αυτής. Η δημιουργία ενός όγκου αποθεμάτων απαιτεί τη δαπάνη χρημάτων για την αγορά υλικών και την πληρωμή εργατικών. Σύμφωνα με την λογιστή πρακτική που αναφέρθηκε οι χρηματικές αυτές δαπάνες θεωρούνται ως περιουσιακά στοιχεία μέχρι τη στιγμή πώλησης των αποθεμάτων. Με την πώληση πιστώνεται ο λογαριασμός αποθέματα και το περιουσιακό στοιχείο μετατρέπεται σε δαπάνη. Η περίοδος μέσα στην οποία πουλήθηκαν τα αποθέματα μπορεί να μην ταυτίζεται με την περίοδο πραγματοποίησης των χρηματικών δαπανών. Από την άλλη πλευρά οι συντελεστές της παραγωγής που χρησιμοποιήθηκαν για την παραγωγή των αποθεμάτων μπορεί να αποκτήθηκαν χωρίς την καταβολή χρημάτων, δηλαδή

με αύξηση των πληρωτών λογαριασμών . Ο χειρισμός των παγίων στοιχείων αποτελεί ένα ακόμη χαρακτηριστικό παράδειγμα, ενώ διαφορές υπάρχουν και από την πλευρά των εσόδων (η λογιστική πρακτική ορίζει ότι τα έσοδα από πωλήσεις αναγνωρίζονται την χρονική στιγμή που η κυριότητα των αγαθών περιέρχεται στον αγοραστή ανεξάρτητα από το εάν έχει γίνει πραγματική καταβολή ή όχι).

Μέσα από την ανάλυση και το σχεδιασμό των τρεχουσών και των μελλοντικών ταμειακών ροών για την εξεταζόμενη επιχείρηση, επιχειρείται η ακριβής μέτρηση της πραγματικής φυσικής ροής των στοιχείων εκείνων που δημιουργούν εισόδημα κατά την διάρκεια της χρήσης.

Επομένως, δεδομένου ότι το δάνειο που θα χορηγηθεί σε μία εταιρεία έχει τη μορφή καταβολής και κατά συνέπεια η αποπληρωμή του θα γίνει με τον ίδιο ακριβώς τρόπο, το ενδιαφέρον του πιστωτικού ιδρύματος προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης, κυρίως όσον αφορά μακροχρόνιες πιστοδοτήσεις, θα πρέπει να στραφεί στις ταμειακές ροές της εξεταζόμενης εταιρείας. Αυτό είναι απαραίτητο όχι μόνο για την κατανόηση και την μέτρηση της συνέπειας της εταιρείας στις πληρωμές της κατά το παρελθόν, αλλά και για την εκτίμηση της ικανότητας της να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις που αναφέρονται στα υφιστάμενα δάνεια και στις προβλεπόμενες μελλοντικές δανειοδοτήσεις.

#### **4.3 Διαδικασία κατάρτισης κατάστασης ταμειακών ροών**

Σε αντίθεση με τις άλλες λογιστικές καταστάσεις, η κατάσταση ταμειακών ροών δεν προετοιμάζεται από το ισοζύγιο, μετά την διενέργεια εγγραφών προσαρμογής, αλλά από τις εξής πηγές:

§ Δύο συγκριτικούς ισολογισμούς, οι οποίοι είναι αναγκαίοι για τον υπολογισμό των μεταβολών που έχουν επέλθει από την αρχή έως το τέλος μιας χρήσης στους λογαριασμούς ενεργητικού, παθητικού και καθαρής θέσης.

§ Την κατάσταση αποτελεσμάτων της χρήσης.

§ Την κατάσταση διάθεσης κερδών, αφού σε αυτήν υπάρχουν πληροφορίες για ορισμένα έξοδα όπως φόρους και αμοιβές, οι οποίες συνδέονται με τα κέρδη και τα μερίσματα χρήσης και τέλος



§ Ορισμένα στοιχεία από το προσάρτημα τα οποία εμφανίζουν εισροές και εκροές διαθεσίμων, όπως αγορές και πωλήσεις παγίων ή έσοδα που δεν σχετίζονται με εισροές διαθεσίμων, όπως διάφορα έκτακτα έσοδα.

Για την προετοιμασία της κατάστασης ταμειακών ροών με βάση τα στοιχεία από τις παραπάνω πηγές απαιτείται να καθοριστούν :

Η μεταβολή στα διαθέσιμα. Διαθέσιμα θεωρούνται τα ποσά τα οποία βρίσκονται στο ταμείο καθώς και αυτά που βρίσκονται σε τραπεζικούς λογαριασμούς με σκοπό την εξυπηρέτηση των άμεσα ταμειακών αναγκών και όχι για επενδυτικούς σκοπούς. Οι καταθέσεις σε τραπεζικούς λογαριασμούς είναι ισοδύναμες με διαθέσιμα (cash equivalents), όταν μπορούν να μετατραπούν σε ένα γνωστό ποσό χρημάτων και δεν υπόκεινται σε σημαντικό κίνδυνο μεταβολής της αξίας τους. Οι καταθέσεις όψεως πληρούν και τις δύο προϋποθέσεις που αναφέρθηκαν, ενώ οι καταθέσεις προθεσμίας υπόκεινται σε κάποιο έστω και μικρό κίνδυνο.

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες. Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες των λογιστικών γεγονότων οι οποίες είναι καθοριστικές των κατεχοχών λειτουργικών αποτελεσμάτων της επιχείρησης, όπως οι εισπράξεις από πωλήσεις προϊόντων και παροχές υπηρεσιών και οι πληρωμές εξόδων τα οποία είναι απαραίτητα για την παραγωγή και πώληση των προϊόντων και υπηρεσιών.

Οι ταμειακές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες. Οι επενδυτικές ροές από επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες των λογιστικών γεγονότων τα οποία έχουν σχέση με την αγορά και πώληση παγίων, συμμετοχών σε άλλες επιχειρήσεις και χρεογράφων, καθώς επίσης τη χορήγηση δανείων και την είσπραξη χρεολυσίων.

Οι ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες . Οι ταμειακές ροές από χρηματοοικονομικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμειακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων σχετικών με την έκδοση μετοχών ή το δανεισμό μιας επιχείρησης, την πληρωμή μερισμάτων και την εξόφληση δανεισθέντων ποσών.

Το τμήμα της κατάστασης ταμειακών ροών το οποίο παρουσιάζει τις ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες εμφανίζεται πρώτο και ακολουθούν τα τμήματα των ταμειακών ροών από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες.

Η κατάσταση ταμειακών ροών μπορεί να καταρτιστεί είτε με την έμμεση είτε με την άμεση μέθοδο. Η διαφοροποίηση ανάμεσα στις δύο μεθόδους έγκειται στον διαφορετικό τρόπο με τον οποίο υπολογίζονται οι λειτουργικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Σε γενικές γραμμές μπορούμε να πούμε ότι η άμεση μέθοδος εμφανίζει τις κυριότερες κατηγορίες ακαθάριστων εισπράξεων και πληρωμών. Αντίθετα η έμμεση μέθοδος εμφανίζει τα καθαρά κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων και τις προσαρμογές σε αυτά για λογιστικά γεγονότα τα οποία δεν συνεπάγονται εισροές και εκροές ή για γεγονότα όπου οι εισροές και εκροές έγιναν σε κάποια προηγούμενη ή μεταγενέστερη χρήση.

### **Άμεση μέθοδος κατάρτισης ταμειακών ροών**

Ο υπολογισμός των ταμειακών ροών με την άμεση μέθοδο παρουσιάζει ξεχωριστά τις ταμειακές εισροές και εκροές και η χρήση τους συνιστάται περισσότερο δεδομένου ότι παρέχουν πληροφορίες οι οποίες είναι χρήσιμες για την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών και δεν παρέχονται μέσω της έμμεσης μεθόδου. Προκειμένου να προσδιορίσουμε τα στοιχεία εκείνα που συνεπάγονται εισροές (πηγές) και αυτά που αποτελούν εκροές (χρήσεις) μετρητών για μια επιχείρηση παραθέτουμε τους παρακάτω πίνακες.

#### ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

##### **Εισροές**

Εισπράξεις από πελάτες  
Εισπράξεις τόκων  
Εισπράξεις μερισμάτων  
Επιστροφές φόρων  
Επιστροφές προμηθευτών  
Εισπράξεις εσόδων επόμενων χρήσεων  
Εισπράξεις αποζημιώσεων

##### **Εκροές**

Πληρωμές προμηθευτών  
Πληρωμές εργαζομένων  
Πληρωμές τόκων  
Πληρωμές φόρων  
Προπληρωμές εξόδων  
Πληρωμές  
χρηματοοικονομικών  
μισθώσεων  
Πληρωμές αποζημιώσεων

Διάφορες εισπράξεις

Διάφορες πληρωμές

από δραστηριότητες που σχετίζονται με το λειτουργικό αποτέλεσμα

### ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

#### **Εισροές**

Εισπράξεις από πωλήσεις παγίων

Εισπράξεις από πωλήσεις

συμμετοχών Χρεογράφων, άλλων χρηματοοικονομικών Συμβάσεων

Εισπράξεις χρεολυσίων χορηγηθέντων δανείων

Αποζημιώσεις ασφαλιστικών εταιρειών για

Καταστραφέντα πάγια

#### **Εκροές**

Πληρωμές από πωλήσεις παγίων

Πληρωμές για αγορές

Χορηγήσεις δανείων

Πληρωμές τόκων οι οποίοι κεφαλαιοποιούνται

Προκαταβολές για αγορά παγίων

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ

#### **Εισροές**

Εισπράξεις από εκδόσεις μετοχών

Εισπράξεις από τραπεζικά ή

Ομολογιακά δάνεια

χρηματοοικονομικών μισθώσεων οι οποίες θα έπρεπε να είχαν

κεφαλαιοποιηθεί συμφών με τα διεθνή λογιστικά πρότυπα.

δανείων για την αγορά παγίων τα οποία χρηματοδοτούνται από τον κατασκευαστή.

#### **Εκροές**

Πληρωμές για αγορές μετοχών της επιχείρησης

Πληρωμές χρεολυσίων τραπεζικών ή ομολογιακών δανείων

Πληρωμές μερισμάτων

Πληρωμές χρεολυσίων

Πληρωμές χρεολυσίων

## Έμμεση μέθοδος κατάρτισης ταμειακών ροών

Οι ταμειακές ροές από λειτουργικές δραστηριότητες με την έμμεση μέθοδο δεν εμφανίζουν την κάθε μια από τις εισροές και εκροές, όπως στην περίπτωση της άμεσης μεθόδου, αλλά το τελικό αποτέλεσμα των εισροών ή εκροών, το οποίο προκύπτει ως εξής:

Ταμειακές Ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες	
Αποτέλεσμα Χρήσης	XXX
(προσαρμογές στο αποτέλεσμα της χρήσης για τον υπολογισμό των ταμειακών ροών)	
<b>Μείον :</b> φόροι εισοδήματος και λοιποί μη ενσώματοι στο λειτουργικό κόστος φόροι	(XXX)
Αμοιβές διοικητικού συμβουλίου και εργαζομένων συνδεδεμένες με κέρδη	(XXX)
<b>Συν :</b> έξοδα που δεν συνεπάγονται εκροές	XXX
<b>Μείον :</b> έσοδα που δεν συνεπάγονται εισροές	(XXX)
<b>Συν :</b> ζημιές από πωλήσεις χρεογράφων, παγίων και συμμετοχών	XXX
<b>Μείον :</b> κέρδη από πωλήσεις χρεογράφων, παγίων και συμμετοχών	(XXX)
<b>Μείον :</b> αυξήσεις λογαριασμών κυκλοφορούντος ενεργητικού	(XXX)
<b>Συν :</b> μειώσεις λογαριασμών κυκλοφορούντος ενεργητικού	XXX
<b>Συν :</b> αυξήσεις λογαριασμών βραχυχρόνιων υποχρεώσεων	XXX
<b>Μείον :</b> μειώσεις λογαριασμών βραχυχρόνιων υποχρεώσεων	(XXX)
<b>Ταμειακές εισροές (εκροές) από λειτουργικές δραστηριότητες</b>	<b><u>XXXX</u></b>

Όσον αφορά τις ταμειακές ροές από επενδυτικές και χρηματοοικονομικές δραστηριότητες, απεικονίζονται όπως ακριβώς και με την άμεση μέθοδο. Η μόνη διαφοροποίηση έγκειται δηλαδή στον τρόπο με τον οποίο απεικονίζονται οι λειτουργικές ταμειακές ροές. ( Γκίκας 1997, σελ. 134)

#### 4.4 Πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών ροών

##### (α) Εισαγωγή

Όταν πρόκειται να ληφθεί η απόφαση για τη χορήγηση ενός μακροπρόθεσμου δανείου, τότε η δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου μπορεί να διερευνηθεί και μέσω της κατάρτισης πίνακα ταμειακών ροών, που χρονικά να καλύπτει την διάρκεια του δανείου.

Για να καταρτιστεί ο πίνακας αυτός πρέπει να γίνει πρόβλεψη, με λογικές παραδοχές, της εξέλιξης των στοιχείων του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης. Μέσα από την μελέτη του καταρτιζόμενου πίνακα θα μπορέσουμε να δούμε εάν υπάρχει η δυνατότητα αποπληρωμής του δανείου από τις λειτουργικές πηγές της επιχείρησης. Ο έγκαιρος προγραμματισμός των μελλοντικών αναγκών σε κεφάλαια - μέσω της κατάρτισης του πίνακα προβλέψεων των ταμειακών ροών - πρέπει να αποτελεί μια από τις κυριότερες ευθύνες και για την διοίκηση της επιχείρησης. Ο σκοπός του έγκαιρου προγραμματισμού είναι η ανάλυση των εσωτερικών και εξωτερικών πηγών ρευστών διαθεσίμων που θα έχει στην διάθεσή της η εταιρεία για την κάλυψη τόσο των λειτουργικών όσο και των μη λειτουργικών αναγκών της( μερίσματα, δαπάνες για πάγια, αποπληρωμή δανείων), κατά το ρυθμό που δημιουργούνται.

Ο προγραμματισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών πρέπει να στηρίζεται σε μια επέκταση των τάσεων του παρελθόντος (σε ότι αφορά την δημιουργία των διαθεσίμων και τη χρήση τους) με τις απαραίτητες τροποποιήσεις που «επιβάλλουν» οι αναμενόμενες εσωτερικές και εξωτερικές επιδράσεις στην λειτουργία της εξεταζόμενης επιχείρησης. Οι εξωτερικές επιδράσεις θα πρέπει να περιλαμβάνουν το γενικό οικονομικό πλαίσιο, τις πολιτικές εξελίξεις, τις τάσεις του ανταγωνισμού μέσα και έξω από τον κλάδο κ.λ.π. Οι εσωτερικές επιδράσεις από την άλλη μεριά μπορούν να περιλαμβάνουν συγκεκριμένα προγράμματα επέκτασης, τη δημιουργία νέων προϊόντων, την εξαγορά άλλων εταιρειών, τις προσπάθειες για μείωση κόστους κ.λ.π.

Η διατύπωση των προβλέψεων σε ότι αφορά τις ταμειακές ροές δεν υπόκεινται σε μια ομάδα συγκεκριμένων κανόνων ή σε ορισμένους τύπους. Κανείς

δεν μπορεί να προβλέψει το μέλλον με απόλυτη ακρίβεια. Κάθε πρόβλεψη γίνεται μέσα σε ορισμένα πλαίσια με λογικά περιθώρια σφάλματος. Το καλύτερο που μπορεί να κάνει ένας αναλύτης είναι να προσδιορίσει όσο πιο προσεκτικά γίνεται τις παραδοχές πάνω στις οποίες στηρίζονται οι προβλέψεις. Για το σκοπό αυτό θα πρέπει να χρησιμοποιήσει μια σημαντική δόση κοινής λογικής και την κρίση του, η οποία θα στηρίζεται σε σωστή πληροφόρηση. Με τον τρόπο αυτό θα πρέπει να εξασφαλιστεί ότι οι αριθμοί που προκύπτουν με βάση τις πιο πάνω παραδοχές βρίσκονται σε καλή αντιστοιχία με τις εσωτερικές συνθήκες της επιχείρησης αλλά και με εκείνες που είναι γνωστό ότι επικρατούν στον κλάδο και στην οικονομία γενικότερα και ακόμα ότι η διοίκηση διαθέτει τόσο τις ικανότητες όσο και τα απαραίτητα μέσα για την πραγματοποίησή τους.

Συνεπώς οι προβλέψεις των αναγκών σε κεφαλαία μέσω της κατάρτισης πινάκα μελλοντικών ταμειακών ροών, αποτελούν ένα χρήσιμο εργαλείο για τους χορηγούς πιστώσεων κυρίως όσον αφορά τις μακροπρόθεσμες μορφές δανεισμού. Η δημιουργία ενός οικονομικού μοντέλου μέσα από το οποίο θα διαγράφονται οι μελλοντικές ανάγκες της εταιρείας σε ρευστά διαθέσιμα στο πλαίσιο μιας σειράς παραδοχών, επιτρέπει την διαμόρφωση μιας περισσότερο τεκμηριωμένης πολιτικής σε ότι αφορά την μελλοντική χρηματοδότηση της επιχείρησης.

### **(β) Κατάρτιση πίνακα προβλέψεων μελλοντικών ταμειακών ροών**

Το κείμενο που ακολουθεί δίνει μια εικόνα της λογικής σειράς που πρέπει να ακολουθήσουν οι παραδοχές που θα γίνουν αναφορικά με τη διαδικασία κατάρτισης του πίνακα προβλέψεων ταμειακών ροών για την εκάστοτε εξεταζόμενη επιχείρηση.

**Καθαρές πωλήσεις:** Η προγραμματιζόμενη εξέλιξη των πωλήσεων αποτελεί το πιο σημαντικό στοιχείο των προβλέψεων, δεδομένου ότι κάτω από κανονικές συνθήκες, οι πωλήσεις αποτελούν την κυριότερη πηγή ρευστών διαθέσιμων για την εταιρεία. Οι περισσότερες λογιστικές μεταβολές που καλύπτουν μια χρονική περίοδο εξαρτώνται άμεσα ή έμμεσα από το υφιστάμενο ή αναμενόμενο επίπεδο πωλήσεων. Για το λόγο αυτό, οι παραδοχές πάνω στις

οποίες θα στηριχθούν οι προβλέψεις των πωλήσεων πρέπει να διαμορφωθούν με πολλή προσοχή και σαφήνεια.

Στις περισσότερες περιπτώσεις οι προβλέψεις του επιπέδου των μελλοντικών πωλήσεων προκύπτουν από τον υπολογισμό ενός μέσου ρυθμού αύξησης ή μείωσης των πωλήσεων μέσα στην περίοδο που εξετάζεται. Το αποτέλεσμα της προσπάθειας αυτής είναι η δημιουργία μιας ομαλής τάσης. Στην καλύτερη περίπτωση ο υπολογισμός ενός γενικού ρυθμού μεταβολής των πωλήσεων θα πρέπει να γίνει συνδυάζοντας τις προβλέψεις των πωλήσεων για κάθε ένα προϊόν ή για κάθε ομάδα προϊόντων. Στην πραγματικότητα αυτό δεν είναι τις περισσότερες φορές εφικτό λόγω ανεπαρκών πληροφοριών. Κατά συνέπεια ο υπολογισμός του μέσου συνολικού ρυθμού θα πρέπει να στηριχθεί σε ένα μέσο αντιπροσωπευτικό δείγμα προϊόντων.

Παρά το γεγονός ότι το σημείο εκκίνησης είναι η ιστορική εξέλιξη των πωλήσεων, η μελλοντική εξέλιξη των πωλήσεων θα πρέπει να λάβει υπόψη της τυχόν μεταβολές που μπορεί να προέλθουν από τους παρακάτω παράγοντες:

1. Την οικονομική κατάστασή της χώρας ή των χωρών στις οποίες δραστηριοποιείται η εξεταζόμενη εταιρεία ή όμιλος εταιρειών ( ή από τις οποίες επηρεάζεται η δραστηριότητα της) και πιο συγκεκριμένα:
  - i. Την προβλεπόμενη αύξηση του ακαθάριστου εθνικού προϊόντος ή ενός μακροοικονομικού μεγέθους στενά συνδεδεμένο με τον κλάδο στον οποίο ανήκει η εταιρεία.
  - ii. Την σχέση της επιχείρησης ( ή του κλάδου) με την οικονομία
  - iii. Την κατάσταση που προβλέπεται να επικρατήσει στην αγορά χρήματος και την διαθεσιμότητα κεφαλαίων.
  - iv. Τον προβλεπόμενο ρυθμό πληθωρισμού και την επίδραση που θα ασκήσει στις κατά αξία πωλήσεις σε σχέση με τον όγκο τους
  - v. Το ισοζύγιο πληρωμών και την διαθεσιμότητα ξένων κεφάλαιων
2. Την πολιτική κατάστασή της χώρας
3. Την εταιρεία και πιο συγκεκριμένα:
  - i. Τις τάσεις που επικρατούν όσον αφορά την σύνδεση της παραγωγής
  - ii. Τις πιθανές μεταβολές στο μερίδιο της αγοράς κατά προϊόν

- iii. Τον ανταγωνισμό που αντιμετωπίζει το προϊόν ( ή τα προϊόντα ) μέσα στον κλάδο
- iv. Την εξαγορά άλλων εταιρειών ή την μείωση των επενδύσεων ( αποεπενδύσεις)
- v. Την γενικότερη ικανότητα της διοίκησης

Ωστόσο από την στιγμή που θα καθοριστεί ο ρυθμός μεταβολής των πωλήσεων θα πρέπει να ληφθούν υπόψιν και ορισμένοι άλλοι παράγοντες, όπως η δυναμικότητα που είναι απαραίτητη για την παραγωγή του προβλεπόμενου όγκου πωλήσεων. Ένας έλεγχος της σχέσης παραγωγικής ικανότητας πωλήσεων μπορεί να γίνει με τον δείκτη κυκλοφορίας παγίων ( πωλήσεις / πάγια) με μια σύγκριση δηλαδή του ιστορικού δείκτη με τον προβλεπόμενο.

**Κόστος πωληθέντων:** Οι προβλέψεις του κόστους πωληθέντων πρέπει να γίνουν σε σχέση και κατά αναλογία των πωλήσεων. Στην καλύτερη των περιπτώσεων κάθε στοιχείο του κόστους πωληθέντων, τα εργατικά, οι πρώτες ύλες κ.λ.π θα πρέπει να υπολογιστεί ξεχωριστά. Οι παράγοντες που μπορεί να επηρεάσουν τα στοιχεία του κόστους, αυξητικά ή μειωτικά πρέπει να εξεταστούν λεπτομερειακά. Οι παράγοντες αυτοί περιλαμβάνουν την ικανότητα της διοίκησης, τις επεκτάσεις των εργοστασίων και του εξοπλισμού, τις μεταβολές στο κόστος των συντελεστών της παραγωγής, στην σύνθεση της παραγωγής κλπ. Πολλές φορές ωστόσο η έλλειψη επαρκών στοιχείων υπαγορεύει την εφαρμογή μιας περισσότερο απλής μεθόδου, η οποία αφορά την εκτίμηση του μέσου μικτού κέρδους με βάση τα στοιχεία του παρελθόντος και λαμβάνοντας υπόψιν οποιασδήποτε συμπληρωματική πληροφορία που αφορά τις μελλοντικές εξελίξεις. Το μικτό κέρδος που θα προκύψει με την μέθοδο αυτή θα πρέπει να συγκριθεί με υπάρχοντα αντίστοιχα κλαδικά στοιχεία.

**Γενικά έξοδα- έξοδα διάθεσης – έξοδα διαχείρισης:** Και στην περίπτωση αυτή ο περισσότερο συνηθισμένος τρόπος πρόβλεψης είναι η ιστορική εξέλιξη των στοιχείων αυτών ως προς τις πωλήσεις. Θα πρέπει όμως να ληφθεί υπόψιν ότι μεγάλη αλλαγή στον όγκο πωλήσεων- παραγωγής οδηγεί σε μικρότερες μεταβολές των δαπανών αυτών δεδομένου ότι περιλαμβάνουν συχνά περισσότερα στοιχεία σταθερού παρά μεταβλητού κόστους.

**Αποσβέσεις:** Η συμμετοχή των αποσβέσεων στην πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών έχει σημασία σε ότι αφορά τους φόρους που θα



πληρωθούν. Ο πιο σωστός τρόπος υπολογισμού των αποσβέσεων είναι η εφαρμογή των συντελεστών που επιβάλλει ο νόμος τόσο στα διαφορά πάγια που υπάρχουν όσο και σε αυτά που θα αποκτηθούν. Όταν δεν υπάρχει ανάλυση αποσβέσεων από την διοίκηση της εταιρείας, ο περισσότερο ικανοποιητικός τρόπος εκτίμησης των μελλοντικών αποσβέσεων είναι η χρησιμοποίηση της ιστορικής τάσης του δείκτη αποσβέσεις χρήσεως προς αναπόσβεστα ή καθαρά πάγια.

**Φόρος εισοδήματος:** Ο φόρος εισοδήματος που θα αφαιρεθεί από τα προβλεπόμενα καθαρά κέρδη πρό φόρων θα υπολογιστεί με βάση τους ισχύοντες φορολογικούς νόμους.

**Καθαρά κέρδη :** Εκφράζει τα μετά φόρων κέρδη που απορρέουν από τις λειτουργικές δραστηριότητες της εταιρείας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΜΕΣΩ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

#### 5.1 Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών

Η άντληση κεφαλαίων για την επιχείρηση μέσω εισαγωγής της στο Χρηματιστήριο αποτελεί μια από τις κυριότερες μορφές δανειοδότησης. Προκειμένου να πραγματοποιηθεί η διαδικασία άντλησης κεφαλαίων, πρέπει τόσο η αιτούμενη εταιρεία όσο και το πιστωτικό ίδρυμα μέσω του οποίου θα πραγματοποιηθεί η εισαγωγή να εξετάσει ότι πληρούνται οι συγκεκριμένες προϋποθέσεις που απαιτούνται.

Το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑ) αποτελεί ανώνυμη εταιρεία, η οποία απολαμβάνει διοικητικής και οικονομικής αυτονομίας, υπό την εποπτεία του Υπουργού Εθνικής Οικονομίας, ενώ ως προς τα χρηματιστικά θέματα τελεί υπό την εποπτεία και της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς (ΕΚ). Το ΧΑ είναι η μόνη επίσημη αγορά διαπραγμάτευσης μετοχών και δικαιωμάτων επί αυτών στην χώρα μας, για το ευρύ επενδυτικό κοινό και για τους θεσμικούς επενδυτές. Σκοπός της εταιρείας, σύμφωνα με το καταστατικό της, είναι η οργάνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών, οι οποίες καταρτίζονται κατά αποκλειστικότητα σε χρηματιστήρια αξιών. Το ΧΑ προσφέρει τη δυνατότητα στους εκδότες αξιόγραφων, να αντλήσουν τα κεφάλαια που χρειάζονται μέσω της πρωτογενούς αγοράς και να ικανοποιήσουν τη ζήτηση των επενδυτών για τέτοιου είδους αξιόγραφα. Προσφέρει επίσης μια οργανωμένη δευτερογενή αγορά για την διαπραγμάτευση των ήδη εισηγμένων εταιρειών δίνοντας τη δυνατότητα στους επενδυτές να ρευστοποιήσουν αξιόγραφα που κατέχουν άμεσα και με μικρό κόστος και να έχουν επίσης ένα σημείο αναφοράς για την τρέχουσα αξία των επενδύσεων τους.

Παράλληλα το ΧΑ ασκεί εποπτικό ρόλο, επιβλέποντας την πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού και τη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιρειών ως προς τις συναλλαγές τις οποίες πραγματοποιούν.

## 5.2 Περί αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου

Ο κύριος σκοπός της λειτουργίας της χρηματιστηριακής αγοράς, δηλαδή η εναλλακτική δυνατότητα που παρέχεται στις επιχειρήσεις για να αντλήσουν κεφάλαια χαμηλού κόστους, τα οποία συνεπάγονται την περαιτέρω ανάπτυξη των οικονομικών δραστηριοτήτων τους, πρακτικά καλύπτεται με την πραγματοποίηση αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου.

Υπάρχουν δύο κατηγορίες αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου :

- i. Ουσιαστική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μεταβολή ιδίων κεφαλαίων, όπου πραγματοποιείται η έκδοση νέων μετοχών έναντι τιμήματος με καταβολή μετρητών, με εισφορά σε είδος (εξαγορά ή απορρόφηση) ή με ανταλλαγή μετατρέψιμων ομολόγων.
- ii. Τυπική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, όπου τα ίδια κεφάλαια παραμένουν αμετάβλητα και πραγματοποιείται είτε με έκδοση νέων μετοχών με κεφαλαιοποίηση υπεραξίας πάγιων περιουσιακών στοιχείων, με κεφαλαιοποίηση αποθεματικών ή πληρωτέων μερισμάτων, είτε με αύξηση ονοματικής αξίας μετοχών με κεφαλαιοποίηση υπεραξίας παγίων περιουσιακών στοιχείων και αποθεματικών.

Τέλος υπάρχουν και περιπτώσεις όπου πραγματοποιείται τροποποίηση της σύνδεσης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας είτε μέσω διάσπασης της ονοματικής αξίας της μετοχής (split) είτε μέσω σύμπτυξη αριθμού μετοχών (reverse split)

## 5.3 Δομή της ελληνικής αγοράς μετοχών

Οι εισηγμένες εταιρείες κατατάσσονται σε επιμέρους αγορές στο ΧΑ με βασικό κριτήριο την κεφαλαιοποίησή τους. Συγκεκριμένα έχουμε:

- α) Την Κύρια αγορά στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές εταιρειών μεγάλης ή μεσαίας κεφαλαιοποίησης
- β) Την Παράλληλη αγορά, στην οποία διαπραγματεύονται οι μετοχές εταιρειών μικρής κεφαλαιοποίησης και
- γ) Τη Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (NEXA), όπου διαπραγματεύονται μετοχές μικρότερων σε μέγεθος εταιρειών που χαρακτηρίζονται ως δυναμικές και καινοτόμες. Η συγκεκριμένη αγορά συστήθηκε με βάση το νόμο 2733/99,

προκειμένου να καλύψει να καλύψει την ανάγκη εισαγωγής στο ΧΑ νέων εταιρειών, μικρότερου μεγέθους, οι οποίες στοχεύουν στην χρηματοδότηση τους, και

δ) Την Ελληνική αγορά αναδυόμενων κεφαλαιαγορών ( ΕΑΓΑΚ), η οποία συστάθηκε με το νόμο 2533/97. Οι προς διαπραγμάτευση κινητές αξίες εισάγονται στην ΕΑΓΑΚ είναι τα Ελληνικά Πιστοποιητικά ( ΕΛΠΙΣ), αξίες οι οποίες αντιπροσωπεύουν μετοχές οι οποίες έχουν εκδοθεί από αλλοδαπή εταιρεία , τα μερίδια ελληνικών κεφαλαίων αναδυόμενων αγορών( ΕΚΑΑ), ομάδα περιουσίας που αποτελείται από μετρητά και κινητές αξίες και τέλος μετοχές εταιρειών διαχείρισης χαρτοφυλακίου αναδυόμενων αγορών ( ΕΧΑΑ)

#### **5.4 Προϋποθέσεις εισαγωγής κινητών αξιών εταιρειών στο ΧΑ**

##### **(α) Βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών στο ΧΑ**

Το θεσμικό πλαίσιο που διέπει τις βασικές προϋποθέσεις μετοχών στο ΧΑ απαρτίζεται από: το Προεδρικό Διάταγμα 350/85 άρθρο 3, την ΕΚ 2/305/18-06-2004, το Ν 2733/99 (άρθρο 2), το Ν 2533/97 ( άρθρο 34) και το Ν3152/2003 (άρθρο 10 παρ. 3)

##### **Βασικές προϋποθέσεις ως προς την εταιρεία**

Νομική κατάσταση: Η νομική κατάσταση της εταιρείας όσον αφορά την ίδρυση της και την καταστατική της λειτουργία θα πρέπει να είναι σύμφωνη με την σχετική ισχύουσα νομοθεσία.

Ελάχιστο μέγεθος: η εταιρεία ανάλογα με την αγορά στην οποία εισάγονται οι μετοχές τις πρέπει να έχει ένα ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων. Λέγοντας ίδια κεφαλαία εννοούμε τα υφιστάμενα κατά την υποβολή της αίτησης , αναμορφωμένα μετά τις παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών ( αρ. 213 Κανονισμός ΧΑ). Τα απαιτούμενα ίδια κεφάλαια ανά αγορά είναι για την κύρια 12 εκ. ευρώ ( ΠΔ 350/85, αποφ. ΕΚ 3/302/26-05-2004), για την παράλληλη 3εκ. ευρώ (ΕΚ 2/305/18/06/2004), για την Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά (ΝΕΧΑ) 587 χιλ. ευρώ ( άρθρο 2 Ν.2733/99) και για την ΕΑΓΑΚ ανάλογα με την αγορά, κύρια ή παράλληλη.

Διάρκεια και κεφαλαιακή διάρθρωση: η εταιρεία θα πρέπει να έχει καταθέσει ή δημοσιεύσει ανάλογα με το δίκαιο που τη διέπει, ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, ως ανώνυμη εταιρεία ελεγμένες από ορκωτό ελεγκτή, για ορισμένο αριθμό χρήσεων που προηγούνται της αιτήσεως εισαγωγής στο ΧΑ. Συγκεκριμένα για την Κύρια αγορά : 3 χρήσεις, ενώ για τις λοιπές αγορές 2 χρήσεις. Εάν η εταιρεία συντάσσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις, τόσο αυτές όσο και εκείνες των εταιρειών που περιλαμβάνονται στην ενοποίηση της τελευταίας πριν την υποβολή αίτησης, με τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης, θα πρέπει να έχουν ελεγχθεί από ορκωτό εκλεκτή. Η εταιρεία θα πρέπει να παρουσιάζει ικανοποιητική περιουσιακή Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας και στις ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις της, εφόσον υφίσταται, δεν πρέπει να σημειώνονται παρατηρήσεις των ορκωτών κατά την τελευταία δημοσιευμένη χρήση, για θέματα που δύνανται να επηρεάσουν αρνητικά την πραγματική οικονομική της κατάσταση. Η υποχρέωση αυτή εκτείνεται και σε όλες τις χρήσεις που περιλαμβάνονται στο τελικό Ενημερωτικό Δελτίο που θα εγκριθεί, εφόσον η εταιρεία διατηρεί τις εν λόγω συμμετοχές.

Φορολογικός έλεγχος: η εταιρεία πρέπει να έχει εκλεχθεί φορολογικά για όλες τις χρήσεις για τις οποίες έχει δημοσιεύσει ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Τα αποτελέσματα του φορολογικού ελέγχου της εκδότριας εταιρείας πρέπει να έχουν καταστεί οριστικά . Τα αποτελέσματα μπορεί να μην είναι οριστικά σε περίπτωση που α) έχουν διατυπωθεί επιφυλάξεις που αφορούν εκκρεμείς δικαστικές αποφάσεις ή την ρύθμιση ειδικών θεμάτων ή τη συμμετοχή της εταιρείας σε άλλες εταιρείες για τις οποίες δεν προβλέπεται υποχρέωση φορολογικού ελέγχου και β) όταν συντρέχει άλλος λόγος που προβλέπεται με ειδική διάταξη ή απόφαση του ΧΑ.

Εάν η εταιρεία συντάσσει ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις ο φορολογικός έλεγχος καλύπτει και τις εταιρείες που έπρεπε να περιληφθούν στην τελευταία πριν την υποβολή της αίτησης ενοποίηση με βάση τη μέθοδο της ολικής ενσωμάτωσης.

### **Βασικές προϋποθέσεις εισαγωγής ως προς τις μετοχές**

Η νομική κατάσταση των μετοχών θα πρέπει να είναι σύμφωνα με την ισχύουσα σχετική νομοθεσία.( αρ.3 τμήμα II αρ.1 ΠΔ 350/85, ΕΚ 2/305 )

Οι μετοχές θα πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες ( αρ. 3 τμήμα II αρ.2 ΠΔ 350/85).

Η αίτηση θα πρέπει να αναφέρεται στο σύνολο των μετοχών της ίδιας κατηγορίας, οι οποίες έχουν εκδοθεί .

Οι μετοχές θα πρέπει να είναι πλήρως αποπληρωμένες.

Η εμφάνιση των μετοχών που έχουν εκδοθεί από εταιρείες με έδρα σε άλλο κράτος μέλος που έχουν εκδοθεί από εταιρείες με έδρα την Ε.Ε , πρέπει να είναι σύμφωνες με τις εκεί ισχύουσες διατάξεις. Αν η εμφάνιση δεν είναι ίδια με της Ελλάδας, η ΕΚ γνωστοποιεί σχετικά το κοινό.

Η εμφάνιση μετοχών που έχουν εκδοθεί από εταιρείες με έδρα σε τρίτο κράτος πρέπει να παρέχουν επαρκείς εγγυήσεις για την προστασία των επενδυτών.

### **(β) Πρόσθετες προϋποθέσεις εισαγωγής εταιρειών στο ΧΑ**

(άρθρο 10 παρ.3 Ν3152/2003, ΚΑΝΟΝΙΣΜΟΣ ΧΑ άρθρο 212, 215 έως 243)

Κερδοφορία : η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει κέρδη για μια ελάχιστη χρονική διάρκεια πριν την αίτηση εισαγωγής.

§ Στην κύρια αγορά η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει είτε α)συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 12εκ. ευρώ και τουλάχιστον 3 εκ. ευρώ για κάθε μια εξ αυτών είτε β)συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων τόκων και αποσβέσεων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 16εκ.ευρώ και τουλάχιστον 4 εκ. ευρώ για κάθε μια εξ αυτών.

§ Για την παράλληλη αγορά η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει είτε α) συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 4εκ. ευρώ και τουλάχιστον 1 εκ. ευρώ για κάθε μια εξ αυτών είτε β)συνολικά αναμορφωμένα προ φόρων τόκων και αποσβέσεων κέρδη για τις τρεις πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής οικονομικές χρήσεις, τουλάχιστον 6εκ.ευρώ και τουλάχιστον 1,5 εκ. ευρώ για κάθε μια εξ αυτών.

§ Για την ΝΕΧΑ η εταιρεία πρέπει να παρουσιάζει μετά την αναμόρφωση κερδοφορία για κάθε μια από τις δύο χρήσεις που προηγούνται της αίτησης εισαγωγής

Εξαιρέσεις: Δεν εφαρμόζεται α) στις εταιρείες οι οποίες δυνάμει ειδικών διατάξεων υποχρεούνται να υποβάλλουν αίτηση εισαγωγής στο ΧΑ εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος π.χ εταιρείες επενδύσεων χαρτοφυλακίου και β) στις εταιρείες με κεφαλαιοποίηση τουλάχιστον ίση με το μέσο όρο της σταθμισμένης κεφαλαιοποίησης των τριών εισηγμένων εταιρειών με την μικρότερη συμμετοχή-βάρος στον δείκτη FTSE ASE 20.

Διασπορά: Η διασπορά των μετοχών στο ευρύ επενδυτικό κοινό πρέπει να είναι επαρκής κατά το χρόνο λήψης της απόφασης εισαγωγής. Η επάρκεια κρίνεται άνα αγορά με συγκεκριμένα κριτήρια

- § Στην κύρια αγορά η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον κατά τον χρόνο της λήψης της απόφασης εισαγωγής, τουλάχιστον το 25% κάθε κατηγορίας μετοχών έχει κατανεμηθεί στο κοινό. Η κατανομή των μετοχών θα πρέπει να έχει γίνει τουλάχιστον σε 2000 άτομα στα οποία δεν περιλαμβάνονται οι μέτοχοι με πόστο άνω του 2% επί αριθμού των μετόχων.
- § Στην παράλληλη αγορά και στην ΕΑΓΑΚ η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό, σε ποσοστό τουλάχιστον 30% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στην παράλληλη αγορά σε 1000 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.
- § Στην NEXA η διασπορά θεωρείται επαρκής εφόσον οι μετοχές που είναι αντικείμενο αιτήσεως εισαγωγής είναι κατανεμημένες στο ευρύ κοινό σε τουλάχιστον 25% του συνόλου των μετοχών της ίδιας κατηγορίας. Σε κάθε περίπτωση, για την εκτίμηση της πληρώσεως ή μη της προϋποθέσεως της επαρκούς διασποράς στο ευρύ κοινό απαιτείται η κατανομή των μετοχών, των οποίων ζητείται η εισαγωγή στη NEXA, σε 500 τουλάχιστον πρόσωπα από τα οποία κανένα δεν κατέχει ποσοστό μεγαλύτερο του 2% του συνόλου των μετοχών των οποίων ζητείται η εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

### Εξαιρέσεις ως προς τα συνυπολογιζόμενα στη διασπορά πρόσωπα

Για την αξιολόγηση της επάρκειας της διασποράς σε κάθε μία από τις αγορές του ΧΑ, δεν λαμβάνονται υπόψη τα ποσοστά μετοχικού κεφαλαίου που κατέχουν: α) τα μέλη του ΔΣ, β) οι διευθυντές και το προσωπικό της εταιρείας, γ) συγγενείς μέχρι α΄ βαθμού των υφιστάμενων βασικών μετόχων και του διευθυντικού προσωπικού της εταιρείας, δ) προμηθευτές ή συνεργαζόμενα με την εταιρεία πρόσωπα, ε) υφιστάμενοι μέτοχοι που απέκτησαν τις μετοχές το προηγούμενο της υποβολής της αίτησης ημερολογιακό έτος, εκτός εάν πρόκειται για θεσμικούς επενδυτές ή εταιρείες επιχειρηματικών συμμετοχών.

Εξαιρέσεις υφίστανται και ως προς τα ποσοτικά μεγέθη της διασποράς εφόσον λόγω του μεγέθους της εταιρείας, του μεγάλου αριθμού των μετοχών της αυτής κατηγορίας και της εκτάσεως διασποράς τους στο ευρύ κοινό, κρίνεται από το αρμόδιο όργανο του ΧΑ ότι διασφαλίζεται η ομαλή λειτουργία της αγοράς με μικρότερα από τα ανωτέρω αναφερόμενα ποσοστά, στις ακόλουθες περιπτώσεις:

### Εφαρμογή αρχών εταιρικής διακυβέρνησης ( αρθρ.217 Καν. ΧΑ, Ν.3016/2002)

Η εκδότρια εταιρεία οφείλει να συμμορφώνεται προς τις διατάξεις για την εταιρική διακυβέρνηση σύμφωνα με την κείμενη νομοθεσία.

### Ασφαλιστική κάλυψη ( αρθρ. 219 Καν. ΧΑ)

Η εταιρεία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής πρέπει να έχει επαρκή ασφαλιστική κάλυψη για τους κινδύνους που συνδέονται άμεσα με την δραστηριότητα της και η επέλευση των οποίων μπορεί να επηρεάσει ουσιωδώς την οικονομική της κατάσταση. Σε κάθε περίπτωση, πρέπει να διαθέτει επαρκή ασφαλιστική κάλυψη για την αξία των ενσώματων ακινητοποιήσεων και των αποθεμάτων της.

### Ελάχιστη αξία προς διάθεση μετοχών ( αρθρ.221 Καν. ΧΑ)

Σε περίπτωση δημόσιας εγγραφής, η συνολική αξία των προς διάθεση μετοχών πρέπει να είναι τουλάχιστον 2 εκ.ευρώ

### Αξιολόγηση καταλληλότητας εταιρείας ( αρθρ. 220 Καν. ΧΑ)

Προκειμένου να εγκρίνει την αίτηση εισαγωγής, το ΧΑ δύναται να ζητά και να αξιολογεί πρόσθετα στοιχεία ως προς την καταλληλότητα των κινητών αξιών της υποψήφιας εταιρείας για εισαγωγή στη συγκεκριμένη αγορά, ιδίως ως προς την οικονομική της κατάσταση, την προσδοκώμενη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων, τον κλάδο δραστηριότητας και την πορεία το, τη διοίκηση και



διαχείριση των εταιρικών υποθέσεων και την ποιότητα των διαδικασιών εταιρικής διακυβέρνησης. Η αξιολόγηση αυτή γίνεται με βάση τα δεδομένα που γνωστοποιούνται στο ΧΑ με ερωτηματολόγιο καταλληλότητας και το έντυπο του εταιρικού προφίλ τα οποία υποβάλλονται σύμφωνα με την σχετική απόφαση του ΔΣ του ΧΑ, κατά την έναρξη της διαδικασίας εισαγωγής. ( Τσιμπρής 2001, σελ 77

## **(γ) Ειδικές προϋποθέσεις εισαγωγής ανά αγορά**

### **i. Παράλληλη Αγορά**

Υποχρεωτική διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου: Ποσοστό τουλάχιστον 80% των μετοχών που διατίθενται προέρχεται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Η δια δημοσίας εγγραφής αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με σκοπό την εισαγωγή στην παράλληλη αγορά του ΧΑ πραγματοποιείται μόνο μέσω πιστωτικών ιδρυμάτων και ΕΠΕΥ που μπορούν να παρέχουν υπηρεσίες αναδόχου και που εγγυώνται την πλήρη κάλυψη της αύξησης με δημόσια εγγραφή.

### **ii. Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά ( NEXA )**

Υποχρεωτική διάθεση μετοχών με δημόσια εγγραφή και αύξηση μετοχικού κεφαλαίου: Η εταιρεία υποχρεούται να διαθέσει στο κοινό με δημόσια εγγραφή τουλάχιστον 100.000 μετοχές συνολικής αξίας τουλάχιστον 2 εκ. ευρώ. Ποσοστό τουλάχιστον 80% αυτών των προς διάθεση μετοχών πρέπει να προέρχεται από αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Δέσμευση μετόχων: Μέτοχος της αιτούσας εταιρείας που κατέχει μετοχές η ονομαστική αξία των οποίων αντιστοιχεί τουλάχιστον στο 5% του μετοχικού της κεφαλαίου, δεσμεύεται, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής, ότι δεν θα διαθέσει με οποιονδήποτε τρόπο :α) το 70% των μετοχών του για χρονικό διάστημα ενός έτους από την εισαγωγή τους στη NEXA β) το 50% των μετοχών του για το δεύτερο και τρίτο έτος από την εισαγωγή τους στη NEXA. Σε κάθε

περίπτωση, πριν την υποβολή της αίτησης εισαγωγής πρέπει να έχει δεσμευτεί το 80% του συνόλου των μετοχών της εταιρείας.

Υποβολή επενδυτικού σχεδίου: η εταιρεία συντάσσει και υποβάλλει στο ΧΑ Επενδυτικό Σχέδιο (ΕΣ). Το ΕΣ συντάσσεται από την εταιρεία και τον ανάδοχο, με ευθύνη τους ως προς το σύννομο και την ακρίβεια του περιεχομένου του και συνεκτιμάται από το ΧΑ κατά την εξέταση των προϋποθέσεων εισαγωγής της εταιρείας στη ΝΕΧΑ.

Για την αξιολόγηση του **επενδυτικού σχεδίου** συνεκτιμώνται τα εξής:

- § Ο ολοκληρωμένος χαρακτήρας: ολοκληρωμένο θεωρείται το ΕΣ εφόσον με αυτό προβλέπονται δράσεις, πέραν των παγίων επενδύσεων, και σε άλλα βασικά τμήματα, ιδίως στην οργάνωση, στις πωλήσεις, στο ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης.
- § Ο καινοτόμος χαρακτήρας: καινοτόμο θεωρείται το ΕΣ εφόσον με αυτό εισάγονται ή αναπτύσσονται νέες μέθοδοι παραγωγής ή / και διάθεσης προϊόντων ή υπηρεσιών.
- § Η δεσμευτικότητα: δεσμευτικό θεωρείται το ΕΣ εφόσον, κατά την διάρκεια υλοποίησής του, προβλέπει κατά έτος συγκεκριμένους και εφικτούς ποσοτικούς στόχους.
- § Η βιωσιμότητα: βιώσιμο θεωρείται το ΕΣ εφόσον κατά την επόμενη τριετία από την έναρξή υλοποίησής του, αναμένεται αύξηση της κερδοφορίας της εταιρείας, της αποδοτικότητας ιδίων και συνολικών κεφαλαίων και των θέσεων εργασίας.
- § Η συνεκτικότητα: συνεκτικό θεωρείται το ΕΣ εφόσον η υλοποίηση του προκύπτει με σαφήνεια ως αποτέλεσμα της αλληλουχίας των προβλεπόμενων ενεργειών.
- § Σε σχέση με την υλοποίηση του υποβαλλόμενου ΕΣ συνεκτιμώνται ο βαθμός ίδιας χρηματοδότησης της εταιρείας για την υλοποίηση του ΕΣ, η σχέση του κύκλου εργασιών της εταιρείας και των εταιρειών που συνδέονται με αυτή ή τους βασικούς μέτοχους της, με το συνολικό κόστος του ΕΣ.

Χαρακτηρισμός της εταιρείας ως δυναμικής ή καινοτόμου: η εταιρεία που υποβάλλει αίτηση εισαγωγής στη ΝΕΧΑ πρέπει να χαρακτηρίζεται ως δυναμική ή καινοτόμος.

Ο χαρακτηρισμός της εταιρείας ως **δυναμικής** γίνεται από τον ανάδοχο με βάση ενδεικτικά τα ακόλουθα κριτήρια:

- § Το ρυθμό ανάπτυξης των μεγεθών της εταιρείας και την τάση βελτίωσης της αποδοτικότητας των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων της, κατά την τελευταία πριν την εισαγωγή διετία (σε περίπτωση μεγαλύτερης διάρκειας της εταιρείας τριετία)
- § Τον προβλεπόμενο ρυθμό αύξησης των οικονομικών αποτελεσμάτων, στην επόμενη μετά την εισαγωγή τριετία.
- § Την προβλεπόμενη τάση βελτίωσης των τεχνικοοικονομικών στοιχείων, στην επόμενη μετά την εισαγωγή τριετία.
- § Το σύστημα εταιρικής διακυβέρνησης από την εφαρμογή του οποίου ενισχύεται η αποτελεσματικότητα της οργάνωσης της επιχείρησης και η στρατηγική καθοδήγηση της, ιδίως με την πρόβλεψη συμμετοχής στο διοικητικό συμβούλιο μελών τα οποία έχουν επαρκή ανεξαρτησία από τους μετόχους που κατέχουν την πλειοψηφία των μετοχών της εταιρείας.
- § Την κατάρτιση, τα προσόντα και το βαθμό εξειδίκευσης του ανθρώπινου δυναμικού.

Ο χαρακτηρισμός μιας εταιρείας ως **καινοτόμου** γίνεται από τον ανάδοχο με βάση ενδεικτικά τα ακόλουθα επιπλέον κριτήρια:

§ Τη δραστηριοποίηση της στην ανάπτυξη νέων αγορών προϊόντων ή και υπηρεσιών

§ Την εισαγωγή ή και χρήση προηγμένων συστημάτων ή και τεχνολογιών.

§ Την παροχή νέων προϊόντων ή και την παροχή νέων υπηρεσιών. Νέο θεωρείται το προϊόν, μέθοδος ή υπηρεσία που υπερέχει ή διαφοροποιείται επαρκώς από τα καθιερωμένα κατά την εμφάνιση του πρότυπα της σχετικής αγοράς.

Δημοσίευση Έκθεσης Αξιολόγησης: στην έκθεση αυτή ο κύριος ανάδοχος τεκμηριώνει τη βιωσιμότητα του επενδυτικού σχεδίου, επισημαίνει και αιτιολογεί τα δυναμικά ή καινοτόμα στοιχεία της εταιρείας.

Τριετής σύμβαση με ανάδοχο : η εταιρεία ορίζει ανάδοχο/ους ή και σύμβουλο με σύμβασή τουλάχιστον τριετής διάρκειας. Ο ανάδοχος εγγυάται την πλήρη κάλυψη του διατιθέμενου από την αύξηση κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή και βεβαιώνει την σύννομη σύνταξη του Επενδυτικού Σχεδίου.

Ορισμός Ειδικού Διαπραγματευτή (ΕΔ): Η εταιρεία ορίζει τουλάχιστον έναν ειδικό διαπραγματευτή, οποίος ενισχύει την ρευστότητα της μετοχής με τη συνεχή διαβίβαση ζεύγους εντολών αγοράς και πώλησης για τον ίδιο

λογαριασμό. Ο Ειδικός Διαπραγματευτής είναι μέλος του ΧΑ με μετοχικό κεφάλαιο ίσο με το ελάχιστο απαιτούμενο από ΕΠΕΥ για την παροχή υπηρεσίας αναδοχής (3 εκ. ευρώ)

Πέραν των ανωτέρω, σε κάθε περίπτωση το Διοικητικό Συμβούλιο του ΧΑ μπορεί να εξαρτήσει την εισαγωγή των μετοχών στις αγορές του ΧΑ από οποιοσδήποτε πρόσθετο ειδικό όρο που κατά την απόλυτη κρίση του απαιτείται για την προστασία και την πληρέστερη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού.

#### **(δ) Μετάταξη εταιρειών από την παράλληλη στην κύρια αγορά**

Για τη μετάταξη μετοχών εταιρειών από την Παράλληλη στην Κύρια αγορά πρέπει η υπό εξέταση εταιρεία :

- § Να έχει παραμείνει στην παράλληλη αγορά τουλάχιστον για δύο έτη από την εισαγωγή της
- § Να πληροί τους όρους εισαγωγής στην Κύρια Αγορά
- § Να έχει χρησιμοποιήσει τα αντληθέντα κεφάλαια από προηγούμενες της αίτησης μετάταξης αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών σύμφωνα με τα αναφερόμενα στα σχετικά ενημερωτικά φυλλάδια
- § Να μην έχει προβεί σε παραβιάσεις της χρηματιστηριακής νομοθεσίας ενώ ήταν στην παράλληλη αγορά

#### **5.5 Ρόλος αναδόχου**

Για να γίνει μια δημόσια εγγραφή και να εισαχθεί μια εταιρεία στο ΧΑ χρειάζεται ένας θεσμοθετημένος φορέας ο οποίος να αναλάβει τη διαδικασία διάθεσης των κινητών αξιών στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Το ρόλο αυτό αναλαμβάνει μια εταιρεία που κατά το νόμο παρέχει υπηρεσίες αναδοχής ( Underwriting) της έκδοσης ή και διάθεσης, μέρους ή του συνόλου κινητών αξιών, η οποία καλείται ανάδοχος( πιστωτικό ίδρυμα ή Εταιρεία Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών εφόσον διαθέτει τα απαραίτητα κεφάλαια). Στην περίπτωση που το ευρύ επενδυτικό κοινό δεν δείξει το ανάλογο ενδιαφέρον ο ανάδοχος είναι υποχρεωμένος να αγοράσει τις αδιάθετες μετοχές, εφόσον πρόκειται για εταιρείας

που είναι να εισαχθούν στην Παράλληλη ή στην Νέα Χρηματιστηριακή Αγορά. Αναφορικά με την κύρια αγορά η υποχρέωση αυτή εξαρτάται από την συμφωνία που έχει κάνει η εκδότρια εταιρεία με τον ανάδοχο της έκδοσης. Πέρα από τον κύριο ανάδοχο σε μία έκδοση μπορεί να υπάρξουν και άλλοι ανάδοχοι σε επικουρικό ρόλο.

## **5.6 Ενημερωτικό δελτίο**

### **(α) Γενικά**

Η δημοσίευση Ενημερωτικού Δελτίου (Ε.Δ) αποτελεί αυτοτελή προϋπόθεση εισαγωγής κινητών αξιών στο ΧΑ ( αρ 4 ΠΔ 348/85). Η δημοσίευση του κρίνεται απαραίτητη μέσα σε χρονικό διάστημα 45 ημερών πριν από την ημερομηνία κατά την οποία αρχίζει η επίσημη διαπραγμάτευση των κινητών αξιών της εταιρείας στο ΧΑ. Τη σύνταξη του ΕΔ και τις απαιτούμενες για την έκδοση του ενέργειες αναλαμβάνει η εταιρεία σε συνεργασία με κάποιο ανάδοχο ή κάποια ξεχωριστή εταιρεία, που ονομάζεται σύμβουλος έκδοσης. Το ΕΔ πρέπει να δημοσιεύεται είτε μέσα από καταχώρηση σε μια ημερήσια πολιτική εφημερίδα και σε μία ημερήσια ή εβδομαδιαία ή περιοδική οικονομική εφημερίδα ( από τις εξουσιοδοτημένες για τη δημοσίευση οικονομικών στοιχείων ανώνυμων εταιρειών και εταιρειών περιορισμένης ευθύνης), είτε με τη μορφή εντύπου που τίθεται στη διάθεση του κοινού δωρεάν στο ΧΑ, στην έδρα του εκδότη και στους οργανισμούς χρηματοδότησης, που είναι επιφορτισμένοι με τη διασφάλιση των χρηματοδοτικών υπηρεσιών του. Το ΧΑ δημοσιεύει ανακοίνωση στο ημερήσιο δελτίο τιμών η οποία αναφέρει πού έχει δημοσιευτεί το ΕΔ και που μπορεί να το προμηθευτεί το κοινό.

Το ΕΔ εισαγωγής εγκρίνεται πριν από την δημοσίευση του από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς ( ακόμα και αν δεν διενεργηθεί δημόσια εγγραφή –αρ19 ΠΔ348/85, αρ.10 Ν 3152/2003). Ο έλεγχος αφορά την νομιμότητα του ΕΔ σε σχέση με το ΠΔ 348/85, η έγκριση δίδεται εντός 3 μηνών από την αίτηση ή 3 μηνών από την παροχή συμπληρωματικών πληροφοριών ενώ η κυκλοφορία του εντύπου πρέπει να γίνει 45 ημέρες πριν την έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών.

Κάθε νέο γεγονός που μπορεί να επηρεάσει την εκτίμηση των κινητών αξιών και που επέρχεται από την στιγμή που καθορίζεται το περιεχόμενο του δελτίου και μέχρι να αρχίσει η επίσημη διαπραγμάτευση τιμών στο ΧΑ, πρέπει να αποτελέσει αντικείμενο συμπληρώματος του δελτίου, να ελεγχθεί με τον ίδιο τρόπο και να δημοσιευθεί σύμφωνα με τα προβλεπόμενα.

### **(β) Περιεχόμενο ενημερωτικού δελτίου**

Πρόκειται για ένα έντυπο –φυλλάδιο (listing particular) το οποίο περιέχει τα στοιχεία εκείνα τα οποία, ανάλογα με τον εκδότη και τις υπό εισαγωγή κινητές αξίες, είναι απαραίτητα ώστε όσοι προβαίνουν σε επενδύσεις επ'αυτών, να μπορούν να εκτιμήσουν την περιουσία, τη χρηματοοικονομική κατάσταση, τα αποτελέσματα και τις προοπτικές του εκδότη και των ενσωματωμένων στις αξίες δικαιωμάτων. Στο ΕΔ για την εισαγωγή κινητών αξιών στο ΧΑ πρέπει να περιλαμβάνονται απαραίτητα τα κάτωθι στοιχεία (παρ/μα. Α αρθ. 6 του ΠΔ348/1985 ):

### **Πληροφορίες σχετικά με τα πρόσωπα που είναι υπεύθυνα για το ΕΔ και τον έλεγχο των λογαριασμών.**

Συγκεκριμένα αναφέρονται όνομα και ιδιότητα των φυσικών προσώπων ή επωνυμία και έδρα των νομικών προσώπων που είναι υπεύθυνα για το δελτίο ή ενδεχομένως για ορισμένα τμήματα του. Βεβαίωση των παραπάνω υπεύθυνων που να πιστοποιεί ότι τα στοιχεία που εμφανίζονται στο δελτίο – για το τμήμα του δελτίου για το οποίο ο καθένας είναι υπεύθυνος – είναι σύμφωνα με την πραγματικότητα και δεν έχουν παραλείψεις που να αλλοιώνουν το δελτίο. Τέλος αναφέρεται το όνομα, η διεύθυνση και η ειδικότητα των ελεγκτών οι οποίοι πραγματοποίησαν τον έλεγχο των ετήσιων λογαριασμών των τριών τελευταίων χρόνων, καθώς και τυχόν επιφυλάξεις αυτών πλήρως αιτιολογημένες εφόσον προκύψουν.

### **Πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές και την εισαγωγή τους στο ΧΑ**

Πρέπει να γίνεται μεταξύ άλλων αναφορά των αποφάσεων , αδειών και εγκρίσεων βάσει των οποίων οι μετοχές εκδόθηκαν ή θα εκδοθούν. Επιπλέον πρέπει να αναγράφεται ο τρόπος και η τιμή έκδοσης καθώς και τα δικαιώματα που

είναι ενσωματωμένες στις μετοχές που θα εισαχθούν, τα χρηματιστήρια στα οποία ζητείται ή θα ζητηθεί η εισαγωγή τους, το καθεστώς κυκλοφορίας των αξιών και τυχόν περιορισμοί που τυχόν υφίστανται. Απαραίτητα κρίνονται και στοιχεία που αφορούν το συνολικό ύψος δημόσιας ή ιδιωτικής τοποθέτησης, την τιμή εγγραφής, την περίοδο έναρξης της τοποθέτησης, του τρόπου και της περιόδου έναρξης της τοποθέτησης, τρόπος και προθεσμίες διανομής των μετοχών καθώς και τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα τα οποία αναλαμβάνουν έναντι του εκδότη την έκδοση ή εγγυώνται την κανονική της περάτωση.

Εκτός από τις παραπάνω πληροφορίες σχετικά με τις μετοχές στο ενημερωτικό δελτίο πρέπει να αναφέρονται και αναλυτικά στοιχεία σχετικά με την εισαγωγή των μετοχών. Απαραίτητη κρίνεται η περιγραφή των μετοχών, ο αριθμός τους, ενώ για την τελευταία και την τρέχουσα χρήση πρέπει να αναφέρονται οι δημόσιες προσφορές αγοράς ή ανταλλαγής (τιμή και όροι ανταλλαγής) τις οποίες έκαναν τρίτοι για τις μετοχές του εκδότη και αυτές που έκανε ο εκδότης για τις μετοχές άλλης εταιρείας.

### **Γενικές πληροφορίες σχετικά με τον εκδότη και το κεφάλαιο του**

Στο σημείο αυτό αναφέρονται αναλυτικά η επωνυμία, η εταιρική και η κύρια διοικητική έδρα του εκδότη, η ημερομηνία ιδρύσεως και διάρκεια λειτουργίας της εταιρείας, ο σκοπός της και το άρθρο του καταστατικού στο οποίο περιγράφεται.

Τα στοιχεία που αφορούν το κεφάλαιο αναφέρονται στο ύψος του καλυφθέντος κεφαλαίου, τον αριθμό, τις κατηγορίες και τα χαρακτηριστικά των μετοχών που το αντιπροσωπεύουν, όπως και το τμήμα κεφαλαίου που δεν έχει ακόμα καταβληθεί.

Εάν ο εκδότης αποτελεί μέλος ομίλου επιχειρήσεων, πρέπει να συμπεριληφθεί στο ενημερωτικό δελτίο συνοπτική περιγραφή του ομίλου και της θέσης που κατέχει ο εκδότης μέσα στο όμιλο. Τέλος εάν ο εκδότης έχει αποκτήσει και διατηρεί μετοχές σε χαρτοφυλάκιο, οι οποίες δεν αναφέρονται χωριστά στο ισολογισμό της εταιρείας του εκδότη, πρέπει στο ενημερωτικό δελτίο να αναφέρονται ο ακριβής αριθμός των μετοχών, η λογιστική και η ονομαστική τους αξία.

### **Πληροφορίες σχετικά με την δραστηριότητα του εκδότη**

Σημαντικό στοιχείο του ενημερωτικού δελτίου αποτελεί και το κομμάτι στο οποίο αναφέρονται οι κύριες δραστηριότητες του εκδότη και οι κατηγορίες των πωλούμενων προϊόντων ή και των παρεχόμενων υπηρεσιών. Συγκεκριμένα παρατίθενται ανάλυση του καθαρού κύκλου εργασιών που πραγματοποίησε η εταιρεία για τις τρεις τελευταίες χρήσεις, κατά κατηγορία δραστηριότητας και κατά γεωγραφική αγορά, η τοποθεσία και η σπουδαιότητα των κύριων εγκαταστάσεων του εκδότη καθώς και στοιχεία σχετικά με την ακίνητη περιουσία του. (ως κύρια εγκατάσταση νοείται κάθε εγκατάσταση που συμμετέχει στον κύκλο εργασιών ή στην παραγωγή σε ποσοστό άνω του 10%).

Επιπλέον παρέχονται πληροφορίες σχετικά με στοιχεία τα οποία μπορεί να έχουν ιδιαίτερη σημασία για την δραστηριότητα ή την αποδοτικότητα της αιτούμενης εταιρείας, όπως εάν υπάρχει εξάρτηση του εκδότη από δίπλωμα ευρεσιτεχνίας, από άδειες εκμεταλλεύσεως ή οικονομικές συμβάσεις κ.α. Εξίσου σημαντικές κρίνονται και πληροφορίες που αφορούν την ακολουθούμενη πολιτική έρευνας και ανάπτυξης των νέων προϊόντων και μεθόδων κατά την διάρκεια των τριών τελευταίων ετών, το μέσο εργατικό δυναμικό και την εξέλιξη του τα τελευταία τρία χρόνια, την πολιτική επενδύσεων που ακολουθεί η εταιρεία καθώς και την αριθμητική περιγραφή των κυριότερων επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί ή που θα πραγματοποιηθούν στο μέλλον συμπεριλαμβανομένου των δικαιωμάτων σε άλλες μετοχές και τον τρόπο χρηματοδότηση τους (αυτοχρηματοδότηση ή μη),

### **Πληροφορίες σχετικά με την διοίκηση, τη διεύθυνση και την εποπτεία.**

Προκειμένου να επιτευχθεί η πληρέστερη ενημέρωση του επενδυτικού κοινού στο δελτίο αναφέρονται στοιχεία που παρέχουν πληροφορίες σχετικά με την διοίκηση την διεύθυνση και την εποπτεία της προς εισαγωγή εταιρείας.

Συγκεκριμένα αναφέρονται :

I.το όνομα, η διεύθυνση, η ιδιότητα καθώς και κυριότερες δραστηριότητες που ασκούν εκτός της εταιρείας αυτής (αν αυτές είναι σημαντικές για αυτήν) τα μέλη των οργάνων διοίκησης, εποπτείας ή διευθύνσεως καθώς και οι ιδρυτές της, εάν πρόκειται για εταιρεία που ιδρύθηκε εντός των πέντε τελευταίων ετών.

II.Τα συμφέροντα των διευθυνόντων την εταιρεία, όπως αμοιβές που παρασχέθηκαν για την τελευταία χρήση που έκλεισε καθώς και τα συνολικά ποσά για κάθε κατηγορία όργανων που αφορούν το λογαριασμό διανομής



κερδών, συνολικός αριθμός μετοχών που κατέχουν και των δικαιωμάτων που τους έχουν δοθεί επί των μετοχών αυτών, πληροφορίες σχετικά με τα δικαιώματα των μελών των διοικητικών όργανων.

III. Τα σχέδια συμμετοχής του προσωπικού στο κεφάλαιο του εκδότη.

### **Πληροφορίες σχετικά με την πρόσφατη εξέλιξη και τις πληροφορίες του εκδότη**

Έκτος των όσων αναφέρθηκαν παραπάνω το ενημερωτικό δελτίο πρέπει να περιλαμβάνει γενικά στοιχεία σχετικά με την εξέλιξη των υποθέσεων του εκδότη μετά από το κλείσιμο της χρήσης των τελευταίων δημοσιευμένων λογαριασμών.

Συγκεκριμένα αναφέρονται οι πιο σημαντικές τάσεις στην εξέλιξη της παραγωγής, των πωλήσεων, των αποθεμάτων και του όγκου παραγγελιών, καθώς επίσης και οι τελευταίες τάσεις στην εξέλιξη του κόστους και τιμών πωλήσεως .

Τέλος γίνεται αναφορά και σε στοιχεία σχετικά με τις προοπτικές του εκδότη τουλάχιστον όσον αφορά την τρέχουσα χρήση. ( Τσιμπρής 2001, σελ.37)

### **(γ) Διαδικασία εισαγωγής**

Η διαδικασία της εισαγωγής εταιρειών στο ΧΑ και η συμπεριφορά όλων των εμπλεκόμενων φορέων εποπτεύεται από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία μπορεί να επιβάλλει πρόστιμα αν δεν υπάρχει συμμόρφωση με την ισχύουσα νομοθεσία. Σε κάθε περίπτωση η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς μπορεί να διακόψει την διαδικασία διενέργειας της δημόσιας εγγραφής εάν κρίνει ότι διαταράσσεται η ισορροπία της αγοράς.

Η διαδικασία εισαγωγής μετοχών στο ΧΑ μπορεί να χωριστεί σε τρία στάδια. Σε κάθε στάδιο παραδίδονται τα δικαιολογητικά που κρίνονται απαραίτητα προκειμένου να εγκριθεί η εισαγωγή της αιτούμενης εταιρείας στο ΧΑ.( αρ.247 Κανονισμός ΧΑ)

#### Στάδιο 1ο : Αξιολόγηση αίτησης εισαγωγής

1.1. Αξιολόγηση της αιτήσεως εισαγωγής από το Χρηματιστήριο

Υποβολή από την εταιρεία, από κοινού με τον κύριο ανάδοχο, αίτησης εισαγωγής των μετοχών σε αγορά του ΧΑ. Η εταιρεία επιτρέπεται να ζητήσει

επικουρικός την εισαγωγή των μετοχών της και σε άλλη αγορά από εκείνη στην οποία αναφέρεται το κυρίως αίτημα της. Η αίτηση συνοδεύεται από συμπληρωμένο ερωτηματολόγιο καταλληλότητας και από τα απαιτούμενα δικαιολογητικά. Τα δικαιολογητικά καθορίζονται με απόφαση του ΔΣ του ΧΑ.

Ακολουθεί έλεγχος του φακέλου καθώς επίσης έλεγχος και εκτίμηση των προϋποθέσεων εισαγωγής και αξιολόγηση της καταλληλότητας εισαγωγής από το ΧΑ.

Επιπλέον το ΧΑ ενημερώνει εγγράφως τον κύριο ανάδοχο και την εταιρεία για τυχόν ad hoc προϋποθέσεις που τίθενται από το ΧΑ προκειμένου να γίνει δεκτή η αίτηση εισαγωγής. Ακολουθεί εγγράφως απάντηση του κύριου αναδόχου για τις προϋποθέσεις που τίθενται. Εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις εισαγωγής η αρμόδια διεύθυνση, αν υφίσταται κατά το χρόνο αυτό επαρκής διασπορά εισηγείται σχετικά προς το ΔΣ του ΧΑ, το οποίο με απόφαση του εγκρίνει την εισαγωγή των μετοχών στην αγορά και ενημερώνει την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σχετικά., ενώ στην περίπτωση που δεν υφίσταται επαρκής διασπορά, διατυπώνει σχετική εισήγηση προς το ΔΣ του ΧΑ, το οποίο αποφασίζει και ενημερώνει την επιτροπή κεφαλαιαγοράς για το ότι οι προϋποθέσεις εισαγωγής πληρούνται σύμφωνα με την χρηματιστηριακή νομοθεσία και τον κανονισμό, πλην εκείνης που αφορά την επίτευξη επαρκούς διασποράς, που θα γίνει μέσω δημόσιας εγγραφής.

#### 1.2. Ταυτόχρονη αίτηση και προς την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Παράλληλά με την αίτηση εισαγωγής που επιβάλλεται στο ΧΑ η εταιρεία υποβάλλει αίτηση και προς την Ε.Κ για την έγκριση του Ενημερωτικού Δελτίου και την παροχή αδείας δημοσίας εγγραφής, εφόσον δεν έχει επιτευχθεί επαρκής διασπορά. Η διαδικασία περιλαμβάνει την έγκριση του ΕΔ για την εισαγωγή των μετοχών και εφόσον απαιτείται την διενέργεια δημοσίας εγγραφής, την παροχή αδείας για την πραγματοποίηση Δημόσιας Εγγραφής( εφόσον απαιτείται), την διενέργεια της Δημόσιας Εγγραφής και τέλος την ενημέρωση του ΧΑ σε περιπτώσεις μη έγκρισής από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς του Ενημερωτικού Δελτίου.

#### Στάδιο 2<sup>ο</sup> : Έγκριση εισαγωγής σε οργανωμένη αγορά του ΧΑ

Μετά την διενέργεια Δημόσιας Εγγραφής απαιτείται υποβολή στο ΧΑ των δικαιολογητικών για την λήψη της απόφασης εισαγωγής, εντός πέντε εργάσιμων

ημερών από το πέρας της δημόσιας εγγραφής. Τα δικαιολογητικά καθορίζονται με απόφασή του ΔΣ του ΧΑ. Επιπλέον επιβάλλεται στο ΧΑ αντίγραφο του εγκεκριμένου ΕΔ και σε ηλεκτρονική μορφή, προκειμένου να δημοσιευθεί στην ηλεκτρονική σελίδα του ΧΑ. Ακολουθεί η λήψη απόφασης για την εισαγωγή της εταιρείας από το ΔΣ του ΧΑ.

### Στάδιο 3<sup>ο</sup> : Έναρξη διαπραγμάτευσης στο ΧΑ

Στο στάδιο αυτό υποβάλλονται στο ΧΑ τα δικαιολογητικά για την λήψη της απόφασης εισαγωγής. Τα δικαιολογητικά καθορίζονται με απόφαση του ΔΣ του ΧΑ. Το ΧΑ ελέγχει την πληρότητα των δικαιολογητικών και εφόσον πληρούνται οι προϋποθέσεις, πραγματοποιείται η έναρξη διαπραγμάτευσης των μετοχών εντός 15 ημερολογιακών ημερών από την ημερομηνία εγκρίσεως από το ΧΑ της εισαγωγής των μετοχών. Για την έναρξη διαπραγμάτευσης μετοχών στο ΧΑ, πρέπει να έχει εξασφαλιστεί η εκκαθάριση των κινητών αξιών και να έχουν καταβληθεί οι συνδρομές οι συνδρομές που ορίζει το ΧΑ για τις περιπτώσεις νέων εισαγωγών.

### **(δ) Απόρριψη αίτησης εισαγωγής στο ΧΑ**

Η αίτηση εισαγωγής στο ΧΑ απορρίπτεται από το ΔΣ του ΧΑ αν δεν πληρούνται οι βασικές ή πρόσθετες προϋποθέσεις εισαγωγής ή ακόμη οι τυχόν ad hoc προϋποθέσεις που έχει θέσει το ΧΑ. Για την απόρριψη της αίτησης το ΧΑ ενημερώνει σχετικά την ΕΚ και ταυτόχρονα γνωστοποιεί την απόφαση στην αιτούσα εταιρεία και στον κύριο ανάδοχο. Η εταιρεία που έχει υποβάλλει την αίτηση εισαγωγής μπορεί εντός 10 ημερών από την γνωστοποίηση σε αυτήν της απόφασης του ΧΑ, να ζητήσει την ανάκληση της απορριπτικής απόφασης, εκθέτοντας τους λόγους στους οποίους στηρίζεται το αίτημα της. Σε περίπτωση που το αίτημα της εταιρείας γίνει δεκτό, η διαδικασία εισαγωγής συνεχίζεται από το στάδιο που βρίσκεται. Αξίζει να σημειωθεί ότι η αίτηση εισαγωγής της αιτούσας εταιρείας μπορεί να απορριφθεί από το ΧΑ αν η ΕΚ δεν εγκρίνει το Ενημερωτικό Δελτίο της εταιρείας.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ: ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ

#### 6.1 Γενικές πληροφορίες για την Τράπεζα Αττικής

Η Τράπεζα Αττικής Α.Ε. λειτουργεί ως Ανώνυμη Τραπεζική Εταιρία σύμφωνα με τις διατάξεις του Ν. 2190/20 περί Ανωνύμων Εταιριών, όπως ισχύει σήμερα, τις διατάξεις του Ν. 2076/92 περί Πιστωτικών Ιδρυμάτων και τις διατάξεις των λοιπών συναφών νομοθετημάτων. Η διάρκεια της Τραπεζικής εταιρίας ορίζεται εκατό χρόνια και αρχίζει από την ημερομηνία δημοσίευσής του αρχικού καταστατικού Διατάγματος, από 5ης Φεβρουαρίου 1925 και λήγει την 4η Φεβρουαρίου 2025. Σύμφωνα με το άρθρο 2 του καταστατικού, σκοπός της εταιρίας είναι η ενέργεια τραπεζικών εργασιών δι' ίδιον αυτής λογαριασμόν ή δια λογαριασμό άλλων. Η Τράπεζα από το 1964 ανήκε στον Όμιλο Εταιριών της Εμπορικής Τράπεζας και εισήχθη στο Χρηματιστήριο στις 2-6-1964. Στις 26/6/97 ο Όμιλος Εταιριών Εμπορικής Τράπεζας μεταβίβασε, μέσω του Χ.Α.Α., μέρος των μετοχών που κατείχε, στο ΤΣΜΕΔΕ και στο Τ.Π.Δ και από την 09/09/2002 μεταβίβασε στο Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο τις υπόλοιπες μετοχές που κατείχε. Οι βασικοί Μέτοχοι της Τράπεζας είναι:

Α) Το Ταμείο Συντάξεων Μηχανικών - Εργοληπτών - Δημοσίων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ) με 41,16% των μετοχών.

Β) Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο με 18,73% των μετοχών.

Γ) Το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων με 18,76% των μετοχών (τα ποσοστά συμμετοχής αναφέρονται στον Ιούνιο 2004)

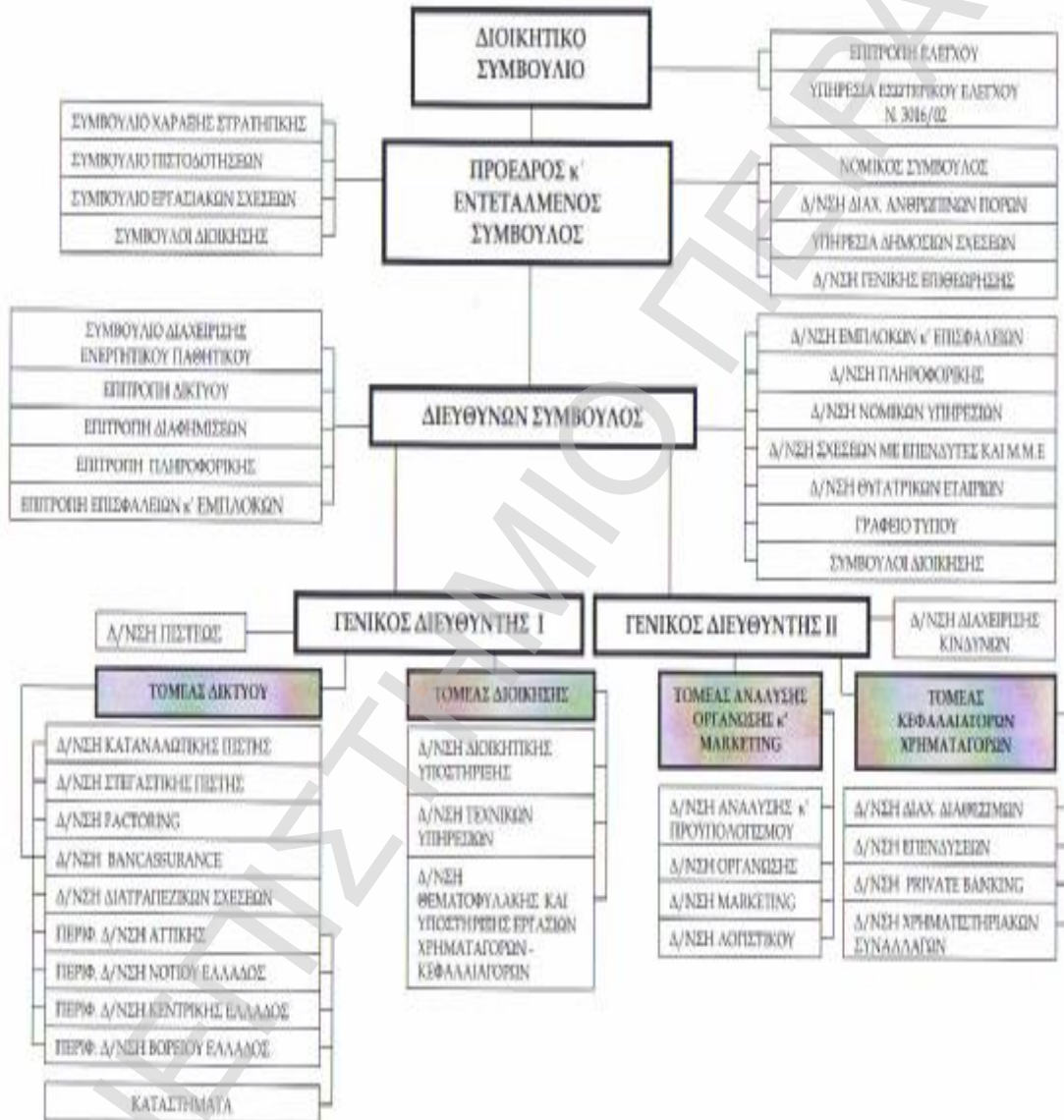
Το ΤΣΜΕΔΕ, Ταμείο Σύνταξης Μηχανικών Εργοληπτών και Δημοσίων Έργων, είναι από τα πλέον υγιή ασφαλιστικά ταμεία με 88.553 ασφαλισμένους και 12.454 συνταξιούχους. Τα διαθέσιμα του Ταμείου, με στοιχεία 31/12/2004, ανέρχονται σε 2.227,9 εκατ. Ευρώ

Το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων, είναι Ν.Π.Δ.Δ. με έτος ίδρυσης το 1919 και βασικούς σκοπούς τη φύλαξη και διαχείριση παρακαταθηκών, τη χορήγηση δανείων, την ταμειακή διαχείριση των κεφαλαίων των ΟΤΑ, κ.α.. Διοικείται από Διοικητικό Συμβούλιο τριετούς θητείας, η σύνθεση και η συγκρότηση του οποίου καθορίζεται με απόφαση του Υπουργού Οικονομικών, ο οποίος και εποπτεύει τον οργανισμό.

Επειδή έχει τη νομική μορφή Ν.Π.Δ.Δ. δε συμμετέχει στη διατραπεζική αγορά και τα διαθέσιμα του είναι υποχρεωτικά κατατεθειμένα στην Κεντρική Τράπεζα.

Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο ιδρύθηκε το 1900. Μέχρι το 2002, που με την ψήφιση νόμου μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρία, υπήρξε αυτοτελής Δημόσια Υπηρεσία με διοικητική και οικονομική αποκέντρωση. Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο βρίσκεται σήμερα σε μια φάση εκσυγχρονισμού με τη μετατροπή του σε Ανώνυμη Εταιρία και τη διεύρυνση των εργασιών του ώστε να καλύπτει το πλήρες φάσμα των αγοραίων τραπεζικών προϊόντων. Το Ταχυδρομικό Ταμιευτήριο είναι μέλος της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών καθώς και της Ένωσης Ευρωπαϊκών Ταμιευτηρίων και του Παγκόσμιου Ινστιτούτου Ταμιευτηρίων. Η Τράπεζα Αττικής αποτελεί σήμερα ένα δυναμικό χρηματοοικονομικό οργανισμό, ο οποίος διαθέτει ένα πλήρες δίκτυο 60 καταστημάτων και περισσότερους από χίλιους υπαλλήλους. Ο Χρηματοπιστωτικός όμιλος της τράπεζας περιλαμβάνει :Την ΑΤΤΙΚΗ Α.Ε.Δ.Α.Κ, την ΑΤΤΙΚΗΣ LEASING,την ΑΤΤΙΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ,την ΑΤΤΙΚΑ VENTURES και την ΤΕΧΝΙΚΗ & ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΜΙΚΟΥ & ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ.

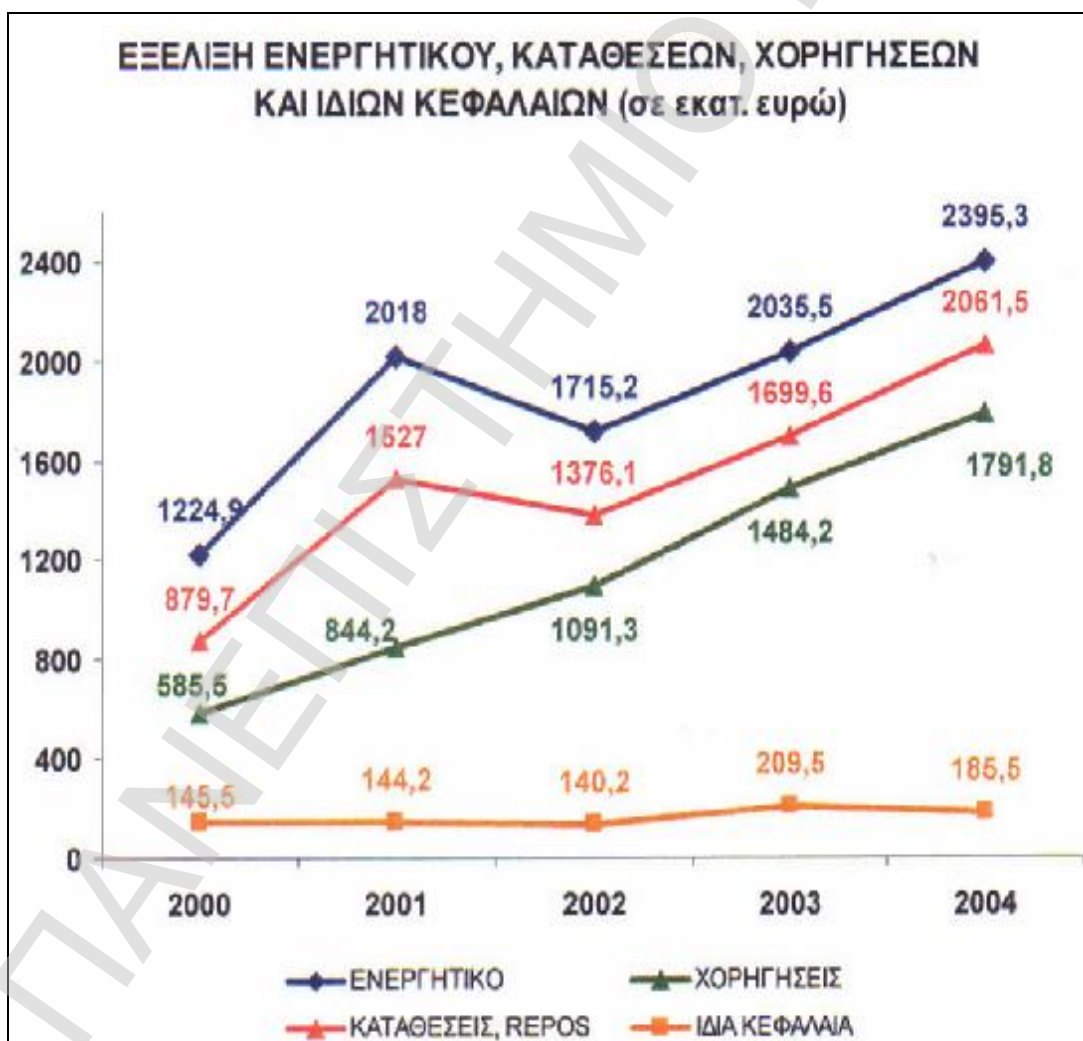
## 6.2 Οργανόγραμμα



### 6.3 Εξέλιξη των μεγεθών της Τράπεζας Αττικής. Μερίδια αγοράς – Σύγκριση με στοιχεία Τραπεζικού κλάδου

Στο σημείο αυτό κρίνεται σκόπιμο να παραθέσουμε την εξέλιξη των βασικών μεγεθών της Τράπεζας Αττικής για τη χρονική περίοδο από το 2000-2004.

Συγκεκριμένα στο διάγραμμα 1 παρουσιάζεται η εξέλιξη του ενεργητικού, των καταθέσεων των χορηγήσεων και των ιδίων κεφαλαίων της Τράπεζας.



Διάγραμμα 1

Όπως προκύπτει και από τα στοιχεία του Διαγράμματος 2, στην περίοδο 2000- 2004 οι χορηγήσεις της Τράπεζας τριπλασιάστηκαν, αφού αυξήθηκαν κατά 206% με μέση ετήσια αύξηση 32,27%. Αποτέλεσμα ήταν η αύξηση του μεριδίου αγοράς της Τράπεζας ως προς τις χορηγήσεις από 0,99% το 2000 σε 1,53% το 2004.( Διάγραμμα 3)



Διάγραμμα 2



Διάγραμμα 3

\* το μερίδιο αγοράς αναφέρεται επι του συνόλου των τραπεζών και χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, δηλαδή ελληνικές εμπορικές τράπεζες, συνεταιριστικές, Τ.Π.Δ , Τ.Τ

Όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 4 στην περίοδο 200-2004 οι καταθέσεις υπερδιπλασιάστηκαν αφού αυξήθηκαν κατά 134,35% με μέση ετήσια αύξηση 23,73%. Αποτέλεσμα ήταν η αύξηση του μεριδίου αγοράς της Τράπεζας ως προς τις καταθέσεις από 0,81% το 2000σε 1,5% το 2004. ( Διάγραμμα 5)





Διάγραμμα 4



Διάγραμμα 5

Ως προς το Α πεντάμηνο του 2005, όπως προκύπτει από ανάλυση που πραγματοποιήθηκε από την Διεύθυνση Ανάλυσης και Προϋπολογισμού της Τράπεζας, η εξέλιξη των καταθέσεων και των χορηγήσεων έχει ως εξής:

#### Χορηγήσεις προς Ιδιώτες

Σε ετήσια βάση παρατηρήθηκε αύξηση των στεγαστικών δανείων κατά 46,6%, της καταναλωτικής πίστης κατά 49,6% (τα αντίστοιχα ποσοστά για το σύνολο του πιστωτικού συστήματος είναι 25,9% και 33,4% αντίστοιχα)

### Επιχειρηματικές Χορηγήσεις

Σε ετήσια βάση παρατηρείται μείωση κατά 2,8% ( για το σύνολο του πιστωτικού συστήματος εμφανίζεται αύξηση 6,9%)

### Καταθέσεις

Σε ετήσια βάση παρατηρείται αύξηση 3,3 % (έναντι 11,2% για το σύνολο του πιστωτικού συστήματος)

## **6.4 Κριτήρια πιστοδοτήσεων**

Βασικός στόχος της Πιστωτική Πολιτική της Τράπεζας Αττικής είναι να ανταποκρίνεται στην υποχρέωση διασφάλισης του καταθέτη, στο ρόλο των τραπεζών στην διανομή των χρηματικών πόρων της κοινωνίας και στην ασκούμενη από την πολιτεία πιστωτική πολιτική. Δεδομένου ότι κανένα πλαίσιο δεν μπορεί να καλύψει όλες τις περιπτώσεις των πιστοδοτήσεων και τις ιδιομορφίες της κάθε περίπτωσης προκειμένου να εξασφαλιστούν τα παραπάνω πρέπει να πληρούνται κάποια βασικά κριτήρια. Τα κριτήρια αυτά είναι :

### **(α) Πιστωτικά κριτήρια**

#### **§ Ο προσδιορισμός την πραγματικής πιστωτικής ανάγκης.**

Η εξέταση του αιτήματος πιστοδότησης μιας επιχείρησης από την σκοπιά αυτή και συγκεκριμένα η διερεύνηση και ο προσδιορισμός του προορισμού των χρημάτων ή της πραγματικής ανάγκης που θα καλύψει η ζητούμενη πιστοδότηση (κεφάλαιο κίνησης για χρηματοδότηση πωλήσεων, αποθεμάτων, κερδοσκοπικής δραστηριότητας, φυσιολογικών ή διογκωμένων ή επισφαλών πιστώσεων σε πελάτες, χρηματοδότηση επενδύσεων κ.α ) αποτελεί ένα σοβαρό μέτρο για την εκτίμηση της δυνατότητας επιστροφής των χρημάτων και την αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου. Ανάγκη για δανεισμό δημιουργεί και η ζημιογόνος δραστηριότητα μιας επιχείρησης, η χρηματοδότηση της όμως δεν είναι ενέργεια που μπορεί να εγγραφεί απρόσκοπτη αποπληρωμή του δανείου. Η κατεύθυνση της έρευνας είναι κατά κύριο λόγο ποιοτική, αποσκοπεί δηλαδή στο να εξακριβωθεί εάν η επιχείρηση

χρησιμοποιεί την χρηματοδότηση για ανάγκες άμεσα παραγωγικές που θα δημιουργήσουν έσοδα και χρηματικές εισροές ύψους ικανού για την επιστροφή της πίστωσης που έχει λάβει από την Τράπεζα. Εκτός από την ύπαρξη υγιούς πιστωτικής ανάγκης εξετάζεται και το μέγεθος της ανάγκης αυτής καθώς και οι πηγές πλήρους χρηματοδοτικής κάλυψης της ποσοτικά και χρονικά.

§ Η δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις πιστωτικές της υποχρεώσεις.

Το κριτήριο αυτό αποβλέπει στη διαπίστωση των συνθηκών και δυνατοτήτων ρευστότητας της επιχείρησης σε βραχυπρόθεσμή και μακροπρόθεσμή βάση. Στην έρευνα λαμβάνονται υπόψη τόσο τα ποιοτικά όσο και τα ποσοτικά στοιχεία του πελάτη.

Τα ποιοτικά στοιχεία αφορούν την ιδιοκτησία, τη διοικητική δομή, το ιστορικό, την υποδομή και τη λειτουργική συγκρότηση της επιχείρησης, που δείχνουν το βαθμό που εξασφαλίζεται η διοικητική συνέχεια και η επιτυχής επιχειρηματική δράση. ( διοικητικές ικανότητες, επιχειρηματικές πρωτοβουλίες, ηλικία, διάδοχη κατάσταση, διαδικασίες, μέθοδοι λειτουργίας, ιστορική εξέλιξη κλπ)

Τα ποσοτικά κριτήρια αφορούν την ανάλυση των μεγεθών των λογιστικών και άλλων οικονομικών καταστάσεων και πινάκων, με σκοπό να διαπιστωθεί η οικονομική πορεία της επιχείρησης στο παρελθόν και στο παρόν και να γίνουν εκτιμήσεις για την μελλοντική της εξέλιξη.

§ Η ανάλυση των συνθηκών της αγοράς.

Οι εκτιμήσεις για την πορεία και τις προοπτικές εξέλιξης της επιχείρησης δε βασίζονται μόνο στις διαπιστώσεις και στα συμπεράσματα που προκύπτουν από την αξιολόγηση των ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων. Πολλές φορές οι συνθήκες της αγοράς στην οποία απευθύνεται επιχείρηση μεταβάλλονται και οι μεταβολές αυτές έχουν επιπτώσεις, θετικές ή αρνητικές άλλοτε μικρότερες και άλλοτε μεγαλύτερες στη δραστηριότητα της επιχείρησης. με τον όρο ανάλυση των συνθηκών της αγοράς νοείται η συγκέντρωση, μελέτη και αξιολόγηση των πληροφοριακών, οικονομικών και στατιστικών στοιχείων που καλύπτουν το πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργεί παραγωγικά και

συναλλακτικά η επιχείρηση. Οι διαπιστώσεις για τις συνθήκες της αγοράς δίνουν την δυνατότητα να προσδιοριστούν οι επιπτώσεις της κατάστασης της αγοράς στη δραστηριότητα της συγκεκριμένης επιχείρησης καθώς και η ανταγωνιστική της θέση μέσα σε αυτή την αγορά.

### **(β) Κριτήρια απόδοσης**

Κάθε πιστοδότηση θα πρέπει να συνδυάζεται με ικανοποιητική απόδοσή για την Τράπεζα. Για την εκτίμηση της απόδοσης συνυπολογίζονται τα έσοδα από τους τόκους των χρηματοδοτήσεων, οι προμήθειες από χορηγήσεις εγγυητικών επιστολών, οι καταθέσεις κάθε κατηγορίας και τα έσοδα από παράλληλες εργασίες του πελάτη. Η αξιολόγηση της απόδοσής γίνεται με βάση ένα δείκτη που προκύπτει από την συσχέτιση των συνολικών καθαρών εσόδων ( συνολικά έσοδα μείον κόστος χρήματος και παρεχόμενων υπηρεσιών ) μιας χρονικής περιόδου με το μέσο ύψος των κεφαλαίων που απασχολήθηκαν στην περίοδο αυτή. Προκειμένου να εξεταστεί μια πιστοδότηση ως προς την απόδοση της πρέπει να έχει κριθεί πρώτα με βάση τα άλλα κριτήρια της τράπεζας.

### **(γ) Κοινωνικά κριτήρια**

Η χορήγηση των πιστώσεων σαφώς συμβάλει στην προώθηση των καθοριζόμενων από την πολιτεία στόχων εισοδηματικών, ανάπτυξης, απασχόλησης, συναλλαγματικών κλπ. Η τακτική που ακολουθείται είναι σύμφωνη με το πνεύμα των αποφάσεων των Νομισματικών αρχών και των εγκυκλίων της διοίκησης της Τράπεζας.

## **6.5 Διαδικασία έγκρισης πιστοδοτήσεων**

Η εισήγηση για την έγκριση μιας πιστοδότησης αποτελεί το πιο βασικό μέρος της όλης πιστοδοτικής λειτουργίας και καλύπτει όλες τις απαιτούμενες

διαδικασίες από την έναρξη διαπραγμάτευσής με την εταιρεία μέχρι την έγκριση της πιστοδότησης.

Το γενικό πλαίσιο των διαδικασιών εισήγησης προσδιορίζεται από τα κριτήρια πιστοδοτήσεων, ενώ τα ουσιαστικά στοιχεία που μέσα στο πλαίσιο αυτό κατευθύνουν τις ενέργειες του υπεύθυνου χορηγήσεων είναι ο προσδιορισμός των κινδύνων και η τοποθέτηση της συναλλαγής σε ένα επίπεδο που να εξυπηρετεί τις ανάγκες του πελάτη και να ικανοποιεί τα κριτήρια της Τράπεζας. Προκείμενου η διαδικασία των εισηγήσεων να αντιμετωπιστεί συστηματικά υπάρχει μεθόδευση της τακτικής και των ενεργειών που ακολουθούνται στις διάφορες φάσεις της διαδικασίας εισήγησης.

### **(α) Αποδοχή συναλλαγής**

Πρόκειται για το αρχικό στάδιο εξέτασης της συναλλαγής και σκοπό έχει να διαπιστωθεί αν η υπό εξέταση πιστοδότηση ανταποκρίνεται στους προκαθορισμένους στόχους κάλυψης της αγοράς και αν είναι σύμφωνη με τις σχετικές διατάξεις των νομισματικών αρχών και τα κοινωνικά κριτήρια της Τράπεζας.

### **(β) Ανάλυση**

Στο στάδιο αυτό περιλαμβάνονται όλες οι ενέργειες οι σχετικές με τη συγκέντρωση στοιχείων και πληροφοριών, για την επιχείρηση και για τις συνθήκες της αγοράς της, καθώς και επεξεργασία και ανάλυση των στοιχείων αυτών, προκειμένου να εκτιμηθεί ο πραγματικός σκοπός της χρηματοδότησης και οι μελλοντικές δυνατότητες του πελάτη για την αποπληρωμή της.

#### **§ Ανάλυση της συναλλαγής**

Τα στοιχεία που θα συγκεντρωθούν και η ανάλυση που θα γίνει έχει ως σκοπό την πλήρη ενημέρωση του υπεύθυνου πιστοδοτήσεων για την επιχειρηματική δραστηριότητα του πελάτη, το χρηματοδοτικό του πρόβλημα, το σκοπό της πιστοδότησης, τη μορφή της χορήγησης και την καταλληλότητα της, τη διάρκεια της πιστοδότησης, τον τρόπο αποπληρωμή της, καθώς και το είδος, την ποιότητα, την αξία και την δυνατότητα ρευστοποίησης των εξασφαλίσεων ( εφόσον παρέχονται)

### § Ανάλυση πιστοδοτούμενου

Στο στάδιο αυτό εξετάζονται και αναλύονται τα ποιοτικά και ποσοτικά στοιχεία του πελάτη, του οικονομικού ομίλου στον οποίο ανήκει και των εγγυητών. Προκειμένου οι κρίσεις και παρατηρήσεις που θα προκύψουν να είναι αντικειμενικές και τεκμηριωμένες, ζητούνται πληροφορίες για την εκάστοτε εξεταζόμενη εταιρεία και από τρίτες πηγές – κυρίως από συναλλασσόμενους με την υπό εξέταση εταιρεία.

Η μεθόδευση της ποσοτικής ανάλυσης έχει σαν αφετηρία την εξέταση της λογιστικής οργάνωσης της εταιρείας (τηρούμενα βιβλία, μέθοδοι αποτίμησης, έλεγχοι από ορκωτούς ή άλλους ελεγκτές, προγραμματισμός και διαδικασίες κατάρτισης, παρακολούθησης και αναθεώρησης των προγραμμάτων). Ακολουθεί η ιστορική ανάλυση με βάση τα οικονομικά στοιχεία διαδοχικών διαχειριστικών χρήσεων που με τους κατάλληλους δείκτες, θα δώσει την εικόνα της διαχρονικής εξέλιξης της περιουσιακής και κεφαλαιακής συγκρότησης, της δανειακής επιβάρυνσης, της ρευστότητας, της αποδοτικότητας, των λειτουργικών ταμειακών ροών, της ακολουθούμενης χρηματοδοτικής τακτικής, της εξέλιξης της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής (εφόσον πρόκειται για εισηγμένη εταιρεία), της επενδυτικής τακτικής, της πολιτικής διάθεσης των κερδών κ.α

Στη συνέχεια αναλύονται οι μελλοντικές εξελίξεις και ειδικότερα οι προγραμματισμένοι στόχοι, οι ενέργειες και τα μέσα που απαιτούνται για την επίτευξή των στόχων, οι προβλέψεις της επιχείρησης, η ευαισθησία σε δυσμενής εξελίξεις κλπ

### § Μεθόδευση ανάλυσης των συνθηκών της αγοράς

Η διαδικασία ανάλυσης των συνθηκών της αγοράς έχει σαν σκοπό να μελετηθούν και να προσδιοριστούν οι ευνοϊκές ή μη επιδράσεις στη λειτουργία της επιχείρησης από το παραγωγικο- συναλλακτικό περιβάλλον μέσα στο οποίο δραστηριοποιείται, προκειμένου να εκτιμηθεί πληρέστερα η μελλοντική της πορεία.

Αφετηρία για την ανάλυση είναι μια επαρκής γνώση των βασικών χαρακτηριστικών της δραστηριότητας της επιχείρησης στον εφοδιασμό, στην παραγωγή, στη διάθεση και στη χρηματοδότηση της.

Στη συνέχεια εξετάζονται η φύση του προϊόντος (διάρκεια ζωής, πολυπλοκότητα παραγωγής, ποιότητα, υποκατάστατα) και η κατάσταση της αγοράς (μονοπωλιακή ή ολιγοπωλιακή, εύρος αγοράς, εποχικότητα, διακυμάνσεις, είδος πελατείας, ανταγωνισμός κλπ). Ακολουθεί ο προσδιορισμός των βασικών χαρακτηριστικών του κλάδου και κυρίως η κατανομή των μεριδίων αγοράς, ο τρόπος διαμόρφωσής των τιμών (ελεγχόμενες ή μη), τα περιθώρια κέρδους, η δομή του κόστους (εντάσεως εργασίας ή εντάσεως κεφάλαιου, σχέση σταθερών και μεταβλητών δαπανών, δαπάνες ερευνών και ανάπτυξης), η χαμηλή ή υψηλή δανειακή επιβάρυνση, οι συνθήκες ρευστότητας, οι ανάγκες σε κεφάλαια και σε μακροπρόθεσμο ή βραχυπρόθεσμο δανεισμό (μόνιμα ή εποχικά προϊόντα), η εξέλιξη της τεχνολογίας κ.α. Με βάση τα στοιχεία και τις διαπιστώσεις από την ανάλυση εξετάζονται οι επιδράσεις που προβλέπεται ότι θα δεχτεί ο κλάδος και εκτιμάται η μελλοντική εξέλιξη του. Από την σύγκριση των στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα στοιχεία του κλάδου προκύπτουν βασικά συμπεράσματα για την πλεονεκτική ή όχι θέση της ανάμεσα στις ομοειδείς επιχειρήσεις καθώς και για την έκταση στην οποία μπορεί να επηρεαστεί από τις κλαδικές ή τις γενικότερες εξελίξεις.

#### § Η Εξυπηρέτηση της πιστοδότησης

Τα στοιχεία της ανάλυσης αποτελούν τη βάση για να προσδιοριστούν στην συνέχεια οι δυνατότητες στις οποίες θα στηριχθεί η αποπληρωμή της πιστοδότησης. Οι δυνατότητες αυτές μπορεί να αναφέρονται είτε στην ίδια την πιστοδοτούμενη συναλλαγή ή στη συνολική δραστηριότητα της επιχείρησης ή ακόμα στην επιχείρηση ως σύνολο (αφού ληφθούν υπόψη και τα περιουσιακά της στοιχεία) ή στις εξασφαλίσεις σε οποιαδήποτε μορφή.

Γενικότερα μπορούμε να πούμε ότι τις δυνατότητες εξυπηρέτησης των πιστώσεων τις διακρίνουμε στις λειτουργικές και στις μη λειτουργικές. Στις λειτουργικές περιλαμβάνονται οι δυνατότητες αποπληρωμής που προκύπτουν από την ίδια την παραγωγικό-συναλλακτική δραστηριότητα της επιχείρησης και σχετίζονται με τις λειτουργικές ταμειακές ροές της. Στις μη λειτουργικές κατατάσσονται οι λοιπές δυνατότητες αποπληρωμής που στηρίζονται στο μη λειτουργικό μέρος της επιχείρησης (π.χ εκποίηση παγίων, μεταβίβαση

χρεόγραφα κλπ) ή σε διάφορες εξασφαλίσεις (π.χ εγγυήσεις μετόχων ή τρίτων, εξωεπιχειρηματικά ακίνητα κλπ).

Οι δυνατότητες αποπληρωμής που ικανοποιούν τα πιστωτικά κριτήρια της Τράπεζας είναι οι λειτουργικές. Κύρια ωστόσο επιδίωξη είναι η στήριξη μιας πιστοδότησης σε δύο τουλάχιστον δυνατότητες αποπληρωμής, από τις οποίες η κύρια θα είναι λειτουργική.

### **(γ) Εκτίμηση πιστωτικού κινδύνου**

Τα στοιχεία, οι διαπιστώσεις και οι κρίσεις που προκύπτουν από την ανάλυση της συναλλαγής του πιστοδοτούμενου και των συνθηκών της αγοράς είναι το απαραίτητο υλικό που καθιστά δυνατή την επισήμανση των πιθανών κινδύνων και στη συνέχεια την αξιολόγησή τους.

Αφού προσδιοριστούν οι πιθανοί κίνδυνοι για τον πελάτη και την Τράπεζα κατόπιν εξετάζεται πως αντιμετωπίζει η επιχείρηση τους δικούς της κινδύνους και πως κλιμακώνονται οι κίνδυνοι αυτοί για την Τράπεζα κατά σειρά σπουδαιότητας. Επόμενο βήμα είναι να αξιολογηθεί αν οι κίνδυνοι είναι τόσο σοβαροί ώστε να αποκλείουν τη συνεργασία με την εξεταζόμενη επιχείρηση. Αν οι κίνδυνοι κριθούν αποδεκτοί, με ορισμένες προϋποθέσεις, εξετάζεται η δυνατότητα διαφοροποίησης της δομής της συναλλαγής κατά τρόπο που να προστατεύεται και η Τράπεζα από τους κινδύνους αυτούς και παράλληλα να εξυπηρετούνται οι πιστωτικές ανάγκες του πελάτη.

### **(δ) Ανάλυση απόδοσης – Τιμολόγηση**

Μετά την ανάλυση των πιστωτικών κινδύνων και αφού κριθεί ότι μπορούν να αναληφθούν από την Τράπεζα, εξετάζεται η απόδοση της πιστοδότησης. Η ανάλυση γίνεται σε ειδικό έντυπο που έχει σχεδιαστεί για το σκοπό αυτό και με βάση τα στοιχεία που θα προκύψουν κρίνεται η επάρκεια της συναλλαγής ή η ανάγκη ορισμένων τροποποιήσεων στη δομή της, ή ακόμα η ανάγκη επαναδιαπραγματεύσεως των όρων συνεργασίας με την εξεταζόμενη εταιρεία, προκειμένου να εξασφαλιστεί ικανοποιητική απόδοση, που θα ανταποκρίνεται στους στόχους της Τράπεζας.



## **(ε) Καθορισμός της δομής της συναλλαγής**

Με βάση τις διαπιστώσεις που έχουν προκύψει από τα προηγούμενα στάδια της διαδικασίας εισήγησης, ο υπεύθυνος πιστοδοτήσεων επανεξετάζει τη δομή της συναλλαγής, προκειμένου να κρίνει αν είναι η πλέον κατάλληλη για τη δραστηριότητα του πελάτη και παράλληλα αν έχει επιλεγεί η καλύτερη μορφή ή ο καλύτερος δυνατός συνδυασμός από τις υπάρχουσες δυνατότητες, ώστε να εξυπηρετούνται καλύτερα οι στόχοι και η πιστοδοτική πολιτική της Τράπεζας.

Είναι πολύ πιθανόν να διαπιστωθεί ότι χρειάζεται να γίνουν ορισμένες διαφοροποιήσεις προκειμένου η συναλλαγή να πάρει μια προσφορότερη μορφή για την Τράπεζα, όσον αφορά τους πιστωτικούς κινδύνους ή την απόδοση, χωρίς βέβαια η νέα αυτή μορφή να παύει να εξυπηρετεί τις πιστωτικές ανάγκες της επιχείρησης. Στην περίπτωση αυτή, ο υπεύθυνος πιστοδοτήσεων προσδιορίζει τα όρια μέσα στα οποία θα κινηθεί η συναλλαγή, ώστε να είναι αμοιβαία αποδεκτή.

## **(στ) Παρουσίαση συναλλαγής**

Η διαδικασία της εισήγησης ολοκληρώνεται με την παρουσίαση της συναλλαγής στα αρμόδια για την έγκριση κλιμάκια.

## **6.6 ΣΥΝΤΑΞΗ ΕΙΣΗΓΗΤΙΚΟΥ ΣΗΜΕΙΩΜΑΤΟΣ**

### **6.6.1 Εξέταση βραχυχρόνιων πιστοδοτήσεων.**

#### **( α ) Οικονομικά και πληροφοριακά στοιχεία**

Βραχυπρόθεσμα δάνεια λέγονται εκείνα που χορηγούνται με διάρκεια μικρότερη του έτους και καλύπτουν συνήθως τρέχουσες ανάγκες των επιχειρήσεων.

Οι εισηγήσεις προκειμένου να εξεταστεί το εκάστοτε αίτημα για χορήγηση, διατυπώνονται σε ειδικά έντυπα της Τράπεζας που έχουν σχεδιαστεί για το σκοπό αυτό. Το σκεπτικό της εισήγησης είναι ότι αποτελεί μια συνοπτική περιεκτική και τεκμηριωμένη έκθεση, η οποία περιλαμβάνει τα στοιχεία εκείνα

που κρίνονται απαραίτητα προκειμένου να αξιολογηθεί ορθολογικά η εκάστοτε πιστοδοτική απόφασή της Τράπεζας. Οι προτάσεις εισηγήσεων αναθεωρούνται κάθε εξάμηνο, ενώ επανεξετάζονται εξ ολοκλήρου κάθε χρόνο.

Τα εισηγητικά κατά την αποστολή τους στα αρμόδια κλιμάκια για έγκριση συνοδεύονται από τα απαραίτητα πληροφορικά και οικονομικά στοιχεία και ειδικότερα ισοζύγιο πρωτοβάθμιων και δευτεροβάθμιων λογαριασμών γενικού καθολικού του τελευταίου μήνα της τρέχουσας χρήσης της εξεταζόμενης εταιρείας, φύλλο ανάλυσης οικονομικών στοιχείων – μονόφυλλο, δελτία πληροφοριών και ακινήτων καθώς και στοιχεία τιμολόγησής (Φύλλο Όρων Συνεργασίας) και απόδοσής (Δελτίο Αποδοτικότητας Πελάτη-προϋπολογιστικό), στοιχεία για τις οικονομικές δυνατότητες και τη φερεγγυότητα των εγγυητών, καθώς και στοιχεία αξιολόγησης και εκτίμησης των εξασφαλίσεων που παρέχονται σε κάθε χορήγηση.

Οι πίνακες των οικονομικών στοιχείων της εκάστοτε εξεταζόμενης εταιρείας καλύπτουν την περίοδο των τριών τελευταίων διαχειριστικών χρήσεων.

### **( β ) Δελτίο πληροφοριών ( Αξιολόγηση ποιοτικών κριτηρίων )**

Με το δελτίο πληροφοριών η Τράπεζα συγκεντρώνει και αξιολογεί τις πληροφορίες για κάθε εξεταζόμενη επιχείρηση. Η συγκέντρωσή πληροφοριών πάσης φύσεως είναι απαραίτητη για την Τράπεζα αφού αυτές προσδιορίζουν ως ένα βαθμό το ύψος και το είδος των παρεχόμενων πιστώσεων στις επιχειρήσεις. Ο προθάλαμος για την είσοδο ενός πελάτη στην Τράπεζα ανοίγει επομένως με τη επίσκεψη του αρμόδιου λειτουργού της Τράπεζας στα γραφεία ή ακόμα και στις εγκαταστάσεις της εταιρείας του, όταν αυτό κρίνεται σκόπιμο και με την σύνταξη του Δελτίου Πληροφοριών, μέσα από το οποίο τα εγκριτικά κλιμάκια διαμορφώνουν γνώμη για κάθε υποψήφιο πελάτη. Η ύπαρξη δελτίου πληροφοριών αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση για κάθε πιστοδότηση και η ανανέωση του πραγματοποιείται ανά διετία το αργότερο.



ΤΡΑΠΕΖΑ ΑΤΤΙΚΗΣ

Μ.Α.Ε. 806706/Β/06/06

ΔΕΛΤΙΟ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΩΝ

ΚΛΙΑΣΤΙΜΑ ΠΕΡΙΣΤΡ. ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ

ΠΙΜΛΡΟΜΙΝΑ

ΗΜΕΡΩΜ. ΕΝΔΕΙΞ. ΣΥΝΕΡΓΑΣΤΕ

ΕΠΙΧΡΥΣΙΑ

ΑΝΤΙΚΙΜΒΝΟ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

ΓΩΣ ΕΠΙΛΕΓ. ΓΩΛΑΤΗ?

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ

ΜΕΤΟΧΩΙ/ΣΤΑΙΡΟ. - ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΣΤΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (%)

ΔΙΟΚΗΣΗ - ΔΙΕΥΘΥΝΟΝΤΕΣ

ΙΣΤΟΡΙΚΟ

ΠΕΡΙΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΙ ΑΛΛΕΣ ΠΗΓΕΣ

Α.Ε. 300 (Σ. 300) 50/31 7/97





## ( γ ) Φύλλο ανάλυσης οικονομικών στοιχείων

Προκειμένου να αναλύσει τα οικονομικά στοιχεία (ισολογισμούς τελευταίων χρήσεων και πρόσφατο ισοζύγιο) της εξεταζόμενης κάθε φορά εταιρείας, η τράπεζα χρησιμοποιεί μια συγκεκριμένη φόρμα, η οποία είναι σχεδιασμένη με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάζει μια πιο σαφή εικόνα για την οικονομική κατάσταση της εταιρείας.

Στο πάνω μέρος της εισάγονται τα στοιχεία των ισολογισμών, των αποτελεσμάτων χρήσης και του πίνακα διανομής κερδών για τις δύο τελευταίες χρήσης καθώς και στοιχεία που προκύπτουν από το πρόσφατο ισοζύγιο της εταιρείας.

Με την εισαγωγή των παραπάνω στοιχείων προκύπτουν οι βασικοί αριθμοδείκτες της επιχείρησης, δείκτες εξέλιξης, αποδοτικότητας, δανειακής επιβάρυνσης και οι κυκλοφορίες πελατών, αποθεμάτων και προμηθευτών. Τέλος στο κάτω μέρος της φόρμας υπολογίζεται η πιστωτική ανάγκη της επιχείρησης.

ΟΝΟΜΑ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ						EURO
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----
ΒΑΣΙΚΑ ΜΕΓΕΘΗ						2005
-----	-----	<b>2002</b>	<b>2003</b>	<b>2004</b>	ΑΡ.ΜΗΝΩΝ	
	ΗΜΕΡΕΣ	365	365	365		
ΚΕΦΑΛΑΙΟ						
ΙΔΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ						
ΒΡΑΧ.ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						
ΜΑΚΡ. ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ						0,00
ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ		0,00	0,00	0,00		0,00
ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΠΑΓΙΩΝ						
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ						
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ						
ΚΑΘΑΡΟ ΠΑΓΙΟ		0,00	0,00	0,00	Αναλογία	
ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					κοστ πωλ	
ΠΩΛΗΣΕΙΣ					#DIV/0!	
ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ						
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ						
ΠΡΟΜ+ΕΠΙΤΑΓ+ΓΡΑΜΜΑΤΙΑ +ΠΡΟΚΑΤ/ΛΕΣ						
ΠΕΛΑΤΕΣ+ΕΠΙΤ+ΓΡΑΜ ΕΙΣΠΡΑΚ						
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΕΣΟΔΑ						

ΤΟΚΟΙ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ					
ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	0,00	0,00	0,00	ΠΡ.ΕΤΟΥΣ	#DIV/0!
ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΒΡΑΧ/ΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ	0,00	0,00			
1.ΕΞΕΛΙΞΗ	ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ				
	-----				
% ΑΥΞΗΣΗ ΠΩΛΗΣΕΩΝ	---	-----	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
% ΑΥΞΗΣΗ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	-		#DIV/0!	#DIV/0!	
% ΑΥΞΗΣΗ ΚΑΘΑΡΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΟΣ	-		#DIV/0!	#DIV/0!	
2.ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ					
ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ. / ΠΩΛΗΣΕΙΣ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ. / ΣΥΝΟΛ. ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΚΑΘΑΡΟ ΑΠΟΤΕΛ. / ΙΔΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΜΙΚΤΟ ΑΠΟΤΕΛ. / ΠΩΛΗΣΕΙΣ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
3.ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΕΣ					
ΚΥΚΛΟ. ΠΕΛΑΤΩΝ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΚΥΚΛΟ. ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΚΥΚΛΟ. ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑ			#DIV/0!		#DIV/0!
4.ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ					
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΑΜΕΣΗ					
ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΛΕΙΤΟΥΡ.ΕΣΟΔΑ / ΤΟΚΟΙ ΧΡΕΩΣΤΙΚΟΙ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
5.ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ					
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧ / ΠΩΛΗΣΕΙΣ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΤΡΑΠΕΖΕΣ Β.Υ. / ΠΩΛΗΣΕΙΣ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧ / ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧ / ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		#DIV/0!
6.ΚΕΦΑΛ. ΚΙΝΗΣΗΣ					
ΙΔΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ / ΠΑΓΙΑ	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ	0,00	0,00	0,00		
ΚΑΛΥΨΗ Κ.Ε. από Κ.Κ.	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
	0,00	0,00	0,00		
	0,00	0,00	0,00		
ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΑΝΑΓΚΗ =			#DIV/0!		2005 #DIV/0!
ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ			0,00		0,00

## ( δ ) Υπολογισμός πιστωτικής ανάγκης

Για την στάθμιση των αναγκών της εξεταζόμενης επιχείρησης για κεφάλαιο κίνησης αλλά και για την χρονική στιγμή που αυτές θα εκδηλωθούν, απαιτείται η κατάρτιση ενός ταμειακού προγράμματος εισπράξεων και πληρωμών σε μηνιαία βάση. Για να επιτευχθεί κάτι τέτοιο είναι αναγκαία η γνώση όλου του παραγωγικού και συναλλακτικού κυκλώματος της επιχείρησης. Απαιτείται δηλαδή εσωτερική πληροφόρηση αλλά και ικανός χρόνος. Επειδή ένας εξωτερικός συνεργάτης όπως είναι η Τράπεζα, ούτε την απαραίτητη πληροφόρηση έχει στη διάθεση του αλλά ούτε και τον απαιτούμενο χρόνο, έχει σχεδιαστεί από την Τράπεζα ένας απλουστευμένος τρόπος υπολογισμού της εκτιμώμενης πιστωτικής ανάγκης με τα στοιχεία που μπορεί να έχει στη διάθεση της. Ο τρόπος αυτός είναι προσεγγιστικός και αποβλέπει στον υπολογισμό χονδρικά των πιστωτικών αναγκών της επιχείρησης. Περιλαμβάνει τα εξής στάδια:

### Στάδιο 1

Υπολογισμός του κόστους πωληθέντων σε ημερήσια βάση, διαιρώντας το κόστος πωλήσεων με τον αριθμό των ημερών της χρήσης που εξετάζουμε.

Όταν θέλουμε να υπολογίσουμε το ημερήσιο κόστος με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου αναγάγουμε τις πωλήσεις σε ετήσια βάση. Στην συνέχεια τις πολλαπλασιάζουμε με το ποσοστό του κόστους πωληθέντων των προηγούμενων ετών για να υπολογίσουμε το ετήσιο κόστος πωληθέντων και στη συνέχεια το αναγάγουμε σε κόστος πωληθέντων ανα ημέρα .

### Στάδιο 2

Υπολογισμός συνολικής κυκλοφορίας με βάση τα στοιχεία των ισολογισμών. Προσθέτουμε τις κυκλοφορίες πελατών πλέον αποθεμάτων και από το επιμέρους αυτό σύνολο αφαιρούμε την κυκλοφορία των προμηθευτών και έτσι εξάγουμε την συνολική κυκλοφορία.

Υπολογισμός συνολικής κυκλοφορίας με βάση τα στοιχεία ισοζυγίου.

Για τον υπολογισμό της συνολικής κυκλοφορίας με βάση τα στοιχεία του ισοζυγίου παίρνουμε σαν δεδομένο την κυκλοφορία των αποθεμάτων που υπολογίσαμε στην τελευταία χρήση με βάση τα στοιχεία του ισολογισμού, την προσθέτουμε στην κυκλοφορία πελατών και από το επιμέρους σύνολο αφαιρούμε την κυκλοφορία των προμηθευτών.



Αν πολλαπλασιάσουμε την συνολική κυκλοφορία επί το ημερήσιο κόστος πωληθέντων που υπολογίσαμε στο στάδιο 1 καταλήγουμε στην εκτιμώμενη πιστωτική ανάγκη της επιχείρησης, με την παραδοχή ότι οι πωλήσεις δεν εμφανίζουν εποχικότητα, η προμήθεια των πρώτων υλών ακολουθεί κανονική ροή και η παραγωγή και η αποθεματοποίηση της επιχείρησης δεν εμφανίζει ιδιαιτερότητες.

Κατόπιν συγκρίνουμε το ύψος της εκτιμώμενης πιστωτικής ανάγκης με τον υφιστάμενο βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό της επιχείρησης προκειμένου να εκτιμήσουμε αν έχει ανάγκη ή όχι για πρόσθετο βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Ένα εξίσου σημαντικό μέγεθος που εξετάζεται σε περιπτώσεις μακροπρόθεσμων κυρίως πιστοδοτήσεων είναι τα κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization-EBITDA). Η παρακολούθηση της διαχρονικής πορείας των κερδών προ φόρων τόκων και αποσβέσεων αποτελεί μια σαφή ένδειξη της κερδοφορίας της εξεταζόμενης εταιρείας καθώς και ένα καλό μέτρο σύγκρισής μεταξύ διαφορετικών εταιρειών δεδομένου ότι μέσω του συγκεκριμένου μεγέθους εξαλείφονται πολλές από τις «επιρροές» των λογιστικών αποφάσεων. Η εξέταση τους αποτελεί ιδιαίτερο ενδιαφέρον σε περιπτώσεις που η εταιρεία πραγματοποιεί μεγάλες αποσβέσεις (εταιρείες εντάσεων κεφαλαίου, εταιρείες στις οποίες έχει πραγματοποιηθεί πρόσφατα κάποια εξαγορά ή αγορά νέου brand). Υπολογίζεται εξετάζοντας τα κέρδη πριν από την αφαίρεση των τόκων, των φόρων και των αποσβέσεων.

Net sales-operating expenses= operating profit (EBIT)

+ Depreciation expenses

+ Amortization expenses

Earnings Before Interest Taxes Depreciation and Amortization

## ( ε ) Ανάλυση αποδοτικότητας πελάτη - Δελτίο αποδοτικότητας

πελάτη

### i. Η σημασία της μέτρησης της αποδοτικότητας του πελάτη

Η αποδοτικότητα αποτελεί ένα από τα βασικότερα κριτήρια αξιολόγησης της λειτουργίας κάθε δραστηριότητας μιας οικονομικής μονάδας, δεδομένου ότι

αποτελεί τη συνισταμένη της εξέλιξης των μεγεθών μέσα από τη σωστή τιμολόγηση των παρεχόμενων υπηρεσιών. Αν και ένας οικονομικός οργανισμός, όπως η Τράπεζα Αττικής, μπορεί να είναι κερδοφόρος ως σύνολο, είναι πιθανό επιμέρους μονάδες του ή συνεργασίες του να μην έχουν θετική συνεισφορά στη διαμόρφωση του κερδοφόρου αποτελέσματος.

Η Τράπεζα εφαρμόζει το σύστημα «Προϋπολογιστικού Ελέγχου» για τη μέτρηση της παραγωγικότητας και αποδοτικότητας των επί μέρους μονάδων της (Καταστήματα Δικτύου και Διευθύνσεις-Κέντρα Εσόδων). Όμως, στα πλαίσια των μονάδων αυτών υφίστανται συνεργασίες ιδιαίτερα κερδοφόρες παράλληλα με συνεργασίες οι οποίες δημιουργούν μόνο κόστος για την Τράπεζα. Το θέμα αυτό επιδιώκει να αναλύσει και να μετρήσει η διαδικασία της Αξιολόγησης-Αποδοτικότητας Συνεργασίας Πελάτη (Customer Profitability Analysis).

Στη διαδικασία αυτή ιδιαίτερη βαρύτητα έχουν:

- Ο προσδιορισμός του κόστους συγκέντρωσης καταθέσεων.
- Το κόστος των διαθέσιμων προς επένδυση-τοποθέτηση κεφαλαίων της Τράπεζας.

## **ii. Αξιολόγηση- Αποδοτικότητα συνεργασίας πιστούχου**

Η αποδοτικότητα της συνεργασίας με τους πιστούχους, βασίζεται στη θεώρηση του προσδιορισμού των επικερδών συνεργασιών (profitable relationships) και όχι στην αποδοτικότητα επί μέρους προϊόντων και υπηρεσιών. Στις ανταγωνιστικές συνθήκες του ελληνικού τραπεζικού συστήματος, η Τράπεζα υποχρεούται να προσφέρει το σύνολο σχεδόν των προϊόντων και υπηρεσιών που προσφέρουν οι ανταγωνιστές της. Παράλληλα, η τιμολόγηση του συνόλου σχεδόν των προϊόντων και των υπηρεσιών της βασίζεται, για λόγους ανταγωνισμού, όχι στον ακριβή προσδιορισμό του κόστους (cost-plus-profit pricing) αλλά στην τιμολόγηση του ανταγωνισμού (price leadership model) και στη μέθοδο customer relationship pricing, δηλαδή στην τιμολόγηση με βάση τη συνολική συνεργασία του πελάτη.

Με βάση τα ανωτέρω η μέθοδος αξιολόγησης της αποδοτικότητας της συνεργασίας με έναν πιστούχο βασίζεται στην υπόθεση ότι η Τράπεζα λαμβάνει

υπόψη της τη συνολική συνεργασία με τον πελάτη-πιστούχο όταν τιμολογεί την έγκριση παροχής μιας πιστοδότησης.

Για τη συστηματική και ομοιόμορφη αξιολόγηση και παρουσίαση της συνεργασίας με κάθε πελάτη-πιστούχο της Τράπεζας, χρησιμοποιείται ειδικό έντυπο το «Δελτίο Αποδοτικότητας Πελάτη» (ΔΑΠ).

Στο ΔΑΠ συγκεντρώνονται αναλυτικά:

- Τα κεφάλαια που ο πελάτης χρησιμοποιεί (χορηγήσεις) ή παρέχει στην Τράπεζα (καταθέσεις)
- Οι τόκοι έσοδα-έξοδα των κεφαλαίων αυτών
- Το κόστος του χρήματος για τα καθαρά απασχολούμενα κεφάλαια (χορηγήσεις μείον καταθέσεις)
- Οι παρεχόμενες λοιπές πιστοδοτήσεις (εγγυητικές επιστολές, ενέγγυες πιστώσεις)
- Οι παράλληλες εργασίες που διεκπεραιώνει ο πελάτης μέσω της Τράπεζας (εισαγωγές, επιταγές, κίνηση κεφαλαίων, κ.α.) και τα έσοδα-προμήθειες από τις εργασίες αυτές.
- Οποιοδήποτε άλλο στοιχείο συμβάλλει στην αξιολόγηση της συνεργασίας και στον προσδιορισμό της αποδοτικότητας του πελάτη (leasing, A/K, ... ).

Από τη συσχέτιση των ανωτέρω στοιχείων προκύπτει η αποδοτικότητα της

συνεργασίας με κάθε πιστούχο της Τράπεζας, τόσο σε απόλυτους αριθμούς όσο και υπό μορφή δεικτών αποδοτικότητας δανεισμού και απασχολουμένων κεφαλαίων.

### **iii. Πότε συντάσσεται το δελτίο αποδοτικότητας πελάτη**

Το Δελτίο Αποδοτικότητας Πελάτη (ΔΑΠ) συντάσσεται προϋπολογιστικά και απολογιστικά.

- Προϋπολογιστικό ΔΑΠ, συντάσσεται υποχρεωτικά κατά την υποβολή των εισηγητικών για έγκριση εκπνώσεων τιμολογίου (ΦΟΣ - Φύλλο Όρων Συνεργασίας).

- Απολογιστικό ΔΑΠ, συντάσσεται:
  - Υποχρεωτικά για κάθε πιστούχο με ΦΟΣ, ετησίως, ανεξάρτητα από το ύψος των ορίων.
  - Υποχρεωτικά κάθε εξάμηνο, για τους πιστούχους με εγκεκριμένα κάθε μορφής όρια μεγαλύτερα των 300.000 Ευρώ.
- Σε περίπτωση ύπαρξης συνεργασίας με Όμιλο εταιριών, συντάσσεται ΔΑΠ για κάθε εταιρία του ομίλου αλλά και συνολικά για τον Όμιλο.
- Δεδομένου ότι, σύμφωνα με τον Κανονισμό Πιστοδοτήσεων τα καταστήματα οφείλουν να εξασφαλίζουν ικανοποιητική απόδοση, είναι δυνατόν να συντάσσεται ή να ζητείται η σύνταξη ΔΑΠ σε τριμηνιαία βάση, όταν υφίστανται αμφιβολίες για την αποδοτικότητα συγκεκριμένου πιστούχου.

#### **iv. Παρουσίαση των δεικτών του ΔΑΠ.**

Σκοπός της αξιολόγησης της αποδοτικότητας, είναι η εκτίμηση της συνεισφοράς του πελάτη-πιστούχου στη συνολική αποδοτικότητα της Τράπεζας, όπως αυτή μετράται με τον Δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού (ROA)<sup>1</sup>.

Για τον υπολογισμό αυτού του δείκτη για τον κάθε πιστούχο, πρώτα υπολογίζεται ο «ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ» και αφού αφαιρεθεί ο «ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ», υπολογίζεται ο «ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ».

**ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ** : Ισούται με το πηλίκο των μικτών εσόδων προς το μέσο υπόλοιπο χορηγήσεων της πιστούχου. (δεν ενσωματώνει τα λειτουργικά έξοδα που σχετίζονται με τις χορηγήσεις)

---

<sup>1</sup> Ο Δείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού, είναι ο πλέον ενδεδειγμένος δείκτης για την αξιολόγηση της αποδοτικότητας των τραπεζών και για τη μεταξύ τους σύγκριση. Ο δείκτης αυτός για τις τράπεζες με υψηλή αποδοτικότητα κυμαίνεται στο 1,50%, ενώ ο μέσος όρος για τις εισηγμένες στο Χ.Α.Α ελληνικές τράπεζες το α' εξάμηνο του 2004 ήταν περίπου 1%.

ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ :ισούται με το πηλίκο των καθαρών λειτουργικών εξόδων που σχετίζονται με τις χορηγήσεις προς τις ενήμερες χορηγήσεις.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ :προκύπτει αφού αφαιρεθεί ο συντελεστής επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων από το δείκτη μικτής απόδοσης χορηγήσεων.

ΒΑΘΜΟΣ ΚΑΛΥΨΗΣ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΩΝ ΕΞΟΔΩΝ: ισούται με το πηλίκο του δείκτη μικτής απόδοσης χορηγήσεων προς το συντελεστή επιβάρυνσης λειτουργικών εξόδων. Ο δείκτης αυτός δείχνει κατά πόσο το συνολικό μικτό κέρδος από τον πιστούχο καλύπτει τα καθαρά έξοδα που σχετίζονται με τις χορηγήσεις του.

ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΑΠΑΣΧΟΛΟΥΜΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ : ισούται με το πηλίκο των μικτών εσόδων από προ το μέσο υπόλοιπο απασχολούμενων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός διακρίνεται στους δείκτες καθαρά έσοδα από τόκους προς απασχολούμενα κεφάλαια και σε έσοδα από παράλληλες εργασίες προς απασχολούμενα κεφάλαια.

Προκειμένου να αξιολογήσουμε το ΔΕΙΚΤΗ ΚΑΘΑΡΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΧΟΡΗΓΗΣΕΩΝ μπορούμε να πούμε ότι θεωρείται ικανοποιητικός για την Τράπεζα, με τα σημερινά δεδομένα αποδοτικότητας των τραπεζών, όταν είναι μεγαλύτερος του 1,30%.

#### **6.6.2 Εξέταση μεσομακροπρόθεσμων πιστοδοτήσεων**

Μεσομακροπρόθεσμα δάνεια λέγονται εκείνα που χορηγούνται με διάρκεια μεγαλύτερη του έτους( συνήθως πάνω από 5 χρόνια) και καλύπτουν επενδυτικές ανάγκες των επιχειρήσεων.

Η αποπληρωμή των μεσομακροπρόθεσμών δανείων στηρίζεται κατά κύριο λόγο στην λειτουργικότητα της επιχείρησης καθ' όλη τη διάρκεια του δανείου και στη δυνατότητα της να πραγματοποιεί κέρδη.

Για την εξέταση ενός μεσομακροπρόθεσμού δανείου ισχύουν τα κριτήρια που αναφέρθηκαν πιο πάνω για την περίπτωση του βραχυπρόθεσμού δανεισμού (εκτίμηση αναγκών, ποιοτικά ποσοτικά στοιχεία επιχείρησης και

φορέων, συνθήκες αγοράς). Ωστόσο στις περιπτώσεις των μεσομακροπρόθεσμων δανείων η εξέταση, εκτίμηση των στοιχείων και η στάθμιση των πιστωτικών κινδύνων εμφανίζει σαφώς μεγαλύτερες δυσκολίες.

Όπως είναι φυσικό στις περιπτώσεις βραχυπρόθεσμων δανείων η δυνατότητα εξέτασης των προοπτικών μιας επιχείρησης σε ετήσια βάση είναι πιο ευχερής δεδομένου ότι τόσο τα ιστορικά στοιχεία της επιχείρησης όσο και τα λοιπά ( δεν πραγματοποιούνται τόσο σημαντικές μεταβολές στην αγορά), βοηθούν στην καλύτερη προσέγγιση των εκτιμήσεων. Στα μεσομακροπρόθεσμα όμως δάνεια η εξέταση των προοπτικών της επιχείρησης καθίσταται ιδιαίτερα δυσχερής, τόσο λόγω του πλήθους των παραγόντων που επηρεάζουν την εξέλιξή της, όσο και της μεγάλης χρονικής διάρκειας τους.

Οι κύριοι άξονες στους οποίους περιστρέφεται η αξιολόγηση των στοιχείων είναι :

- § Η τεχνική και η οικονομική εφικτότητα του επενδυτικού στοιχείου
- § Η οικονομική λογική και η αποδοτικότητα της επένδυσης
- § Η βιωσιμότητα της επιχείρησης και οι προοπτικές εξέλιξής της
- § Η δυνατότητα ομαλής αποπληρωμής του δανείου

Κατά την εξέταση ενός μεσομακροπρόθεσμου γίνεται σε βάθος ανάλυση και αξιολόγηση των πιστωτικών κριτηρίων. Συγκεκριμένα πραγματοποιείται:

1. Εκτίμηση των πραγματικών αναγκών, δηλαδή των επενδυτικών αναγκών που πρόκειται να καλυφθούν από την επιχείρηση ( η αναγκαιότητα τους και η οικονομική λογική τους – προσδοκώμενο αποτέλεσμα )
2. Εκτίμηση των συνολικών αναγκών ( επενδυτικών και κεφαλαίου κίνησης) και των πηγών κάλυψής τους. Ιδιαίτερα για το κεφάλαιο κίνησης θα πρέπει να γίνεται εμπειριστατωμένη ανάλυση και εκτίμηση των αναγκών, αφού βασική προϋπόθεση για την αποπληρωμή του δανείου είναι η ομαλή λειτουργία της επιχείρησης.
3. Αξιολόγηση των ποιοτικών στοιχείων της επιχείρησης και των φορέων της (οργάνωση, διοικητική δομή, συναλλακτική συμπεριφορά, γνώσεις και εμπειρία φορέων στο αντικείμενο κλπ)
4. Ανάλυση των ποσοτικών στοιχείων της επιχείρησης απολογιστικά και προϋπολογιστικά( οικονομική κατάσταση, εξέλιξη πωλήσεων και

αποτελεσμάτων, παραγωγικο-συναλλακτικό κύκλωμα, προϊόντα, τάσεις, προοπτικές κλπ)

5. Ανάλυση συνθηκών αγοράς, τόσο αυτών που επικρατούν όσο και αυτών που θα διαμορφωθούν μελλοντικά και οριοθέτηση της θέσης που θα κατέχει η επιχείρηση στο μέλλον.

Οι σχετικές παραδοχές για την εξέλιξη των οικονομικών και λοιπών στοιχείων και η μελλοντική πορεία της επιχείρησης πρέπει να στηρίζονται σε ρεαλιστική βάση και να χαρακτηρίζονται από αντικειμενικότητα. Οι εκτιμήσεις που αναφέρθηκαν παραπάνω πρέπει να καλύπτουν όλο το χρονικό διάστημα διάρκειας του δανείου, έτσι ώστε να σταθμίζονται και οι ενδεχόμενοι πιστωτικοί κίνδυνοι.

#### **6.7 Παρακολούθηση πιστοδοτήσεων**

Όλες οι ενέργειες που αναφέρθηκαν πιο πάνω, οι οποίες πραγματοποιούνται κατά το αρχικό στάδιο, πριν την χρηματοδότηση των εταιρειών, επαναλαμβάνονται και κατά διαστήματα προκειμένου να εξασφαλιστεί η ομαλή πορεία της πιστοδότησης. Συγκεκριμένα επαναξιολόγηση της συνολικής πορείας της επιχείρησης πραγματοποιείται ανά εξάμηνο, περίοδο κατά την οποία λήγει η ισχύς του ορίου για την εκάστοτε σχέση. Η ανανέωση του ορίου που πραγματοποιείται περιλαμβάνει όλα τα στάδια που αφορούν την διαδικασία εισήγησης που προαναφέρθηκε. Επανεξετάζεται η οικονομική πορεία της επιχείρησης, η πορεία της συνεργασίας και η τιμολογιακή πολιτική που αφορά την εκάστοτε σχέση (νέο φύλλο όρων συνεργασίας, νέο πιστωτικό όριο, νέο δελτίο αποδοτικότητας πελάτη). Ωστόσο σε περίπτωση που προκύψουν νέα δεδομένα για κάποια επιχείρηση, τα οποία κρίνεται ότι επηρεάζουν δυσμενώς την πορεία της πραγματοποιείται νέα αξιολόγηση ενώ η ενημερώνεται άμεσα το αμέσως επόμενο εγκριτικό κλιμάκιο από το οποίο εισηγήθηκε και ενέκρινε την πιστοδότηση της συγκεκριμένης εταιρείας.

Δεδομένου ότι οι συνθήκες συνεχώς μεταβάλλονται και συνεπώς και οι κίνδυνοι, είναι απαραίτητη η συστηματική παρακολούθηση των πιστοδοτήσεων για να εξασφαλίζεται:

- § Διαρκής ενημερότητα για την ποσοτική και ποιοτική χρησιμοποίηση τους, την ομαλή αποπληρωμή τους, την κατάσταση των εξασφαλίσεων τους και την ωφέλεια τους.
- § Διαρκής και πληρέστερη γνώση της πορείας και των προοπτικών της επιχείρησης (παραγωγική και επενδυτική δραστηριότητα, δραστηριοποίηση σε νέες αγορές κλπ)
- § Δυνατότητα πρόβλεψης των μελλοντικών αναγκών της επιχείρησης και εκτίμησης των δυνατοτήτων διεύρυνσης της συνεργασίας με την επιχείρηση.
- § Δυνατότητα έγκαιρου εντοπισμού πιθανών προβλημάτων και λήψης μέτρων για την αντιμετώπισή τους

Η παρακολούθηση και ο περιοδικός έλεγχος των στοιχείων που ελήφθησαν υπόψη κατά την ανάλυση, πραγματοποιείται με συστηματικό τρόπο. Η σωστή παρακολούθηση απαιτεί:

- § Συστηματική συγκέντρωση – αξιολόγηση στοιχείων και πληροφοριών, σχετικά με την εξέλιξη της δραστηριότητας της επιχείρησης και των διοικούντων. Ενημέρωση για τυχόν μεταβολές στη διοικητική – οργανωτική ή παραγωγική δομή.
- § Έγκαιρή και συστηματική επισκόπηση των οικονομικών στοιχείων. (ισοζύγιο καθολικού, ισολογισμούς, αποτελέσματα κλπ)
- § Συστηματική συγκέντρωση στοιχείων της αγοράς και του κλάδου και αξιολόγηση- συσχέτιση με τα αντίστοιχα στοιχεία της επιχείρησης.
- § Περιοδικό έλεγχο των παρεχόμενων εξασφαλίσεων για τη διαπίστωση της ουσιαστικότητας τους.

Τέλος απαραίτητη είναι και η περιοδική παρακολούθηση και της επιτυγχανόμενης ωφέλειας- απόδοσης από την συνεργασία και ο έλεγχος της τήρησης των συμφωνιών για την παροχή άλλων τραπεζικών εργασιών.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7

### ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

#### 7.1 Συμπεράσματα

Οι παράγοντες που πρέπει να εξετάζονται και η διαδικασία που πρέπει να ακολουθείται προκειμένου ένα πιστωτικό ίδρυμα να οδηγηθεί σε μια ορθολογική απόφαση χρηματοδότησης έχει αποτελέσει αντικείμενο μελέτης τόσο στον χρηματοπιστωτικό όσο και στον επιχειρησιακό κόσμο. Η σημασία της ορθής λήψης τέτοιων αποφάσεων παίζει ουσιαστικό ρόλο για την πορεία του εκάστοτε πιστωτικού ιδρύματος, δεδομένου ότι λανθασμένες εκτιμήσεις μπορούν να δημιουργήσουν σημαντικές ζημίες και επιδείνωση των οικονομικών του μεγεθών και κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις να διακυβευθεί και η ίδια η ύπαρξη του.

Προκειμένου ένα πιστωτικό ίδρυμα να αξιολογήσει ένα αίτημα χρηματοδότησης πραγματοποιεί, σε αρχικό επίπεδο, εξέταση των χρηματοοικονομικών δεδομένων της αιτούμενης εταιρείας, μέσω ανάλυσης των χρηματοοικονομικών δεικτών της, σε διαστρωματικό και διαχρονικό επίπεδο. Σε δεύτερο στάδιο και για να ξεπεραστεί η περιορισμένη εμβέλεια της ανάλυσης των αριθμοδεικτών, δεδομένου ότι η μεθοδολογία είναι ουσιαστικά μονοσήμαντη, μπορεί να αναπτυχθούν, με την εφαρμογή της διακριτικής ανάλυσης, μοντέλα προγνώσεως, προσαρμοσμένα στα δεδομένα της ελληνικής πραγματικότητας. Μέσα από την χρήση τέτοιου είδους μοντέλων, υπογραμμίζεται η σημασία του ενδεχόμενου αθέτησης της οικονομικής υποχρέωσης του πιστούχου ενώ ταυτόχρονα, η λήψη ορθολογικών αποφάσεων χρηματοδότησης στο παρόν, γίνεται σε σχέση με τις μελλοντικές εξελίξεις, με αποτέλεσμα η πιθανότητα αθέτησης της υποχρέωσης από την πλευρά της δανειζόμενης επιχείρησης να αντανakλά αυτή τη διάσταση. Μέσα από τα μοντέλα αυτά επιλέγονται οι αριθμοδείκτες με το μεγαλύτερο πληροφορικό περιεχόμενο, προσδιορίζονται με αντικειμενικό τρόπο οι συντελεστές στάθμισης των αριθμοδεικτών και παρέχεται στο πιστωτικό ίδρυμα η δυνατότητα πρόβλεψης της ενδεχόμενης οικονομικής αποτυχίας της εξεταζόμενης επιχείρησης, αρκετά νωρίτερα από την εκδήλωση του γεγονότος.

Σε επόμενο στάδιο και κυρίως για αποφάσεις που αφορούν μακροπρόθεσμες δανειοδοτήσεις, πραγματοποιείται ανάλυση του πίνακα ταμειακών ροών της επιχείρησης καθώς και κατάρτισή του πίνακα μελλοντικών ταμειακών ροών, που χρονικά συνήθως καλύπτει την διάρκεια του εξεταζόμενου αιτήματος. Ο προγραμματισμός των μελλοντικών ταμειακών ροών που υλοποιείται στηρίζεται σε μια επέκταση των τάσεων του παρελθόντος, με τις απαραίτητες τροποποιήσεις που «επιβάλλουν» οι αναμενόμενες εσωτερικές και εξωτερικές επιδράσεις στην λειτουργία της επιχείρησης. Η διατύπωση των προβλέψεων σε ότι αφορά τις ταμειακές ροές δεν υπόκεινται σε μια ομάδα συγκεκριμένων κανόνων, γεγονός που υπογραμμίζει τη βαρύνουσα σημασία της σωστής κρίσης, της γνώσης, της πείρας και της διαίσθησης των στελεχών που μεσολαβούν στην διαδικασία λήψης αποφάσεων χρηματοδότησης.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα αυτά που αναφέρθηκαν μπορούμε να πούμε ότι ενώ υπάρχει ορισμένη διαδικασία που ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης, ωστόσο δεν μπορεί να οριστεί ένα συγκεκριμένο, καθορισμένο «μοντέλο» κανόνων που ορίζουν τη θετική ή αρνητική έκβαση της απόφασης αυτής. Αυτό οφείλεται στην πολυπλοκότητα που χαρακτηρίζει τέτοιου είδους οικονομικές αποφάσεις δεδομένου του εύρους των ποιοτικών και ποσοτικών παραγόντων που πρέπει κάθε φορά να εκτιμηθούν, καθώς και της αβεβαιότητας που χαρακτηρίζει το οικονομικό περιβάλλον.

## **7.2 Προτάσεις περαιτέρω έρευνας**

Στα πλαίσια της συγκεκριμένης εργασίας, στην οποία αναφέρονται οι παράγοντες που πρέπει να εξετάζονται από τα πιστωτικά ιδρύματα προκειμένου να ληφθεί μια απόφαση χρηματοδότησης, παρουσιάστηκε η περίπτωση μεμονωμένης τράπεζας που δραστηριοποιείται στην χώρα μας. Για να έχουμε σαφή εικόνα της μεθοδολογίας που ακολουθούν τα πιστωτικά ιδρύματα στην Ελλάδα προκειμένου να αξιολογήσουν αιτήματα χρηματοδότησης, κρίνεται σκόπιμο να πραγματοποιηθεί μια εκτενή έρευνα αντιπροσωπευτικού δείγματος ελληνικών τραπεζών ως προς τους ποιοτικούς και ποσοτικούς παράγοντες που εξετάζουν, την ανάλυση που πραγματοποιούν και την συνολική διαδικασία που ακολουθείται.

Σε επόμενο στάδιο μπορεί να ακολουθήσει συγκριτική έρευνα όσον αφορά την διαδικασία της χρηματοοικονομικής ανάλυσης που πραγματοποιείται, για να εξεταστούν αιτήματα χρηματοδότησης από τα πιστωτικά ιδρύματα στον ελληνικό χώρο, με την αντίστοιχη διαδικασία που εφαρμόζουν πιστωτικά ιδρύματα που δραστηριοποιούνται σε διεθνές επίπεδο.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

1. Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις επενδύσεων», Α έκδοση , εκδ. Interbooks , Πειραιάς 2002
2. Γεώργιος Π. Αρτίκης, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων», Β έκδοση, εκδ. Interbooks , Πειραιάς 2002
3. Γεώργιος Παπούλιας, « Χρηματοοικονομική διοίκηση», εκδ. Βασ. Παπούλιας ΑΕ Επενδυτών Υπηρεσιών, Τρίτη Έκδοση, Αθήνα 1993
4. Δημητρίου Χ. Γκίκα, «Η ανάλυση και οι χρήσεις των λογιστικών καταστάσεων», εκδ. Ευγ. Μπένου, Αθήνα 1997
5. Μιχάλης Ρ. Τσιμπρής, «Η Νομοθεσία της κεφαλαιαγοράς», εκδ. Σάκκουλα 2001
6. Νικήτα Α. Νιάρχου, «Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων», Πέμπτη έκδοση, εκδ. Σταμούλη, Αθήνα – Πειραιάς 1997
7. Fred Weston – Eugene F. Brigham, «Βασικές αρχές της χρηματοοικονομικής διαχείρισης και πολιτικής», εκδ. Παπαζήση, Αθήνα 1986
8. George H. Hempel, Donald G. Simonson, Alan B. Coleman «Bank management, Text and cases », Fourth edition.
9. J. Ray H. Garrison, Eric W. Noreen «Managerial accounting», Tenth edition, McGraw-Hill Companies, Inc., US 2003

## ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

1. Κ. Ζοπουνίδης, «Σύστημα υποστήριξης αποφάσεων για την εκτίμηση του κινδύνου πτώχευσης επιχειρήσεων», Δελτίο τύπου Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Β τριμηνία 1994.
2. Κατερίνα Λυρούδη, «Σύγχρονα μεγέθη μέτρησης της ρευστότητας των επιχειρήσεων», Δελτίο τύπου Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Α Τριμηνία 2004.
3. Φαίδων Καλφαογλού, «Υποδείγματα μέτρησης πιστωτικού κινδύνου», Δελτίο τύπου Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, Α Τριμηνία 1999, Τράπεζα της Ελλάδος, γενική επιθεώρηση τραπεζών.
4. Ανδρέας Σ. Βρανάς « Επιχειρηματικός Κίνδυνος – Πρόγνωση οικονομικής αποτυχίας», Δελτίο τύπου Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών