

ΠΗΓΕΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

**Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ Χ.Α.Α ΚΑΤΑΣΚΕΥΑΣΤΙΚΩΝ
ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1999 - 2003**

Ευαγγελία Ε. Ρούσσου

Πτυχίο Δημόσιας Διοίκησης, Παντείου Πανεπιστημίου

Υποβληθείσα για το Μεταπτυχιακό Δίπλωμα

Στη Διοίκηση Επιχειρήσεων

Τμήμα Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2005

Κατάσταση Πινάκων.....	II
Κατάσταση Διαγραμμάτων.....	IV
Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή.....	1
1.1 Αντικειμενικοί σκοποί της μελέτης.....	3
1.2 Πηγές - Μεθοδολογία.....	3
1.3 Διάρθρωση της μελέτης.....	4
Κεφάλαιο 2 : Χρηματοοικονομική Ανάλυση.....	6
2.1 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Με Αριθμοδείκτες.....	8
2.1.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας.....	18
2.1.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας.....	27
2.1.3 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	52
2.1.4 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας.....	64
2.1.5 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας.....	89
2.2 Ανάλυση Ταμειακών Ροών.....	108
2.2.1 Η Σημασία Της Κατάστασης Ταμιακών Ροών.....	109
2.2.2 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Στις ΗΠΑ.....	110
2.2.3 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Με Βάση Το ΔΛΠ.αρ.7.....	111
2.2.4 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Στην Ελλάδα.....	112
2.2 Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων.....	121
Κεφάλαιο 3 : Νέες Εκδόσεις Στην Κεφαλαιαγορά Κατά Το 1999.....	125
3.1 Θεσμικό Πλαίσιο.....	128
3.2 Δημόσιες Εγγραφές.....	131
3.2 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου.....	136
3.4 Η Διάθεση Των Αντληθέντων Κεφαλαίων.....	143
Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση, Περιγραφή Και Ανάλυση Του Δείγματος.....	147
4.1 Δείγμα.....	148
4.2 Χρονική Διάθεση Των Κεφαλαίων.....	150
4.3 Διαφοροποιήσεις Στη Διάθεση Των Αντληθέντων Κεφαλαίων.....	152
4.4 Επενδύσεις Εταιριών & Πηγές Χρηματοδότησης Αυτών.....	154
Κεφάλαιο 5: Συγκριτική Χρηματοοικονομική Ανάλυση Εταιριών Δείγματος.....	160
5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ανά Εταιρεία.....	160
5.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Στο Σύνολο Του Δείγματος.....	190
Κεφάλαια 6: Συμπεράσματα.....	239
Προσάρτημα I.....	242
Βιβλιογραφία.....	256

Κατάσταση Πινάκων

	Σελίδα
2.1 Κατηγορίες Ενδιαφερομένων	20
2.2 Αριθμοδείκτες σε συνδιασμό με τις κατηγορίες των χρηστών	21
2.3 Δομή Κατάστασης Ταμιακών Ροών	141
2.4 Αναλυτικός Πίνακας Ταμιακών Ροών	142
3.1 Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ ανά εταιρία, 1999	152
3.2 Δημόσιες Εγγραφές στο ΧΑΑ, 1999	154
3.3 Χρονική Κατανομή των Δημόσιων Εγγραφών στο ΧΑΑ, 1999	154
3.4 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου στο ΧΑΑ, ανά εταιρία, 1999	156
3.5 Χρονική Κατανομή των Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου στο ΧΑΑ, 1999	161
3.6 Η Διάθεση των Αντληθέντων Κεφαλαίων με βάση τα εγκεκριμένα Ενημερωτικά Δελτία των εταιριών ως ποσοστό	165
4.1 Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων με βάση τα ενημερωτικά δελτία για την άντληση των κεφαλαίων, 1999	171
4.2 Πραγματοποίηση Διάθεσης Αντληθέντων Κεφαλαίων	173
4.3 Αλλαγή στην διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων 1999 με αποφάσεις Γ.Σ	174
4.4 Έπενδύσεις εταιριών δείγματος και πηγές χρηματοδότησης αυτών κατά τα έτη 1999-2003	176
4.5 Έσοδα ανά εταιρία 1998-2003	179
4.6 Ίδια Κεφάλαια ανά εταιρία 1998-2003	180
4.7 Κέρδη ανά εταιρία 1998-2003	180

4.8	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ανά εταιρία	181
4.9	Συνολικά Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ανά έτος 1998-2003	182

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Σελίδα

2.1	Η τραμπάλα του δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού και του περιθωρίου κέρδους	58
2.2	Απόδοση Ενεργητικού	59
3.1	Δημόσιες Εγγραφές 1999 ανά κλάδο δραστηριότητας	155
3.2	Αντληθέντα Κεφάλαια από τις νέες εισαγωγές στο ΧΑΑ 1995-2003	155
3.3	Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου ανά κλάδος δραστηριότητας	162
3.4	Αντληθέντα Κεφάλαια από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στο ΧΑΑ, 1996-2003	163
4.1	Η χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων και οι επενδύσεις από τις εταιρίες του δείγματος 1999-2003	178

Κεφάλαιο 1 : Εισαγωγή

Το 1999 ήταν το αποδοτικότερο έτος στην ιστορία των εισηγμένων εταιριών του Χρηματιστηρίου Αθηνών, από την άποψη άντλησης κεφαλαίων. Οι επιχειρήσεις προχώρησαν σε αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με στόχο την ενίσχυση της παραγωγικής τους βάσης αλλά και επέκταση του αντικειμένου τους. Σχεδόν όλοι προεξόφλησαν κέρδη πολλών ετών. Στο τέλος του 1999 η εικόνα που έδειχναν οι εισηγμένες εταιρίες ήταν εικόνα επιχειρήσεων με υπερεπάρκεια κεφαλαίων και ρευστών διαθεσίμων. Ήταν εταιρίες πλούσιες που αναζητούσαν αγορές για επέκταση. Είχαν λοιπόν την δυνατότητα πραγματοποίησης εξαγορών και άλλων επενδύσεων σε περιφερειακό και διεθνές επίπεδο. Ήταν, λοιπόν, προφανές ότι η μη αξιοποίηση της ισχύουσας αυτής θέσης των επιχειρήσεων οι οποίες είχαν συγκεντρώσει μεγάλο αριθμό κεφαλαίων, θα οδηγούσε σε φθίνουσες αποδόσεις με συνέπειες και στην χρηματιστηριακή τους πορεία.

Ακολουθώντας, λοιπόν από το 1999 μέχρι σήμερα την πορεία των παραπάνω επιχειρήσεων προκύπτει ένας προβληματισμός αναφορικά με το που κατευθύνθηκαν οι τεράστιες υπεραξίες που εξασφάλισαν οι εταιρίες του Χρηματιστηρίου, καθώς πόσες και ποιές από αυτές τις εταιρίες αξιοποίησαν τα κεφάλαια που άντλησαν από την αγορά και που διατέθηκαν.

Σύμφωνα με στοιχεία που προκύπτουν από τις εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς στις 30.09.2000, το έτος 1999 συνολικά αντλήθηκαν από το Χρηματιστήριο 12,9 δις ευρώ (4,4 τρις δραχμές) μέσω 46 δημόσιων εγγραφών και μέσω 119 αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Σημειώνεται δε ότι από τις 46 εταιρίες που πραγματοποίησαν δημόσιες εγγραφές, οι πέντε ολοκλήρωσαν τις διαδικασίες εγγραφής εντός του έτους 1999, αλλά η διαπραγμάτευσή τους έγινε στις αρχές του έτους 2000, ενώ τέσσερις ήταν ήδη εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Εάν, λοιπόν, εξαιρεθούν οι τελευταίες τέσσερις το ύψος των συνολικών κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω της Κεφαλαιαγοράς από 42 νέες εισαγωγές ανέρχεται σε 1,8 δις ευρώ (627,8 δις δραχμές) αντιπροσωπεύοντας το 38,6% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων.

Από τα παραπάνω εκτεθέντα στοιχεία προκύπτει ότι η άντληση κεφαλαίων μέσω της Κεφαλαιαγοράς από τόσο μεγάλο αριθμό επιχειρήσεων αποτελεί μοχλό ανάπτυξης για την επιχειρηματικότητα στην Ελλάδα. Οι αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου αντανakλούν από την μία πλευρά την επιθυμία των επιχειρήσεων για επέκταση των επενδυτικών τους δραστηριοτήτων και από την άλλη ικανοποιούν την μεγάλη ζήτηση μετοχικών τίτλων για την εν λόγω περίοδο. Λαμβάνοντας, όμως, σαν δεδομένο την ανάγκη της οικονομίας για εταιρική και κλαδική αναδιάρθρωση, η οποία θα επιτυγχάνονταν μέσω νέων επενδύσεων και γενικότερα κεφαλαίων για εκσυγχρονισμό, μπορεί να αντιληφθεί κανείς ότι η σημαντική προσφορά χρηματοδότησης αποτελεί ίσως την πιο σοβαρή αναπτυξιακή συνέπεια της λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς.

1.1 Αντικειμενικοί Σκοποί Της Μελέτης

Με την παρούσα μελέτη επιδιώκεται η καταγραφή ενός δείγματος επιχειρήσεων που ανοίκουν στον κλάδο των κατασκευών και οι οποίες κατά το έτος 1999 αύξησαν το μετοχικό τους κεφάλαιο προκειμένου να υλοποιήσουν τα επενδυτικά τους προγράμματα που στην πλειονότητα είχαν ως βασικό στόχο την προώθηση σχεδίων εκσυγχρονισμού και επέκτασης των δραστηριοτήτων τους. Το μέγεθος και η κατεύθυνση των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων αυτών που θα αναλύσουμε, συνιστούν μέτρο εκτίμησης προκειμένου να γίνει αντιληπτή η σκοπιμότητα της άντλησης των ιδίων κεφαλαίων τους, καθώς και ένδειξη της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας του Χρηματιστηρίου Αθηνών.

1.2 Πηγές - Μεθοδολογία

Για την ανάλυσή μας τα δεδομένα αντλήθηκαν από τα δημοσιευμένα στοιχεία των εταιριών. Για το σκοπό αυτό χρησιμοποιήθηκαν οι δημοσιευμένες καταστάσεις αντληθέντων κεφαλαίων, οι καταστάσεις των ταμιακών ροών, οι δημοσιευμένοι ισολογισμοί των επιχειρήσεων και τα ετήσια ενημερωτικά δελτία. Παράλληλα, χρησιμοποιήθηκαν οι ιστοσελίδες των εισηγμένων εταιριών, οι ετήσιες εκθέσεις της επιτροπής κεφαλαιαγοράς και έγιναν αρκετές συναντήσεις με στελέχη του χρηματιστηρίου και της επιτροπής κεφαλαιαγοράς, που

βοήθησαν στην αποσαφήνιση ορισμένων περίπλοκων θεμάτων. Τα συμπεράσματα της ανάλυσης αυτής παρουσιάζονται στο πέμπτο κεφάλαιο.

Τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν αφορούν την περίοδο 1998-2003. Θεωρήσαμε σκόπιμο να συμπεριλάβουμε ένα έτος πριν την άντληση των κεφαλαίων με σκοπό την συγκριτική μελέτη, δηλαδή σε ποια οικονομική κατάσταση βρίσκονταν οι επίμαχες εταιρίες πριν από την άντληση των κεφαλαίων και πως διαμορφώθηκαν τα οικονομικά τους μεγέθη τέσσερα χρόνια αργότερα, δεδομένου ότι αρκετές από τις επιχειρήσεις του δείγματος ολοκλήρωσαν την διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων του έτους 1999 κατά το έτος 2003.

1.3 Διάρθρωση Της Μελέτης

Καθένα από τα επόμενα πέντε κεφάλαια της παρούσας μελέτης αναλύεται ως εξής:

Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται παρουσίαση της θεωρίας της ανάλυσης των αριθμοδεικτών και ερμηνεία των κυριότερων αριθμοδεικτών ανά κατηγορία, ενώ στην συνέχεια ακολουθεί ανάλυση της κατάστασης των ταμιακών ροών και επεξήγησή της ανά δραστηριότητα.

Το τρίτο κεφάλαιο περιέχει την παρουσίαση των εταιριών που προέβησαν σε δημόσιες εγγραφές και των εταιριών που άντλησαν κεφάλαια μέσω αυξήσεως

μετοχικού κεφαλαίου. Παράλληλα παρουσιάζονται διαχρονικά στοιχεία αυξήσεων και δημόσιων εγγραφών από το 1995.

Στο τέταρτο κεφάλαιο γίνεται καταρχήν παρουσίαση του δείγματος, το οποίο αποτελείται από δεκαοκτώ (18) εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου, και ακολουθεί η χρονική διάθεση των κεφαλαίων τους. Παρατίθεται το πρόγραμμα διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων με βάση το αρχικό ενημερωτικό σημείωμα και έπεται ανάλυση της πραγματικής διάθεσης των κεφαλαίων. Χρησιμοποιώντας ως βάση την ανάλυση των δημοσιευμένων καταστάσεων ταμιακών ροών εκτίθεται ο τρόπος με τον οποίο χρηματοδοτήθηκαν οι επενδύσεις.

Στο πέμπτο κεφάλαιο ακολουθεί χρηματοοικονομική ανάλυση με την βοήθεια των αριθμοδεικτών, ανά εταιρία και συνολικά στον κλάδο. Παράλληλα γίνεται ανάλυση του πίνακα πηγών και χρήσεων κεφαλαίων.

Τέλος στο έκτο κεφάλαιο παραθέτουμε τα τελικά συμπεράσματα της μελέτης.

Στο παράρτημα παρατίθενται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες καθώς και οι πίνακες πηγών και χρήσεων κεφαλαίων των εταιριών του δείγματος της περιόδου 1998 έως 2003.

Κεφάλαιο 2 : Χρηματοοικονομική Ανάλυση

Η ανάλυση μιας επιχείρησης συνιστά μια αξιολόγηση, άλλως μια «εκτίμηση» στοιχείων, κρίσεων, γεγονότων που συνθέτουν την συνολική οικονομική εικόνα της εκάστοτε αξιολογούμενης επιχείρησης. Η δυσκολία της εκτίμησης έγκειται καταρχήν στο γεγονός ότι δεν γνωρίζουμε το αξιολογούμενο αντικείμενο. Για τον λόγο αυτό και προκειμένου να μπορέσουμε να επιτύχουμε μια εποικοδομητική εκτίμηση της επιχείρησης που αναλύουμε πρέπει να γνωρίζουμε πως αυτή σχηματίσθηκε, ποια είναι τα συστατικά της στοιχεία, που βρίσκονται και σε ποια κατάσταση τελούν αυτά.

Το έργο γίνεται ακόμη δυσκολότερο εάν λάβει κανείς υπόψην ότι κάθε επιχείρηση είναι μια αυτόνομη οικονομική οντότητα, της οποίας τα στοιχεία, ασχέτως του εάν πρόκειται περί ανθρώπων ή περί πραγμάτων, δεν έχουν καμία αξία παρά μόνο σε σχέση με μια δεδομένη στιγμή και την χρήση την οποία θέλουμε να δώσουμε σε αυτά. Συνεπώς, κάθε επιχείρηση έχει ένα επάγγελμα το οποίο αυτή ασκεί στα πλαίσια ορισμένου κλάδου. Το επάγγελμα με το οποίο ασχολείται κάθε επιχείρηση πρέπει να το γνωρίζουμε, να γνωρίζουμε δηλαδή όλες τις απαιτήσεις και τα απρόοπτά του, τους κινδύνους και τις προοπτικές τελειοποίησής του, έτσι ώστε να εντάξουμε την κρινόμενη επιχείρηση εντός του κλάδου της, εντός του χρόνου αυτής και εντός του οικονομικού χώρου της. Παράλληλα, θα πρέπει για την ακριβέστερη εκτίμηση να γνωρίζουμε το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, καθώς και τις ιδέες τις οποίες προτίθεται

να πωλήσει, να εκτιμήσουμε τα μέσα πραγματοποιήσεώς των σκοπών της επιχείρησης και τις συνθήκες υπό τις οποίες τα προϊόντα της προσφέρονται, ζητούνται και προωθούνται. Αποτέλεσμα όλων των παραπάνω είναι να μπορούμε να εκτιμήσουμε τελικά την αξία αυτής σε σχέση με τις προθέσεις αυτού που την κρίνει, υπολογίζοντας τα κέρδη τα οποία ενδεχομένως να προκύψουν καθώς και τις πιθανότητες να διαρκέσει η επιχείρηση, να ανανεωθεί και να εξελιχθεί.

Μια καλή ανάλυση προϋποθέτει συστηματική άσκηση αμφιβολίας του αξιολογούμενου αντικειμένου, σε συνδυασμό καταρχήν με την περιέργεια, την υπομονή και την πνευματική διάθεση ή θέληση του ενδιαφερομένου να ανακαλύψει την πραγματικότητα των δεδομένων της επιχείρησης («Ουδέν απατηλότερο του εμφανούς»).

Εξ' ορισμού η επιχείρηση πρέπει να μπορεί να παράγει το περισσότερο και το καλύτερο σε σύγκριση με τους πόρους της, οι οποίοι την συνθέτουν. Στο σημείο αυτό η ανάλυση καθίσταται δυσχερής. Δημιουργείται ο προβληματισμός πώς μεταξύ δύο επιχειρήσεων οι οποίες ανήκουν στον ίδιο κλάδο και μοιάζουν πάρα πολύ η μία στην άλλη, συμβαίνει η μια να ευδοκιμεί και η άλλη όχι. Ίσως θα πρέπει να αναζητήσουμε την απάντηση στις δομές.

Πιθανόν η οργάνωση, ο τρόπος που διευθύνεται, καταμερίζονται τα έργα και οι ευθύνες της, πιθανόν όλα αυτά να παίζουν ρόλο και εν προκειμένω σημαντικό ρόλο. Δεν αποκλείεται οι δομές να μην βρίσκονται στο ύψος των ανθρώπων που τις χρησιμοποιούν. Η έννοια της συνολικής οικονομικής παραγωγικότητας

της επιχείρησης θέτει επίφοβα προβλήματα μετρήσεως. Αυτό βέβαια δεν συνιστά λόγο για να αποφεύγουμε τις μετρήσεως. Έστω και εάν ο παρακάτω τρόπος προσέγγισης του προβλήματος έχει μερικό χαρακτήρα είναι προτιμότερος από την πλήρη άγνοιά του, η οποία δεν μπορεί παρά να θέσει σε κίνδυνο την επιβίωση και την ανάπτυξη της επιχείρησης.

2.1 Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων Με Αριθμοδείκτες

Η ανάλυση μιας επιχείρησης μπορεί να διευκολυνθεί με την χρήση αριθμοδεικτών, διότι οι απόλυτοι αριθμοί δεν παρέχουν τις περισσότερες φορές σαφή εικόνα της οικονομικής κατάστασεως των αποτελεσμάτων και γενικότερα της πορείας της επιχειρήσεως.

Οι αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προέλευσης, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων των τομέων της οικονομικής μονάδας και σε τελική ανάλυση, της πραγματικής κατάστασης ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Με το σύστημα των αριθμοδεικτών προσδιορίζεται η σχέση μεταξύ βασικών επιχειρηματικών μεγεθών, διευκολύνεται η επιχειρηματική δράση και επεξηγούνται τα αποτελέσματα που προκύπτουν απ'αυτή. Επιπλέον, με τους αριθμοδείκτες προσδιορίζεται ο βαθμός αποδόσεως των διαφόρων

δραστηριοτήτων της οικονομικής μονάδας, με σκοπό την ορθολογικότερη εκμετάλλευση των μέσων δράσης της (Σακκέλης Ε, 1996).

Η συσχέτιση βασικών μεγεθών από τη θέση και τη δραστηριότητα των οικονομικών μονάδων και ο προσδιορισμός των αριθμοδεικτών, που γίνεται με βάση τα μεγέθη αυτά, οδηγεί στη δημιουργία της πυραμίδας, στην κορυφή της οποίας βρίσκεται ο δείκτης (Καφούσης Γ, 1991) :

Συνολικά Κέρδη

Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού

Με την παραπέρα ανάλυση του κορυφαίου αυτού δείκτη προχωρεί η διερεύνηση στην οικονομική μονάδα προς τρεις βασικές κατευθύνσεις :

1. Την ανάλυση της οικονομικής διαρθρώσεώς της
2. Την ανάλυση της αποδοτικότητάς της
3. Την ανάλυση της διαχειριστικής πολιτικής της

Πηγές Αντλησης Των Αριθμοδεικτών

Για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών τα λογιστικά μεγέθη λαμβάνονται από :

- τον ισολογισμό
- το λογαριασμό γενικής εκμεταλλεύσεως
- το λογαριασμό αποτελέσματα χρήσεως

- τους λογαριασμούς της γενικής λογιστικής
- τους λογαριασμούς της αναλυτικής λογιστικής
- τα λογιστικά και εξωλογιστικά έντυπα και στατιστικά στοιχεία της οικονομικής μονάδας.

Κανόνες Κατάρτισης Των Αριθμοδεικτών

Οι αριθμοδείκτες καταρτίζονται με βάση τους εξής κανόνες (ΕΛΚΕΠΑ, 1987) :

1. Η συσχέτιση των μεγεθών γίνεται κατά τρόπο ώστε οι δείκτες – αριθμοί που προκύπτουν να είναι ευθέως ανάλογοι με την κατάσταση που απεικονίζουν, δηλαδή οι υψηλότεροι δείκτες να αντιστοιχούν σε ευνοϊκότερες καταστάσεις και οι χαμηλότεροι σε δυσμενέστερες.
2. Τα μεγέθη των συσχετίσεων επιλέγονται κατά τρόπο που να μειώνει στο ελάχιστο π.χ τα λάθη ή τις επιπτώσεις νομισματικών διακυμάνσεων.
3. Στη θέση των απόλυτων τιμών, κατά το δυνατό, λαμβάνονται οι τιμές του μέσου όρου.
4. Οι δείκτες που αναφέρονται στην έννοια του κόστους, κατά κανόνα, εκτιμούνται σε συσχέτιση με δείκτες που η σύνθεσή τους βασίζεται σε ποσοτικά δεδομένα.
5. Δείκτες που οι όροι τους αναφέρονται σε διάστημα χρήσεως μικρότερο από δώδεκα (12) μήνες δεν είναι ενδεικτικοί της όλης καταστάσεως της οικονομικής μονάδας και κρίνονται πάντοτε σε συσχέτιση με δείκτες αντίστοιχων χρονικών περιόδων προηγούμενων ετών.

6. Οι δείκτες καλύπτουν όλους τους τομείς δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας. Για τον λόγο αυτό ταξινομούνται σε ομάδες κατά τρόπο που να επιτρέπει μια αρκετά πλατύτερη ανάλυση κάθε δραστηριότητας.
7. Δείκτης μεμονωμένος έχει σχετική μόνο χρησιμότητα. Γι' αυτό επιβάλλεται να γίνεται σύγκριση διαφόρων δεικτών μεταξύ τους, ώστε να εξασφαλίζονται ορθά συμπεράσματα.
8. Οι δείκτες είναι δυνατόν να είναι απλοί ή σύνθετοι.

Πρότυπα Συγκρίσεως Των Αριθμοδεικτών

Ο υπολογισμός των τιμών των αριθμοδεικτών μιας επιχειρήσεως στερείται ιδιαίτερης βαρύτητας αν οι τιμές αυτές δεν συγκριθούν με άλλους δείκτες που θεωρούνται πρότυπα (benchmarks). Μόνο με την σύγκριση αυτή είναι δυνατό να εξαχθούν ακριβή συμπεράσματα.

Υπάρχουν τρεις βασικοί τύποι προτύπων :

Ο πρώτος είναι η ιστορία της επιχείρησης. Χρειάζεται πάντα να κοιτάμε τους δείκτες μιας επιχείρησης σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Αυτό μας επιτρέπει να ανακαλύπτουμε ευνοϊκές ή μη τάσεις που αναπτύσσονται σταδιακά μέσα στον χρόνο, όπως επίσης και στο να εστιάζουμε σε αριθμούς που έχουν αλλάξει ριζικά στην διάρκεια ενός μόλις έτους.

Ο δεύτερος τύπος προτύπου είναι η σύγκριση με συγκεκριμένους ανταγωνιστές. Εάν οι ανταγωνιστές είναι εισηγμένες επιχειρήσεις, μπορούμε εύκολα να βρούμε στοιχεία που θα μας βοηθήσουν στην σύγκριση. Αυτή η σύγκριση είναι πολύτιμη στο να μας βοηθήσει να δούμε εάν η επιχείρηση έχει καταφέρει

καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα από τον ανταγωνιστή. Με το να βρούμε που διαφέρουν οι δείκτες καθορίζουμε σε ποιο τομέα η επιχείρηση έχει καλύτερα ή χειρότερα αποτελέσματα.

Ο τρίτος τύπος προτύπου είναι η σύγκριση με τον κλάδο. Γίνεται δεκτό ότι ως πρότυποι αριθμοδείκτες πρέπει να χρησιμοποιούνται οι αριθμοδείκτες που βασίζονται στα δεδομένα όλων των επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, της οποίας οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν το αντικείμενο της αναλύσεως, δηλαδή οι μέσοι όροι των λογιστικών μεγεθών όλων των επιχειρήσεων του κλάδου. Μόνο στην περίπτωση που στον κλάδο υπάρχουν ακραίες περιπτώσεις επιχειρήσεων με άριστη οικονομική κατάσταση και αποτελέσματα, αλλά και επιχειρήσεις οικονομικά δεινοπαθούσες, διατυπώνεται η άποψη ότι οι πρότυποι αριθμοδείκτες θα πρέπει να βασίζονται στα δεδομένα των πιο επιτυχημένων και αποδοτικών επιχειρήσεων του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση, οπότε οι αριθμοδείκτες αυτοί αποκαλούνται αριθμοδείκτες στόχοι (goal ratios) (ΕΛΚΕΠΑ, 1987).

Χρησιμότητα Των Αριθμοδεικτών

Οι ακόλουθοι βασικοί στόχοι διέπουν την κατάρτιση των αριθμοδεικτών:

- Η εξασφάλιση των μέσων διαγνώσεως και εκτιμήσεως των όρων ή των συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι οικονομικές μονάδες.
- Η κατάρτιση των δεικτών με τρόπο ενιαίο, ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους δείκτες ομοειδών οικονομικών μονάδων.

- Η καλύτερη αξιοποίηση του λογιστικού και στατιστικού υλικού των οικονομικών μονάδων, για την εξυπηρέτηση όχι μόνο των αναγκών τους και ειδικότερα εκείνων που ασχολούνται με την έρευνα των διάφορων τομέων της επιχειρηματικής δραστηριότητας αλλά και γενικότερα π.χ των Οργανισμών ή Υπηρεσιών που ασχολούνται με οικονομικές και κοινωνικές μελέτες σε υψηλότερο επίπεδο.

Χρησιμοποιούμε, επομένως, τους αριθμοδείκτες για να ανακαλύψουμε εάν η επιχείρηση είναι:

- ✓ κερδοφόρα
- ✓ έχει αρκετά διαθέσιμα για να πληρώσει τις υποχρεώσεις της
- ✓ μπορεί να πληρώνει τους υπαλλήλους της με μεγαλύτερους μισθούς
- ✓ μπορεί να πληρώνει τους αναλογούντες φόρους
- ✓ χρησιμοποιεί αποτελεσματικά τα περιουσιακά της στοιχεία
- ✓ έχει πρόβλημα διάρθρωσης κεφαλαίων
- ✓ είναι υποψήφια προς εξαγορά από μια άλλη εταιρία ή επενδυτή

Αφού, λοιπόν, αποφασίσουμε τι ακριβώς θέλουμε να μάθουμε, έπειτα μπορούμε να κρίνουμε ποιους δείκτες χρειάζεται να χρησιμοποιήσουμε για να απαντήσουμε στην ερώτηση ή να επιληφθούμε του προβλήματος που αντιμετωπίζουμε. Υπάρχουν αριθμοδείκτες που θα μας βοηθήσουν στην απάντηση του πρώτου θέματος (είναι κερδοφόρα η επιχείρηση;), αλλά που δεν θα μας δώσουν απάντηση στο δεύτερο ερώτημα (έχει αρκετά διαθέσιμα για να πληρώσει τις υποχρεώσεις της;) κτλ.

Μπορούμε απλά να κάνουμε μια λίστα με τους αριθμοδείκτες που μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε, αλλά προτιμότερο είναι να τους κατηγοριοποιήσουμε. Εάν μελετήσουμε τα ερωτήματα της προηγούμενης παραγράφου θα παρατηρήσουμε ότι αναφερόμαστε σε κέρδη, ρευστότητα, αποτελεσματικότητα, δραστηριότητα και επενδυτική πολιτική. Κατ' αυτό τον τρόπο μπορούμε να βάλουμε τους αριθμοδείκτες σε κατηγορίες οι οποίες έχουν δημιουργηθεί για να μας βοηθήσουν να δώσουμε απαντήσεις στα κάτωθι ζητήματα :

1. Κερδοφορία: Έχει η επιχείρηση επιτύχει ικανοποιητικό κέρδος συγκρινόμενο με τις πωλήσεις της;
2. Αποδοτικότητα: συγκρινόμενο με τα πάγιά της και το απασχολούμενο κεφάλαιο της έχει η επιχείρηση δώσει ικανοποιητικό κέρδος;
3. Ρευστότητα: έχει η επιχείρηση αρκετά χρήματα να ικανοποιήσει τους πιστωτές της;
4. Χρησιμοποίηση παγίων και ενεργητικού: πως χρησιμοποιεί η επιχείρηση το πάγιο ενεργητικό της και σε ποιο βαθμό παγιοποιεί την περιουσία της;
5. Διάρθρωση: είναι η επιχείρηση υπερχρεωμένη ή χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια;
6. Συμμετοχή: Είναι επικερδής η συμμετοχή των μετόχων στην εταιρία ή θα ήταν προτιμότερη για αυτούς μια διαφορετικού είδους επένδυση;

Χρήση Των Λογιστικών Πληροφοριών

Οι τρίτοι – χρήστες που ενδιαφέρονται να ενημερωθούν σχετικά με τα οικονομικά δεδομένα μιας επιχείρησης, εάν ομαδοποιηθούν σε κατηγορίες με

βάση το όφελος που θα αποκομίσουν από τη συμμετοχή τους ή μη στην επιχείρηση, διακρίνονται ως εξής:

1. Επενδυτές
2. Δανειστές
3. Διευθυντές (Managers) της επιχείρησης
4. Εργαζόμενοι
5. Προμηθευτές και λοιποί Πιστωτές
6. Πελάτες
7. Η κυβέρνηση και οι υπηρεσίες της
8. Το κοινό
9. Οικονομικοί Αναλυτές
10. Περιβαλλοντικές ομάδες
11. Ερευνητές : και ακαδημαϊκοί και επαγγελματίες

Οι χρήστες που παρατέθηκαν ως άνω, ο καθένας έχοντας διαφορετικό ενδιαφέρον, επιθυμούν να γνωρίζουν συγκεκριμένα στοιχεία για την επιχείρηση και θέτουν διαφορετικά ερωτήματα (Πίνακας 2.1) και σε συνδυασμό με την κατηγοριοποίηση των αριθμοδεικτών ικανοποιούμε τα ερωτήματα που έχουν θέσει (Πίνακας 2.2).

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.1 : Κατηγορίες Ενδιαφερομένων

Επενδυτές	Να τους βοηθήσουμε να καθορίσουν εάν θα αγοράσουν μετοχές της επιχείρησης, εάν θα διατηρήσουν τις μετοχές που έχουν ή εάν θα πωλήσουν αυτές που διαθέτουν. Επιθυμούν επίσης να γνωρίζουν εάν η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πληρώσει μερίσματα.
Δανειστές	Να καθορίσουν εάν η επιχείρηση θα μπορεί να πληρώσει τα δάνεια και τους τόκους στην λήξη τους.
Managers	Θέλουν συνολικές πληροφορίες ή πληροφορίες ανά τμήμα ή business unit για να καθορίσουν την πλήρη εικόνα της επιχείρησης
Εργαζόμενοι	Επιθυμούν να λάβουν πληροφορίες σχετικά με την σταθερότητα και την κερδοφορία των εργοδοτών τους, να γνωρίζουν την ικανότητα της επιχείρησης για την καταβολή τυχόν αποζημιώσεων, παροχών και επαγγελματικών ευκαιριών.
Προμηθευτές και λοιποί Πιστωτές	Οι προμηθευτές θα διαβάσουν τους ισολογισμούς για να δουν αν έχουν προβλήματα, και επιθυμούν να γνωρίζουν εάν οι πελάτες τους πρόκειται να πληρώσουν τους λογαριασμούς τους
Πελάτες	Τους ενδιαφέρει η πορεία της επιχείρησης ειδικά εάν έχουν μακροχρόνια συμβόλαια μαζί της.
Κυβέρνηση	Ενδιαφέρεται για την φορολογία των κερδών τους και το νομικό πλαίσιο μέσα στο οποίο θα δραστηριοποιούνται.
Τοπική κοινωνία	Η ανάπτυξη εταιριών έχει αντίκτυπο σε όλη την τοπική κοινωνία
Οικονομικοί Αναλυτές	Χρειάζεται να γνωρίζουν τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων, ώστε να φέρουν εις πέρας τις μελέτες τους.
Περιβαλλοντικές ομάδες	Πολλές οργανώσεις εκδίδουν αναφορές που έχουν σκοπό να ενημερώσουν το κοινό για τον τρόπο με τον οποίο οι επιχειρήσεις εργάζονται για την προστασία του περιβάλλοντος.
Ερευνητές	Ανάλογα με την έρευνα που εκπονούν τους ενδιαφέρουν οι στατιστικές αναλύσεις και τα διαχρονικά ποσοτικά και ποιοτικά στοιχεία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.2 : Αριθμοδείκτες Σε Συνδυασμό Με Τις Κατηγορίες Των Χρηστών

Επενδυτές	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
Δανειστές	Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης
Managers	Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας
Εργαζόμενους	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
Προμηθευτές και λοιποί Πιστωτές	Δείκτες Ρευστότητας
Πελάτες	Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας
Κυβέρνηση	Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας
Τοπική Κοινωνία	Αυτή μπορεί να είναι μακρά και ενδιαφέρουσα λίστα
Οικονομικούς αναλυτές	Ενδεχομένως όλους τους δείκτες
Περιβαλλοντικές Ομάδες	Δαπάνες ή μέτρα που αφορούν το περιβάλλον
Ερευνητές	Εξαρτάται από την φύση της μελέτης τους

Ταξινόμηση Των Αριθμοδεικτών Που Παρουσιάζονται Στην Παρούσα Εργασία

Οι αριθμοδείκτες ταξινομούνται σε διάφορες κατηγορίες ανάλογα με τα κριτήρια που χρησιμοποιούνται στην κατάρτισή τους και στον τύπο της επιχειρηματικής έρευνας και αναλύσεως που επιδιώκεται.

Για την παρούσα μελέτη θα ταξινομήσουμε τους αριθμοδείκτες σε έξι κατηγορίες και συγκεκριμένα:

1. Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας
2. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
3. Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

4. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
5. Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

2.1.1 Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας

Ένας ορισμός του κέρδους είναι ότι αντιπροσωπεύει το πλεόνασμα του εισοδήματος σε σχέση με τις δαπάνες. Ο ορισμός και η μέτρηση του κέρδους αποτελούν πεδίο έντονης αντιπαράθεσης μεταξύ των λογιστών και των οικονομολόγων.

Οι οικονομολόγοι στρέφουν την προσοχή τους στην παρούσα αξία του μελλοντικού εισοδήματος, δηλαδή στο τι μπορεί να συμβεί στο μέλλον. Εν αντιθέσει, οι λογιστές ενδιαφέρονται περισσότερο για το τι συνέβη στο παρελθόν, δηλαδή, το εισόδημα μείον τις δαπάνες. Παρά τις αντιπαραθέσεις και οι δύο ομάδες συμφωνούν πως για να καταλήξουν σε ένα νούμερο για το κέρδος πρέπει να λάβουν υπόψη τα πάγια στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν ή το κεφάλαιο που απασχόλησε η εταιρεία για να δημιουργήσει το κέρδος. Πριν ανακοινωθεί το κέρδος, η χρήση μέρους των περιουσιακών στοιχείων ή του απασχολούμενου κεφαλαίου της επιχείρησης πρέπει να χρεωθεί ως μέρος του συνολικού ετήσιου κόστους και δαπανών. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της απόσβεσης. Μπορούμε να το ερμηνεύσουμε ως αποταμίευση πόρων για την μελλοντική αντικατάσταση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, όταν αυτό κριθεί απαραίτητο. Εάν μια εταιρία δεν τηρεί την αρχή της κεφαλαιακής συντήρησης και καταβάλλει φόρο στην κυβέρνηση ή μερίσματα στους μετόχους

της από το ποσό το οποίο δεν έχει χρεώσει ως απόσβεση, δεν θα παρακρατήσει πόρους για την επαρκή συντήρηση της βάσης των περιουσιακών της στοιχείων και των συνεπαγόμενων λειτουργιών της. Αυτό θα έχει αντίκτυπο στο άλλο σκέλος του ισολογισμού ως μείωση των μεριδίων των μετόχων στην επιχείρηση. Ως εκ τούτου το απασχολούμενο κεφάλαιο και η μελλοντική ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της προς τους πιστωτές και τους δανειστές της θα υπονομευθεί (Vause B., 2004).

Η αφετηρία για την ανάλυση και αξιολόγηση της κερδοφορίας είναι η ετήσια έκθεση που παρέχει σε τακτική βάση δεδομένα περί της δραστηριότητας της εταιρίας. Η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης εμφανίζει τα έσοδα και τα έξοδα της εταιρίας. Το αποτέλεσμα είναι κέρδος όταν το συνολικό εισόδημα είναι μεγαλύτερο από τα συνολικά έξοδα και στην αντίθετη περίπτωση είναι ζημία. Άρα κέρδος = συνολικό εισόδημα – κόστος. Αυτή η εξίσωση προσφέρει έναν απλό ορισμό του κέρδους. Αλλά το ερώτημα που γεννάται είναι πως υπολογίζεται το κέρδος. Καθώς είναι σχεδόν αδύνατο να έχουμε σαφή και αναμφισβήτητο ορισμό του κόστους οποιουδήποτε προϊόντος ή υπηρεσίας, είναι δύσκολο να ορίσουμε το κέρδος και κατά συνέπεια να ερμηνεύσουμε το νούμερο που κάθε εταιρία εμφανίζει ως κέρδος. Είναι εύκολο να δημιουργήσουμε ένα πίνακα, επιλέγοντας εταιρίες που λειτουργούν σε έναν επιχειρηματικό τομέα και να τις κατατάξουμε ανάλογα με την νομισματική αξία του ετήσιου κέρδους τους. Αυτός ο κατάλογος με το μεγαλύτερο αριθμητικό κέρδος στην κορυφή και το μικρότερο στη βάση, θα αποκαλύψει ποια από αυτές τις εταιρίες πραγματοποίησε μεγαλύτερο κέρδος. Θα αποκαλύψει επίσης το συνολικό κέρδος που πραγματοποίησαν όλες οι επιλεγμένες εταιρίες. Εν

τούτοις, ένας παρόμοιος κατάλογος δεν θα μας παρουσιάσει ποια από τις εταιρίες είναι η πλέον κερδοφόρος.

Έτσι δημιουργήθηκε η ανάγκη χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών κερδοφορίας, οι οποίοι αναφέρονται, αφενός στη σχέση των κερδών και απασχολούμενων στην επιχείρηση κεφαλαίων και αφετέρου στις σχέσεις μεταξύ κερδών και πωλήσεων. Οι αριθμοδείκτες κερδοφορίας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μίας ή και περισσότερων χρήσεων και απαντούν σε ερωτήματα σχετικά με τον εάν τα κέρδη ήταν ικανοποιητικά, ποια ήταν η απόδοση των κεφαλαίων της, ποια ήταν η απόδοση από τις κύριες δραστηριότητές της κλπ. Γενικά οι αριθμοδείκτες αυτοί υπολογίζονται είτε με βάση τις πωλήσεις της επιχειρήσεως κατά τη διάρκεια μιας χρήσεως, είτε με βάση τις επενδύσεις της.

Στην παρούσα ενότητα θα αναλυθούν οι κάτωθι αριθμοδείκτες κερδοφορίας (profitability ratios) και συγκεκριμένα :

1.	Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους - Gross Profit Margin
2.	Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους - Operations Profit Margin
3.	Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους - Net Profit Margin

1. Αριθμοδείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους

Στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως, το πρώτο κέρδος, το οποίο εμφανίζεται είναι το μικτό κέρδος που παράγεται εάν αφαιρέσουμε το κόστος των πωλήσεων από το ετήσιο εισόδημα πωλήσεων. Συνήθως, θεωρούμε δεδομένο ότι το κόστος των πωλήσεων περιλαμβάνει όλα τα άμεσα υλικά και τις υπηρεσίες που παρέχουν οι προμηθευτές, την άμεση αμοιβή των απασχολουμένων και κάθε είδους άμεσο κόστος.

$$\text{Δείκτης Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Μικτά Κέρδη}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

$$\text{Ποσοστό Μικτού Κέρδους} = 100 * \frac{\text{Μικτό κέρδος}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

Το μικτό περιθώριο κέρδους προσφέρει μια λογική ένδειξη της βασικής κερδοφορίας μιας επιχείρησης, δείχνει δηλαδή το οικονομικό αποτέλεσμα (περιθώριο) που έχει η επιχείρηση ώστε να καλύψει:

- Το λειτουργικό της κόστος (αυτό που δεν απορροφάται από το κόστος παραγωγής) όπως τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας, τα έξοδα διάθεσης των προϊόντων, τα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης.
- Τα χρηματοοικονομικά έξοδα (τόκοι δανείων, προμήθειες τραπεζών κτλ).

- Τις λειτουργικές αποσβέσεις των παγίων στοιχείων.
- Τυχόν έκτακτα αποτελέσματα που ενδεχομένως να προκύψουν.
- Τους φόρους που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση.
- Τα μερίσματα που πρέπει να διανείμει στους μετόχους.

Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να έχει αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά της και άλλα έξοδα και συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους τόσο μεγαλύτερη, από άποψη κερδών, είναι η θέση της επιχείρησης, διότι μπορεί να αντιμετωπίσει χωρίς δυσκολία αύξηση του κόστους των πωλουμένων προϊόντων της. Γενικά μπορούμε να πούμε ότι η επίδραση από μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωληθέντων θα είναι λιγότερο δυσμενής στην επιχείρηση εκείνη που έχει υψηλό αριθμοδείκτη μικτού κέρδους, από ότι θα είναι σε μια άλλη επιχείρηση με χαμηλό το σχετικό αριθμοδείκτη. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοικήσεως μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους δείχνει μια όχι καλή πολιτική της διοίκησης στον τομέα αγορών και πωλήσεων (Αρτίκης Γ., 2003). Το γεγονός αυτό οδηγεί σε στασιμότητα πωλήσεων με αποτέλεσμα να μην πραγματοποιούνται αγορές σε μεγάλες ποσότητες, που θα μπορούσαν να επιτευχθούν σε χαμηλές τιμές. Είναι όμως δυνατόν, μια επιχείρηση να έχει θέσει σκόπιμα ένα χαμηλό περιθώριο κέρδους, προκειμένου να επιτύχει αύξηση του όγκου των πωλήσεων ή αύξηση των

πωλήσεων ενός νέου προϊόντος της, ώστε να διευρύνει την δυναμική παρουσία της στην αγορά.

Ως εκ τούτου, μολονότι, ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού κέρδους, φαίνεται εκ πρώτης όψεως ότι είναι προτιμητέος εν τούτοις θα πρέπει να ληφθούν υπ' όψη και άλλοι παράγοντες. Για παράδειγμα μια επιχείρηση με χαμηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να εφαρμόζει μια δυναμική πολιτική πωλήσεων κατά την οποία να πραγματοποιεί υψηλά κέρδη λόγω του μεγάλου όγκου πωλήσεων, αντισταθμίζοντας έτσι το χαμηλό της περιθώριο κέρδους. Αντίθετα, μια επιχείρηση με υψηλό περιθώριο κέρδους μπορεί να είναι μια καθετοποιημένη επιχείρηση, οπότε το συνολικό κέρδος όλων των επιμέρους διαδικασιών επιτυγχάνεται με βάση την τιμή πωλήσεως των έτοιμων προϊόντων της. Μια επιχείρηση που βρίσκεται στο τελευταίο στάδιο της παραγωγικής διαδικασίας θα έχει ένα πολύ μικρότερο περιθώριο κέρδους, εφόσον δεν συνυπολογίζει τα κέρδη των προηγούμενων σταδίων. Τέλος, θα πρέπει να πούμε ότι ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μπορεί να παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει κάνει επενδύσεις, που δεν δικαιολογούνται από τον όγκο των πωλήσεών της με αποτέλεσμα να έχει αυξημένο κόστος παραγωγής των προϊόντων της (Αρτίκης Γ., 2003). Στο σημείο αυτό θα πρέπει να σημειωθεί ότι το κόστος των πωληθέντων προϊόντων μιας επιχειρήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις της εξαρτάται και από την ακολουθούμενη μέθοδο αποτιμήσεως των αποθεμάτων. Έτσι σε περιόδους πληθωρισμού, αν ακολουθείται η μέθοδος FIFO θα έχει ως αποτέλεσμα αυξημένο περιθώριο κέρδους (μειωμένο κόστος πωληθέντων) από ότι αν ακολουθείται η μέθοδος LIFO (αυξημένο κόστος πωληθέντων). Αφού ο αριθμοδείκτης μικτού κέρδους μας δείχνει το πόσο επικερδής είναι μια επιχείρηση από την πώληση των προϊόντων της, η συνεχής παρακολούθηση

αυτού για μια σειρά ετών μας παρέχει ένδειξη για την πορεία της εταιρίας διαχρονικά (Νιάρχος Ν., 2002). Εξ' άλλου, ο αριθμοδείκτης αυτός καθιστά δυνατή τη σύγκριση μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων. Στην περίπτωση όμως αυτή απαιτείται μεγάλη προσοχή, ώστε τα χρησιμοποιούμενα στοιχεία των επιχειρήσεων να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους.

2. Αριθμοδείκτης Λειτουργικού Περιθωρίου Κέρδους

Το λειτουργικό κέρδος έπεται του μικτού κέρδους στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως. Το περιθώριο λειτουργικού κέρδους προκύπτει αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών κερδών με το σύνολο του κύκλου εργασιών της επιχείρησης.

Δείκτης Περιθωρίου
Λειτουργικού Κέρδους

= 100*

Λειτουργικά κέρδη

Κύκλος Εργασιών

Τα λειτουργικά κέρδη (ονομάζονται και κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων EBITDA = Earnings Before Interest Taxes and Depreciation) προκύπτουν αν από τον κύκλο εργασιών αφαιρέσουμε το κόστος των πωλήσεων (παραγωγής και προϊόντων), τα έξοδα διοικητικής λειτουργίας, τα έξοδα διάθεσης και έρευνας και ανάπτυξης.

Το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους δείχνει το οικονομικό αποτέλεσμα (περιθώριο) το κέρδος δηλαδή που μένει στην επιχείρηση από τις πωλήσεις των προϊόντων της έχοντας αφαιρέσει τα αναλογούντα έξοδα. Αντικατοπτρίζει καλύτερα την εικόνα της επιχείρησης και την ικανότητά της να δημιουργεί εισόδημα από τις πωλήσεις της, γιατί αναφέρεται στο καθαρά «λειτουργικό αποτέλεσμα», δηλαδή τα κέρδη που προκύπτουν από την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης και όχι από πηγές άσχετες με το αντικείμενο δραστηριότητάς της.

Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερα για την επιχείρηση. Εάν μια επιχείρηση έχει ένα συνεπές επίπεδο μικτού περιθωρίου, αλλά πτωτικό λειτουργικό περιθώριο κέρδους, αξίζει να ερευνήσουμε την αιτία. Μια εξήγηση θα μπορούσε να είναι ο αποτελεσματικός έλεγχος της αγοράς και βασικού κόστους, αλλά ο ελλιπής έλεγχος γενικού κόστους, το οποίο αυξάνεται χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη βελτίωση στο εισόδημα πωλήσεων.

3. Αριθμοδείκτης Καθαρού Κέρδους

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους προκύπτει αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη (προ ή μετά φόρων) με το σύνολο του κύκλου εργασιών της επιχείρησης για τη χρήση.

$$\text{Δείκτης Καθαρού Κέρδους} = 100^* \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμεταλλεύσεως}}{\text{Κύκλος Εργασιών}}$$

Τα καθαρά κέρδη είναι αυτά που προκύπτουν, μετά την αφαίρεση του κόστους παραγωγής των εξόδων διοικητικής λειτουργίας και διάθεσης προϊόντων, των έκτακτων εξόδων των προβλέψεων κτλ και αφού προστεθούν τυχόν έκτακτα έσοδα, έσοδα από χρηματοοικονομικές πράξεις κλπ. Το καθαρό περιθώριο κέρδους δείχνει το οικονομικό αποτέλεσμα (περιθώριο) που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση όλων των παραπάνω στοιχείων. Όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης σε σχέση με τις υπόλοιπες εταιρίες του κλάδου τόσο καλύτερα για την εταιρία. Ο δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους είναι σημαντικός καθώς δείχνει τα ποσοστά καθαρού κέρδους που βγάζει η εταιρία από κάθε πώληση που πραγματοποιεί και αφού έχει πληρώσει σχεδόν όλες τις υποχρεώσεις της. Εταιρίες που λειτουργούν σε κλάδους με μεγάλα περιθώρια κέρδους είναι ελκυστικές και το γεγονός του υψηλού περιθωρίου κέρδους δίνει μια μικρή εγγύηση ότι η κερδοφορία θα συνεχιστεί και στο μέλλον. Αντίθετα, μερικοί κλάδοι χαρακτηρίζονται από φτωχά περιθώρια κέρδους λόγω του αυξημένου ανταγωνισμού (Νιάρχος Ν.,2002). Υπάρχουν όμως και μειονεκτήματα που σχετίζονται με τον δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους, καθώς στα καθαρά κέρδη εμπεριέχονται και κέρδη που δεν είναι «λειτουργικά», όπως κέρδη από πωλήσεις συμμετοχών και χρεογράφων, κέρδη από τόκους, έκτακτα έσοδα κλπ τα οποία δεν είναι βέβαιο ότι θα επαναληφθούν και στην επόμενη εταιρική χρήση και ενδεχομένως να μας οδηγήσει σε μη ασφαλή και αντιπροσωπευτικά συμπεράσματα.

2.1.2 Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Το επόμενο βήμα για την ανάλυση της κερδοφορίας μιας επιχείρησης είναι ο συνδυασμός πληροφοριών από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης και τον ισολογισμό, έτσι ώστε να μας βοηθήσει να μετρήσουμε πόσο αποτελεσματικά μια εταιρία χρησιμοποιεί τα περιουσιακά της στοιχεία ή το απασχολούμενο κεφάλαιό της.

	A	B	Γ
Πωλήσεις	100	100	100
Κέρδος	20	20	27
Περιουσιακά Στοιχεία	100	125	150
Περιθώριο Κέρδους	20%	20%	27%

Για παράδειγμα, οι εταιρίες A και B έχουν ένα περιθώριο κέρδους 20% και η Γ έχει περιθώριο κέρδους 27%. Στη βάση αυτού του μέτρου, η Γ φαίνεται να είναι πιο κερδοφόρος εταιρία και είναι αδύνατον να διακρίνουμε μεταξύ της A και της B. Οι δείκτες που θα ακολουθήσουν μπορεί να χρησιμοποιηθούν για μια πιο λεπτομερή ανάλυση.

Το συνολικό ποσοστό απόδοσης κεφαλαίου ή ενεργητικού μπορεί να υπολογισθεί εάν διαιρέσουμε το κέρδος που λαμβάνουμε από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως με το ενεργητικό ή το απασχολούμενο κεφάλαιο, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό και εκφράσουμε το πηλίκο σε ποσοστό.

Τίθεται το ερώτημα ποιο κέρδος θα χρησιμοποιήσουμε; Όταν ασχολούμαστε με δείκτες κερδοφορίας είναι σημαντικό να γνωρίζουμε ότι δεν υπάρχει μια και μοναδική μέθοδος υπολογισμού των ποσοστών απόδοσης και ότι ο ίδιος όρος μπορεί να αναφέρεται σε εντελώς διαφορετικά πράγματα. Το ποσοστό απόδοσης ενεργητικού μπορεί να προκύψει εάν χρησιμοποιήσουμε το μικτό , λειτουργικό, το καθαρό περιθώριο κέρδους. Συνήθως δεν χρησιμοποιούμε το μικτό κέρδος σαν μέτρο ποσοστού απόδοσης αλλά αυτό δεν σημαίνει πως κάποιες εταιρίες δεν μπορούν να το χρησιμοποιήσουν, προκειμένου να έχουν μια βάση για συγκρίσεις απόδοσης και για ανάλυση ενός επιχειρηματικού τομέα (Vause B., 2004).

Ποιο μέτρο κέρδους λοιπόν να χρησιμοποιούμε; (Cahill M., 2003) Ένα μέτρο κερδοφορίας που είναι ιδιαίτερα δημοφιλές στην εποχή μας είναι τα κέρδη προ αποσβέσεων, τόκων και φόρων (EBITDA). Υποστηρίζεται πως αυτό το μέτρο απομακρύνει όλα τα περιττά και επικεντρώνει στην πραγματική κερδοφορία μιας επιχείρησης, καθώς δεν προκαταλαμβάνεται από την κεφαλαιακή της διάρθρωση, τα φορολογικά συστήματα ή τις πολιτικές αποσβέσεων. Ο EBITDA μπορεί να είναι χρήσιμος ως επί μέρους εργαλείο για τη λεπτομερή ανάλυση μιας εταιρίας, αλλά υπάρχουν ρωγμές στη λεγόμενη άψογη τελειότητά του. Ο EBITDA παραβλέπει το κόστος των παγίων στοιχείων που απασχολούνται σε μια επιχείρηση, παρόλο που και αυτά αποτελούν λειτουργικό κόστος. Ως μέτρο κερδοφορίας απέχει πολύ από την τελική γραμμή των συνολικών αποτελεσμάτων χρήσης και έτσι παραβλέπει όχι μόνο την απόσβεση, αλλά τους τόκους και τους φόρους. Μια εταιρία που έχει υποστεί μια μετά τον φόρο ζημία

από μια μεγάλη επένδυση σε πάγια στοιχεία που την έχει χρηματοδοτήσει με σημαντικό δανεισμό μπορεί να εμφανίζεται υγιέστατη στη βάση του EBITDA (Νιάρχος Ν., 2002). Όποιο κέρδος και να επιλέξουμε, το τελικό αποτέλεσμα θα είναι η απόδοση ενεργητικού, αλλά το καθένα από τα πιθανά κέρδη θα έχει ως αποτέλεσμα διαφορετικό επίπεδο απόδοσης. Για κάθε δείκτη ο παρανομαστής είναι σταθερός αλλά χρησιμοποιείται διαφορετικός αριθμητής. Πριν χρησιμοποιήσουμε ένα νούμερο ποσοστού απόδοσης, πρέπει να ελέγχουμε ποιο κέρδος έχει χρησιμοποιηθεί για την παραγωγή του δείκτη.

Παρόμοια προβλήματα μπορούν να προκύψουν όταν επιλέγουμε τον παρανομαστή για δείκτη Απόδοσης Ενεργητικού. Θα μπορούσε να είναι το σύνολο του ενεργητικού, τα λειτουργικά ή τα καθαρά απασχολούμενα πάγια στοιχεία. Όποια νούμερα και αν χρησιμοποιούνται, ο τελικός δείκτης περιγράφεται σωστά ως Ποσοστό Απόδοσης Ενεργητικού για την ενδιαφερόμενη εταιρία. Εάν οι τρεις εταιρίες στο προηγούμενο παράδειγμα είχαν χρησιμοποιήσει διαφορετικούς ορισμούς για το κέρδος και το ενεργητικό, θα ήταν ανώφελο από πρακτική άποψη να καταλήξουμε σε συμπεράσματα μέσω της σύγκρισης των ποσοστών απόδοσής τους. Εν συντομία, όταν υπολογίζουμε συγκριτικά ποσοστά απόδοσης είναι σημαντικό να υπάρχει συνέπεια τόσο στον αριθμητή όσο και στον παρανομαστή της εξίσωσης.

Χρειάζεται εδώ να θέσουμε το ζήτημα της μέσης τιμής του Ενεργητικού. Λαμβάνοντας ένα νούμερο για τα περιουσιακά στοιχεία ή το κεφάλαιο από τον ισολογισμό, προκειμένου να το χρησιμοποιήσουμε ως μέτρο απόδοσης, δημιουργείται ένα πρόβλημα: ο ισολογισμός παρέχει την οικονομική εικόνα της

επιχείρησης την τελευταία ημέρα του οικονομικού έτους της. Η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως εμφανίζει την ικανότητα της εταιρίας να παράγει εισόδημα και κέρδος κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους της. Η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως είναι δυναμική και καλύπτει όλο το έτος, ο ισολογισμός είναι στατικός και δείχνει τη θέση της μόνο κατά το τέλος του έτους. Ο ισολογισμός του τέλους του έτους ενσωματώνει τα παρακρατημένα κέρδη που εμφανίζονται στο κάτω μέρος της κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης του τρέχοντος έτους. Η χρηματοδότηση που χρησιμοποίησε η εταιρεία κατά τη διάρκεια του έτους προς επένδυση σε λειτουργικά στοιχεία, ακόμα και τις τελευταίες ημέρες του έτους, εμφανίζεται στον ισολογισμό ως πηγή χρηματοδότησης και ως περιουσιακό στοιχείο. Όσον αφορά τους δείκτες των ποσοστών απόδοσης, υπάρχει μια αναντιστοιχία μεταξύ της κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης και του ισολογισμού.

Για να ξεπεράσουμε αυτό το πρόβλημα συχνά χρησιμοποιούμε ένα μέσο όρο για τα περιουσιακά στοιχεία ή το κεφάλαιο όταν υπολογίζουμε ποσοστά απόδοσης (Αρτίκης Γ., 2003). Κάτι τέτοιο εξασφαλίζει σίγουρα έναν πιο ακριβή δείκτη, αλλά στις περισσότερες περιπτώσεις δεν αξίζει τον κόπο και τον χρόνο που απαιτούνται. Επιπλέον, μπορεί να είναι δύσκολο να αναζητήσει κανείς τα απαραίτητα δεδομένα για την προηγούμενη χρονιά. Μια περίπτωση όπου είναι απαραίτητη μια ενδελεχέστερη ανάλυση και χρήση ενός νούμερου που εκφράζει το μέσο όρο των περιουσιακών στοιχείων και του κεφαλαίου ή κάποια άλλη κατάλληλη διορθωτική προσαρμογή, έχουμε όταν η εταιρία έχει υποστεί σημαντικές αλλαγές κατά την διάρκεια του έτους. Για παράδειγμα μπορεί να έχει

κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ή να έχει προβεί σε μεγάλη εξαγορά ή πώληση.

Στην παρούσα ενότητα θα αναλυθούν οι κάτωθι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας (rate of return ratios) και συγκεκριμένα:

1.	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενου Κεφαλαίου – Return on Capital Employed
2.	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού – Return on Total Asset
3.	Συνδυασμένος Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού – The Du Pont Equation
4.	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων – Return on Equity

1. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενου Κεφαλαίου

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει την αποδοτικότητα της επιχειρήσεως ανεξάρτητα από τις πηγές προελεύσεως των κεφαλαίων της. Ακόμα μας δείχνει α) την ικανότητα της για πραγματοποίηση κερδών β) το βαθμό επιτυχίας της διοικήσεώς της στη χρησιμοποίηση των ιδίων και ξένων κεφαλαίων.

Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης αυτός μετράει την κερδοφόρα δυναμικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων (ιδίων + ξένων) και μπορεί να υπολογιστεί είτε για το σύνολο μιας επιχειρήσεως είτε για τμήματα αυτής.

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων γίνεται αν διαιρέσουμε τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης πριν από την αφαίρεση των τόκων και των λοιπών χρηματοοικονομικών εξόδων με το σύνολο των απασχολούμενων σ' αυτήν κεφαλαίων κατά τη χρήση αυτή:

Αποδοτικότητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων	= 100*	Καθαρά Κέρδη Εκμετ.+Χρηματοοικονομικά Έξοδα
		Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια

Ο δείκτης αυτός είναι ένας από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες μετρήσεως της αποδοτικότητας μιας επιχειρήσεως διότι:

- Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνόλου απασχολούμενων κεφαλαίων μπορεί εύκολα να μηδενιστεί, σε περίπτωση που η επιχείρηση αντιμετωπίσει περίοδο κρίσεως.
- Αν ο αριθμοδείκτης αυτός είναι χαμηλότερος από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τυχόν αύξηση αυτών θα μειώσει τα κατά μετοχή κέρδη της επιχείρησης, εκτός αν τα νέα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιηθούν σε τομείς όπου η αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων σ' αυτούς κεφαλαίων είναι υψηλότερη από τη μέση αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης.

- Ένας μόνιμα χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικών κεφαλαίων ενός ή περισσότερων τμημάτων μιας επιχείρησης παρέχει ένδειξη για ενδεχόμενη διακοπή της δραστηριότητάς τους, αν φυσικά αυτά δεν αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα της όλης επιχείρησης.
- Ο υπολογισμός της αποδοτικότητας του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων αποτελεί, κατά κάποιο τρόπο, οδηγό στις περιπτώσεις που μια επιχείρηση πρόκειται να προβεί σε εξαγορά κάποιας άλλης ή άλλων επιχειρήσεων ή να αναλάβει νέες δραστηριότητες.

Εάν η προσδοκώμενη απόδοση των κεφαλαίων που πρόκειται να απασχοληθούν δεν είναι ελκυστική, θα πρέπει η επιχείρηση να αποφύγει τέτοιες κινήσεις. Συμβαίνει πολλές φορές κατά τη διάρκεια της χρήσεως να έχουμε αύξηση των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως είτε από αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου είτε από παροχή νέων πιστώσεων προς αυτήν εκ μέρους πιστωτικών οργανισμών ή άλλων πιστωτών. Στην περίπτωση αυτή είναι απαραίτητο να υπολογιστεί το ύψος των κεφαλαίων που πράγματι απασχολήθηκε σε όλη τη διάρκεια της χρήσεως.

Πραγματικό ύψος συνολικών κεφαλαίων =	Συνολικά Κεφάλαια Αρχής + Συνολικά Κεφάλαια Τέλους <hr/> 2
--	---

Σημειώνεται ότι οι τόκοι των ξένων κεφαλαίων προστίθενται στα καθαρά κέρδη, γιατί αποτελούν την αμοιβή των πιστωτών της επιχειρήσεως για την προσφορά ξένων κεφαλαίων τους, όπως ακριβώς τα μερίσματα αποτελούν την αμοιβή των φορέων της, για την προσφορά των ιδίων κεφαλαίων.

Δεδομένου ότι τα χρηματοοικονομικά έξοδα μειώνουν τα κέρδη της επιχειρήσεως ανάλογα με τον συντελεστή φορολογίας που ισχύει κάθε φορά, θα πρέπει το ποσό των εκάστοτε αναλογούντων φόρων να αφαιρείται από τα χρηματοοικονομικά έξοδα και από τα κέρδη που προκύπτουν πριν από τους τόκους. Αν υποθεθεί ότι ο μέσος συντελεστής φορολογίας των κερδών μιας επιχειρήσεως είναι 45%, αυτό σημαίνει ότι στα καθαρά κέρδη θα πρέπει να προστίθεται το 55% των χρηματοοικονομικών εξόδων (Νιάρχος Ν., 2002). Αν ληφθούν υπόψη τα παραπάνω δεδομένα, η σχέση που δίνει την αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως διαμορφώνεται ως εξής:

Αποδοτικότητα Συνολικά Απασχολούμενων Κεφαλαίων	= 100*	$\frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμετάλλευσης} + \text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1-Συντ.Φορ)}}{\text{Ύψος Συνόλου Απασχολούμενων Κεφαλαίων}}$
--	--------	--

Η εξέταση του εν λόγω αριθμοδείκτη διαχρονικά, εκτός του ότι δείχνει την πορεία της αποδοτικότητας της επιχειρήσεως στο παρελθόν, παρέχει συγχρόνως και ένδειξη για την μελλοντική της εξέλιξη, με την προϋπόθεση βέβαια, ότι θα διατηρηθούν οι ίδιες συνθήκες λειτουργίας της. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι επίσης πολύ χρήσιμος στις περιπτώσεις:

1. Συγκρίσεων της αποδοτικότητας μιας επιχειρήσεως από έτος σε έτος λόγω μεταβολής της διαρθρώσεως των κεφαλαίων της.
2. Συγκρίσεων της αποδοτικότητας επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου της αγοράς.

Στην τελευταία αυτή περίπτωση πρέπει τα στοιχεία να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους, πράγμα που στην πράξη δεν συνίσταται εύκολα λόγω του διαφορετικού τρόπου υπολογισμού και εμφανίσεως των διαφόρων κονδυλίων που εφαρμόζει κάθε επιχείρηση (διαφορετική πολιτική αποσβέσεων, εμφάνιση ή μη στα κέρδη των μη λειτουργικών εσόδων και εξόδων κλπ).

Θα πρέπει να τονιστεί στο σημείο αυτό ότι μια αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως είναι επόμενο να εμφανίσει μειωμένη απόδοση των συνολικών απασχολούμενων κεφαλαίων για τους εξής λόγους:

1. Θα εμφανίσει αυξημένα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια διότι η υπεραξία που θα προκύψει από την αναπροσαρμογή των παγίων περιουσιακών της στοιχείων θα αυξήσει τα αποθεματικά της επιχειρήσεως και
2. Θα αυξήσει, ενδεχομένως, το ύψος των πραγματοποιούμενων αποσβέσεων, με αποτέλεσμα την εμφάνιση μειωμένων κερδών.

Χαμηλή αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων ενδέχεται να σημαίνει μια κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση, σε σύγκριση με τις πωλήσεις της, υψηλές δαπάνες για την επίτευξη των πωλήσεών της, υψηλά γενικά έξοδα, κακή διαχείριση και γενικά δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Αντίθετα, υψηλή αποδοτικότητα παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση βαδίζει σωστά και σταθερά χωρίς να αντιμετωπίζει τους παραπάνω αρνητικούς παράγοντες.

Για να ελεγχθεί αν η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων απέδωσε ή όχι σε μια επιχείρηση συγκρίνεται η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων της με το συνολικό κόστος των ξένων κεφαλαίων. Το μέσο κόστος των ξένων κεφαλαίων βρίσκεται εάν διαιρέσουμε το σύνολο των τόκων που καταβλήθηκαν μέσα σε μια χρήση, με το σύνολο των ξένων κεφαλαίων. Αν η απόδοση των συνολικών κεφαλαίων της επιχειρήσεως είναι μεγαλύτερη από το κόστος των ξένων κεφαλαίων, τότε η προσφυγή στον δανεισμό υπήρξε συμφέρουσα. Στην αντίθετη περίπτωση η χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων δεν ήταν επωφελής για την επιχείρηση. Πάντως για να υπολογισθεί το μέσο κόστος των ξένων κεφαλαίων πρέπει να είναι γνωστά τόσο το ύψος των ξένων κεφαλαίων όσο και οι τόκοι που καταβλήθηκαν για αυτά μέσα στην χρήση. Τα στοιχεία αυτά δεν είναι συνήθως γνωστά στον εξωτερικό αναλυτή, γιατί, δεν γνωρίζει ακριβώς, αν και πότε μέσα στη χρήση χορηγήθηκαν στην επιχείρηση νέες πιστώσεις.

2. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης αυτός μετρά την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως καθώς και των επί μέρους τμημάτων αυτής και αποτελεί ένα είδος αξιολογήσεως και ελέγχου της διοικήσεως της.

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας του ενεργητικού βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών κερδών της χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών

της στοιχείων (σύνολο ενεργητικού) που μετέχουν στην πραγματοποίηση των εν λόγω κερδών, ήτοι:

$$\text{Αριθμοδείκτης αποδοτικότητας = 100 * } \frac{\text{Κέρδος Εκμεταλλεύσεως + Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές ως και άλλες παρόμοιες επενδύσεις, διότι αυτές δεν συντελούν στη δημιουργία λειτουργικών κερδών.

Για να υπολογισθεί η απόδοση είναι προτιμότερο να χρησιμοποιηθούν τα καθαρά περιουσιακά στοιχεία της επιχειρήσεως και μάλιστα το σύνολο αυτών που πράγματι απασχολήθηκε κατά τη διάρκεια της χρήσεως.

Για το λόγο αυτόν, αν κατά τη διάρκεια της χρήσεως μεταβλήθηκε σημαντικά η συνολικά αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχειρήσεως, είναι απαραίτητο να λαμβάνεται ο μέσος όρος του ενεργητικού, ήτοι: κατά την έναρξη της χρήσεως και κατά τη λήξη αυτής και συγκεκριμένα: (Ενεργητικό αρχής + Ενεργητικό τέλους) / 2 (Αρτίκης Γ., 2003).

Κατά αυτόν τον τρόπο υπολογίζεται το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων που πράγματι απασχολήθηκε κατά τη διάρκεια της χρήσεως.

Στην περίπτωση που χρησιμοποιηθούν τα καθαρά λειτουργικά κέρδη χρήσεως πριν από την αφαίρεση των χρηματοοικονομικών εξόδων (τόκων ξένων

κεφαλαίων) και μετά την αφαίρεση των εκάστοτε αναλογούντων φόρων, ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ενεργητικού διαμορφώνεται ως εξής:

Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού	= 100*	$\frac{\text{Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη + Χρηματοοικονομικά Έξοδα (1-Συντελεστής Φορ)}}{\text{Μέσο ύψος ενεργητικού}}$
--	--------	--

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού μιας επιχειρήσεως επιτρέπει:

1. Τη σύγκριση της αποδοτικότητας μιας επιχειρήσεως με την αποδοτικότητα άλλων μορφών επενδύσεων, καθώς και με την αποδοτικότητα άλλων επιχειρήσεων του ίδιου περίπου βαθμού κινδύνου. Η αποτελεσματικότητα λειτουργίας μιας επιχειρήσεως δείχνει την ικανότητα της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, ανταμείβοντας τα ανάλογα.
2. Την παρακολούθηση της αποδοτικότητας διαχρονικά και τη σύγκρισή της με τα αντίστοιχα μεγέθη άλλων ομοειδών επιχειρήσεων ή με το μέσο όρο του κλάδου όπου ανήκει η επιχείρηση.
3. Τη διερεύνηση των αιτιών της μεταβολής του διαχρονικά. Από πολλούς υποστηρίζεται η άποψη ότι, είναι προτιμότερο να μετράται η κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης με τον αριθμοδείκτη αυτό παρά με τον αριθμοδείκτη λειτουργικών κερδών προς καθαρές πωλήσεις (Νιάρχος Ν., 2002).

3. Συνδυασμένος Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ενεργητικού

Η χρήση του δείκτη ποσοστού απόδοσης ως μέτρο της κερδοφορίας και της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης είναι ευρέως διαδεδομένη και αποτελεσματική. Εάν οι επαγγελματίες είχαν να επιλέξουν μόνο ένα μέτρο για την απόδοση μιας εταιρίας, οι περισσότεροι θα επέλεγαν το ποσοστό απόδοσης. Ωστόσο, απομονώνοντας απλά το κέρδος του έτους και εκφράζοντας αυτό ως ποσοστό του ενεργητικού ή του απασχολούμενου κεφαλαίου στην επιχείρηση δεν είναι και τόσο ευρεία προσέγγιση για τη μέτρηση της κερδοφορίας. Ένα και μοναδικό νούμερο από την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως συνδέεται με ένα και μοναδικό νούμερο του ισολογισμού. Εάν κάνουμε αυτή την άσκηση για δύο εταιρίες και οι αποδόσεις και των δύο είναι παρόμοιες, τι συμπεράσματα μπορούμε να βγάλουμε;

	A	B
Πωλήσεις	300	100
Κέρδος	25	40
Ενεργητικό	125	200
Απόδοση Ενεργητικού	20%	20%

Και οι δύο εταιρίες A & B έχουν 20% ποσοστό απόδοσης ενεργητικού.

Για να κατανοήσουμε όχι μόνο το επίπεδο της κερδοφορίας μιας επιχείρησης, αλλά και πως δημιουργείται το κέρδος, συνίσταται η χρήση της αξιολογής προσέγγισης Du Pont, η οποία έλαβε το όνομά της από την αμερικάνικη εταιρία που έχει υπάρξει πρωτοπόρος σε αυτόν τον τομέα. Συχνά αναφέρεται και ως κατασκευή μιας πυραμίδας δεικτών, καθώς όλοι οι δείκτες εμφανίζονται ως μια πυραμίδα που στην κορυφή της βρίσκεται το ποσοστό απόδοσης (Vause B., 2004).

Όταν αξιολογούμε το ποσοστό απόδοσης μιας εταιρίας, τίθενται δύο ξεχωριστά ερωτήματα: *πρώτον*, η ικανότητα της εταιρίας να βγάξει κέρδος από τις λειτουργίες της και *δεύτερον*, η αποτελεσματικότητα με την οποία χρησιμοποιεί τα διαθέσιμα στοιχεία και το κεφάλαιό της για να παράγει κέρδος.

Άρα η κερδοφορία είναι συνάρτηση δύο πραγμάτων και συγκεκριμένα:

1. της κερδοφορίας που έχουμε από τις πωλήσεις και,
2. της συσχέτισης πωλήσεων με ενεργητικό

Άρα, προκύπτουν αυτομάτως τα κάτωθι ερωτήματα :

- ✓ τι κέρδος αποδίδουν οι πωλήσεις
- ✓ τι πωλήσεις παράγει το ενεργητικό

Ας πάρουμε λοιπόν κατ' αρχήν το περιθώριο κέρδους. Για να απαντήσουμε στο πρώτο ερώτημα, το επίπεδο κερδοφορίας των λειτουργιών της εταιρίας, το περιθώριο κέρδους προσφέρει ένα κατάλληλο και εύκολα αναγνωρίσιμο μέτρο. Εάν υπολογίσουμε το περιθώριο κέρδους για τις δύο εταιρίες στο παραπάνω παράδειγμα, τότε για την Α είναι 8,3% και για την Β είναι 40%. Σε αυτή τη βάση

η εταιρία Β είναι πιο κερδοφόρος, με περιθώριο κέρδους σχεδόν 5 φορές μεγαλύτερο από εκείνο της εταιρίας Α.

Ας εφαρμόσουμε το δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού ή κεφαλαίου: Ένα νέο μέτρο, η αποδοτικότητα του ενεργητικού ή κεφαλαίου, μπορεί να απαντήσει στο δεύτερο ερώτημα και να βοηθήσει στον σχηματισμό μιας εικόνας για την αποτελεσματικότητα της εταιρίας ως προς τη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων και του κεφαλαίου. Ο μοναδικός λόγος για μια εταιρία να συντηρεί τα περιουσιακά της στοιχεία είναι η υποστήριξη της άσκησης της επιχειρηματικής δραστηριότητας και η ενίσχυση της δημιουργίας τρέχοντων και μελλοντικών κερδών. Η επιτυχία αυτής της πρόθεσης, με λογιστικούς όρους, μπορεί να μετρηθεί μέσω του επιπέδου του εισοδήματος πωλήσεων: όσο υψηλότερο είναι το επίπεδο του εισοδήματος πωλήσεων που δημιουργείται από τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων που απασχολούνται στην επιχείρηση τόσο υψηλότερο είναι το επίπεδο της αποτελεσματικής χρήσης αυτών των περιουσιακών στοιχείων (Cahil M.,2003).

- **Αποδοτικότητα περιουσιακών στοιχείων = Πωλήσεις / Περιουσιακά στοιχεία**
- **Αποδοτικότητα κεφαλαίου = Πωλήσεις / Κεφάλαιο**

Εάν υπολογίσουμε αυτή την αναλογία για τις δύο εταιρίες του παραδείγματος θα διαπιστώσουμε πως διαθέτουν εντελώς διαφορετικό επίπεδο ικανότητας δημιουργίας εισοδήματος πωλήσεων από το ενεργητικό τους.

A $300/125=2,4$

B $100/200=0,5$

Η εταιρία A αποδίδει τα περιουσιακά στοιχεία που απασχολεί 2,4 φορές το χρόνο, ενώ η εταιρία B κατορθώνει να αποδώσει τα περιουσιακά της στοιχεία μόνο μια φορά κάθε δύο χρόνια. Η εταιρία A απεδείχθη ικανή να παράγει 2,4 ευρώ εισόδημα πωλήσεων για κάθε 1 ευρώ των περιουσιακών στοιχείων που απασχολεί, ενώ η εταιρία B μόνο 0,50 του ευρώ. Εάν θεωρήσουμε πως και οι δύο εταιρίες λειτουργούν στον ίδιο επιχειρησιακό τομέα, τότε είναι σημαντικά τα συμπεράσματα που θα συνάγουμε μέσω της σύγκρισης της απόδοσης και της κερδοφορίας τους και μπορούμε να αναζητήσουμε την εξήγηση των διαφορών μέσω της περαιτέρω ανάλυσης.

Είναι δυνατόν τώρα να πάρουμε αυτές τις δύο εταιρίες και να εξετάσουμε τα διαφορετικά μέσα στα οποία επέτυχαν ένα πανομοιότυπο ποσοστό απόδοσης της τάξης του 20%. Η εταιρία A έχει χαμηλότερο περιθώριο κέρδους αλλά υψηλότερη αποδοτικότητα περιουσιακών στοιχείων. Εάν συγκρίνουμε τους δύο δείκτες, μπορούμε να διαπιστώσουμε ξεκάθαρα πως δημιουργείται το ποσοστό απόδοσης και συγκεκριμένα:

%Ποσοστό Απόδοσης Ενεργητικού = %Περιθώριο Κέρδους * Αποδοτικότητα Ενεργητικού

A $8,3\%*2,4=20\%$

B $40\%*0,5=20\%$

Ο συνδυασμός του περιθωρίου κέρδους και των δεικτών αποδοτικότητας του ενεργητικού μπορεί να εμφανιστεί σε διάγραμμα ή πυραμίδα δεικτών.

Η παραπάνω λοιπόν σχέση είναι πολύ σημαντική, διότι εμφανίζει την σπουδαιότητα της ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού και του καθαρού περιθωρίου ή του καθαρού κέρδους και βοηθά στον εντοπισμό των δυνατών τρόπων, με τους οποίους μπορεί να αυξηθούν το λειτουργικά της κέρδη, σε σχέση με το ύψος των απασχολούμενων στην επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων, ούτως ώστε να βελτιωθεί η απόδοσή της.

Η αύξηση της αποδοτικότητας του ενεργητικού μιας επιχειρήσεως είναι δυνατό να επιτευχθεί:

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

Ένας υγιής τρόπος για να μειωθούν τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχειρήσεως είναι η πώληση των στοιχείων εκείνων που παρουσιάζουν χαμηλή αποδοτικότητα, εφόσον φυσικά είναι δυνατή η ρευστοποίησή τους χωρίς αρνητικές επιπτώσεις στα υπόλοιπα περιουσιακά στοιχεία της επιχειρήσεως (Νιάρχος Ν., 2002).

Σε κάθε περίπτωση η διοίκηση της επιχειρήσεως θα πρέπει να εξετάσει τις επιπτώσεις των μέτρων που προτίθεται να λάβει και τα αποτελέσματα των ενεργειών της επί της αποδοτικότητας των συνολικών περιουσιακών στοιχείων.

Στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρείται ότι μια σχετικά μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων συνδέεται με σχετικά χαμηλό περιθώριο κέρδους. Αντίθετα, μεγάλο περιθώριο κέρδους συνοδεύεται συνήθως από χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσίας.

Αν οι πωλήσεις μιας επιχειρήσεως βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό, ο καλύτερος τρόπος για να αυξηθεί αυτό είναι να μειωθεί το κόστος πωληθέντων. Τούτο, διότι, μια αύξηση του όγκου των πωλήσεων θα οδηγήσει σε υπερβολική ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων, μεγαλύτερη ίσως από την επιτρεπτή, ενώ μια αύξηση της τιμής πωλήσεως μπορεί να οδηγήσει σε ανεπιθύμητη μείωσή τους.

Έτσι εάν υπάρξει κάποια ύφεση αυτή θα οδηγήσει σε μείωση των πωλήσεων, με συνέπεια να είναι δύσκολη η ρευστοποίηση των αποθεμάτων και η μη έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων, οπότε θα υπάρξουν προβλήματα ρευστότητας για την επιχείρηση.

Αν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα χαμηλού μεν ύψους πωλήσεων με υψηλό όμως περιθώριο κέρδους, τότε υπάρχουν περιθώρια αυξήσεως των πωλήσεων, με ή χωρίς μείωση της τιμής πώλησης.

Παρακολουθώντας την πορεία, τόσο του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού, όσο και του καθαρού περιθωρίου κέρδους, είναι δυνατόν να εντοπιστεί ποια είναι η ακολουθούμενη από την επιχείρηση πολιτική ή ποια είναι αυτή που σκοπεύει να εφαρμόσει.

Πάντως, ο αναλυτής θα πρέπει να εκτιμά και να εξετάζει τους συντελεστές της αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων κάτω από το φως και άλλων πληροφοριών που του παρέχονται, όπως την ελαστικότητα ζήτησεως των προϊόντων της επιχειρήσεως, τη δυνατότητα αύξησεως της παραγωγικότητας της και τις προοπτικές που σχετίζονται με την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της.

Στις περισσότερες περιπτώσεις παρατηρείται ότι, μια σχετικά μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων συνδέεται με σχετικά χαμηλό περιθώριο κέρδους. Αντίθετα, μεγάλο περιθώριο κέρδους συνοδεύεται συνήθως από χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσίας.

Αν οι πωλήσεις μιας επιχειρήσεως βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και το περιθώριο κέρδους είναι χαμηλό, ο καλύτερος τρόπος για να αυξηθεί αυτό είναι να μειωθεί το κόστος πωληθέντων. Τούτο διότι, μια αύξηση του όγκου των πωλήσεων θα οδηγήσει σε υπερβολική ταχύτητα κυκλοφορίας περιουσιακών στοιχείων, μεγαλύτερη ίσως από την επιτρεπτή, ενώ μια αύξηση της τιμής πωλήσεως μπορεί να οδηγήσει σε ανεπιθύμητη μείωσή τους.

Έτσι, αν υπάρξει κάποια ύφεση, αυτή θα οδηγήσει σε μείωση των πωλήσεων, με συνέπεια να είναι δύσκολη η ρευστοποίηση των αποθεμάτων και η μη έγκαιρη είσπραξη των απαιτήσεων, οπότε θα υπάρξουν προβλήματα ρευστότητας για την επιχείρηση.

Αν η αποδοτικότητα των συνολικών κεφαλαίων είναι αποτέλεσμα χαμηλού μεν ύψους πωλήσεων με υψηλό όμως περιθώριο κέρδους, τότε υπάρχουν περιθώρια αυξήσεως των πωλήσεων, με ή χωρίς μείωση της τιμής πωλήσεως.

Παρακολουθώντας την πορεία, τόσο του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού όσο και του καθαρού περιθωρίου κέρδους, είναι δυνατόν να εντοπιστεί ποια είναι η ακολουθούμενη από την επιχείρηση πολιτική ή ποια είναι αυτή που σκοπεύει να εφαρμόσει.

Πάντως ο αναλυτής θα πρέπει να εκτιμά και να εξετάζει τους συντελεστές της αποδοτικότητας των περιουσιακών στοιχείων κάτω από το φως και άλλων πληροφοριών που παρέχονται, όπως την ελαστικότητα ζήτησεως των προϊόντων της επιχειρήσεως, τη δυνατότητα αυξήσεως της παραγωγικότητάς της και τις προοπτικές που σχετίζονται με την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της

Μια επιχείρηση με σταθερά αυξανόμενη αποδοτικότητα των περιουσιακών της στοιχείων διαχρονικά παρέχει στον επενδυτή μεγαλύτερη εξασφάλιση. Αν όμως, η ταχύτητα κυκλοφορίας των περιουσιακών στοιχείων αυξάνεται, αλλά το περιθώριο κέρδους παραμένει σχετικά στάσιμο, τότε ενδέχεται τα περιθώρια για βελτίωση της αποδοτικότητας των περιουσιακών της στοιχείων να πλησιάζουν

προς το τέλος τους. Αυτό συμβαίνει κυρίως όταν η ταχύτητα κυκλοφορίας των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως πλησιάζει την ταχύτητα κυκλοφορίας των περιουσιακών στοιχείων των ανταγωνιστών της ή του μέσου όρου του κλάδου, στον οποίο ανήκει. Το αντίθετο συμβαίνει όταν η αποδοτικότητα των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως βαίνει φθίνουσα χρονικά (Vause B., 2004).

Μπορούμε να φανταστούμε την σχέση μεταξύ δύο συνιστάμενων δεικτών ως μια τραμπάλα με το περιθώριο κέρδους στην μια άκρη και τον δείκτη αποδοτικότητας του ενεργητικού στην άλλη. Η εταιρία Β, στο παράδειγμα, έχει μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους, αλλά χαμηλότερο δείκτη αποδοτικότητας των στοιχείων ενεργητικού από την εταιρία Α.

Ωστόσο και οι δύο εταιρίες έχουν ίδιο ποσοστό απόδοσης της τάξης του 20%, πρόκειται για το αποτέλεσμα διαφορετικών ισορροπιών μεταξύ των δύο δεικτών. Η εταιρία που προσπαθεί να βελτιώσει το ποσοστό απόδοσής της μπορεί να επιτύχει μόνο με την προσαρμογή του καθένα ή και των δύο συνισταμένων δεικτών. Μπορεί να βελτιώσει το περιθώριο κέρδους της, βελτιώνοντας την αποτελεσματικότητα κόστους ή την αύξηση των τιμών της ή ένα συνδυασμό και των δύο; Είναι δυνατόν να βελτιώσουμε την ικανότητα δημιουργίας εισοδήματος πωλήσεων από τα ίδια ή και λιγότερα περιουσιακά στοιχεία – για παράδειγμα, μέσα από χαμηλότερα επίπεδα αποθεμάτων – ή μπορούν να γίνουν επενδύσεις που θα παρέχουν επιπλέον εισόδημα πωλήσεων με χαμηλότερο κόστος και χωρίς να επηρεαστεί αρνητικά η αποδοτικότητα του ενεργητικού;

Η εταιρία που επικεντρώνεται μόνο σε έναν από τους δύο συνισταμένους δείκτες, σε μια προσπάθεια να βελτιώσει το ποσοστό αποδοσής της, κατά πάσα πιθανότητα θα αντιμετωπίσει δυσκολίες. Ένα παράδειγμα που βασίζεται σε μια πραγματική περίπτωση μπορεί να φωτίσει τα πράγματα που προκύπτουν. Εάν η μέση απόδοση ενεργητικού για τον τομέα είναι 20% (10% περιθώριο κέρδους και 2,0 απόδοτικότητα ενεργητικού), η εταιρία Χ, που βρίσκεται στην τελευταία σειρά του συγκεντρωτικού πίνακα κερδοφορίας του επιχειρηματικού τομέα, αποφασίζει πως πρέπει να βελτιώσει την απόδοσή της. Επιχειρεί μια μικρή επένδυση για να αυξήσει την παραγωγική ικανότητά της και, με την προοπτική της βελτίωσης του όγκου πωλήσεων, το περιθώριο κέρδους μειώνεται.

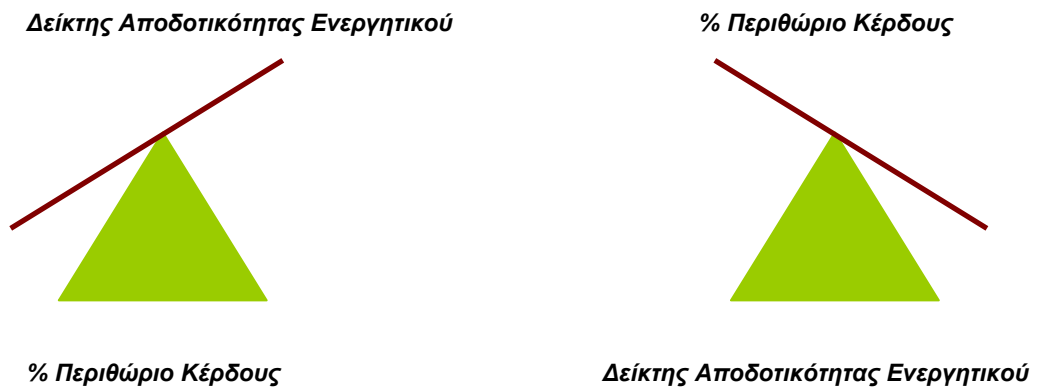
	Μέσος όρος	Έτος 1 ^ο	Έτος 2 ^ο	Έτος 3 ^ο	Έτος 4 ^ο
Πωλήσεις	1.000	800	825	850	850
Λειτουργικό Κέρδος	100	60	52	48	44
Σύνολο Ενεργητικού	500	600	650	650	650
Περιθώριο κέρδους %	10,0	7,5	6,3	6,6	5,2
Αποδοτικότητα Ενεργητικού	2,0	1,3	1,3	1,3	1,3
ROTA (%)	20,00	10,00	8,0	7,4	6,8

Οι τιμές μειώνονται – κάτι απλό – και το περιθώριο κέρδους πέφτει από το 7,5% σε 5,2%. Η μια άκρη της τραμπάλας γλιστρά προς τα κάτω αλλά, τι συμβαίνει όταν η άλλη άκρη αρνείται να ανέβει και δεν υπάρχει τόσο μεγάλη αύξηση στις πωλήσεις όση περιμέναμε; Το αποτέλεσμα είναι η μείωση της κερδοφορίας.

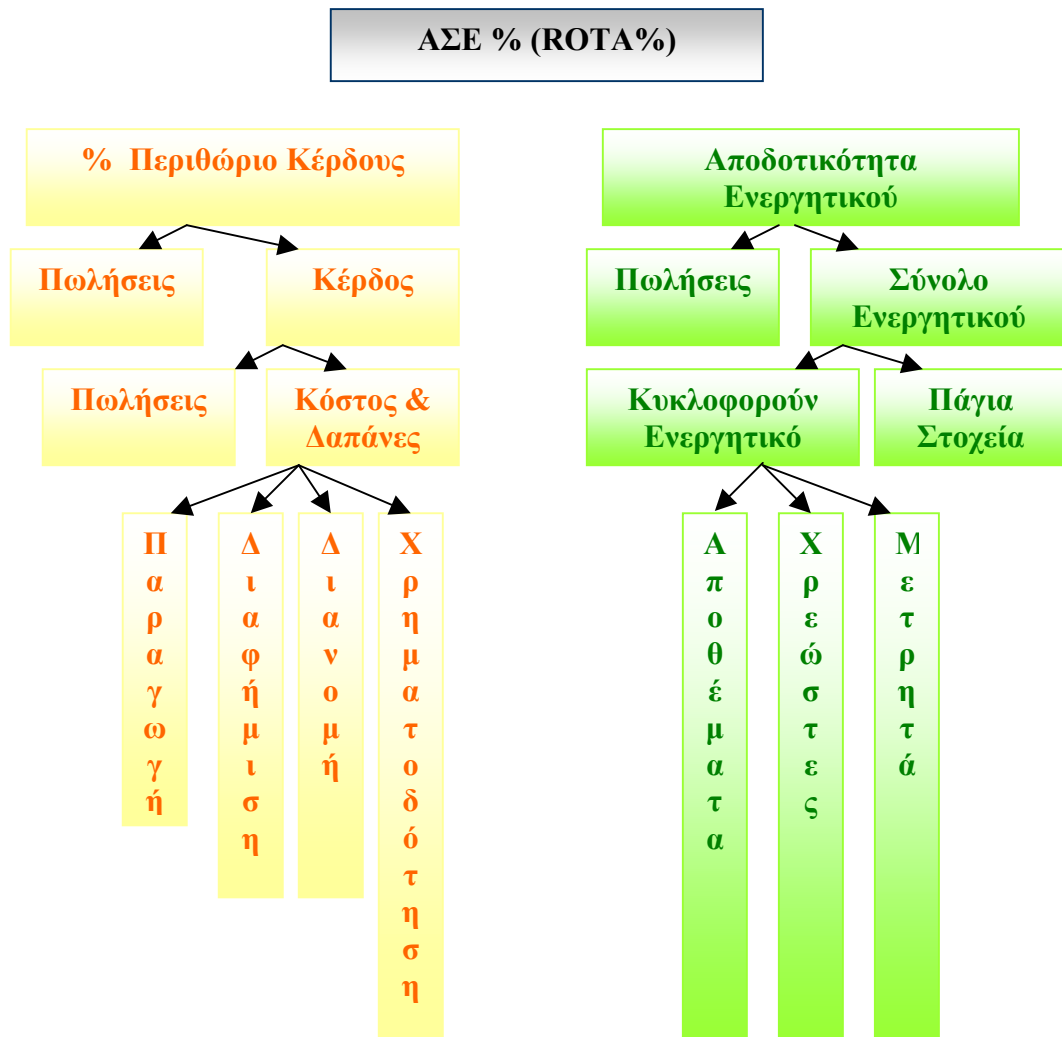
Εάν η αποδοτικότητα του ενεργητικού παραμένει στο 1,3 με ένα περιθώριο κέρδους 5,2%, η ROTA πέφτει κάτω από το 7% το τέταρτο έτος. Η διατήρηση της αρχικής ROTA του 10% προϋποθέτει είτε ένα περιθώριο κέρδους του 7,6% ($7,6\% \cdot 1,3 = 10\%$) ή μια αποδοτικότητα του ενεργητικού της τάξης του 1,9 ($5,2\% \cdot 1,9 = 10\%$).

Διάγραμμα 2.1: Η τραμπάλα Του Δείκτη Αποδοτικότητας Του Ενεργητικού Και Του Περιθωρίου

Κέρδους



Διάγραμμα 2.2 : Απόδοση Ενεργητικού



4. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ένας ακόμα σπουδαίος δείκτης που απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχειρήσεως και

παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος.

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων εκφράζεται από το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών κερδών της χρήσεως με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχειρήσεως (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) :

$$\text{Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων} = 100^* \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Εκμεταλλεύσεως}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

Ο δείκτης ROE μας δείχνει το πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποιεί η επιχείρηση τα κεφάλαια που έλαβε από τους μετόχους της. Μπορούμε να παρομοιάσουμε τον δείκτη ROE με την απόδοση που λαμβάνουν οι επενδυτές για τα κεφάλαια που δάνεισαν στην εταιρία. Κατά αυτόν τον τρόπο θα μπορούν να συγκρίνουν και την αποδοτικότητα άλλων εταιριών και να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους, υπολογίζοντας βέβαια και ένα premium για το ρίσκο που αναλαμβάνουν να τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους σε μετοχές. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης ROE, τόσο αποτελεσματικότερη και αποδοτικότερη εκμετάλλευση των κεφαλαίων γίνεται. Ένας υψηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί και τούτο ανάλογα μπορεί να οφείλεται στην επιτυχημένη διοίκησή της, στις ευνοϊκές γι' αυτήν οικονομικές συνθήκες, στην εύστοχη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της κλπ. Στην τελευταία αυτή περίπτωση οι μέτοχοι έχουν ωφεληθεί από το γεγονός ότι τα ξένα κεφάλαια κοστίζουν στην επιχείρηση λιγότερο από ότι αυτά αποδίδουν σ' αυτήν. Δηλαδή εφ' όσον το κόστος των ξένων κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως,

είναι μικρότερο από την απόδοση αυτών στην επιχείρηση, ωφελούνται οι μέτοχοι από την χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων, ενώ αντίθετα όταν τούτο είναι μεγαλύτερο, τότε οι μέτοχοι ζημιώνονται (Νιάρχος Ν., 2002).

Ένας χαμηλός αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων είναι ενδεικτικός του ότι η επιχείρηση πάσχει σε κάποιον τομέα της (ανεπαρκής διοίκηση, χαμηλή παραγωγικότητα, υπερεπένδυση κεφαλαίων τα οποία δεν απασχολούνται πλήρως παραγωγικά, δυσμενείς οικονομικές συνθήκες, κ.λ.π) χωρίς όμως και να μπορεί ο εξωτερικός αναλυτής να εντοπίσει το ή τα αδύνατα σημεία της από τον εν λόγω αριθμοδείκτη και μόνον.

2.1.3 Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Άλλη μια σημαντική όψη της συνολικής αξιολόγησης της οικονομικής θέσης μιας εταιρίας είναι η διάρθρωση του κεφαλαίου της και ο τρόπος με τον οποίο αντιμετωπίζουν αυτό το στοιχείο οι χρηματοδότες της.

Λέγοντας διάρθρωση των κεφαλαίων μιας επιχείρησης εννοούμε τα διάφορα είδη και τις μορφές των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για την χρηματοδότησή της. Έχουμε λοιπόν τα μόνιμα (ίδια) κεφάλαια, καθώς και τις μακροπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Αρτίκης Γ., 1996). Από τις διάφορες αυτές μορφές υποχρεώσεων, άλλες εξασφαλίζονται με την παροχή υποθήκης, ή προσημειώσεως ή ενέχυρου, ενώ για άλλες δεν παρέχεται καμία εμπράγματη ασφάλεια στους πιστωτές. Είναι λοιπόν φανερό ότι οι διάφορες

μορφές δανειακών κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως περικλείουν και διαφορετικά ποσοστά κινδύνου για τους πιστωτές της.

Η σπουδαιότητα της διαρθρώσεως των κεφαλαίων απορρέει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων.

Τα ίδια κεφάλαια είναι εκείνα που επωμίζονται τον επιχειρηματικό κίνδυνο που αναπόφευκτα υπάρχει σε κάθε επιχείρηση. Το χαρακτηριστικό των ιδίων κεφαλαίων είναι ότι δεν έχουν ορισμένο χρόνο επιστροφής ούτε εξασφαλισμένη απόδοση, δεδομένου ότι η διανομή μερίσματος στους μετόχους εξαρτάται από την απόφαση της διοικήσεως και της γενικής συνελεύσεως των μετόχων. Τα ίδια κεφάλαια, επειδή θεωρούνται μόνιμα, επενδύονται κατά κανόνα σε μακροχρόνιες επενδύσεις και εκτίθενται σε περισσότερους κινδύνους από ότι τα δανειακά (Αρτίκης Γ., 1996).

Αντίθετα, τα δανειακά κεφάλαια πρέπει να εξοφληθούν προσαυξημένα από τους τόκους τους σε τακτά χρονικά διαστήματα, ανεξάρτητα από την οικονομική θέση της επιχειρήσεως. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση, δεν είναι σε θέση να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις που απορρέουν από τη χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων (επιστροφή κεφαλαίων και πληρωμή τόκων) θα έχει σαν συνέπεια να υποστούν ζημιά τα ίδια κεφάλαια αυτής. Όσο μεγαλύτερη είναι η αναλογία των ξένων κεφαλαίων, στο σύνολο των κεφαλαίων μιας επιχειρήσεως, τόσο περισσότερο χρεωμένη εμφανίζεται αυτή και τόσο μεγαλύτερες είναι οι σταθερές επιβαρύνσεις και υποχρεώσεις της για την εξόφλησή τους. Υπάρχει

δηλαδή μεγάλη πίεση στην επιχείρηση για την πληρωμή τόκων και την επιστροφή των δανειακών κεφαλαίων, όταν αυτά καταστούν ληξιπρόθεσμα. Η πίεση αυτή είναι περισσότερο αισθητή σε περίπτωση που σημειωθεί κάμψη των πωλήσεων και των κερδών της επιχειρήσεως.

Πάντως θα πρέπει να τονισθεί ότι η χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων για χρηματοδότηση προγραμμάτων νέων επενδύσεων παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα, σε σχέση με την έκδοση νέων τίτλων από αύξηση κεφαλαίου. Είναι φυσικό, αν η απόδοση των νέων επενδύσεων, που χρηματοδοτούνται με δανειακά κεφάλαια, είναι μεγαλύτερη από τον τόκο των ξένων κεφαλαίων, οι μέτοχοι να ωφελούνται από τα αυξημένα κέρδη της επιχειρήσεως χωρίς να εισφέρουν πρόσθετα δικά τους κεφάλαια. Σαν πρόσθετο πλεονέκτημα για την χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων μπορεί να αναφερθεί και η διατήρηση ελέγχου από την πλευρά των μεγάλων μετόχων, που συνήθως διοικούν μια επιχείρηση. Για τους επενδυτές-μετόχους, όμως, η ύπαρξη χρεών περικλείει κάποιο κίνδυνο απώλειας της επενδύσεώς τους και μειώνει την αξία των αυξημένων κερδών, που συνήθως επιτυγχάνει μια επιχείρηση με τη χρησιμοποίηση ξένων δανειακών κεφαλαίων. Είναι γεγονός ότι ο υπερδανεισμός μπορεί όχι μόνο ν' αντιστρέψει τους ευνοϊκούς όρους για επίτευξη αυξημένων κερδών, αλλά να θέσει και σε κίνδυνο την όλη επιχείρηση (Νιάρχος Ν., 2002).

Εδώ λοιπόν πρέπει να τονιστεί ότι αφού οι διάφορες πηγές κεφαλαίων έχουν διαφορετικό κόστος, είναι ευθύνη της διοικήσεως κάθε επιχείρησης να επισημάνει τυχόν ευκαιρίες, με σκοπό να υποκαταστήσει τα υψηλού κόστους κεφάλαια με άλλα χαμηλότερου κόστους.

Τίθεται λοιπόν το ερώτημα ποιο είναι το ποσοστό εκείνο των ξένων κεφαλαίων που μπορεί να θεωρηθεί άριστο, με άλλα λόγια, ποια είναι η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων για μια επιχείρηση.

Η απάντηση στο ερώτημα αυτό προϋποθέτει τη μελέτη και ανάλυση των γενικών χαρακτηριστικών του κλάδου, που ανήκει η επιχείρηση, καθώς και ανάλυση των περιουσιακών της στοιχείων, της δυναμικότητας των κερδών της και του βαθμού σταθερότητάς τους μελλοντικά, ο οποίος βέβαια εξαρτάται από πολλούς και ποικίλους παράγοντες.

Η πολιτική που ακολουθεί κάθε επιχείρηση ως προς τη διάρθρωση των κεφαλαίων της έχει σαν σκοπό την ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου από την άσκηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της προσδοκώμενης από αυτήν απόδοσης. Η χρήση μεγαλύτερου ποσοστού δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τον κίνδυνο ως προς την μελλοντική πορεία των κερδών μιας επιχειρήσεως, αλλά υποδηλώνει και αυξημένη προσδοκώμενη απόδοση (*Van Horn J., 2003*). Γενικά ο αυξημένος κίνδυνος οδηγεί σε μείωση της τιμής των μετοχών μιας επιχειρήσεως στην αγορά. Αντίθετα, η προσδοκία για μεγαλύτερη απόδοση προκαλεί αύξηση της τιμής τους.

Η άριστη διάρθρωση κεφαλαίων για μια επιχείρηση είναι εκείνη που κατορθώνει να επιφέρει ισορροπία μεταξύ του αναλαμβανόμενου κινδύνου και της αποδόσεως μιας επιχείρησης και η οποία μεγιστοποιεί την τιμή των μετοχών αυτής στην αγορά, ενώ ταυτόχρονα ελαχιστοποιεί το κόστος κεφαλαίων της.

Εφόσον η μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών μιας επιχειρήσεως και η ελαχιστοποίηση του κόστους των κεφαλαίων αυτής ταυτίζεται χρονικά, το πρόβλημα ευρέσεως της αρίστης διαρθρώσεως κεφαλαίων είναι πρόβλημα μεγιστοποίησης της αξίας της, ή ελαχιστοποίησης του κόστους των κεφαλαίων της (*Van Horn J., 2003*).

Γενικά οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχειρήσεως για τη διατήρηση μιας δεδομένης διαρθρώσεως κεφαλαίων είναι η εξής:

1. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο οποίος υπάρχει σε όλες τις οικονομικές δραστηριότητες και συνδέεται άμεσα με το είδος της κάθε επιχειρήσεως. Όσο μεγαλύτερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος τόσο χαμηλότερος πρέπει να είναι ο αριθμοδείκτης δανειακής επιβαρύνσεως.
2. Η θέση της επιχειρήσεως από απόψεως φορολογίας. Ως γνωστόν ένα σημαντικός παράγοντας για τη χρησιμοποίηση από μέρους των επιχειρήσεων ξένων κεφαλαίων είναι το γεγονός ότι οι τόκοι αφαιρούνται από τα κέρδη αυτών, με αποτέλεσμα μείωση του φορολογητέου ποσού και του κόστους δανεισμού ανάλογα με τον συντελεστή φορολογίας κάθε επιχειρήσεως. Το πλεονέκτημα όμως αυτό είναι άνευ σημασίας, αν το μεγαλύτερο μέρος των κερδών μιας επιχειρήσεως έχει λόγους να υπόκειται σε φορολογικές απαλλαγές. Τούτο συμβαίνει όταν η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να πραγματοποιεί αυξημένες αποσβέσεις ή να έχει μειωμένη φορολογική επιβάρυνση, λόγω πραγματοποίησης νέων επενδύσεων. Στις περιπτώσεις αυτές ο συντελεστής φορολογίας των κερδών των επιχειρήσεων είναι πολύ χαμηλός ή και μηδενικός

ενίοτε, οπότε το κίνητρο των φορολογικών ελαφρύνσεων από τη χρησιμοποίηση ξένων κεφαλαίων ατονεί.

3. Η ικανότητα της επιχειρήσεως να αντλεί κεφάλαια με επωφελείς για αυτήν όρους, ακόμη και κάτω από δύσκολες συνθήκες. Επιχειρήσεις με αμετάβλητο κύκλο εργασιών έχουν ανάγκη συνεχούς ροής κεφαλαίων για την επίτευξη μακροχρόνιας ανόδου. Κάτω από συνθήκες στενότητας ρευστών αυξάνονται οι δυσκολίες δανεισμού από τις τράπεζες, διότι οι τελευταίες επιλέγουν με αυστηρά κριτήρια τις επιχειρήσεις που δανείζουν και προτιμούν αυτές που παρουσιάζουν υγιείς και δυναμικούς ισολογισμούς (Vause B., 2004).

Για την ανάλυση και την μελέτη της μακροχρόνιας οικονομικής καταστάσεως μιας επιχειρήσεως θα χρησιμοποιήσουμε τους κάτωθι αριθμοδείκτες κεφαλαιακής διάρθρωσης (financial structure ratios) :

1.	Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Συνολικά Κεφάλαια – Ratio of Owner's Equity to Total Assets
2.	Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια – Ratio of Owner's Equity to Total Liabilities
3.	Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς πάγια - Ratio of Owner's Equity to Fixed Assets
4.	Αριθμοδείκτης Καλύψεως Τόκων – Number of Times Interest Earned

1. Αριθμοδείκτης Ιδίων Προς Συνολικά Κεφάλαια

Η σχέση αυτή δείχνει το ποσοστό του συνόλου των ενεργητικών στοιχείων μιας επιχείρησης που έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της. Ο προσδιορισμός του δείκτη αυτού γίνεται από την σχέση :

$$\text{Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια} = 100^* \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Η διαφορά αυτού του αριθμοδείκτη από το 100 δείχνει το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων που προσφέρθηκαν από τους πιστωτές για την χρηματοδότηση του ενεργητικού.

Ο αριθμοδείκτης ξένων ή δανειακών κεφαλαίων δίνεται από την σχέση:

$$\text{Αριθμοδείκτης Δανειακών Κεφαλαίων} = 100^* \frac{\text{Ξένα Κεφάλαια}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό των περιουσιακών στοιχείων που έχει χρηματοδοτηθεί από τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους πιστωτές της επιχείρησης.

Οι δύο παραπάνω αριθμοδείκτες δείχνουν τη σχέση των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων μεταξύ τους, ως και τον βαθμό προστασίας των πιστωτών μιας επιχείρησης. Έτσι, όσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης, σε σχέση με τις υποχρεώσεις της, τόσο μεγαλύτερη προστασία παρέχεται στους δανειστές της και τόσο μικρότερη πίεση ασκείται σ' αυτή για την εξόφληση των υποχρεώσεών της και την πληρωμή των τόκων. Παρ' όλα αυτά ένας υψηλός αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς τα συνολικά κεφάλαια δεν αποτελεί απαραίτητα ένδειξη ότι η επιχείρηση ακολουθεί τον επωφελέστερο τρόπο χρηματοδότησής της.

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια είναι τόσο σπουδαίος όσο και ο αριθμοδείκτης ρευστότητας μιας επιχείρησης, διότι εμφανίζει την οικονομική δύναμη αυτής και αντανakλά την μακροχρόνια ρευστότητα της με το να παρέχει ένδειξη για την ύπαρξη ή όχι πίεσως για την εξόφληση και εξυπηρέτηση των υποχρεώσεών της.

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ιδίων προς συνολικά κεφάλαια δείχνει ότι υπάρχει μικρή πιθανότητα οικονομικής δυσκολίας για την εξόφληση των υποχρεώσεων μιας επιχειρήσεως. Αντίθετα, ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης αποτελεί ένδειξη μιας πιο επικίνδυνης καταστάσεως, λόγω της πιθανότητας να προκύψουν μεγάλες ζημίες στην επιχείρηση, των οποίων το βάρος για την κάλυψη θα φέρουν τα ίδια κεφάλαια. Αυτό γίνεται εμφανέστερο σε περιόδους χαμηλών κερδών, οι οποίες συνοδεύονται από την πίεση της εξόφλησης των υποχρεώσεων, οπότε επιχειρήσεις με χαμηλή σχέση ιδίων προς συνολικά κεφάλαια βρίσκονται σε δύσκολη θέση (Νιάρχος Ν., 2002). Έτσι, όταν τα ίδια

κεφάλαια μιας επιχειρήσεως είναι πολύ λίγα, σε σύγκριση με τις υποχρεώσεις της, τότε τυχόν μείωση των πωλήσεων, συνοδευόμενη από μεγάλες ζημιές, μπορεί να μειώσει τα ίδια κεφάλαιά της σε επικίνδυνο σημείο και να χρειαστεί αναδιοργάνωση.

2. Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια

Ο αριθμοδείκτης ιδίων προς δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί εάν υπάρχει ή όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει την σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) προς το σύνολο των δανειακών κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Ο αριθμοδείκτης αυτός δίνεται από την σχέση:

$$\text{Αριθμοδείκτης Ιδίων προς Δανειακά Κεφάλαια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Ξένα Κεφάλαια}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Εάν είναι μεγαλύτερος της μονάδας, μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σ' αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές της. Εξ' άλλου όσο μεγαλύτερη είναι η σχέση αυτή τόσο μεγαλύτερη είναι η ασφάλεια που παρέχεται στους πιστωτές της επιχειρήσεως. Ένας αριθμοδείκτης π.χ 2 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων της επιχείρησης καλύπτεται από δύο μονάδες ιδίων κεφαλαίων. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης

0,5 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων καλύπτεται από 0,5 της μονάδος ιδίων κεφαλαίων και άρα υπάρχει περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης.

3. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Πάγια

Ο αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια προσδιορίζεται, αν διαιρέσουμε το ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης με το σύνολο των επενδύσεών της σε πάγια, δηλαδή:

$$\text{Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Πάγια} = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Καθαρά Πάγια}}$$

Με τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη αυτού στόχος είναι η εύρεση του τρόπου χρηματοδότησεως των παγίων επενδύσεων μιας επιχειρήσεως. Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχειρήσεως είναι μεγαλύτερα των επενδύσεών της σε πάγια, τότε ένα μέρος των κεφαλαίων κινήσεως αυτής προέρχεται από τους μετόχους της. Αντίθετα, όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων σε πάγια τότε για την χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων της έχουν χρησιμοποιηθεί εκτός από ίδια και ξένα κεφάλαια.

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ιδίων κεφαλαίων προς πάγια ενδέχεται να αντανακλά μια κάποια υπερεπένδυση των κεφαλαίων της επιχειρήσεως σε ακίνητα και λοιπά πάγια στοιχεία, η οποία δεν μπορεί να θεωρηθεί επωφελής για την επιχείρηση, δεδομένου ότι απαιτεί μεγάλες ετήσιες αποσβέσεις, οι οποίες μειώνουν τα κέρδη της. Είναι πιθανόν επίσης μια τυχόν υπερεπένδυση σε πάγια να έχει πραγματοποιηθεί με τη χρησιμοποίηση κεφαλαίων κινήσεως, οπότε στην περίπτωση αυτή θα υπάρχει ανεπάρκεια αυτών για τις τρέχουσες ανάγκες της επιχειρήσεως. Αποτέλεσμα της τακτικής αυτής, η οποία μάλιστα παρατηρείται συχνά, είναι να γίνεται υπερδανεισμός της επιχειρήσεως για την ικανοποίηση των αναγκών της σε κεφάλαια κινήσεως με αποτέλεσμα την επιβάρυνσή της με υψηλά χρηματοοικονομικά έξοδα.

4. Αριθμοδείκτης Καλύψεως Τόκων

Ο αριθμοδείκτης καλύψεως των τόκων, που πρέπει να καταβάλει μια επιχείρηση μέσα σε μια χρήση για την χρησιμοποίηση των ξένων κεφαλαίων, δείχνει πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα καθαρά κέρδη της. Μπορούμε να πούμε ότι ο αριθμοδείκτης αυτός αποτελεί ένα μέτρο της δανειακής καταστάσεως της επιχειρήσεως σε σχέση με την κερδοφόρα δυναμικότητά της. Άρα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη προσοχή σ' αυτόν τον αριθμοδείκτη διότι αποτελεί συνάρτηση της διαρθρώσεως των κεφαλαίων της επιχείρησης και της κερδοφόρας δυναμικότητάς της.

Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών κερδών προ φόρων και τόκων με τους τόκους των ξένων κεφαλαίων δηλαδή:

$$\text{Αριθμοδείκτης Καλύψεως Τόκων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων \& Τόκων}}{\text{Σύνολο Τόκων}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα γι' αυτούς, αφού εμφανίζει την ικανότητα της επιχειρήσεως να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης, τόσο μεγαλύτερη είναι η ικανότητα της επιχείρησης να πληρώνει τους τόκους της και τόσο μικρότερος ο κίνδυνος αθετήσεως στην εξόφληση των υποχρεώσεών της. Ο εξεταζόμενος αριθμοδείκτης, σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη δανειακών κεφαλαίων, παρέχει ένδειξη του βαθμού και της αποτελεσματικής χρησιμοποίησεως των ξένων κεφαλαίων από την επιχείρηση.

Το μέγεθος αυτού του αριθμοδείκτη αντικατοπτρίζει τις προτιμήσεις της διοίκησης έναντι του αναλαμβανόμενου επιχειρηματικού κινδύνου. Όσο μικρότερος είναι ο αριθμοδείκτης αυτός, τόσο μεγαλύτερος είναι ο δανεισμός της επιχειρήσεως και τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα αποτυχίας της.

Το ιδανικό μέγεθος του αριθμοδείκτη αυτού εξαρτάται από τη σταθερότητα των κερδών και από το είδος της επιχείρησης. Για να βρεθεί ο αριθμοδείκτης αυτός,

είναι απαραίτητο να προσδιοριστούν οι τόκοι των μακροχρόνιων υποχρεώσεων, το ύψος των δανειακών κεφαλαίων για τα οποία υπολογίσθηκαν, καθώς και ο χρόνος παραμονής των κεφαλαίων αυτών στην επιχείρηση.

Σε αυτό το σημείο κρίνεται σκόπιμο να αναφερθεί ότι πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν ένα παρόμοιο αριθμοδείκτη, ο οποίος έχει ευρύτερη έννοια και είναι ο αριθμοδείκτης καλύψεως καταβαλλομένων σταθερών χρηματοοικονομικών εξόδων. Με τον όρο σταθερά χρηματοοικονομικά έξοδα εννοούνται, οι δαπάνες για τόκους, χρεολυσία καθώς και οι δαπάνες για την ενοικίαση παγίων περιουσιακών στοιχείων ως και οποιαδήποτε άλλα επαναλαμβανόμενα χρηματοοικονομικά έξοδα. Ο αριθμοδείκτης αυτός βρίσκεται από την σχέση:

$$\text{Αριθμοδείκτης Καλύψεως Χρ/ών Εξόδων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Χρηματοοικονομικών Εξόδων}}{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}$$

2.1.4 Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Για να κάνουμε έναν απλό έλεγχο για την βραχυπρόθεσμη οικονομική βιωσιμότητα μιας εταιρίας, πρώτα πρέπει να εξασφαλίσουμε πως πραγματοποίησε ένα ετήσιο κέρδος και εν συνεχεία στρεφόμεστε στον ισολογισμό για να διαπιστώσουμε εάν υπάρχουν αρκετά χρηματικά διαθέσιμα στο τέλος του έτους. Εάν η εταιρία πραγματοποίησε κέρδος και εμφανίζει

θετικά χρηματικά διαθέσιμα, θα πιστέψουμε πως όλα πάνε καλά. Δυστυχώς, μπορεί να κάνουμε λάθος, τα θετικά χρηματικά διαθέσιμα στο τέλος του έτους ακόμα και όταν συνδιάζονται με κέρδος, δεν αποτελούν εγγύηση για την βραχυπρόθεσμη επιβίωση της εταιρίας και πολύ περισσότερο για την μακροπρόθεσμη.

Ο ισολογισμός είναι στην πραγματικότητα, ένα στιγμιότυπο του ενεργητικού και του παθητικού της εταιρίας στο τέλος του οικονομικού έτους. Δεν αντιπροσωπεύει την οικονομική θέση της εταιρίας κατά τη διάρκεια του υπόλοιπου έτους. Η κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης αντιστοιχίζει τα έσοδα με τις δαπάνες του χρόνου. Το ετήσιο εισόδημα και, κατά συνέπεια, το ετήσιο κέρδος συμπεριλαμβάνει το εισόδημα από τις πιστωτικές πωλήσεις, τις πιστωτικές δαπάνες και τις ταμιακές συναλλαγές. Μια εταιρία μπορεί να εμφανίσει ετήσιο κέρδος αλλά να έχει πολλούς πιστωτές, πιθανόν το μεγαλύτερο προμηθευτή της σε πρώτες ύλες, που να πρέπει να πληρώσει τοις μετρητοίς μέσα στις επόμενες εβδομάδες. Μια εταιρία μπορεί επίσης να χειριστεί με κάποιο τρόπο την ταμιακή της θέση στο τέλος του έτους. Εάν η εταιρία, προς το τέλος του οικονομικού έτους ρίξει το βάρος στη συλλογή μετρητών από τους πελάτες της και καθυστερήσει την εξόφληση των πιστωτών της, θα προκύψει μια αύξηση στα χρηματικά διαθέσιμα. Οι πιστωτές παρέχουν οικονομικούς πόρους για την υποστήριξη μιας εταιρίας και οι οφειλέτες δεσμεύουν αντίστοιχα ένα μέρος των οικονομικών πόρων της. Η εταιρία που παρέχει μεγαλύτερη πίστωση στους πελάτες της από εκείνη που είναι σε θέση να εξασφαλίσει η ίδια από εκείνη που είναι σε θέση να εξασφαλίσει η ίδια από τους προμηθευτές της και μπορεί να είναι κερδοφόρος, αλλά εξαντλεί τα

ταμιακά της διαθέσιμα. Αποκαλούμε αυτή την πολιτική επιθετική οικονομική στρατηγική και είναι συνηθισμένο πρόβλημα για τις μικρές και ταχέως ανερχόμενες εταιρίες. Είναι πολύ σημαντικό κάθε επιχείρηση να διατηρεί την κατάλληλη ισορροπία μεταξύ της πίστης που παρέχει στους πελάτες της και της πίστης που της παρέχεται από τους προμηθευτές της.

Κεφάλαιο Κίνησης : Το κλειδί για τη βραχυπρόθεσμη οικονομική βιωσιμότητα μιας εταιρίας βρίσκεται στην μελέτη του κεφαλαίου κίνησης. Το κυκλοφορούν ενεργητικό συνίσταται από μετρητά ή σχεδόν μετρητά στοιχεία που τα βρίσκουμε κάτω από τέσσερις επικεφαλίδες: αποθέματα, προπληρωμές, χρεώστες, και μετρητά. Στην τυποποιημένη παρουσίαση του ισολογισμού τα στοιχεία αυτά εμφανίζονται με την σειρά ρευστότητας, με τα μετρητά ως έσχατη μορφή ρευστότητας. (αποθέματα, προκαταβολές, χρεώστες, μετρητά)

Οι τρέχουσες υποχρεώσεις είναι το συνολικό ποσό των πιστώσεων που πρέπει να εξοφληθούν μέσα σε ένα χρόνο και γνωστοποιούν πόσα μετρητά υποχρεούται να πληρώσει η εταιρία στο εγγύς μέλλον. Οι βραχυπρόθεσμοι δανεισμοί εμφανίζονται και αυτοί ως μέρος των τρεχουσών υποχρεώσεων. (πιστωτές, δεδουλευμένα, τραπεζικά δάνεια, φόροι, μερίσματα)

Αποθέματα : Το στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού που έχει τη μικρότερη ρευστότητα είναι τα αποθέματα. Όταν τα αποθέματα πωλούνται στους πελάτες, ανεβαίνει η βαθμίδα ρευστότητας του κυκλοφορούντος ενεργητικού, γίνονται τμήμα των χρεωστών και τέλος ρευστοποιούνται ολοκληρωτικά ως μέρος των ταμιακών ή τραπεζικών διαθεσίμων, όταν οι

πελάτες πληρώνουν τα τιμολόγια τους. Σε πολλές εταιρίες το συνολικό νούμερο των αποθεμάτων στον ισολογισμό υποδιαιρείται στις σημειώσεις για να εμφανιστούν τα ποσά που αντιστοιχούν στις πρώτες ύλες, στην εργασία εν εξελίξει και στα ολοκληρωμένα προϊόντα. Για πρακτικούς λόγους θεωρούμε πως τα ολοκληρωμένα προϊόντα αντιπροσωπεύουν ένα πιο ρευστό στοιχείο από την εργασία εν εξελίξει που κι εκείνη, με τη σειρά της, είναι ευκολότερο να μετατραπεί σε μετρητά από τις πρώτες ύλες.

Οι περισσότερες εταιρίες πωλούν τα αποθέματά τους και τα μετατρέπουν σε μετρητά τουλάχιστον μία φορά το χρόνο. Στην αντίθετη περίπτωση, η εταιρία πρέπει να έχει καλή δικαιολογία για να κρατά το ποσό των αποθεμάτων. Εάν τα αποθέματα δεν μετατρέπονται σε μετρητά, πολύτιμοι οικονομικοί πόροι παραμένουν δεσμευμένοι χωρίς να αποδίδουν κέρδος.

Απαιτήσεις : Έπειτα από τα αποθέματα, το επόμενο λιγότερο ρευστό στοιχείο που εμφανίζεται στο κυκλοφορούν ενεργητικό είναι οι απαιτήσεις. Είναι λογικό να συμπεράνουμε ότι οι απαιτήσεις που οφείλονται μέσα σε ένα χρόνο είναι κυρίως πελάτες που οφείλουν χρήματα για αγαθά ή υπηρεσίες που παρήχθησαν κατά την διάρκεια του έτους και αναμένεται πως θα εξοφλήσουν τα μετρητά που οφείλουν στην εταιρία σύμφωνα με τους συνήθεις όρους του εμπορίου.

Διαθέσιμα: Τα διαθέσιμα αποτελούν τον ορισμό του ρευστού. Συνίσταται από χρήματα που έχει στα χέρια της η εταιρία ή στους τραπεζικούς λογαριασμούς της. Τα μετρητά είναι άμεσα διαθέσιμα για να χρηματοδοτήσουν την εξόφληση των πιστωτών ή τις επενδύσεις. Γιατί χρειάζονται μετρητά οι εταιρίες? Τα

μετρητά ως στοιχείο του ενεργητικού είναι άχρηστα, εκτός εάν επενδύονται σε παραγωγικά στοιχεία ή έντοκους λογαριασμούς. Οι εταιρίες κρατούν μετρητά για τους ίδιους λόγους που τα κρατούν και οι άνθρωποι. Ο John Maynard Keynes, υποστήριξε πως υπάρχουν τρεις λόγοι για να κρατά κανείς μετρητά, αντί να τα επενδύει σε άλλα στοιχεία.

- Συναλλαγές
- Προφύλαξη
- Κερδοσκοπία

Στην ιδανική εκδοχή, οι συναλλαγές και η προφύλαξη πρέπει να υπαγορεύουν το κατάλληλο ποσό των ταμιακών και των τραπεζικών διαθεσίμων μιας εταιρίας. Η εταιρία που δεν διαθέτει μετρητά δεν μπορεί να συνεχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα. Θα ήταν ανίκανη να πληρώσει τους προμηθευτές ή τους υπαλλήλους της. Τα μετρητά είναι απαραίτητα για να πραγματοποιηθούν οι καθημερινές συναλλαγές μιας επιχείρησης. Η εταιρία που δεν κρατά αρκετά μετρητά δεν έχει δυνατότητα να καλύψει έκτακτο κόστος. Όπως οι άνθρωποι προσπαθούν να έχουν κάποια άμεσα διαθέσιμα μετρητά, έτσι και οι εταιρίες χρειάζονται διαθέσιμα μετρητά που μπορούν να χρησιμοποιήσουν σε σύντομο χρόνο για να καλύψουν τις αντίστοιχες εταιρικές ανάγκες τους.

Η κερδοσκοπία που είναι, ο τρίτος λόγος για να κρατά κανείς μετρητά, σε γενικές γραμμές δεν αφορά τόσο τις εταιρίες, καθώς οι διευθυντές αποθαρρύνονται γενικά να κερδοσκοπούν με τα χρήματα των μετόχων. Όσον αφορά τα άτομα, τα επιπλέον μετρητά που επενδύονται με μακροπρόθεσμη οπτική – για παράδειγμα την συνταξιοδότηση – μπορούν να υπαχθούν στην

κατηγορία της προφύλαξης, ενώ εκείνα που χρησιμοποιούνται για την αγορά δελτίων τυχερών παιχνιδιών, ως στοιχήματα στον ιππόδρομο ή στο πόκερ, ανήκουν αναμφισβήτητα στην κατηγορία της βραχυπρόθεσμης κερδοσκοπίας : χρήματα που μπορεί να χαθούν, αλλά η ζωή συνεχίζεται.

Μια σημαντική όψη της εσωτερικής οικονομικής διεύθυνσης μιας εταιρίας είναι η επίτευξη αυτής της λεπτής ισορροπίας στη διάθεση του ακριβώς σωστού ποσού μετρητών ανά πάσα στιγμή : να έχει πολλά είναι σπατάλη, να έχει λίγα είναι επικίνδυνο.

Πόσα χρήματα χρειάζεται μια εταιρία εξαρτάται από τις ενέργειές της. Ο μόνος τρόπος να αξιολογήσουμε κατά πόσον τα χρηματικά διαθέσιμα μιας εταιρίας επαρκούν είναι να τα συγκρίνουμε με εκείνα των προηγούμενων ετών και με εκείνα άλλων εταιρειών που λειτουργούν στον ίδιο επιχειρηματικό τομέα. Οι δείκτες που θα περιγράψουμε αργότερα παρέχουν χρήσιμα μέτρα σύγκρισης.

Όταν αξιολογούμε την ρευστότητα μιας επιχείρησης, πρέπει να θυμόμαστε ότι η ημερομηνία του ισολογισμού μπορεί να έχει αξιοσημείωτες συνέπειες για το επίπεδο των ταμιακών διαθεσίμων. Μια εταιρία λιανικής που δημοσιεύει τους λογαριασμούς της τον Ιανουάριο, έπειτα από τις πωλήσεις των Χριστουγέννων, μπορεί να εμφανίσει λιγοστά αποθέματα, αλλά υψηλά χρηματικά διαθέσιμα. Η εταιρία θα έχει μεγαλύτερη ρευστότητα στα τέλη του Ιανουαρίου παρά τον Δεκέμβριο (Vause B., 2003).

Χρεόγραφα : Οι εταιρίες συχνά επενδύουν μετρητά που δεν τα χρειάζονται άμεσα για τη λειτουργία των επιχειρήσεών τους σε βραχυπρόθεσμους εμπορεύσιμους τίτλους ή ακόμα και για μια νύχτα στις χρηματαγορές. Αυτού του τύπου οι επενδύσεις εμφανίζονται ως μέρος του κυκλοφορούν ενεργητικού στον ισολογισμό και θεωρείται πως μπορούν να μετατραπούν εύκολα σε μετρητά.

Τρέχουσες υποχρεώσεις : Πολλοί από τους δείκτες που μετρούν και αξιολογούν την ρευστότητα και την φερεγγυότητα μιας επιχείρησης χρησιμοποιούν το συνολικό νούμερο των τρεχουσών υποχρεώσεων. Συνήθως κάτι τέτοιο είναι απολύτως αποδεκτό, αλλά θα έχει κάπως περίεργα αποτελέσματα. Για παράδειγμα τα μερίσματα συχνά εμφανίζονται ως μέρος των τρεχουσών υποχρεώσεων. Εν τούτοις, το τελικό μέρισμα του χρόνου που συμπεριλαμβάνεται ως χρέωση στην κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης δεν θα καταβληθεί στους μετόχους, παρά μόνο μετά την ετήσια γενική συνέλευση της εταιρίας, όπου γίνονται δεκτές οι προτάσεις των διευθυντών για τα μερίσματα. Εάν μια εταιρία αντιμετωπίζει δυσκολίες στην εξόφληση των προμηθευτών της και άλλων τρίτων, δεν είναι παράλογο να συμπεράνουμε ότι θα επανεξετάσει τα σχέδια της ως προς την καταβολή των μερισμάτων στους μετόχους της.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας χρησιμοποιούνται περισσότερο για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και της ικανότητάς της να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Για να μπορεί μια επιχείρηση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της απαιτείται η ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας, η οποία επιτυγχάνεται μέσω της

καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά. Η ύπαρξη ρευστότητας σε μια επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της διότι εάν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα τότε η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της θα έχει ως αντίκτυπο της φήμης της, την μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων με αυτήν και πιθανώς της κήρυξη της σε κατάσταση πτώχευσης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων ανάλογο προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά. Η τοποθέτηση κεφαλαίων σε κυκλοφοριακά στοιχεία δεν αποτελεί κατά κανόνα παραγωγική επένδυση και ως εκ τούτου η διατήρηση υπερβολικά υψηλών κυκλοφοριακών στοιχείων ενδέχεται να μειώσει την κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχειρήσεως. Στο ίδιο αποτέλεσμα μπορεί όμως να οδηγήσει και η ανεπάρκεια κυκλοφοριακών στοιχείων, διότι η αδυναμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεων καταλήγει σε οικονομικό κλονισμό με καταστρεπτικές συνέπειες για την επιχείρηση (*Van Horne J., 2003*).

Πάντως για κάθε επιχείρηση υπάρχει ένα άριστο ύψος κυκλοφοριακών στοιχείων και τρεχουσών υποχρεώσεων.

Κατά την ανάλυση της τρέχουσας οικονομικής καταστάσεως μιας επιχειρήσεως δημιουργούνται ερωτήματα σχετικά με την ρευστότητα και την ικανότητα της να εκπληρώσει τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Πιο συγκεκριμένα τα ερωτήματα αυτά αναφέρονται :

1. Στην ύπαρξη επαρκών κυκλοφοριακών στοιχείων και συνέπειας στην εκπλήρωση των υποχρεώσεών της.
2. Στην ύπαρξη επαρκών διαθεσίμων για την ομαλή λειτουργία της και την εκμετάλλευση τυχόν παρουσιαζόμενων ευκαιριών.
3. Στην ύπαρξη υπερβολικών αποθεματοποιήσεων
4. Στο αν χορηγούνται μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της και
5. Στον αν οι απαιτήσεις της είναι υπέρογκες.

Όλα τα πιο πάνω ερωτήματα είναι δυνατόν να βρουν την απάντησή τους με την λεπτομερή ανάλυση των οικονομικών στοιχείων μιας επιχειρήσεως χρησιμοποιώντας του αριθμοδείκτες ρευστότητας.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, τα οποία αποτελούν τις πηγές καλύψεως αυτών των υποχρεώσεων. Η οικονομική κατάσταση μια επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί καλή μόνο αν αυτή έχει επαρκή ρευστότητα.

Έτσι, οι αριθμοδείκτες ρευστότητας προορίζονται να δώσουν την εικόνα της τρέχουσας οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης. Ο προσδιορισμός της τρέχουσας οικονομικής καταστάσεως ενδιαφέρει τόσο την διοίκηση της όσο και τους εκτός αυτής πιστωτές και μετόχους της. Έτσι η μελέτη για των υπολογισμό των κεφαλαίων κίνησης ενδιαφέρει όλους όσους σχετίζονται κατά οποιονδήποτε τρόπο με την επιχείρηση, αφενός μεν, γιατί συνδέονται με τις καθημερινές

λειτουργίες της, αφετέρου δε, γιατί η ανεπάρκεια κεφαλαίων κινήσεως ή η κακή διαχείριση τους αποτελεί μια από τις σπουδαιότερες αιτίες πτωχεύσεως.

Ιδιαίτερα όμως, ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών ρευστότητας αποτελεί πολύτιμη βοήθεια για την διοίκησή της, διότι της επιτρέπει να ελέγξει κατά ποιο τρόπο απασχολούνται μέσα στην επιχείρηση τα κεφάλαια κινήσεως της. Έτσι, είναι δυνατό να δοθούν απαντήσεις στα ερωτήματα που σχετίζονται με τη δυνατότητα της επιχειρήσεως να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Πέρα από αυτό ελέγχεται αν και κατά πόσο γίνεται η κατάλληλη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων κινήσεως της επιχειρήσεως, αν τα κεφάλαια αυτά είναι επαρκή σε σύγκριση με τις εργασίες της, ή αν υπολείπονται από τα κανονικά, οπότε υπάρχει πρόβλημα ρευστών. Τέλος, η παρακολούθηση των αριθμοδεικτών ρευστότητας, διαχρονικά, παρέχει τη δυνατότητα να διαπιστωθεί αν υπάρχει βελτίωση ή όχι της τρέχουσας οικονομικής καταστάσεως της επιχειρήσεως.

Σε γενικές γραμμές, για να θεωρηθεί ότι μια επιχείρηση βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση, από απόψεως κεφαλαίων κινήσεως, θα πρέπει να πληροί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

1. Να μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων δανειστών της και να είναι σε θέση να εξοφλεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
2. Να μπορεί να εκτελεί απρόσκοπτα τις εργασίες της και να μπορεί να εκμεταλλεύεται τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.

3. Να μπορεί να ανταποκρίνεται στην εξόφληση των απαιτητών τόκων και μερισμάτων των μετοχών της.

Καλή οικονομική κατάσταση υπάρχει όταν οι τρέχουσες δραστηριότητές της, πέρα από την χρησιμοποίηση των κυκλοφοριακών στοιχείων, χρηματοδοτούνται και από τους βραχυχρόνιους πιστωτές. Έτσι, αν αγοράζονται προϊόντα με πίστωση και στη συνέχεια ρευστοποιούνται μέσα στα χρονικά όρια των πιστώσεών της, τότε η επιχείρηση μπορεί να λειτουργεί με τις διευκολύνσεις των πιστωτών της. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές-μέτοχοι, ενώ προσφέρουν μόνο το ελάχιστο απαιτούμενο ποσό για το κεφάλαιο κινήσεως, καρπούνται και την απόδοση των κεφαλαίων των πιστωτών, τα οποία αποτελούν, κατά κάποιο τρόπο, επενδύσεις των πιστωτών της σ' αυτή.

Μετρώντας Την Ρευστότητα :

Τα μετρητά και οι απαιτήσεις θεωρούνται τα ρευστά ή τα γρήγορα διαθέσιμα μιας εταιρίας. Τα διαθέσιμα είναι ήδη μετρητά (*Van Horne J., 2003*). Για παράδειγμα, εάν κοιτάξουμε μόνο το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού στον ισολογισμό, δεν έχουμε επαρκές ενδείξεις για την ρευστότητα μιας εταιρίας.

Παρόλο που και οι τρεις εταιρίες του παραδείγματος, στον πίνακα που ακολουθεί, έχουν ίδιο κυκλοφορούν ενεργητικό της τάξης των 100 ευρώ, η ρευστότητά τους είναι πολύ διαφορετική. Η εταιρία Γ είναι πιο ρευστή. Στο τέλος του έτους έχει 50 ευρώ μετρητά και περιμένει να εισπράξει άλλα 25 στο εγγύτερο μέλλον από πελάτες. Παρόλο που εταιρία Β έχει το ίδιο ποσό ρευστών

διαθεσίμων με την Γ (75 ευρώ) δεν είναι εξίσου ρευστή, διότι διαθέτει λιγότερα μετρητά άμεσα διαθέσιμα. Η εταιρία Α είναι λιγότερο ρευστή από όλες με 50% του κυκλοφορούντος ενεργητικού της να κρατιέται ως απόθεμα, το οποίο θα καθυστερήσει πολύ περισσότερο από τις απαιτήσεις να μετατραπεί σε μετρητά.

	A	B	Γ
Αποθέματα	50	25	25
Απαιτήσεις	25	50	25
Διαθέσιμα	25	25	50
Κυκλ.Ενεργητικό	100	100	100
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	80	80	80
Λειτουργικό Κέρδος	40	40	20
Απόσβεση	10	10	5

Στην παρούσα ενότητα θα αναλυθούν οι κάτωθι αριθμοδείκτες ρευστότητας (liquidity ratios) και συγκεκριμένα:

1.	Αριθμοδείκτης Τρέχουσας Ρευστότητας – Current Ratio
2.	Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας – Acid Ratio
3.	Αριθμοδείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος – Defensive Internal Ratio

1. Αριθμοδείκτης Τρέχουσας Ρευστότητας

$$\text{Τρέχουσα Ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Τρέχουσες Υποχρεώσεις.}}$$

Ένας απλός οδηγός για την ικανότητα της εταιρίας να αντεπεξέρχεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της είναι η σύνδεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις τρέχουσες υποχρεώσεις σε μια αναλογία που είναι γνωστή ως δείκτης τρέχουσας ρευστότητας. Ο συνδυασμός του κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις τρέχουσες υποχρεώσεις παρέχει ένα χονδρικό οδηγό πιο πολύ για την φερεγγυότητα παρά για την ρευστότητα της εταιρίας στο τέλος του έτους. Και οι τρεις εταιρίες του παραδείγματος είχαν τον ίδιο τρέχοντα δείκτη. Για παράδειγμα όταν κάθε εταιρεία έχει 80 ευρώ τρέχουσες υποχρεώσεις ο δείκτης είναι $100/80 + 1,25$. Δηλαδή για κάθε ένα ευρώ των τρεχουσών υποχρεώσεων, κάθε εταιρία διατηρεί στο τέλος του έτους 1,25 ευρώ. Σε γενικές γραμμές όταν οι εταιρίες εμφανίζουν μια σχέση τουλάχιστο 1:1 μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και τρεχουσών υποχρεώσεων σημαίνει πως έχουν την ικανότητα να ανταποκριθούν στους βραχυπρόθεσμους πιστωτές τους χωρίς να χρειασθεί να προβούν σε δανεισμό ή στην πώληση στοιχείων εκτός εκείνων που εμφανίζονται ως κυκλοφορούντα στον ισολογισμό. Ο αριθμοδείκτης τρέχουσας ρευστότητας δεν δείχνει μόνο το μέτρο της ρευστότητας μιας επιχείρησης, αλλά και το περιθώριο ασφάλειας που διατηρεί η

διοίκησή της, για να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τυχόν ανεπιθύμητη εξέλιξη στη ροή των κεφαλαίων κινήσεως. Αν η ροή των κεφαλαίων κινήσεως στην επιχείρηση είναι ομαλή και συνεχής και υπάρχει ακριβής αντιστοιχία μεταξύ των εισερχομένων κεφαλαίων και των εξοφλούμενων υποχρεώσεων, τότε η επιχείρηση δεν χρειάζεται να διατηρεί υψηλό περιθώριο ασφάλειας σε κεφάλαια κινήσεως (π.χ όταν τα ρευστά που εισπράττει είναι ίσα με αυτά που πληρώνει για την εξόφληση των υποχρεώσεών της). Στην πραγματικότητα, όμως, αυτό συμβαίνει σπάνια, για τον λόγο αυτό μια επιχείρηση θα πρέπει να διατηρεί επαρκή κυκλοφορικά στοιχεία για να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, όταν καταστούν ληξιπρόθεσμες (Vause B., 2004).

Κατά την μελέτη του αριθμοδείκτη ρευστότητας, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη οι διάφορες κατηγορίες που συνθέτουν το κυκλοφορούν ενεργητικό και το ποσοστό συμμετοχής κάθε μιας στο σύνολο αυτού. Αυτό θα πρέπει να γίνεται γιατί μια εταιρία που έχει σε ποσοστό, περισσότερα μετρητά είναι σε καλύτερη, από απόψεως ρευστότητας, θέση από μια άλλη που έχει περισσότερα σε ποσοστό αποθέματα, έστω και αν και οι δύο έχουν τον ίδιο αριθμοδείκτη τρέχουσας ρευστότητας. Για να είναι όσο το δυνατόν πλησιέστερες οι πληροφορίες που μας δίνει ο αριθμοδείκτης αυτός, πρέπει να συνοδεύεται και από άλλους, συμπληρωματικούς για τον προσδιορισμό της ρευστότητας αριθμοδείκτες, όπως:

1. Τον αριθμοδείκτη ταχύτητας χορηγούμενων πιστώσεων ή εισπράξεως απαιτήσεων
2. Τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων

3. Τον αριθμοδείκτη καθαρών πωλήσεων προς τα καθαρά κεφάλαια κίνησης.

➤ **Συνολική Κυκλοφοριακή Ταχύτητα (Total Asset Turnover)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Καθαρού Ενεργητικού}}$$

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίου Ενεργητικού (Fixed Asset Turnover)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Πάγιο Ενεργητικό}}$$

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Κυκλοφορούντος Ενεργητικού (Current Asset Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}$$

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Αποθεμάτων (Inventory Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Αποθέματα}}$$

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων (Accounts Receivable Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις με Πίστωση}}{\text{Πελάτες}}$$

➤ **Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Διαθεσίμων (Cash Turnover Ratio)**

$$\frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Διαθέσιμα}}$$

Αν ο αριθμοδείκτης τρέχουσας ρευστότητας είναι αρκετά υψηλός, τότε δεν κρίνεται απαραίτητος ο προσδιορισμός των παραπάνω αριθμοδεικτών. Εκείνο, όμως, που πρέπει να τονιστεί στο σημείο αυτό, επειδή το μέγεθος του αριθμοδείκτη αυτού εξαρτάται από πολλούς και ποικίλους παράγοντες, μεταξύ των οποίων το είδος της κάθε επιχειρήσεως, η ποιότητα των κυκλοφοριακών της στοιχείων, η αμεσότητα των τρεχουσών υποχρεώσεών της και η ευκαμψία των αναγκών της σε κεφάλαια κινήσεως, ο βαθμός ρευστότητας αυτής θα πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με αυτούς τους παράγοντες. Για τους παραπάνω λόγους δεν είναι δυνατόν να καθοριστεί ένας «πρότυπος» αριθμοδείκτης για όλες τις επιχειρήσεις. Γενικά ένας αριθμοδείκτης γύρω στο 2 μπορεί, πολλές φορές, να θεωρηθεί ικανοποιητικός για μια βιομηχανική ή εμπορική επιχείρηση. Σε κάθε περίπτωση, σημαντική ένδειξη για την επάρκεια ή όχι κεφαλαίων κινήσεως σε μια επιχείρηση αποτελεί η παρακολούθηση της πορείας του αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας για μια σειρά ετών. Τυχόν μείωση του δείκτη πρέπει να διερευνηθεί. Μια συνεχής πτωτική πορεία αυτού διαχρονικά αποτελεί ένα είδος προμηνύματος, το οποίο δεν πρέπει να αγνοηθεί. Επίσης, η σύγκριση αυτού με τον μέσο όρο του κλάδου παρέχει ένδειξη για τη θέση της επιχειρήσεως από απόψεως ρευστότητας (Σαρσέντης Β., 1993).

Ο αριθμοδείκτης τρέχουσας ρευστότητας παρέχει επίσης ένδειξη του βαθμού ασφαλείας, με τον οποίο βραχυχρόνιες πιστώσεις μπορεί να χορηγηθούν στην επιχείρηση από τους πιστωτές της, δηλαδή αντανακλά την τρέχουσα ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεών της. Πολλές φορές, όμως, είναι δυνατόν, μια επιχείρηση, παρά το γεγονός ότι έχει υψηλό αριθμοδείκτη να μην μπορεί να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό μπορεί να συμβαίνει γιατί η διοίκησή της δεν έχει κάνει ορθολογική κατανομή των κυκλοφοριακών της στοιχείων σε σχέση με τον βαθμό ρευστότητάς τους. Σαν αιτίες μιας τέτοιας καταστάσεως μπορεί να αναφερθούν, η υπεραποθεματοποίηση ετοιμών προϊόντων και πρώτων υλών σε σύγκριση με τις πωλήσεις της, η χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας αυτών, ή το γεγονός ότι στις απαιτήσεις της περιλαμβάνονται τέτοιες καθυστερημένες οι οποίες δύσκολα θα εισπραχθούν. Εκτός από τα παραπάνω, μια αύξηση των υποχρεώσεων της επιχειρήσεως, συνοδευόμενη από μείωση των πωλήσεών της, μπορεί επίσης να οδηγήσει σε ανεπάρκεια κεφαλαίου κινήσεως.

Συμπερασματικά σημειώνουμε ότι, επειδή το κεφάλαιο κινήσεως δείχνει το όριο ασφαλείας των βραχυχρόνιων πιστωτών, όσο μεγαλύτερο είναι τούτο σε σχέση με τις τρέχουσες υποχρεώσεις της επιχειρήσεως τόσο πιο ευνοϊκή είναι η θέση αυτής από την άποψη ότι μπορεί να ανταποκρίνεται :

1. στην πληρωμή των τρεχουσών υποχρεώσεών της, των σταθερών δαπανών, των απαιτητών τόκων και μερισμάτων και

2. στην απορρόφηση τυχόν τρεχουσών ζημιών, μειώσεων στην τρέχουσα αξία των αποθεμάτων και προσωρινών επενδύσεων, καθυστερήσεως εισπράξεως μεγάλων ποσών απαιτήσεων κλπ

Το συμπέρασμα όμως αυτό μπορεί να θεωρηθεί σωστό μόνο όταν η διοίκηση της επιχειρήσεως κάνει συστηματικό έλεγχο των επί μέρους στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Πέραν, όμως, από τα όσα υποστηρίχθηκαν πιο πάνω, αν μελετήσουμε την ρευστότητα μιας επιχείρησης από την πλευρά των μετόχων της, τότε μπορεί να καταλήξουμε στο συμπέρασμα ότι ένας υψηλός αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας ενδέχεται να μην αποτελεί και την πλέον συμφέρουσα λύση, ιδιαίτερα αν η επιχείρηση διατηρεί πολλά ρευστά διαθέσιμα ή έχει κάνει μεγάλα αποθέματα, ή τέλος έχει χορηγήσει μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της. Σε γενικές όμως γραμμές, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης κεφαλαίου κινήσεως παρέχει ένδειξη υπάρξεως μεγαλύτερου βαθμού κινδύνου στην επιχείρηση από ότι ένας υψηλός αριθμοδείκτης. Εντούτοις, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης μπορεί να δείχνει ότι η διοίκηση της επιχείρησης κάνει πιο εντατική χρήση των κυκλοφοριακών της στοιχείων, δηλαδή διατηρεί τα ρευστά διαθέσιμά της στο ελάχιστο δυνατό επίπεδο, ή η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων και των απαιτήσεών της βρίσκεται στο ανώτερο δυνατό σημείο. Πάντως το ύψος των ρευστών διαθεσίμων μιας επιχειρήσεως εξαρτάται από το ποσό που απαιτείται για να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της, τις δαπάνες της, καθώς και από το ποσό ασφαλείας που πρέπει να διατηρεί για την αντιμετώπιση εκτάκτων περιστατικών.

Στην περίπτωση που θέλουμε να συγκρίνουμε δύο επιχειρήσεις, ως προς την ικανότητα που έχουν να ανταποκρίνονται στις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, υποθέτουμε ότι εκείνη που έχει το μεγαλύτερο κεφάλαιο κινήσεως είναι αυτή που έχει και την καλύτερη ρευστότητα. Αυτό, όμως, δεν είναι απαραίτητο ότι ισχύει πάντοτε, αφού το μέτρο της ρευστότητας αποτελεί μια σχέση και δεν είναι η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των τρεχουσών υποχρεώσεων μιας επιχείρησης. Ως εκ τούτου, προκειμένου περί συγκρίσεως, ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας ή κεφαλαίου κινήσεως είναι εκείνος ο οποίος μετράει καλύτερα, από ότι το κεφάλαιο κινήσεως, την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό φαίνεται καλύτερα στο κατωτέρω παράδειγμα.

	A	B
Κυκλοφορούν Ενεργητικό	1.000.000	500.000
Μείον: Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	700.000	200.000
Κεφάλαιο Κινήσεως	300.000	300.000
Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας	1,4	2,5

Όπως φαίνεται από τα πιο πάνω δεδομένα, παρά το γεγονός ότι τα κεφάλαια κινήσεως και στις δύο επιχειρήσεις είναι ίσα, η επιχείρηση B παρέχει μεγαλύτερη ασφάλεια στους πιστωτές της από ότι η επιχείρηση A. Τούτο, γιατί μια μονάδα βραχυχρόνιων υποχρεώσεων της εταιρείας B καλύπτεται από 2,5 μονάδες κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων έναντι αντίστοιχου αριθμοδείκτη 1,4 της επιχείρησης A.

Συμπερασματικά, θα πρέπει να τονιστεί ότι ο αναλυτής κατά την μελέτη του δείκτη γενικής ρευστότητας δεν θα πρέπει να καταλήγει σε τελικά συμπεράσματα, πριν λάβει υπόψη του και τα παρακάτω στοιχεία της επιχειρήσεως:

1. Την κατανομή των κυκλοφοριακών στοιχείων, όπως αναφέρθηκε πιο πάνω.
2. Την πορεία των μεγεθών των κυκλοφοριακών στοιχείων και των τρεχουσών υποχρεώσεων για μια πενταετία τουλάχιστον.
3. Τους όρους χορηγήσεως πιστώσεων στους πελάτες της.
4. Την τυχόν ύπαρξη εποχικότητας της συγκεκριμένης επιχειρήσεως.
5. Τις μεταβολές στο ύψος των αποθεμάτων σε σχέση με τις παρούσες και μελλοντικές πωλήσεις της επιχειρήσεως
6. Την ανάγκη για μεγαλύτερα ή μικρότερα ποσά κεφαλαίων κινήσεως κατά τον επόμενο χρόνο.
7. Την έκταση χρησιμοποίησεως τραπεζικών πιστώσεων και την ύπαρξη ευχέρειας για περαιτέρω τραπεζικό δανεισμό.
8. Το ποσό των μετρητών και των ρευστοποιήσιμων χρεογράφων, καθώς και την ύπαρξη μεγάλου πλεονάσματος ή ελλείμματος, σε σχέση με τις ανάγκες για κεφάλαια κινήσεως.
9. Το ύψος των απαιτήσεων, σε σχέση με τις πωλήσεις, καθώς και τις καθυστερημένες απαιτήσεις.
10. Το είδος της εξεταζόμενης επιχειρήσεως, αν δηλαδή πρόκειται για βιομηχανία, εμπορική επιχείρηση, ή επιχείρηση κοινής ωφέλειας.

2. Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Η ακαταλληλότητα του δείκτη τρέχουσας ρευστότητας ως προς τον προσδιορισμό της βραχυπρόθεσμης οικονομικής θέσης των τριών εταιριών αναδεικνύει τη συγκριτική ανεπάρκεια του τρέχοντος δείκτη. Μια πιο αυστηρή προσέγγιση είναι να αποκλείσουμε τα αποθέματα του τέλους του έτους από το κυκλοφορούν ενεργητικό για να καταλήξουμε σε αυτά που αποκαλούμε ρευστά διαθέσιμα, με άλλα λόγια τα μετρητά ή τα άμεσα ρευστοποιήσιμα.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Ρευστά Διαθέσιμα}}{\text{Τρέχουσες Υποχρεώσεις}}$$

Για τις τρεις εταιρίες ο δείκτης άμεσης ρευστότητας είναι :

	A	B	Γ
Ρευστά Διαθέσιμα	50	75	75
Τρέχουσες Υποχρεώσεις	80	80	80
Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας	0,62	0,94	

Είναι εύκολο να υπολογίσουμε τον δείκτη άμεσης ρευστότητας από τον ισολογισμό, ενώ υπάρχουν δύο ουσιώδεις λόγοι για να τον χρησιμοποιήσουμε. Πρώτον, είναι δύσκολο να γνωρίζουμε ακριβώς τι συμπεριλαμβάνεται στο νούμερο που δημοσιοποιείται για τα αποθέματα στον ισολογισμό. Δεύτερον, ακόμη και τα καλά αποθέματα συχνά είναι δύσκολο να μετατραπούν άμεσα σε μετρητά. Ακόμη κι όταν τα αποθέματα αποτελούνται κυρίως από τελικά προϊόντα που τιμώνται στη χαμηλότερη τιμή κόστους ή στην καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία, η εταιρεία που προσπαθεί να ρευστοποιήσει αυτά τα αποθέματα είναι απίθανο να επιτύχει αυτήν την τιμή : οι εν δυνάμει αγοραστές συνήθως δισισθάνονται τότε ένας πωλητής θέλει απεγνωσμένα να πωλήσει και θα επιμείνουν για τη χαμηλότερη δυνατή τιμή. Ως εκ τούτου, μια πιο συνετή προσέγγιση στην αξιολόγηση της ικανότητας μιας εταιρίας να ανταποκριθεί στις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της, συνιστά δεδομένο πως τα αποθέματα δεν αποτελούν άμεση πηγή μετρητών (Σαρσέντης Β., 1993).

Η εταιρία Α αναγνωρίζεται τώρα ως εν δυνάμει λιγότερο ρευστή από την Β και την Γ. Και οι δύο έχουν δείκτη άμεσης ρευστότητας 0,94:1. Οι περισσότερες εταιρείες θα έκριναν πολύ ασφαλές να έχουν 0,94 του ευρώ άμεσα διαθέσιμα ή ρευστοποιήσιμα για κάθε ένα ευρώ τρέχουσας υποχρέωσης. Μια παρόμοια εταιρία θα μπορούσε, χωρίς να πωλήσει καθόλου αποθέματα ή να δανειστεί χρήματα, να καλύψει αμέσως τις υποχρεώσεις της σε ποσοστό 94%. Ένας εν δυνάμει προμηθευτής, αφού ελέγξει πρώτα πως οι λογαριασμοί του προηγούμενου έτους δημοσιοποιούσαν την ίδια θέση, θα μπορούσε δικαιολογημένα να αισθανθεί ασφαλής και να επεκτείνει την πίστωση σε αυτή την εταιρεία.

Κατά πόσον η εταιρεία Α, με δείκτη άμεσης ρευστότητας 0,62 θα αποθαρρύνει τους προμηθευτές να εμπλακούν μαζί της σε εμπορικές διευθετήσεις εξαρτάται από τις περαιτέρω γνώσεις και την ανάλυση. Αλλά είναι γεγονός ότι μέσω του δείκτη άμεσης ρευστότητας η εταιρία Α είναι τώρα απομονωμένη, καθώς βρίσκεται σε διαφορετική βραχυπρόθεσμη οικονομική θέση από τις εταιρείες Β και Γ.

3. Αριθμοδείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος

Οι αριθμοδείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας, παρά το γεγονός ότι είναι γνωστοί και ευρύτατα χρησιμοποιούμενοι λόγω της ευκολίας υπολογισμού τους από τα υπάρχοντα στοιχεία, εντούτοις παρουσιάζουν ορισμένες αδυναμίες, οι κυριότερες των οποίων είναι οι εξής :

1. Υπολογίζονται με βάση τα οικονομικά στοιχεία του ισολογισμού δεδομένες χρονικής στιγμής και ως εκ τούτου εκφράζουν μια στατική εικόνα. Με άλλα λόγια οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, που αναφέρθηκαν μέχρι τώρα, παρέχουν το μέτρο της ικανότητας μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις μιας δεδομένης χρονικής στιγμής, με βάση τα κυκλοφοριακά της στοιχεία στην ίδια χρονική στιγμή.
2. Τα στοιχεία με βάση τα οποία υπολογίζονται οι αριθμοδείκτες ρευστότητας, λόγω του ότι αναφέρονται σε ορισμένη χρονική στιγμή, μπορεί να είναι σκόπιμα ή μη διογκωμένα ή και χαμηλότερα των πραγματικών. Αποτέλεσμα αυτού είναι να δίνεται παραπλανητική εικόνα

για την ικανότητα της επιχειρήσεως ν' ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της.

Για τους παραπάνω λόγους οι αριθμοδείκτες γενικής και ειδικής ρευστότητας δεν δίνουν πλήρη εικόνα του βαθμού ικανότητας της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Ως εκ τούτου πολλοί αναλυτές υποστηρίζουν ότι καλύτερος δείκτης του βαθμού ρευστότητας είναι ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος, ο οποίος αποτελεί ένα πολύ συντηρητικό μέτρο του βαθμού ικανότητας μιας επιχειρήσεως να καταβάλλει τις λειτουργικές της δαπάνες από τα αμυντικά της στοιχεία χωρίς να βασίζεται στα λειτουργικά της έσοδα.

Εάν εξετάσουμε μια ακραία θέση και θεωρήσουμε πως μια εταιρία, για οποιονδήποτε λόγο, σταματά να έχει ταμιακές εισροές ή πηγές πίστωσης, η επιβίωσή της θα περιοριζόταν στο μάκρος χρόνου κατά το οποίο τα υπάρχοντα χρηματικά διαθέσιμα και οι βραχυχρόνιες επενδύσεις θα μπορούσαν να στηρίξουν τις λειτουργίες της, πριν η εταιρία αναγκαστεί να βασιστεί σε άλλες χρηματοδοτικές πηγές για να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της. Συνεπώς, ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος βασίζεται στα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία μιας επιχειρήσεως (μετρητά, εισηγμένα στο χρηματιστήριο χρεόγραφα και απαιτήσεις) που αποτελούν ανά πάσα στιγμή τη βασική πηγή ρευστών για την ικανοποίηση των τρεχουσών και προβλεπόμενων ημερησίων αναγκών σε μετρητά.

	Διαθέσιμα + Απαιτήσεις
Αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού = διαστήματος	<hr/> Προβλεπόμενες ημερήσιες λειτουργικές δαπάνες.

Οι προβλεπόμενες λειτουργικές δαπάνες νοούνται τόσο οι τρέχουσες όσο και οι μελλοντικές δαπάνες που απαιτούνται για τη συνέχιση της ομαλής λειτουργίας μιας επιχείρησης και βρίσκονται αν διαιρέσουμε το σύνολο των λειτουργικών δαπανών (κόστος πωληθέντων + δαπάνες διοικήσεως + δαπάνες διαθέσεως + διάφορες καθημερινές πληρωμές) με τον αριθμό των ημερών του έτους (365 ημέρες). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι στις λειτουργικές δαπάνες δεν περιλαμβάνονται εκείνες που δεν συνεπάγονται εκροή μετρητών, όπως δαπάνες αποσβέσεων, προπληρωθέντα έξοδα, προκαταβολές για αγορά πρώτων και βοηθητικών υλών κλπ.

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 καταφεύγει στη χρησιμοποίηση των εσόδων που προέρχονται από τις δραστηριότητές της (Νιάρχος Ν., 2002).

Είναι δύσκολο να εκτιμηθεί κατά πόσο ο αριθμοδείκτης αμυντικού χρονικού διαστήματος είναι καλύτερος ή όχι των άλλων αριθμοδεικτών προσδιορισμού της ρευστότητας μιας επιχείρησης. Εκείνο που μπορεί να λεχθεί με βεβαιότητα είναι ότι αποτελεί μια εναλλακτική μέθοδο αναλύσεως της τρέχουσας ρευστότητας μιας επιχείρησης. Σύγκριση του αριθμοδείκτη αμυντικού χρονικού διαστήματος μιας επιχείρησης για μια σειρά ετών με τον αντίστοιχο μέσο όρο του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, ή άλλων ομοειδών επιχειρήσεων είναι απαραίτητη, προκειμένου να εκτιμηθεί η θέση της επιχείρησης από την άποψη του βαθμού ρευστότητάς της. Αύξηση του αριθμοδείκτη αμυντικού χρονικού

διαστήματος από έτος σε έτος παρέχει ένδειξη ευνοϊκής εξελίξεως στην κατάσταση της επιχειρήσεως, ενώ αντίθετα μείωση αυτού διαχρονικά παρέχει ένδειξη εμφανίσεως μιας μη ενθαρρυντικής καταστάσεως.

2.1.5 Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας

1.	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων – Receivables Turnover Ratio
2.	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξοφλήσεως Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων – Trade Creditors to Purchase Ratio
3.	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων – Inventories Turnover Ratio
4.	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού – Asset Turnover Ratio
5.	Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων – Fixed Asset Turnover Ratio

Η αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης ενδιαφέρει τόσο την διοίκησή της, όσο και εκείνους που ενδιαφέρονται για αυτή. Υπάρχουν διάφοροι μέθοδοι που μπορούν να μετρήσουν την παραγωγικότητα και το βαθμό χρησιμοποίησεως των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης. Γενικά, όσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίησή των στοιχείων μιας επιχείρησης τόσο τούτο αποβαίνει προς όφελός της.

Η χρησιμοποίηση ορισμένων αριθμοδεικτών δραστηριότητας βοηθά να προσδιορίσουμε το βαθμό μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων σε ρευστά. Εξετάζοντας τα οικονομικά δεδομένα μιας επιχειρήσεως ενδέχεται να γίνουν ορισμένες διαπιστώσεις. Μπορεί π.χ να υπάρχει μεγάλο ποσοστό αποθεμάτων στα κυκλοφοριακά της στοιχεία, πράγμα το οποίο παρέχει ένδειξη ότι τα στοιχεία αυτά δεν μετατρέπονται σε χρήμα με την πρέπουσα ταχύτητα και ευκολία. Βέβαια, το γεγονός αυτό ίσως να δείχνει ότι η διοίκηση της επιχειρήσεως ακολουθεί μια μέτρια πολιτική αποθεμάτων. Ίσως όμως τούτο να οφείλεται και στη φύση των εργασιών της, διότι υπάρχουν επιχειρήσεις που πρέπει να διατηρούν μεγάλα αποθέματα πρώτων υλών και έτοιμων προϊόντων, όπως συμβαίνει π.χ με τις βιομηχανίες καπνού. Γενικά, το ποσοστό των αποθεμάτων που διατηρεί μια επιχείρηση πρέπει να σχετίζεται πάντοτε με το ύψος των πωλήσεών της.

Αντίθετα, σε πολλές περιπτώσεις η τυχόν διατήρηση στην επιχείρηση υψηλού ποσοστού ρευστών ή κρατικών χρεογράφων μπορεί να δείχνει ότι ακολουθείται μια καλή πολιτική από μέρους της, διότι της επιτρέπεται να εκμεταλλεύεται ευκαιρίες και να κατέχει τα αναγκαία ρευστά σε όχι καλές περιόδους. Η κατάσταση αυτή μπορεί να την ευνοεί και να αυξάνει την πιστοληπτική της ικανότητα. Ωστόσο, μεγάλα ποσά σε ρευστά διαθέσιμα και προσωρινές επενδύσεις δεν αυξάνουν τη μακροχρόνια κερδοφόρα δυναμικότητά της επιχειρήσεως, γι' αυτό και θα πρέπει να αποφεύγονται, εκτός εάν πρόκειται να επενδυθούν στο άμεσο μέλλον.

Επίσης, το ποσοστό απαιτήσεων που εμφανίζει μια επιχείρηση έχει πάντα σχέση και πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τις πιστωτικές της πωλήσεις. Είναι λοιπόν απαραίτητο, παράλληλα με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας, να προσδιορίζονται και οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας (activity ratios) :

1. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων βρίσκεται εάν διαιρέσουμε το ύψος των πιστωτικών πωλήσεων μιας επιχειρήσεως, μέσα στην χρήση, με το μέσο όρο των απαιτήσεών της. Επειδή όμως συνήθως δεν υπάρχουν στοιχεία που να αναφέρονται στο μέσο όρο των χορηγούμενων πιστώσεων, λαμβάνονται υπόψη οι καθαρές πωλήσεις της χρήσεως και το σύνολο των απαιτήσεων, όπως εμφανίζονται στον ισολογισμό στο τέλος της χρήσεως. 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, δηλαδή στο τέλος της χρήσεως, δεν δίνουν αντιπροσωπευτική εικόνα για το ύψος αυτών κατά τη διάρκεια της χρήσεως.

**Αριθμοδείκτης ταχύτητας
εισπράξεως απαιτήσεων=
(Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απαιτήσεων)**

**Καθαρές Πωλήσεις
—————
Μέσος όρος απαιτήσεων**

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων δείχνει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσεως οι απαιτήσεις της επιχειρήσεως.

Για την εύρεση της μέσης πραγματικής δέσμευσης των κεφαλαίων μιας επιχείρησης από τους πελάτες της, σε αριθμό ημερών, ή τη μέση χρονική περίοδο που απαιτείται για την είσπραξη των απαιτήσεων της, διαιρούμε το σύνολο των ημερών του έτους (365 ημέρες) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων. Επομένως, όσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων τόσο μικρότερος είναι ο χρόνος παραμονής αυτών στην επιχείρηση.

Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων = 365*	Μέσο ύψος απαιτήσεων
	<hr/>
	Καθαρές Πωλήσεις

Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση αποτελεί το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πιστωτική πώληση μέχρι τη στιγμή που αυτή θα μετατραπεί σε μετρητά ή το χρονικό διάστημα που παρέμειναν ανείσπρακτες οι απαιτήσεις στην επιχείρηση.

Το χρονικό αυτό διάστημα αφενός μετρά την αποτελεσματικότητα της διοικήσεως της επιχειρήσεως στην είσπραξη των απαιτήσεών της και αφετέρου εκφράζει την πιστωτική της πολιτική.

Η μέση διάρκεια παραμονής των απαιτήσεων στην επιχείρηση πρέπει να διατηρείται όσο γίνεται μικρότερη, όχι μόνον διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν κάποιο δραχμικό κόστος, αλλά διότι έχουν και ένα κόστος ευκαιρίας λόγω του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν αποδοτικά κάπου αλλού.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων παρέχει ένδειξη της ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων μιας επιχειρήσεως, καθώς και κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτής στην είσπραξη των απαιτήσεών της. Σχετικά με την ποιότητα των απαιτήσεων σημειώνεται ότι θα πρέπει να παρακολουθείται η σχέση μεταξύ του ύψους των επισφαλών και του ύψους των συνολικών απαιτήσεων. Μια αύξηση της σχέσης αυτής διαχρονικά παρέχει ένδειξη προοδευτικών δυσκολιών στην είσπραξη των απαιτήσεων. Αντίθετα, μείωση της σχέσεως αυτής διαχρονικά δείχνει βελτίωση των συνθηκών εισπράξεως των απαιτήσεων της επιχειρήσεως.

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αυτού αποτελεί τον καλύτερο τρόπο για να διαπιστωθεί αν οι απαιτήσεις της επιχειρήσεως είναι πολύ μεγάλες σε σύγκριση με τα υπόλοιπα κυκλοφοριακά της στοιχεία. Τούτο επιτυγχάνεται με την εύρεση του αριθμού των ημερών που οι απαιτήσεις παραμένουν στα βιβλία της επιχειρήσεως μέχρις ότου εισπραχθούν. Ο χρόνος εισπράξεως των απαιτήσεων μιας επιχειρήσεως επηρεάζεται από τους όρους χορηγήσεως των πιστώσεων στους πελάτες της.

Όσο μεγαλύτερη είναι η ταχύτητα εισπράξεως των απαιτήσεων μιας επιχειρήσεως τόσο μικρότερος είναι ο χρόνος δεσμεύσεως των κεφαλαίων και τόσο καλύτερη η θέση της από απόψεως χορηγουμένων πιστώσεων. Επιπλέον η μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες.

Παρόλ' αυτά χρειάζεται να γίνεται σύγκριση του αριθμοδείκτη ταχύτητας εισπράξεως της επιχειρήσεως με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη του κλάδου όπου αυτή ανήκει κα με τις αντίστοιχες τιμές αυτού για μια σειρά ετών.

Μια αύξηση της ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων ενδέχεται να δείχνει βελτίωση της ικανότητας εισπράξεως των απαιτήσεων ή αλλαγή στην πολιτική των χορηγουμένων πιστώσεων.

Η μείωση του αριθμοδείκτη ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων ενδέχεται να αντανακλά τα εξής:

1. Μείωση των πωλήσεων με παράλληλη αύξηση των απαιτήσεων
2. Μείωση των απαιτήσεων και αναλογικά μεγαλύτερη μείωση των πωλήσεων
3. Αύξηση των πωλήσεων και αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση των απαιτήσεων
4. Μείωση των πωλήσεων χωρίς ταυτόχρονη μείωση των απαιτήσεων
5. Αύξηση των απαιτήσεων χωρίς ταυτόχρονη μεταβολή των πωλήσεων.

Διακυμάνσεις στον αριθμοδείκτη ταχύτητας εισπράξεως απαιτήσεων, από χρόνο σε χρόνο, δείχνουν τις μεταβολές της πιστωτικής πολιτικής της επιχειρήσεως ή μεταβολή της ικανότητάς της για είσπραξη των απαιτήσεών της.

2. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εξοφλήσεως Βραχυπρόθεσμων

Υποχρεώσεων

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας εξοφλήσεως βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των αγορών της χρήσεως με το μέσο ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μιας επιχειρήσεως προς τους προμηθευτές της, με την προϋπόθεση ότι όλες οι αγορές γίνονται με πίστωση.

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων} = \frac{\text{Αγορές}}{\text{Μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}$$

Αν διαιρέσουμε τον αριθμό των ημερών του έτους (365 ημέρες) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, τότε προκύπτει σε αριθμό ημερών το χρονικό διάστημα που οι υποχρεώσεις της επιχειρήσεως παραμένουν απλήρωτες.

Ο αριθμός των ημερών που οι υποχρεώσεις μιας επιχειρήσεως παραμένουν απλήρωτες υπολογίζεται επίσης χρησιμοποιώντας και την παρακάτω σχέση:

$$\text{Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων} = 365^* \frac{\text{Μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων}}{\text{Αγορές}}$$

Στην πράξη, επειδή το σύνολο των αγορών της χρήσεως σπανίως δημοσιεύεται ή δεν δημοσιεύεται καθόλου, πολλοί αναλυτές χρησιμοποιούν αντ' αυτού το κόστος πωληθέντων της χρήσεως, αφού το προσαρμόσουν σύμφωνα με τα στοιχεία εκείνα που δεν συνεπάγονται πραγματική καταβολή μετρητών (π.χ αποσβέσεις). Όμως, το κόστος πωληθέντων ενδέχεται να περικλείει σημαντικές δαπάνες που απαιτούν τη χρήση ρευστών και το γεγονός αυτό ίσως να μειώνει την αξία υπολογισμού του αριθμοδείκτη.

Ο παραπάνω αριθμοδείκτης δείχνει πόσες φορές μέσα στη χρήση ανανεώθηκαν οι ληφθείσες από την επιχείρηση πιστώσεις, ή άλλως πόσες φορές το κόστος πωληθέντων καλύπτει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχειρήσεως.

Η παρακολούθηση του αριθμοδείκτη αυτού για μια σειρά ετών δείχνει την πολιτική της επιχειρήσεως ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της. Μια μεταβολή του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει ότι η επιχείρηση αλλάζει την πιστοληπτική της πολιτική. Αν, για παράδειγμα, μια επιχείρηση έχει ανάγκη κεφαλαίων, αυτό θα την οδηγήσει στο να αναζητήσει μεγαλύτερες πιστώσεις, παρά το γεγονός ότι έτσι δεν μπορεί να επιτύχει εκπτώσεις επί των τιμών αγοράς. Επίσης, μια σύγκριση του αριθμοδείκτη ταχύτητας βραχυχρόνιων υποχρεώσεων ή της χρονικής περιόδου παραμονής των απλήρωτων υποχρεώσεων από τις αγορές με τις αντίστοιχες τιμές άλλων ομοειδών επιχειρήσεων φανερώνει εάν αυτή εκπληρώνει με βραδύτερο ρυθμό ή όχι τις υποχρεώσεις της. Αν η μέση διάρκεια παραμονής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της συγκεκριμένης επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από εκείνη

άλλων ομοειδών επιχειρήσεων, τότε αυτό θεωρείται καλό για την επιχείρηση, με την προϋπόθεση βέβαια ότι δεν προκλήθηκαν άλλες αρνητικές επιπτώσεις στις σχέσεις της με τους προμηθευτές της. Παρόλ' αυτά, αν παρατηρηθεί κάποια αλλαγή της συμπεριφοράς των προμηθευτών απέναντι στην επιχείρηση, που εκδηλώνεται με άρνηση τους ν' αυξήσουν τις παρεχόμενες σ' αυτήν πιστώσεις, τότε το θέμα εμπνέει ανησυχίες και πρέπει να διερευνηθεί.

Αν τώρα συγκρίνουμε την ταχύτητα εισπράξεως απαιτήσεων με την ταχύτητα βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και η πρώτη είναι μεγαλύτερη από την δεύτερη, τότε αυτό σημαίνει ότι οι υποχρεώσεις της επιχείρησης εξοφλούνται με βραδύτερο ρυθμό από ότι εισπράττονται οι απαιτήσεις της. Ως εκ τούτου η επιχείρηση δεν χρειάζεται να διατηρεί μεγάλα ποσά σε κυκλοφοριακά στοιχεία, δεδομένου ότι γίνεται κάποια χρηματοδότηση αυτής από τους πιστωτές της. Η μέση διάρκεια παραμονής των υποχρεώσεων στην επιχείρηση, όπως υπολογίζεται παραπάνω, ενδέχεται να μην αντιπροσωπεύει την πραγματικότητα και τούτο διότι ορισμένες υποχρεώσεις εξοφλούνται πολύ γρήγορα, ενώ άλλες παραμένουν απλήρωτες επί μακρύ χρονικό διάστημα.

Ως εκ τούτου, η μέση διάρκεια παραμονής των απλήρωτων υποχρεώσεων της επιχείρησης 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 ιεράρχηση αυτών με βάση το χρόνο λήξεώς τους, εφόσον τα απαιτούμενα στοιχεία για την σύνταξη μιας τέτοιας

κατάστασης είναι διαθέσιμα στον αναλυτή. Θα πρέπει, όμως, να τονιστεί ότι οι εξωτερικοί αναλυτές δεν έχουν ποτέ στην διάθεσή τους τέτοια στοιχεία, για τον λόγο αυτό περιορίζονται στον υπολογισμό του αριθμοδείκτη ταχύτητας βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και της μέσης χρονικής περιόδου παραμονής των υποχρεώσεων στην επιχείρηση, με τους παραπάνω τρόπους που αναπτύχθηκαν.

3. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων

Η ικανότητα μιας επιχειρήσεως να πωλεί τα αποθέματά της γρήγορα αποτελεί ένα ακόμα μέτρο του βαθμού χρησιμοποίησεως των περιουσιακών της στοιχείων.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, βρίσκεται αν διαιρέσουμε το κόστος των πωληθέντων προϊόντων ή εμπορευμάτων μιας επιχειρήσεως με το μέσο απόθεμα των προϊόντων της, ήτοι:

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσο απόθεμα προϊόντων.}}$$

Αν δεν είναι γνωστό στον εξωτερικό αναλυτή το κόστος των πωληθέντων τότε για τον υπολογισμό της ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων χρησιμοποιείται η αξία των πωλήσεων που πραγματοποιήθηκαν μέσα σε μια χρονική περίοδο.

Σαν μέσο απόθεμα προϊόντων λαμβάνεται το μέσο μηνιαίο απόθεμα σε τιμές πωλήσεως, δηλαδή το άθροισμα των μηνιαίων απογραφών εμπορευμάτων διαιρούμενο με 12. Στην περίπτωση που ένας τέτοιος υπολογισμός είναι εξαιρετικά δύσκολος, τότε λαμβάνεται ο μέσος όρος των αποθεμάτων αρχής και τέλους χρήσεως.

Για τον υπολογισμό του παραπάνω δείκτη χρησιμοποιείται το μέσο απόθεμα προϊόντων, διότι το ύψος των αποθεμάτων στο τέλος της χρήσεως, όπως εμφανίζεται στον ισολογισμό τέλους χρήσεως, δεν δίνει αντιπροσωπευτική εικόνα του πραγματικού ύψους αυτών κατά την διάρκεια της χρήσεως. Τούτο συμβαίνει, διότι είναι δυνατόν τα αποθέματα που εμφανίζονται στο τέλος της χρήσεως να μην είναι αυτά που συνήθως διατηρούνται καθ' όλη τη διάρκεια αυτής. Πέραν αυτού εξετάζοντας τα αποθέματα μιας δεδομένης χρονικής στιγμής ενδέχεται αυτά να εμφανίζονται αυξημένα ή ελαττωμένα, ανάλογα με τις επικρατούσες οικονομικές συνθήκες της αγοράς. Έτσι στην περίπτωση αυτή, η ταχύτητα κυκλοφορίας των αποθεμάτων θα είναι διαφορετική από εκείνη που θα ήταν κάτω από κανονικές συνθήκες.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχειρήσεως, σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση.

Αν διαιρέσουμε τον αριθμό των ημερών του έτους (365) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, τότε θα έχουμε σε αριθμό ημερών το χρόνο που παρέμειναν τα αποθέματα στην επιχείρηση μέχρις ότου πωληθούν ή

άλλως τον αριθμό των ημερών που απαιτούνται προκειμένου να ανανεωθούν τα αποθέματα της επιχείρησης.

$$\text{Μέσος όρος παραμονής αποθεμάτων} = \frac{365}{\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων}}$$

Γενικά όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για το λόγο αυτό οι καλά οργανωμένες επιχειρήσεις, εκτός αν αναμένεται αύξηση των τιμών 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 για τα αποθέματα, να εξοικονομούν δαπάνες αποθηκείσεως και να μειώνουν τον κίνδυνο μη πωλήσεώς τους λόγω αλλοιώσεως ή αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών.

Ο υπολογισμός του αριθμοδείκτη αυτού γίνεται για να διαπιστωθεί η ταχύτητα με την οποία τα αποθέματα διατέθηκαν και αντικαταστάθηκαν κατά τη διάρκεια της χρήσεως. Με τον τρόπο αυτό ελέγχεται αν υπάρχει κάποια υπεραποθεματοποίηση, η οποία μπορεί να εγκυμονεί κινδύνους για την οικονομική εξέλιξη της επιχείρησης, ιδιαίτερα όταν τα αποθέματα των προϊόντων έχουν αγοραστεί με πίστωση, ή με δανειακά τραπεζικά κεφάλαια, για τα οποία η επιχείρηση πληρώνει τόκους.

Χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων προϊόντων μπορεί να συνδέεται με υπεραποθεματοποίηση. Αντίθετα, μεγάλη ταχύτητα μπορεί να μη συνδέεται με

αναλογικά υψηλά κέρδη, γιατί αυτά μπορεί να συμπιέζονται από την προσπάθεια της επιχειρήσεως να επιτύχει περισσότερες σε όγκο πωλήσεις με αντίστοιχη μείωση της τιμής πωλήσεως των προϊόντων της. Έτσι, πολλές φορές, μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων μπορεί να αποδεχθεί λιγότερο επικερδής για μια επιχείρηση, από ότι μια χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας που συνδέεται με μεγάλο μικτό περιθώριο κέρδους.

Πολλές φορές είναι δυνατόν μια μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων έτοιμων προϊόντων να συνοδεύεται από μια δυσανάλογη αύξηση των εξόδων πωλήσεως και διαχειρίσεως με αποτέλεσμα την πραγματοποίηση χαμηλών κερδών. Μια επιχείρηση της οποίας τα αποθέματα, έτοιμων προϊόντων, κινούνται αργά, πρέπει να διατηρεί υψηλή σχέση κεφαλαίων κινήσεως προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, λόγω της βραδείας μετατροπής των αποθεμάτων της σε ρευστά διαθέσιμα.

Σύμφωνα με τα προηγούμενα ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων και ο μέσος χρόνος παραμονής των αποθεμάτων στην επιχείρηση, υπολογίζεται και με βάση το ύψος των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως στην περίπτωση που δεν είναι γνωστό το κόστος πωληθέντων.

Η πραγματική αξία του παραπάνω αριθμοδείκτη μπορεί να φανεί μόνο από τη μελέτη της εξελίξεως του διαχρονικά, ως και από τη σύγκρισή του με άλλους ομοειδών επιχειρήσεων, ή με τον αντίστοιχο αριθμοδείκτη του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Θα πρέπει, όμως, να τονισθεί ότι στις περιπτώσεις αυτές είναι σημαντικό να έχουμε συγκρίσιμα στοιχεία που να προκύπτουν από τη χρησιμοποίηση της αυτής μεθόδου αποτιμήςεως των αποθεμάτων. Τούτο χρειάζεται διότι η εκάστοτε ακολουθούμενη μέθοδος αποτιμήςεως επηρεάζει το ύψος των αποθεμάτων που εμφανίζεται ότι έχει μια επιχείρηση. Έτσι, σε περίοδο αυξήσεων τιμών, αν για την αποτίμηση των αποθεμάτων χρησιμοποιείται η μέθοδος LIFO (το τελευταίο εισαχθέν εμπόρευμα πωλείται πρώτο), τότε η αξία αυτών που εμφανίζεται στα βιβλία της επιχείρησης θα είναι μικρότερη από ότι εάν τα αποθέματα είχαν αποτιμηθεί με την μέθοδο FIFO (το πρώτο εισαχθέν εμπόρευμα πωλείται πρώτο).

Πάντως μία διαφορά στην ταχύτητα κυκλοφορίας αποθεμάτων μεταξύ επιχειρήσεων του αυτού κλάδου ενδέχεται να οφείλεται σε διαφοροποιήσεις όχι μόνο του τρόπου αποτιμήςεως των αποθεμάτων, αλλά και της ακολουθούμενης πολιτικής πωλήσεων, της ικανότητας της διοικήσεως στην διάθεση των προϊόντων της και των μεθόδων ελέγχου του ύψους των αποθεμάτων.

Μια χωρίς λόγο αύξηση του αριθμοδείκτη αυτού μπορεί να θεωρηθεί όχι καλή ένδειξη και ίσως αντανάκλαση μιας κάποιας μειώσεως στη ζήτηση των προϊόντων της συγκεκριμένης επιχείρησης.

4. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού μιας επιχείρησης, εκφράζει το βαθμό χρησιμοποίησής του, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Ο αριθμοδείκτης αυτός είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων μιας χρήσεως με το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, που χρησιμοποιούνται κατά τη διάρκεια αυτής της χρήσεως για την επίτευξη των πωλήσεών της ήτοι:

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Ένας υψηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού σημαίνει ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιεί τις πωλήσεις της. Αντίθετα, ένας χαμηλός αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού αποτελεί ένδειξη όχι εντατικής χρησιμοποίησής των περιουσιακών της στοιχείων, οπότε θα πρέπει να αυξήσει το βαθμό χρησιμοποίησής αυτών, ή να προβεί σε ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών στοιχείων. Με άλλα λόγια, ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει, αν υπάρχει ή όχι υπερεπένδυση κεφαλαίων στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιεί.

Η παρακολούθηση του δείκτη αυτού διαχρονικά δείχνει την πορεία της επιχειρήσεως, ως προς τον βαθμό χρησιμοποίησεως των περιουσιακών της στοιχείων.

Για να έχει μεγαλύτερη πληροφοριακή αξία, ο αριθμοδείκτης αυτός πρέπει να συγκρίνεται με τον αντίστοιχο μέσο όρο του κλάδου όπου ανήκει η συγκεκριμένη επιχείρηση.

Η ανοδική πορεία του εν λόγω αριθμοδείκτη διαχρονικά παρέχει ένδειξη μιας πιο εντατικής εκμετάλλευσης των στοιχείων του ενεργητικού και τούτο γιατί η άνοδός του συνδέεται είτε με αύξηση των πωλήσεων, είτε με αναλογικά μεγαλύτερη αύξηση των πωλήσεων σε σχέση με την αύξηση του ενεργητικού της επιχειρήσεως.

Αντίθετα, μείωση του αριθμοδείκτη διαχρονικά παρέχει ένδειξη μιας ολοένα μικρότερης χρησιμοποίησεως του ενεργητικού σε σχέση με τις πωλήσεις, πράγμα που στην ουσία σημαίνει μια κάποια υπερεπένδυση κεφαλαίων στα στοιχεία του ενεργητικού.

Η ερμηνεία του αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας του ενεργητικού θα πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή και τούτο διότι, οι πωλήσεις μιας επιχειρήσεως αναφέρονται σε τρέχουσες τιμές, ενώ τα περιουσιακά της στοιχεία σε τιμές κτήσεως, οι οποίες, εξαιτίας του υπάρχοντος πληθωρισμού εμφανίζονται ουσιαδώς χαμηλότερες των πραγματικών, εκτός αν γίνει αναπροσαρμογή της αξίας τους σε τρέχουσες τιμές. Επίσης, ο αριθμοδείκτης αυτός επηρεάζεται από

την μέθοδο αποσβέσεων που ακολουθεί κάθε επιχείρηση. Η πραγματοποίηση, όμως, των πωλήσεων μιας επιχειρήσεως είναι το συλλογικό αποτέλεσμα πολλών παραγόντων π.χ δραστηριότητας της διοικήσεως, πωλητών, σχετικής διαφήμισης, υπάρχοντος ανταγωνισμού κτλ. Μερικοί από τους παραπάνω παράγοντες υπάγονται στον έλεγχο της διοικήσεως της επιχειρήσεως και άλλοι όχι.

Πρέπει να σημειωθεί ότι ο αριθμοδείκτης αυτός εξεταζόμενος μόνος του δεν μπορεί να δώσει πληροφορίες σχετικά με την πρόβλεψη του οικονομικού αποτελέσματος μιας επιχειρήσεως, διότι οι αυξημένες πωλήσεις δεν συνοδεύονται πάντοτε από αυξημένα κέρδη. Για να αποκτήσει μια πιο ουσιαστική αξία πρέπει να συνεξετάζεται με τους αριθμοδείκτες λειτουργικών κερδών προς πωλήσεις και λειτουργικών κερδών προς το σύνολο του ενεργητικού.

Πάντως μια υπερεπένδυση κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία σε σχέση με τις πωλήσεις μιας επιχειρήσεως είναι ενδεχόμενο να έχει δυσμενή επίδραση. Τούτο συμβαίνει, διότι, αφενός η υπερεπένδυση αυτή θα υπάρχει για αρκετό χρονικό διάστημα και αφετέρου θα επιβαρύνει την επιχείρηση με αυξημένες υποχρεώσεις για πληρωμή τόκων, δαπανών συντηρήσεως και άλλων σταθερών δαπανών, ιδίως στις περιπτώσεις που η χρηματοδότηση των παγίων έχει γίνει με μεσοβραχυπρόθεσμα δάνεια ή με έκδοση ομολογιακών δανείων. Μια τέτοια κατάσταση, αν δεν αντιμετωπισθεί με εντατικοποίηση της διοικήσεως της επιχειρήσεως στον τομέα των πωλήσεων, θα έχει σαν αποτέλεσμα να οδηγηθεί η επιχείρηση σε αδυναμία εκπληρώσεως των υποχρεώσεών της.

Τέλος, τονίζεται ότι, σε περίπτωση συγκρίσεως του αριθμοδείκτη αυτού με τους αντίστοιχους άλλων ομοειδών επιχειρήσεων, θα πρέπει τα στοιχεία, βάσει των οποίων υπολογίζονται, να είναι συγκρίσιμα, ώστε να μην υπάρχουν μεταξύ τους διαφορές που να οφείλονται π.χ στην διαφορετική πολιτική αποσβέσεων ή στις τιμές εμφανίσεως των περιουσιακών στοιχείων (ιστορικές ή αναπροσαρμοσμένες) ή στην παλαιότητα των παγίων.

5. Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το βαθμό χρησιμοποίησεως των παγίων περιουσιακών στοιχείων μιας επιχειρήσεως, σε σχέση με τις πωλήσεις της. Επίσης, παρέχει ένδειξη εάν υπάρχει υπερεπένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις.

Ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας παγίων είναι το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών πωλήσεων της χρήσεως με το σύνολο των καθαρών παγίων (δεν περιλαμβάνονται τα άυλα περιουσιακά στοιχεία), συγκεκριμένα :

$$\text{Αριθμοδείκτης ταχύτητας} = \frac{\text{Καθαρές Πωλήσεις}}{\text{Κυκλοφορίας Παγίων Καθαρό πάγιο ενεργητικό}}$$

Όσο μεγαλύτερος είναι αυτός ο αριθμοδείκτης τόσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των παγίων περιουσιακών στοιχείων της επιχειρήσεως σε σχέση με τις πωλήσεις της.

Μείωση του εν λόγω αριθμοδείκτη διαχρονικά υποδηλώνει μείωση του βαθμού χρησιμοποίησης των παγίων, η οποία πιθανώς να δείχνει υπερεπένδυση σε πάγια. Αντίθετα, αύξηση αυτού αποτελεί ένδειξη μιας πιο εντατικής χρησιμοποίησης των παγίων σε σχέση με τις πωλήσεις, χωρίς όμως αυτό να είναι πάντοτε βέβαιο. Γι' αυτό κατά την ερμηνεία αυτού του αριθμοδείκτη πρέπει να είναι κανείς επιφυλακτικός για τους ίδιους λόγους που αναφέραμε και παραπάνω για τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας της περιουσίας.

Για πληρέστερη πληροφόρηση ο αριθμοδείκτης αυτός πρέπει να συγκρίνεται με τους αντίστοιχους άλλων ομοειδών επιχειρήσεων. Στο σημείο αυτό θα πρέπει να αναφερθεί ότι, ενώ για την πραγματοποίηση των πωλήσεων είναι απαραίτητη η ύπαρξη παγίων για την παραγωγή των προϊόντων εμπορίας της επιχειρήσεως, ωστόσο, δεν υπάρχει άμεση σχέση μεταξύ πωλήσεων και παγίων, που θα μπορούσε να αξιολογηθεί με αυτόν τον αριθμοδείκτη. Τούτο διότι οι πωλήσεις είναι συνέπεια πολλών παραγόντων (π.χ ποιότητας προϊόντων, διαφημίσεως, ανταγωνισμού κλπ). Όταν ο όγκος των πωλήσεων παραμένει σταθερός και αυξάνονται μόνο οι τιμές πωλήσεως των προϊόντων, τότε υπάρχει αύξηση της συνολικής αξίας των πωλήσεων, αλλά αυτή είναι πλασματική.

2.2 Ανάλυση Ταμειακών Ροών

Το Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο (Π.Δ 1123/1980), ο Κώδικας Βιβλίων και Στοιχείων (Π.Δ 186/1992), ο Ν.2190/1920 «περί Ανωνύμων Εταιρειών» και η Εμπορική Νομοθεσία δεν περιλαμβάνουν διατάξεις που καθιστούν υποχρεωτική ή έστω προαιρετική την Κατάσταση Ταμιακών Ροών. Μέχρι πρόσφατα στην ελληνική νομοθεσία δεν προβλέπονταν η υποχρέωση κατάρτισης της Κατάστασης Ταμιακών Ροών. Με την έκδοση, όμως, της υπ' αριθμόν 5/204 της 14.11.2000 απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς περί κανόνων συμπεριφοράς των εταιριών που έχουν εισάγει τις μετοχές τους στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και των συνδεδεμένων με αυτές προσώπων, ανατράπηκε η υπάρχουσα κατάσταση και καταστάθηκε υποχρεωτική η κατάρτιση και δημοσίευση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών. Βασικός στόχος της προαναφερόμενης απόφασης είναι η προστασία των μικρών μετόχων και η ενίσχυση της διαφάνειας.

Η ένταξη της Ελλάδας στην Ευρωζώνη και η εντεινόμενη συνεργασία των ευρωκεφαλαιαγορών υποχρεώνει τις ελληνικές επιχειρήσεις να εναρμονιστούν με την διεθνή πρακτική, υιοθετώντας τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών αποτελεί το πρώτο βήμα στην προσπάθεια ευρείας υιοθέτησης των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων στην Ελλάδα. Η κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων με βάση τα Δ.Λ.Π θα επιτρέψει στους εγχώριους και διεθνείς επενδυτές να συγκρίνουν επαρκώς την αποδοτικότητα των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών εταιριών με αυτές των άλλων χρηματιστηρίων.

2.2.1 Η Σημασία Της Κατάστασης Ταμιακών Ροών

Ο Ισολογισμός και η Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσεως παρέχουν πληροφορίες για την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης στατικά, σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή (Σακκέλης Ε.,1996). Από αυτές τις καταστάσεις, όμως, δεν μπορούν να αντληθούν πληροφορίες σχετικά με τις πηγές και τις χρήσεις των κεφαλαίων. Από την σύγκριση, βέβαια, δύο διαδοχικών ισολογισμών μπορούμε να ενημερωθούμε για τις καθαρές μεταβολές των λογαριασμών, αλλά δεν μπορούμε να έχουμε πληροφορίες για τις αυξήσεις ή τις μειώσεις των στοιχείων αυτών των λογαριασμών.

Οι επιχειρήσεις αναπτύσσουν τις δραστηριότητές τους αποβλέποντας στο κέρδος και παράλληλα με τις κατεξοχήν ενέργειες προς επίτευξη αυτού του σκοπού, αναπτύσσουν χρηματοοικονομικές και επενδυτικές δραστηριότητες. Οι μεν χρηματοοικονομικές δραστηριότητες αποβλέπουν στην εισροή πόρων (πηγές κεφαλαίων) οι δε επενδυτικές δραστηριότητες στην εκροή πόρων (χρήσεις κεφαλαίων). Μέσω του Ισολογισμού λαμβάνουμε σε δεδομένη χρονική στιγμή την αριθμητική εικόνα των ανωτέρω δραστηριοτήτων, ενώ μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης αντλούμε την εξέλιξη των αποτελεσμάτων τους. Τελικά, προκύπτει η ανάγκη της κατάρτισης μια άλλης κατάστασης η οποία θα παρέχει πληροφορίες και απαντήσεις κατ' αρχήν σε δύο βασικά ερωτήματα : (α) από που προήλθαν οι πόροι και (β) που τοποθετήθηκαν, και περαιτέρω στα κάτωθι :

- ✓ Που χρησιμοποιήθηκαν τα κεφάλαια που προήλθαν από τις δραστηριότητες της επιχείρησης.
- ✓ Ποιά είναι η πηγή των κεφαλαίων που επενδύθηκαν σε νέες πάγιες εγκαταστάσεις.
- ✓ Που χρησιμοποιήθηκαν κεφάλαια που προήλθαν από την έκδοση π.χ ομολογιακού δανείου ή την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.
- ✓ Μπορεί να συνεχιστεί ομαλά η διανομή μερισμάτων εάν υπάρξουν ζημιές.
- ✓ Πως μειώθηκαν οι υποχρεώσεις ή πως εξαγοράστηκαν π.χ προνομιούχες μετοχές.
- ✓ Γιατί παρά την ύπαρξη κερδών το κεφάλαιο κινήσεως είναι μικρότερο από αυτό της προηγούμενης χρήσης.
- ✓ Πως χρηματοδοτήθηκε η αύξηση του κεφαλαίου κινήσεως.

2.2.2 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Στις ΗΠΑ

Στις ΗΠΑ οι επιχειρήσεις με σκοπό να παρέχουν τις ανωτέρω πληροφορίες ξεκίνησαν να καταρτίζουν οικονομικές καταστάσεις με τον τίτλο «Statement of Sources and Application Funds» (*Berstein L., 1998*). Στην δεκαετία του 1950 ήταν ευρύτατα διαδεδομένη στις ΗΠΑ η κατάρτιση καταστάσεων κεφαλαίων (funds statements). Ήδη το 1959, σε έρευνα που έγινε, το 32% των βιομηχανικών επιχειρήσεων συμπεριελάμβανε μεταξύ των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων την κατάσταση μεταβολών στην χρηματοοικονομική θέση, ώσπου το 1970 η Επιτροπή του Χρηματιστηρίου των ΗΠΑ έκανε υποχρεωτική την κατάρτιση αυτής της κατάστασης. Από το 1963 το Accounting Principle Board

είχε εκδόσει γνωμοδότηση (ορίνιον no.3) με την οποία ενθάρρυνε την κατάρτιση της καταστάσεως πηγών και χρήσεων κεφαλαίων. Το 1971 όμως εξέδωσε την γνωμοδότηση (ορίνιον no.19) με την οποία θεώρησε την κατάσταση μεταβολών στη χρηματοοικονομική θέση ως μια από τις τρεις βασικές καταστάσεις που πρέπει να καταρτίζουν οι επιχειρήσεις μαζί με τον ισολογισμό και την κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Η κατάσταση αυτή καταρτίζονταν με δύο τρόπους είτε βάσει του κεφαλαίου κίνησης είτε βάσει ταμίου. Λόγω προτίμησης από τις επιχειρήσεις του τρόπου κατάρτισης της κατάστασης μεταβολών βάσει ταμίου, το 1987 το Αμερικάνικο Ινστιτούτο καθόρισε τις λογιστικές αρχές που θα διέπουν την κατάσταση των Ταμιακών Ροών (cash flow statement), όπως μετονομάσθηκε η κατάσταση των μεταβολών.

Συμπερασματικά, στις ΗΠΑ η κατάσταση των ταμιακών ροών αποτέλεσε εξέλιξη της κατάστασης μεταβολών της χρηματοοικονομικής θέσεως ή της προηγηθείσας κατάστασης πηγών και χρήσεων κεφαλαίων.

2.2.3 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Με Βάση Το ΔΛΠ.αρ.7

Σύμφωνα με το ΔΛΠ. αριθμός 7 όπως αναθεωρήθηκε και ισχύει από 1.1.1994 σκοπός της κατάστασης των ταμιακών ροών είναι να παράσχει πληροφορίες για τις ιστορικές αλλαγές στα ταμιακά διαθέσιμα και στα ισοδύναμα με αυτά στοιχεία μιας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μιας περιόδου. Στην κατάσταση αυτή πρέπει να γίνεται απεικόνιση των ταμιακών ροών της περιόδου κατά τομέα δραστηριότητας (επιχειρηματικές, επενδυτικές, χρηματοοικονομικές) δραστηριότητες) της επιχείρησης.

Η επιχείρηση σύμφωνα με την παράγραφο 18 του ΔΛΠ.7 έχει την δυνατότητα να παρουσιάζει την κατάσταση ταμιακών ροών από συνήθεις λειτουργικές δραστηριότητες χρησιμοποιώντας είτε την άμεση μέθοδο είτε την έμμεση μέθοδο. Με την άμεση μέθοδο παρέχονται πληροφορίες σχετικά με τις κύριες κατηγορίες ακαθάριστων εισπράξεων και ακαθάριστων πληρωμών. Ενώ με την έμμεση μέθοδο το καθαρό αποτέλεσμα προσαρμόζεται, αφού ληφθούν υπόψη οι συναλλαγές που το επηρεάζουν οι οποίες δεν είναι ταμιακής φύσης ή ενδέχεται να αφορούν επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες.

Το Δ.Λ.Π αριθμός 7 στην παράγραφο 19 ενθαρρύνει τις επιχειρήσεις να εφαρμόζουν την άμεση μέθοδο, διότι παρέχει πληροφορίες που μπορεί να φανούν χρήσιμες στην εκτίμηση των μελλοντικών ταμιακών ροών και οι οποίες δεν προκύπτουν εάν εφαρμοστεί η έμμεση μέθοδος.

2.2.4 Η Κατάσταση Ταμιακών Ροών Στην Ελλάδα

Στην Ελλάδα, οι λογιστικές καταστάσεις συντάσσονται με βάση της διατάξεις του Ν.2190/1920 και τις λογιστικές αρχές που καθορίζει το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο. Οι ελληνικές επιχειρήσεις ακολουθούν το Γενικό Λογιστικό Σχέδιο και δίνουν μεγάλη έμφαση στις φορολογικές διατάξεις, οι οποίες καθορίζουν την φορολογική τους επιβάρυνση. Είναι σημαντικό να σημειωθεί ότι οι αρχές του νόμου 2190/1920 «περί Ανωνύμων Εταιρειών» δεν απέχουν από τις αρχές των Δ.Λ.Π, σε αντίθεση με το Γ.Λ.Σ.

Βάση του κανονισμού 1606/2002 του Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου και του Συμβουλίου για την εφαρμογή των Δ.Λ.Π είναι ανάγκη να καταστεί υποχρεωτικό για τις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες να εφαρμόζουν μια ενιαία και υψηλής ποιότητας δέσμη Διεθνών Λογιστικών Προτύπων για την κατάρτιση των οικονομικών τους καταστάσεων.

Έως και το 2000 οι απαιτήσεις της Κεφαλαιαγοράς για ολοκληρωμένη πληροφόρηση των επενδυτών σχετικά με τις διάφορες δραστηριότητες μιας επιχείρησης είχαν οδηγήσει στην παρουσίαση στα ενημερωτικά δελτία των εισηγμένων εταιριών, λογιστικών πληροφοριών πέραν αυτών που υποχρέωνε η τρέχουσα Ελληνική Νομοθεσία, όπως δηλαδή η κατάσταση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων και κατάσταση ταμιακών ροών με βάση την έμμεση μέθοδο.

Στα πλαίσια εναρμόνισης της Ελλάδος με την διεθνή πρακτική, η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, ξεκινώντας από την χρήση 2000, έχει υποχρεώσει τις εισηγμένες εταιρίες να δημοσιεύουν Κατάσταση Ταμιακών Ροών στο ετήσιο δελτίο τους, κάτι που προβλέπεται και από τα ΔΛΠ. Η εφαρμογή των Δ.Λ.Π στην Ελλάδα καθιερώνεται με τον Ν.2992/2002. Σύμφωνα με το αρ.1 του νόμου αυτού, τα Δ.Λ.Π εφαρμόζονται στην χώρα μας κατά την κατάρτιση των δημοσιευμένων Οικονομικών καταστάσεων οι οποίες περιλαμβάνουν Ισολογισμό, Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης, Κατάσταση Μεταβολών Ιδίων Κεφαλαίων, Κατάσταση Ταμιακών Ροών και σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων. Τα Δ.Λ.Π εφαρμόζονται υποχρεωτικά από 1.1.2003 από τις ανώνυμες εταιρίες των οποίων οι μετοχές είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο Αθηνών και προαιρετικά από τις λοιπές επιχειρήσεις που έχουν την νομική

μορφή ανώνυμης εταιρίας και επιλέγουν τους τακτικούς κατά τον νόμο ελεγκτές από το Σώμα Ορκωτών Ελεγκτών - Λογιστών.

Με την απόφαση 5/204/14.11.2000 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς καθιέρωσε κανονισμό συμπεριφοράς των εισηγμένων εταιριών στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Συγκεκριμένα, λοιπόν, με το άρθρο 16 εισάγεται η υποχρέωση για τις εισηγμένες εταιρίες να πληροφορούν τους επενδυτές για την πορεία των εργασιών των εταιριών και την εξέλιξη των οικονομικών μεγεθών τους. Με τον τρόπο αυτό, καθιερώνεται η σύνταξη Ετήσιου Δελτίου, το περιεχόμενο του οποίου είναι υποσύνολο των απαιτούμενων από το Π.Δ 348/1985 πληροφοριών. Στο Ετήσιο Δελτίο περιλαμβάνεται επιπλέον η υποχρεωτική σύνταξη πίνακα Ταμιακών Ροών, ο οποίος αναμένεται να συμβάλει αποτελεσματικά στον έλεγχο των οικονομικών ροών της εταιρίας, καθώς και στον έλεγχο της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Περαιτέρω στην παρ. 3 της απόφασης αναφέρονται οι καταστάσεις που υποχρεωτικά περιλαμβάνονται στο Ετήσιο Δελτίο ανάμεσα στις οποίες και *«οι ετήσιες καταστάσεις ταμιακών ροών, σε ενοποιημένη και μη ενοποιημένη βάση, οι οποίες καταρτίζονται σύμφωνα με τα συνημμένα στην παρούσα απόφαση Παραρτήματα Α έως Γ. Οι καταστάσεις ταμιακών ροών υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παράγραφο 5 του άρθρου 42α του νόμου παρούσα απόφαση Παραρτήματα Α έως Γ. Οι καταστάσεις ταμιακών ροών υπογράφονται όπως προβλέπεται στην παράγραφο 5 του άρθρου 42α του νόμου 2190/1920 όπως ισχύει, και ελέγχονται από τον ορκωτό ελεγκτή της Εταιρίας, το πιστοποιητικό ελέγχου του οποίου δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις»* (ΦΕΚ 1487 Β΄, 6 Δεκεμβρίου 2000).

Τύπος Της Κατάστασης Ταμιακών Ροών

Η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς εκτός της υποχρέωσης που θέτει για δημοσίευση της Κατάστασης Ταμιακών Ροών, προχωρεί και σε τυποποίησή της χωρίζοντάς την σε 3 ενότητες και δίνοντας κωδικοποίηση καθώς και σαφείς οδηγίες για το τι πρέπει να περιλαμβάνει κάθε ενότητα και κάθε κωδικός. Με την εγκύκλιο αρ. 9 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς δίνει διευκρινήσεις στην απόφαση 5/204/14.11.2000 που έχουν σαν σκοπό «να διευκολύνουν την ομαλή και κατά ενιαίο τρόπο εφαρμογή της απόφασης από τους υπόχρεους» (Εγκύκλιος αρ. 9, Θέμα: Διευκρινήσεις επί της αποφάσεως 5/204/14.11.2000)

Η κατάσταση Ταμιακών Ροών αποτελείται από 3 μέρη

- A. Ταμιακές Ροές από Συνήθειες (Λειτουργικές) Δραστηριότητες
- B. Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες
- Γ. Ταμιακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες

Κατ' αρχήν σκοπός της κατάστασης είναι να δώσει πληροφορίες για τις ταμιακές ροές όπως προκύπτουν από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Το σύνολο των ταμιακών ροών από λειτουργικές, επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες πρέπει να είναι ίσο με το ποσό κατά το οποίο έχουν μεταβληθεί τα διαθέσιμα από την αρχή έως το τέλος της χρήσης και εμφανίζεται στην κατάσταση για να εξισώσει το αρχικό με το τελικό υπόλοιπο των διαθεσίμων.

Οι συνήθεις ή λειτουργικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμιακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων οι οποίες είναι καθοριστικές των κατ' εξοχήν λειτουργικών αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης. Έτσι λοιπόν από τους κωδικούς A/101 έως A/214 καταχωρούνται οι πράξεις οι οποίες είναι απαραίτητες για την παραγωγή και πώληση των προϊόντων ή υπηρεσιών της επιχείρησης. Στους κωδικούς από A/301 έως A/305 καταχωρούνται οι εκροές φόρων. Οι φόροι κατά την απόφαση αναγράφονται στις λειτουργικές δραστηριότητες τελώντας σε πλήρη εναρμόνηση με το ΔΛΠ 7 το οποίο στην παρ. 35 αναφέρει ότι « *Ταμιακές ροές που προκύπτουν από φόρους εισοδήματος πρέπει να γνωστοποιούνται ξεχωριστά και πρέπει να κατατάσσονται ως ταμιακές ροές από επιχειρηματικές δραστηριότητες...*». Το πρότυπο, όμως, δεν παραλείπει να αναφέρει ότι εάν είναι πρακτικά δυνατό οι ταμιακές ροές φόρου να συσχετιστούν άμεσα προς μία ιδιαίτερη συναλλαγή μπορούν να ταξινομηθούν και σε μια άλλη κατηγορία ταμιακών ροών.

Οι επενδυτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμιακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων τα οποία έχουν σχέση με την αγορά και πώληση παγίων ακινητοποιήσεων, συμμετοχών και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων καθώς και είσπραξη τόκων από μακροπρόθεσμες απαιτήσεις.

Οι χρηματοδοτικές δραστηριότητες περιλαμβάνουν τις ταμιακές συνέπειες λογιστικών γεγονότων σχετικών με την έκδοση μετοχών ή τον δανεισμό μιας επιχείρησης, τους χρεωστικούς τόκους, την πληρωμή μερισμάτων καθώς και τις αμοιβές του Δ.Σ. Όσον αφορά τους χρεωστικούς τόκους το ΔΛΠ 7 αναφέρει ότι «*οι ταμιακές ροές από τόκους και μερίσματα πρέπει να κατατάσσονται κατά ένα*

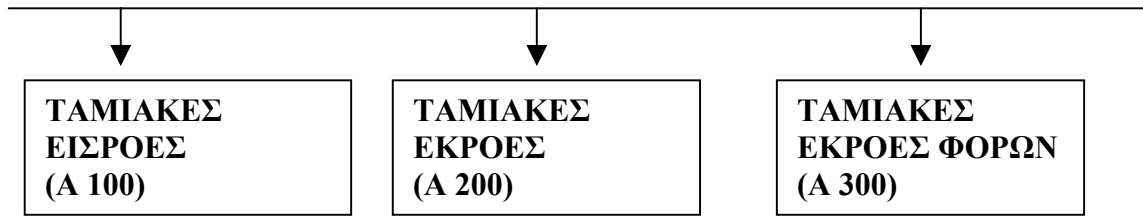
σταθερό τρόπο από χρήση σε χρήση ως επιχειρηματικές ή επενδυτικές ή χρηματοοικονομικές δραστηριότητες» Το Ελληνικό πρότυπο κατατάσσει τους χρεωστικούς τόκους στις χρηματοδοτικές δραστηριότητες, αφήνοντας ένα περιθώριο για χρεωστικούς τόκους που αφορούν είτε προμηθευτές είτε γραμμάτια πληρωτέα βραχυπροθέσμου λήξεως να περιλαμβάνονται στις λειτουργικές δραστηριότητες «εφόσον τα κονδύλια αυτά είναι σημαντικά».

Σε αντίθεση με το Δ.Λ.Π αριθμός 7, το οποίο προτείνει την κατάρτιση της κατάστασης με δύο διαφορετικές μεθόδους (την άμεση ή την έμμεση), το ελληνικό υπόδειγμα δίνει ακριβή δομή και κωδικοποίηση όλων των στοιχείων της κατάστασης ταμιακών ροών.

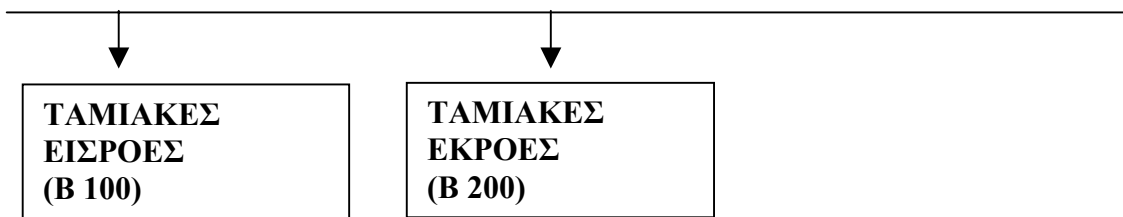
Το τμήμα της κατάστασης ταμιακών ροών το οποίο παρουσιάζει τις ταμιακές ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες εμφανίζεται πρώτο και ακολουθείται από τα τμήματα που παρουσιάζουν τις ταμιακές ροές από επενδυτικές και χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Η κάθε μία από τις εισροές και τις εκροές εμφανίζεται με ξεχωριστό κωδικό.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.3 : Δομή Κατάστασης Ταμιακών Ροών

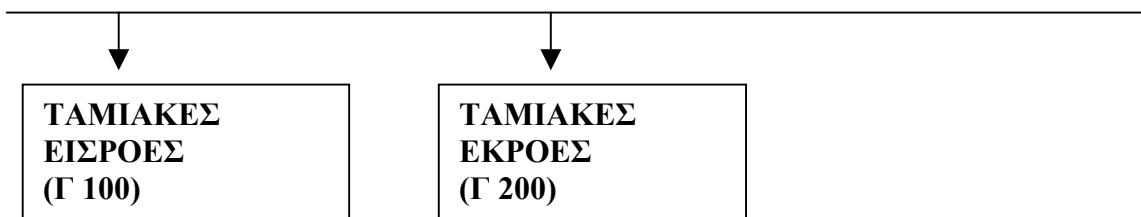
A. Ταμιακές Ροές Από Συνήθεις (Λειτουργικές) Δραστηριότητες



B. Ταμιακές Ροές Από Επενδυτικές Δραστηριότητες



Γ. Ταμιακές Ροές Από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες



Στον πίνακα 2.3 εμφανίζεται συγκεντρωτικά η δομή της κατάστασης ταμιακών ροών, ενώ στον πίνακα 2.4 δίνεται αναλυτικά ο πίνακας σύμφωνα με την απόφαση της επιτροπής Κεφαλαιαγοράς όπως δημοσιεύθηκε στην Εφημερίδα της Κυβέρνησης, αριθμός φύλου 1487, τεύχος Β, ημερομηνία 6 Δεκεμβρίου 2000.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2.4 : Αναλυτικός Πίνακας Ταμιακών Ροών

		Ταμιακές Ροές από συνήθειες (λειτουργικές) δραστηριότητες
	100	Ταμειακές εισροές
	101	Πωλήσεις
	102	Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως
	103	Έκτακτα και ανόργανα έσοδα
	104	Έσοδα προηγούμενων χρήσεων
	105	Πιστωτικοί τόκοι
	106	Έσοδα χρεογράφων
	107	Πώληση χρεογράφων
	108	Μείωση απαιτήσεων
		Αφαιρούνται
	109	Αγορά χρεογράφων
	110	Αύξηση απαιτήσεων
		Σύνολο Ταμιακών Εισροών (A100)
	200	Ταμειακές εκροές
	201	Κόστος πωληθέντων (μείον αποσβέσεις και προβλέψεις)
	202	Έξοδα λειτουργίας διοικήσεως
	203	Έξοδα λειτουργίας ερευνών – αναπτύξεως
	204	Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως
	205	Έξοδα υποαπασχολήσεως / αδράνειας
	206	Άλλα έξοδα
	207	Αύξηση αποθεμάτων
	208	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού
	209	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού
	210	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)
		Αφαιρούνται
	211	Μείωση αποθεμάτων
	212	Μείωση μεταβατικών λογαριασμών ενεργητικού
	213	Αύξηση μεταβατικών λογαριασμών παθητικού
	214	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (πλην Τραπεζών)
		Σύνολο Ταμιακών Εκροών (A200)

	300	Ταμειακές εκροές φόρων
	301	Φόροι εισοδήματος
	302	Μη ενσωματούμενοι στο λειτουργικό κόστος φόροι
	303	Διαφορές φόρου φορολογικού ελέγχου
	304	Μείωση υποχρεώσεων από φόρους – τέλη
		Αφαιρείται
	305	Αύξηση υποχρεώσεων από φόρους – τέλη
		Σύνολο Ταμιακών Εκροών Φόρων (A300)
		Ταμιακές Ροές από συνήθεις (λειτουργικές) δραστηριότητες (A100 – A200 – A300) = A
		Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές δραστηριότητες
	100	Ταμειακές εισροές
	101	<u>Πώληση ασώματων ακινητοποιήσεων</u>
	102	Πώληση ενσώματων ακινητοποιήσεων
	103	Πώληση συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων
	104	Μείωση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων
	105	Έσοδα συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων
	106	Πιστωτικοί τόκοι (μακροπρόθεσμων κλπ απαιτήσεων)
		Σύνολο Ταμιακών Εισροών (B100)
	200	Ταμειακές εκροές
	201	Αγορά ασώματων ακινητοποιήσεων
	202	Αγορά ενσώματων ακινητοποιήσεων
	203	Αγορά συμμετοχών και τίτλων ακινητοποιήσεων
	204	Αύξηση μακροπρόθεσμων απαιτήσεων
	205	Αύξηση εξόδων εγκαταστάσεως
		Σύνολο Ταμιακών Εκροών (B200)
		Ταμιακές Ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (B100 – B200) = B
		Ταμιακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες
	100	Ταμειακές εισροές
	101	Είσπραξη αύξησης μετοχικού κεφαλαίου και διαφοράς υπέρ άρθιο
	102	Είσπραξη επιχορηγήσεων παγίων
	103	Αύξηση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων

	104	Αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)
		Σύνολο Ταμιακών Εισροών (Γ100)
	200	Ταμιακές εκροές
	201	Μείωση (επιστροφή) μετοχικού κεφαλαίου
	202	Επιστροφή επιχορηγήσεων παγίων
	203	Μείωση μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων
	204	Μείωση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων (λογαριασμοί Τραπεζών)
	205	Τόκοι πληρωθέντες
	206	Μερίσματα πληρωθέντα
	207	Διανομή κερδών στο προσωπικό
	208	Αμοιβές Δ.Σ από κέρδη χρήσεως
		Σύνολο Ταμιακών Εκροών (Γ200)
		Ταμιακές Ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες (Γ100 – Γ200) = Γ
		ΤΑΜΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ (αλγεβρικό άθροισμα Α+Β+Γ)
		<u>ΠΛΕΟΝ ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΕΝΑΡΞΗΣ ΧΡΗΣΗΣ</u>
		ΧΡΗΜΑΤΙΚΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΤΕΛΟΥΣ ΧΡΗΣΗΣ

2.2 Πίνακας Κίνησης Κεφαλαίων

Μια παραστατική εικόνα των μεταβολών που συντελέστηκαν στα στοιχεία του ενεργητικού και παθητικού μέσα σε δεδομένη χρονική περίοδο παρέχεται με τη σύγκριση των ισολογισμών έναρξης και λήξεως της περιόδου αυτής, με την μέθοδο των διαδοχικών ισολογισμών.

Η παραπάνω σύγκριση επιτρέπει τον καταρτισμό του ονομαζόμενου πίνακα κίνησης κεφαλαίων – επίσης ονομαζόμενου κατάσταση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων (sources and uses of funds) – από τον οποίο προκύπτουν :

- Τα κεφάλαια που απαιτήθηκαν μέσα σε δεδομένη χρονική περίοδο, είτε για την αύξηση των ενεργητικών στοιχείων, είτε για μείωση των υποχρεώσεων της επιχείρησης, και
- Οι αντίστοιχες πηγές κεφαλαίων, που αποτελούνται είτε από αύξηση των επενδεδυμένων στην επιχείρηση ιδίων ή ξένων κεφαλαίων, είτε από μείωση των ενεργητικών στοιχείων της.

Έτσι ο παραπάνω πίνακας βασίζεται στην ισότητα:

Αυξήσεις στοιχείων ενεργητικού + μειώσεις στοιχείων παθητικού =

Αυξήσεις στοιχείων παθητικού + μειώσεις στοιχείων ενεργητικού.

Πρέπει να τονισθεί ότι από τον πίνακα κίνησης κεφαλαίων, προκύπτουν μόνο οι καθαρές μεταβολές που συντελέσθηκαν στην περιουσιακή διάρθρωση της επιχείρησης μέσα σε δεδομένη χρονική περίοδο, και όχι κάθε μεταβολή της.

Ο πίνακας κίνησης κεφαλαίων έχει ιδιαίτερη σημασία όταν καλύπτει μια περίοδο ανάπτυξης της επιχείρησης, γιατί απεικονίζει την ανάπτυξη που συντελέσθηκε και τον τρόπο χρηματοδότησής της. Γενικά, το ένα μέρος του πίνακα κίνησης κεφαλαίων απεικονίζει τις πηγές κεφαλαίων που χρησιμοποίησε η επιχείρηση μέσα σε μια δεδομένη χρονική περίοδο, οι οποίες πρέπει να αναλύονται σε ίδια και ξένα κεφάλαια. Τα τελευταία πρέπει επιπρόσθετα να αναλύονται σε μακροπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα και έτσι τελικά να φαίνεται το ύψος της χρηματοδότησης μεγάλης και μικρής διάρκειας. Το άλλο μέρος του πίνακα εμφανίζει τις επενδύσεις που έγιναν με τα παραπάνω κεφάλαια, οι οποίες πρέπει να αναλύονται σε επενδύσεις μεγάλης και μικρής

διάρκειας και έτσι μπορούν να συσχετισθούν με τη χρηματοδότηση μεγάλης και μικρής διάρκειας (Αρτίκης Γ.,2003).

1. Αρτίκης Γεώργιος, Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, 2003, σελ. 109-147.
2. Αρτίκης Γεώργιος, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 1996, σελ. 3-11.
3. Καφούσης Γεώργιος, Ανάλυση και Κριτική Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (Ισολογισμών – Αποτελεσμάτων Χρήσεως κ.λ.π), Αθήνα 1991, σελ 45-105.
4. Νιάρχος Νικήτας, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2002, σελ. 47-149.
5. Σαρσέντης Βασίλειος, Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας, Εκδόσεις Σταμούλη, Πειραιάς 1993, σελ. 23-54.
6. Vause Bob, Οδηγός Ανάλυσης Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κέρκυρα, 2004, σελ. 171-236
7. Σακκέλης Εμμανουήλ, Μελέτες Λογιστικών Θεμάτων, Εκδόσεις Βρυκούς 1996, σελ. 306
8. Πρωτοφάλης Ν., Καταστάσεις Ταμιακών Ροών, 1999, σελ.37
9. Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο, ΕΛΚΕΠΑ 1987, σελ.457-465
10. Berstein L., Financial Statement Analysis, Irwin 1998, σελ.379
11. Cahill Michael, Investor's Guide to Analyzing Companies & Valuing Shares, Financial Times Prentice Hall, Great Britain 2003, σελ. 12,64-68, 79-81,101-130, 167-172.

12. Van Horne, James C., Fundamentals of Financial Management, fifth edition, Prentice Hall, New Jersey, 1983, σελ. 5-7, 349-360, 429-431.

Κεφάλαιο 3 : Νέες Εκδόσεις Στην Κεφαλαιαγορά

Κατά Το 1999

Η άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς με στόχο τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων για την υλοποίηση των επενδυτικών προγραμμάτων και γενικότερα την ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους αποτελεί το βασικότερο σκοπό για την λειτουργία των οργανωμένων αγορών. Η εισροή κεφαλαίων από νέους ή υφιστάμενους μετόχους, όταν μάλιστα μέσω της αύξησης μετοχικού κεφαλαίου επιτυγχάνεται μείωση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, συνιστά σημαντικό κίνητρο για τη Διοίκηση της εκδότριας εταιρίας να προσφύγει στην κεφαλαιαγορά. Ειδικά στις ανεπτυγμένες χώρες της Δύσης και κυρίως στις ΗΠΑ και στην Μεγάλη Βρετανία, η άντληση κεφαλαίων από το χρηματιστήριο συνέβαλε, από τις αρχές κίχλας του προηγούμενου αιώνα, στην ισχυροποίηση της κεφαλαιακής βάσης των εταιριών – και συνεπώς τη μείωση της εξάρτησης από το τραπεζικό σύστημα -, που με τη σειρά της επέφερε την ταχύτατη ανάπτυξη και επέκτασή τους σε νέες αγορές και προϊόντα.

Στη χώρα μας, η διάρθρωση της μέσης ελληνικής εταιρίας που χαρακτηρίζεται από οικογενειακούς δεσμούς και δομές με Διοίκηση που ταυτίζεται, κατά κανόνα, με την Ιδιοκτησία, επέδρασαν αποτρεπτικά για τη μεγέθυνση της κεφαλαιαγοράς μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1980. Είναι χαρακτηριστικό ότι κατά τη δεκαπενταετία 1974 – 1986 οι αρχικές δημόσιες εγγραφές εταιριών ήταν εξαιρετικά περιορισμένες, τα δε κεφάλαια που συγκέντρωσαν οι εκδότριες

εταιρίες περιορίστηκαν σε 15 εκατομμύρια ευρώ. Η άνοδος των χρηματιστηριακών δεικτών την περίοδο 1987 – 1990, επέδρασε θετικά και στο ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων : από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου κατά τα έτη 1987 μέχρι και 1993 εισέρευσαν στα ταμεία των εταιριών 1,58 δις ευρώ περίπου. Στη συνέχεια οι προσδοκίες για τις εταιρίες του κατασκευαστικού τομέα (1993-1995) και η συνακόλουθη μαζική εισαγωγή εταιριών του κλάδου στο Χρηματιστήριο Αθηνών (Χ.Α), οι πρώτες μεγάλες ιδιωτικοποιήσεις εταιριών του δημόσιου τομέα (ΟΤΕ, ΕΛΠΕ κλπ) μετά το 1996 και οι ευνοϊκές ρυθμίσεις που επέφερε ο νόμος 2651/1998 σχετικά με την εισαγωγή των εταιριών στο χρηματιστήριο και τον τρόπο διάθεσης των μετοχών, συνέβαλαν στη σταθερή ανάπτυξη της πρωτογενούς αγοράς την περίοδο αυτή (Διαγραμμα 3.2). Ειδικότερα, οι εταιρίες που πραγματοποίησαν αρχική δημόσια εγγραφή, άντλησαν κεφάλαια ύψους 1,23 δις ευρώ, ενώ οι ήδη εισηγμένες εταιρίες βελτίωσαν τα ίδια κεφάλαιά τους κατά 3,67 δις ευρώ.

Τίποτα, όμως, δεν προμήνυε την έκρηξη που θα ακολουθούσε : Κατά την διετία 1999 – 2000, οι νεοεισαχθείσες και οι εισηγμένες στο Χ.Α εταιρίες άντλησαν συνολικά 24,1 δις ευρώ. Δηλαδή, η προσφυγή στην κεφαλαιαγορά κατά την εν λόγω περίοδο απέφερε στις εκδότριες εταιρίες πενταπλάσια κεφάλαια σε σχέση με αυτά που συγκέντρωσαν τα προηγούμενα πέντε χρόνια. Το κόστος των κεφαλαίων αυτών ήταν συγκριτικά χαμηλότερο από το αντίστοιχο του τραπεζικού δανεισμού, ενώ οι εισροές από τις αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου βελτίωναν του δείκτες δανειακής επιβάρυνσης και κατά συνέπεια την πιστοληπτική ικανότητα της εκδότριας εταιρίας. Παράλληλα, η αύξηση της ζήτησης για μετοχικούς τίτλους οδηγούσε σε υπερκάλυψη της προσφοράς των

μετοχικών εκδόσεων, γεγονός που παρείχε την ευχέρεια για υψηλή τιμολόγηση των νέων εκδόσεων σε σχέση με τους επενδυτικούς δείκτες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση των εταιριών, φθηνά όμως σε σχέση με την τελική αποτίμηση της αγοράς, όπως αυτή εκφράζονταν μέσω της τιμής ισορροπίας των μετοχών κατά τη διαπραγμάτευσή τους στο Χ.Α.

Η διεθνής χρηματιστηριακή ύφεση που ξεκίνησε από τα μέσα του 2000 και συνεχίστηκε και τα δύο επόμενα έτη, επέδρασε αρνητικά και στη πρωτογενή αγορά του Χ.Α. Οι νέες εισαγωγές περιορίστηκαν δραστικά τόσο σε αριθμό όσο και σε ύψος αντλούμενων κεφαλαίων. Οι μέτοχοι των εισηγμένων εταιριών ήταν σαφώς πιο επιφυλακτικοί στο να επενδύσουν πρόσθετα κεφάλαια, με αποτέλεσμα οι μεν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου να καλύπτονται μερικά, οι δε εταιρίες να στρέφονται στις συμβατικές μορφές χρηματοδότησης – τραπεζικός δανεισμός – ή να αναζητούν νέες.

Ανεξάρτητα από τις εξελίξεις, είναι γεγονός ότι η άντληση κεφαλαίων μέσω της κεφαλαιαγοράς αποτελεί μοχλό ανάπτυξης για τη χώρα μας. Με δεδομένη την ανάγκη της οικονομίας μας για νέες επενδύσεις, εταιρικές και κλαδικές αναδιαρθρώσεις και κεφάλαια για εκσυγχρονισμό, ο εν λόγω τρόπος χρηματοδότησης αποτέλεσε την πιο σοβαρή αναπτυξιακή συνέπεια της λειτουργίας της κεφαλαιαγοράς. Το ύψος των κεφαλαίων που εισέρευσαν στα ταμεία των εκδοτριών εταιριών – και στο Δημόσιο ως βασικό μέτοχο εταιριών δημοσίου συμφέροντος -, ο αριθμός των νέων εταιριών που εισήγαγαν μετοχές τους στο Χ.Α και οι συχνές πολλαπλάσιες σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των ήδη εισηγμένων εταιριών, προκάλεσαν

πολλές αναλύσεις και σχόλια, θετικά ή αρνητικά, εμπειριστατωμένα και μη. Το σίγουρο είναι ότι δόθηκε στην επιχειρηματική Ελλάδα η δυνατότητα για φθηνή χρηματοδότηση επενδυτικών σχεδίων, εξαγορών και συγχωνεύσεων αλλά και για τη βελτίωση της διάρθρωσης του ισολογισμού των εταιριών.

3.1 Θεσμικό Πλαίσιο

Το θεσμικό πλαίσιο σχετικά με τον προορισμό των αντληθέντων από την κεφαλαιαγορά κεφαλαίων βασιζόταν, μέχρι το 1999, στην Ευρωπαϊκή Οδηγία για το περιεχόμενο του ενημερωτικού δελτίου που ενσωματώθηκε στο ελληνικό δίκαιο με το Π.Δ 348/85. Ειδικότερα, σύμφωνα με την εν λόγω Οδηγία, στις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο ενημερωτικό δελτίο εντάσσεται και «το καθαρό ποσό των εσόδων εκδόσεως για τον εκδότη και η σχεδιαζόμενη χρησιμοποίησή τους, π.χ. χάριν χρηματοδότησης του προγράμματος επενδύσεων ή ενίσχυσης της χρηματοοικονομικής καταστάσεως». Ωστόσο, για την πορεία της διάθεσης των κεφαλαίων η ενημέρωση των επενδυτών ήταν ελλιπής, οι δε εταιρίες όφειλαν μόνο να ενημερώνουν σχετικά τις χρηματιστηριακές αρχές, ανά εξάμηνο.

Η μεγέθυνση της πρωτογενούς αγοράς του Χ.Α και οι προσπάθειες των χρηματιστηριακών αρχών για ενίσχυση της διαφάνειας μέσω έγκαιρης και έγκυρης πληροφόρησης των επενδυτών, οδήγησαν σε ένα πλέγμα κανόνων που ρυθμίζουν τις υποχρεώσεις ενημέρωσης από τις εισηγμένες εταιρίες σε

σχέση με τον τρόπο και το χρονοδιάγραμμα διάθεσης των κεφαλαίων. Πιο συγκεκριμένα :

➤ Εκδόθηκε η απόφαση 34/12-99 του ΔΣ του ΧΑ, η οποία όριζε ότι οι εταιρίες που πραγματοποιούν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά οφείλουν να ενημερώνουν σε τριμηνιαία βάση τους επενδυτές για την εξέλιξη της διάθεσης των κεφαλαίων σε σχέση με τα αναφερόμενα στο ενημερωτικό δελτίο, μέχρι την ολοκλήρωση της διάθεσης. Η εν λόγω αναφορά η οποία συνοδεύει τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας, έπρεπε μάλιστα να υπογράφεται από τον τακτικό ορκωτό – λογιστή.

➤ Η ως άνω απόφαση εμπλουτίστηκε με τη συσσωρευμένη εμπειρία που αποκτήθηκε στο μεταξύ διάστημα, διευρύνθηκε και τυποποιήθηκε ως προς τις παρεχόμενες πληροφορίες, ένα περίπου χρόνο αργότερα. Η νεότερη απόφαση θέτει ως πρόσθετες πληροφορίες την ύπαρξη «αναλυτικής έκθεσης» του ορκωτού ελεγκτή της εταιρίας, την αναφορά σε τυχόν αποκλίσεις και διαφοροποιήσεις από τον αρχικό σχεδιασμό για τη χρήση των κεφαλαίων, καθώς και την παράθεση της προσωρινής τοποθέτησης των αδιάθετων ποσών.

➤ Από την αρχή του 2001 εφαρμόζεται ο «Κανονισμός Συμπεριφοράς των Εισηγμένων Εταιριών» - δυνάμει της υπ' αριθ. απόφασης 5/204/2000 του Δ.Σ της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς – μέσω του οποίου τίθεται μια διαφορετική διάσταση του θέματος. Πιο συγκεκριμένα, η πληροφόρηση των προαναφερόμενων εκθέσεων είναι αναλυτική και σαφής, υστερεί ωστόσο στην αμεσότητα της δημοσίευσής της. Αυτό ακριβώς το χρονικό έλλειμμα έρχεται να καλύψει ο κανονισμός συμπεριφοράς που ορίζει ότι η εταιρία οφείλει να γνωστοποιεί αμελλητί στο κοινό, μεταξύ άλλων, και τις δεσμεύσεις που έχουν αναληφθεί για τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων. Κατά συνέπεια, όταν

αποφασίζεται μια σημαντική τροποποίηση στη χρήση των κεφαλαίων, η εταιρία οφείλει να την ανακοινώνει αμέσως και στη συνέχεια, με τη δημοσίευση των τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων, να παρέχει αναλυτικές πληροφορίες στους ενδιαφερόμενους.

➤ Ως ένας επιπλέον πυλώνας διαφάνειας σχετικά με τη χρήση των κεφαλαίων αναφέρεται η απόφαση του ΔΣ του Χ.Α, η οποία θέτει πρόσθετες υποχρεώσεις πληροφόρησης των επενδυτών : όταν το ποσοστό της τροποποίησης ξεπερνά προκαθορισμένα όρια, ή όταν η αλλαγή αναφέρεται σε εξαγορές ή συμμετοχές, οι εταιρίες οφείλουν να πληροφορούν το επενδυτικό κοινό σχετικά με τις προσδοκώμενες συνέπειες από τις αλλαγές που προκύπτουν.

➤ Ειδικότερα, για τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στη ΝΕΧΑ, η διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων συνδέεται με το επενδυτικό σχέδιο που υποβάλλεται κατά την εισαγωγή της εταιρίας στο Χ.Α. Με βάση αυτό, οι εταιρίες υποχρεούνται, εκτός των άλλων, να υποβάλλουν ανά εξάμηνο έκθεση σχετικά με τον τρόπο χρήσης των κεφαλαίων και την πορεία του επενδυτικού τους σχεδίου.

➤ Αν και το σύνολο των παραπάνω ρυθμίσεων ολοκληρώνεται τους πρώτους μήνες του 2001, το θέμα που εξακολουθεί να μη ρυθμίζεται ρητώς αφορά το όργανο της εταιρίας που λαμβάνει την απόφαση για αλλαγή στον τρόπο διάθεσης των κεφαλαίων. Με το νόμο για την εταιρική διακυβέρνηση (ν.3016/5-02) καθορίζεται ότι σημαντικές αλλαγές στην επιχείρηση αποφασίζονται από το ΔΣ με πλειοψηφία των $\frac{3}{4}$ των μελών του και εγκρίνονται από την Γενική Συνέλευση που συγκαλείται για τον σκοπό αυτό.

3.2 Δημόσιες Εγγραφές

Όπως αναφέρθηκε, το έτος 1999 παρατηρήθηκε στο Χρηματιστήριο Αθηνών σημαντική άντληση κεφαλαίων, η οποία πραγματοποιήθηκε είτε μέσω δημόσιας εγγραφής για την εισαγωγή της εταιρείας στο ΧΑΑ, είτε μέσω αυξήσεων του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών των εισηγμένων εταιρειών. Η άντληση αυτή ιδίων κεφαλαίων είναι μια συνεχής διαδικασία που έχει ως αποτέλεσμα το συνολικό ύψος των αντληθέντων κεφαλαίων να διαφοροποιείται από μήνα σε μήνα. Έτσι κάθε φορά ο προσδιορισμός του ύψους των αντληθέντων κεφαλαίων θα πρέπει να έχει ένα χρονικό σημείο αναφοράς.

Στο παρόν κεφάλαιο, κατά το πρώτο μέρος θα αναφερθούμε στις επιχειρήσεις εκείνες που κατά το έτος 1999 προκειμένου να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο άντλησαν κεφάλαια μέσω δημόσιων εγγραφών και στο δεύτερο μέρος θα μελετήσουμε τις επιχειρήσεις που για τον ίδιο σκοπό αύξησαν το μετοχικό τους κεφάλαιο. Τέλος, στο τρίτο μέρος θα γίνει εκτενή αναφορά στην διάθεση των αντληθέντων αυτών κεφαλαίων.

Ο συνολικός αριθμός δημόσιων εγγραφών στην Κύρια και την Παράλληλη Αγορά του ΧΑΑ κατά το έτος 1999 ανήλθε σε 46 (Πίνακας 3.1) και αντλήθηκαν 1,8 δις ευρώ (627,8 δις δρχ) ενώ κεφάλαια ύψους 2,9 δις ευρώ (996,8 δις δρχ.) αντλήθηκαν από τις τέσσερις ήδη εισηγμένες εταιρίες ΟΤΕ, Εθνική Τράπεζα, Ραπαφον και Βιοχάλκο (Πίνακας 3.2). Συνολικά, δηλαδή, 4,7 δις ευρώ (1,6 τρις δρχ.). Επισυνάπτουμε σχετικό πίνακα 3.1, που αναφέρει τις δημόσιες εγγραφές ανά εταιρία.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.1 : Δημόσιες Εγγραφές Στο ΧΑΑ Ανά Εταιρία, 1999

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αγορά	Αντληθέντα Κεφάλαια
1	Αγροτική Ασφαλιστική	02 – 1999	Κύρια	9.303.000.000
2	Menaco Μεταλλουργική ΑΒΕΕ	03 – 1999	Παράλληλη	758.400.000
3	Πλαίσιο Computers ΑΕΕ	03 – 1999	Παράλληλη	1.950.000.000
4	Ατέρμων Α.Ε	03 – 1999	Παράλληλη	878.100.000
5	Κλέμαν Ελλάς ΑΒΕΕ	04 – 1999	Παράλληλη	2.197.650.000
6	Veterin ΑΒΕΕ	04 – 1999	Κύρια	4.009.875.000
7	Τράπεζα ΕFG Eurobank	04 – 1999	Κύρια	99.875.000.000
8	Ηλέκτρα Α.Ε	04 – 1999	Παράλληλη	831.600.000
9	Πλαστικά Κρήτης Α.Ε	05 – 1999	Παράλληλη	3.800.000.000
10	Olympic Catering	06 – 1999	Κύρια	3.333.500.000
11	Κυλινδρόμιλοι Παπαφίλη Α.Ε	07 – 1999	Παράλληλη	909.488.000
12	Φιερατέξ – Αφοί Ανεζουλάκη Α.Ε	07 – 1999	Κύρια	3.980.679.000
13	Alpha Αστικά Ακίνητα	07 – 1999	Κύρια	8.688.000.000
14	ΕΛΓΕΚΑ Α.Ε	08 – 1999	Κύρια	10.400.000.000
15	Unisoft Προγράμματα Η/Υ Α.Ε	08 – 1999	Παράλληλη	3.000.550.000
16	Interamerican	07 – 1999	Κύρια	32.080.300.0000
17	Active Επενδυτική	09 – 1999	Παράλληλη	2.880.000.000
18	ANEN Α.Ε	ΔΕ χωρίς εισαγωγή	Παράλληλη	1.500.000.000
19	ΟΤΕ	07 – 1999	Κύρια	434.044.086.125
20	Unifon Α.Ε.Ε	08 – 1999	Κύρια	26.000.000.0000
21	Everest Α.Ε	08 – 1999	Παράλληλη	2.240.000.000
22	Autohellas AT & ΕΕ	08 – 1999	Κύρια	11.700.000.000
23	Hayatt Regency Ξενοδ. Α.Ε	09 – 1999	Κύρια	33.075.000.000
24	Dionic Α.Ε	10 – 1999	Παράλληλη	897.075.000
25	Απτικές Εκδόσεις Α.Ε	10 – 1999	Παράλληλη	1.942.500.000
26	Κ.Ι Δανιήλιδη – «Η Παναγιά»	10 – 1999	Παράλληλη	2.899.520.000
27	Computer Logic Α.Ε	10 – 1999	Παράλληλη	4.429.755.000
28	INTRALOT Α.Ε	11 – 1999	Παράλληλη	10.164.000.000

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αγορά	Αντληθέντα Κεφάλαια
29	Εθνική Τράπεζα	10 – 1999	Κύρια	104.314.915.850
30	Π. Πετρόπουλος ΑΕΒΕ	12 – 1999	Παράλληλη	1.386.000.000
31	Βαρβαρέσος Α.Ε Νημ. Νάουσας	12 – 1999	Κύρια	3.864.405.000
32	Frigoglass ΑΒΕΕ	12 – 1999	Κύρια	33.000.000.000
33	Panafon ΑΕ	11 – 1999	Κύρια	316.966.515.180
34	ΒΙΟΧΑΛΚΟ	12 – 1999	Κύρια	141.450.000.000
35	Υιοί Ε. Χατζηκρανιώτου Α.Ε	12 – 1999	Παράλληλη	1.105.230.000
36	Π. Κωτσόβολος ΑΕΕ	12 – 1999	Παράλληλη	41.199.500.000
37	Νεώριο ΑΕ Ναυπηγείων Σύρου	12 – 1999	Παράλληλη	3.520.580.000
38	Ηλεκτρονική Αθηνών Α.Ε	12 – 1999	Παράλληλη	6.750.000.000
39	Χαϊδεμένος ΑΕΒΕ	01 – 2000	Κύρια	7.989.282.000
40	Κτήμα Κώστα Λαζαρίδη Α.Ε	01 – 2000	Παράλληλη	1.377.600.000
41	Spider – Ν. Πέτσιος & Υιοί ΑΕ	12 – 1999	Παράλληλη	5.198.400.000
42	Microland Computers ΑΕΒΕ	12 – 1999	Παράλληλη	4.586.400.000
43	Unisystems Συστημ. Πληρ. ΑΕΕ	01 – 2000	Κύρια	30.870.000.000
44	Ράδιο Κορασιδη Telecom ΑΕ	01 – 2000	Παράλληλη	3.575.000.000
45	ΕΤΒΑ Bank	01 – 2000	Κύρια	121.829.190.000
46	ΕΥΔΑΠ Α.Ε	01 – 2000	Κύρια	77.798.286.250
ΣΥΝΟΛΟ				1.624.570.181.330
				EURO
				4.767.630.759,59

ΠΙΝΑΚΑΣ 3.2 : Δημόσιες Εγγραφές Στο ΧΑΑ, 1999

(σε εκατομ. Ευρώ)

Αρχικές Δημόσιες Εγγραφές	42	1.842
Δημόσιες Εγγραφές Εισηγμένων Εταιριών	4	2.925
ΣΥΝΟΛΟ		4.767

Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

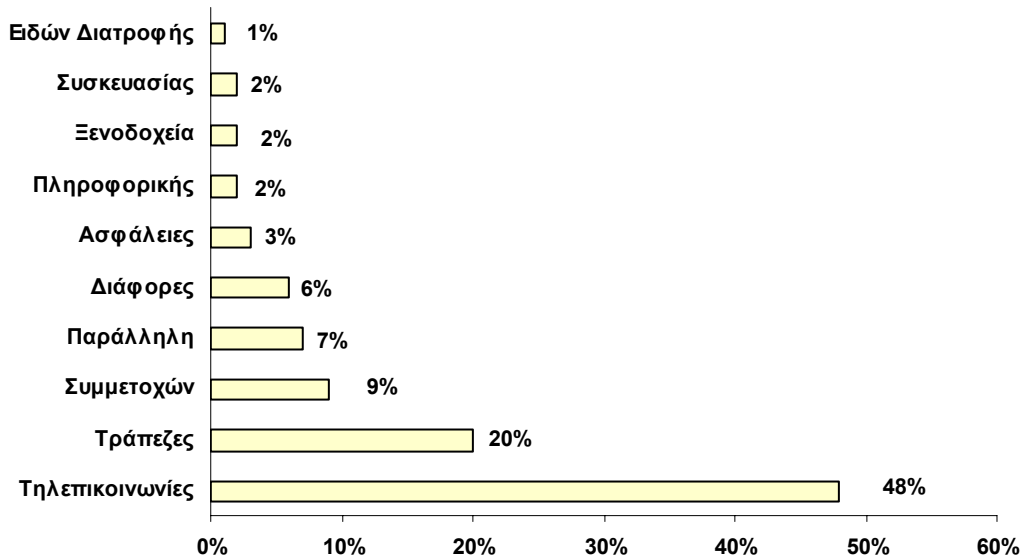
Από τα συνολικά αντληθέντα κεφάλαια ποσοστό 7,37% αντλήθηκε το πρώτο τρίμηνο του 1999, ποσοστό 4,07% το δεύτερο τρίμηνο, ποσοστό 32,17% το τρίτο τρίμηνο και ποσοστό 56,44% το τέταρτο τρίμηνο.

Πίνακας 3.3 : Χρονική Κατανομή Των Δημόσιων Εγγραφών στο ΧΑΑ, 1999

(σε εκατομ. Ευρώ)

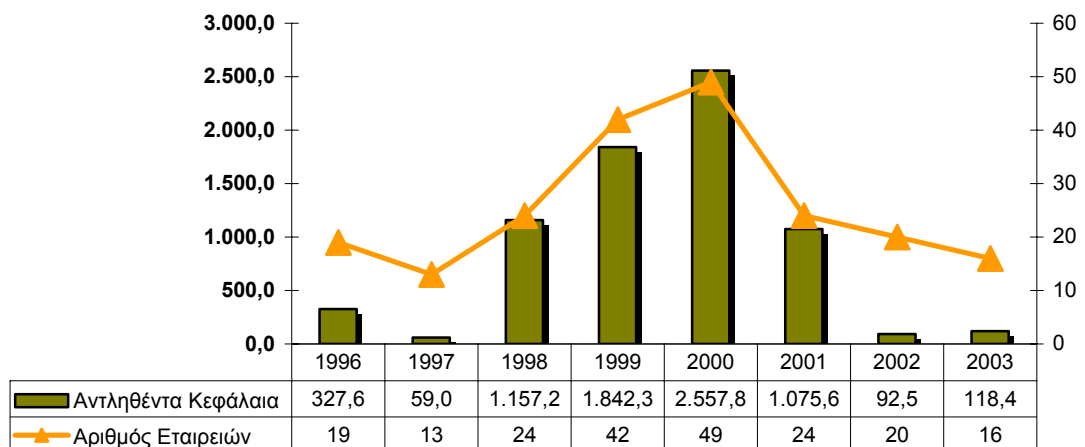
Τρίμηνο 1999	Αριθμός Εταιριών	Αντληθέντα Κεφάλαια	% επί του συνόλου
1 ^ο	8	352	7,37%
2 ^ο	8	194	4,07%
3 ^ο	11	1.531	32,12%
4 ^ο	19	2.690	56,44%
ΣΥΝΟΛΟ	46	4.767	

Κατά το 1999 τα αντληθέντα κεφάλαια από δημόσιες εγγραφές απορροφήθηκαν κατά 48% από τον κλάδο των τηλεπικοινωνιών, και κατά 23% από τον χρηματοπιστωτικό τομέα (Διάγραμμα 3.1).



Διάγραμμα 3.1: Δημόσιες Εγγραφές 1999, Ανά Κλάδο Δραστηριότητας

(σε εκατομ. δρχ)



Πηγή: Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Διάγραμμα 3.2: Αντληθέντα Κεφάλαια Από Τις Νέες Εισαγωγές Στο ΧΑΑ, 1995-2003

Συγκριτικά με τις προηγούμενες χρονιές τα αντληθέντα κεφάλαια από νέες εισαγωγές στο ΧΑΑ παρουσιάζονται στο διάγραμμα 3.2.

3.2 Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου

Τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις εισηγμένες στο ΧΑΑ εταιρίες κατά το 1999 μέσω αυξήσεως του μετοχικού τους κεφαλαίου ανήλθαν σε 8 δις ευρώ (2,75 τρις δρχ.), σημειώνοντας άνοδο κατά 472% έναντι του 1998 (Διάγραμμα 3.4).

Πίνακας 3.4: Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου Στο ΧΑΑ Ανά Εταιρία, 1999

Κύρια Αγορά

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
1	Τράπεζα Πειραιώς	12 – 1998	119.866.500.000
2	Μπήτρος ΑΕΒΕ	01 – 1999	4.429.152.000
3	Τράπεζα Εργασίας	01 – 1999	93.144.000.000
4	Alpha Finance Α.Ε	02 – 1999	21.250.000.000
5	Άλφα Επενδύσεων	03 -1999	44.000.000.000
6	Εθνική Ετ. Επενδ. Χαρτοφ.	03 –1999	26.881.200.000
7	Κλωστήρια Ναούσης	03 –1999	2.362.500.000
8	Τράπεζα Πειραιώς Α.Ε	03 –1999	117.450.000.000
9	Singular	03 –1999	12.375.000.000
10	Ωρίων ΑΕΕΧ	03 –1999	4.200.000.000

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
11	Chipita International	04 - 1999	12.179.268.200
12	Ελτράκ	04 – 1999	2.952.000.000
13	Παπαέλληνας Όμιλος Επιχειρ.	04 – 1999	2.470.820.000
14	Τράπεζα Χίου	04 – 1999	51.310.020.000
15	Εθνική Τράπεζα	04 – 1999	170.694.776.000
16	Interinvest	04 – 1999	2.707.500.000
17	Ελληνική Ετ. Επενδ. Χαρτοφ.	04 – 1999	26.325.000.000
18	Eurobank	05 - 1999	110.463.625.000
19	Άλφα Τράπεζα Πίστewς	05 - 1999	132.000.000.000
20	Inform Π. Λύκος Α.Ε	05 - 1999	8.396.955.000
21	Αιολική ΑΕΕΧ	05 - 1999	2.235.600.000
22	Εμπορική Επενδυτική Α.Ε	05 - 1999	8.100.000.000
23	Ασπίς Επενδυτική	05 - 1999	3.150.000.000
24	Φουρλής ΑΕΒΕΕ	05 - 1999	7.551.900.000
25	Πειραιώς Επενδυτική ΑΕΕΧ	05 - 1999	7.930.000.000
26	Εξέλιξη ΑΕΕΧ	05 - 1999	3.543.750.000
27	ΕΤΒΑ Λήσινγκ Α.Ε	05 - 1999	9.828.000.000
28	Χαλυβδοφύλλων Α.Ε	05 - 1999	3.301.005.000
29	Ασπίς Στεγαστική	06 – 1999	15.200.000.000
30	Γενική Εταιρία Κατασκευών	06 – 1999	24.116.400.000
31	Τεχνική Ολυμπιακή Α.Ε	06 – 1999	13.754.937.000
32	Μοχλός Α.Ε	06 – 1999	1.563.912.000
33	Τέρνα Α.Ε	06 – 1999	8.574.642.000
34	ΑΤΤΙ-ΚΑΤ	06 – 1999	10.177.500.000
35	Εμπορικός Δεσμός	06 – 1999	1.395.000.000
36	Μηχανική Α.Ε	06 – 1999	41.199.091.600
37	Μινωϊκές Γραμμές	06 – 1999	22.696.320.000
37α	Μινωϊκές Γραμμές	06 – 1999	54.258.390.000
38	Εργάς ΑΤΕ	06 – 1999	3.611.300.000
39	ΑΕΓΕΚ	06 – 1999	24.921.000.000

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
40	ΑΛΤΕ	06 – 1999	9.645.990.900
41	Αθηνά ΑΕΤΒΤΕ	06 – 1999	1.978.200.000
42	Τρ. Αττικής	06 – 1999	29.712.360.000
43	Ιντρακόμ Α.Ε	07 – 1999	61.263.540.000
44	Πλαστικά Μακεδονίας Α.Ε	07 – 1999	1.714.164.000
45	Δωρικήν Τράπεζα Α.Ε	07 – 1999	17.850.000.000
46	Θεσσαλική Α.Ε	07 – 1999	4.840.000.000
47	Elmec Sport Α..Β.Ε.Τ.Ε	07 – 1999	7.130.600.000
48	ΑΕΕ Αργυρ/των & Βαρυτίνης	07 – 1999	11.193.200.000
49	Κέκροψ Α.Ε	07 – 1999	507.798.000
50	Intertech Α.Ε Διεθνείς Τεχνολ.	07 – 1999	1.531.800.000
51	Κλωστήρια Ναούσης	08 - 1999	41.580.000.000
52	Πληροφορική Εργασίας ΑΕΒΕ	08 - 1999	9.300.000.000
53	Ναυτιλιακή Ετ. Λέσβου Α.Ε	08 - 1999	17.000.429.750
54	Αφοί Μεσοχωρίτη ΑΤΕ	08 - 1999	2.000.000.000
55	Εμπορική Τράπεζα	08 - 1999	129.189.100.800
56	Αθηναϊκές Συμμ. Κεφαλαίου	08 - 1999	32.879.367.000
57	Γεν. Εμπορίου & Βιομηχ. ΑΕ	08 - 1999	2.887.200.000
58	Altec ΑΒΕΕ	09 - 1999	26.280.000.000
59	Goody's ΑΕ	09 – 1999	4.257.624.000
60	Τρ. Μακεδονίας – Θράκης	09 – 1999	119.476.000.000
61	Γνώμων Α.Ε	09 – 1999	9.828.000.000
62	Κ.Ι. Σαραντόπουλος Α.Ε	09 – 1999	8.378.000.000
63	Άβαξ Α.Ε	09 – 1999	14.448.000.000
64	Κλωστούφ. Ναυπάκτου Α.Ε	10 - 1999	1.918.350.000
65	Ελληνική Υφαντουργία	10 - 1999	3.890.200.000
66	Εθνική Ασφαλιστή	10 - 1999	24.318.296.000
67	Fintexport Α.Ε	10 - 1999	1.358.330.000
68	Δημ. Οργαν. Λαμπράκη Α.Ε	10 - 1999	63.250.000.000
69	Fanco Α.Ε	10 - 1999	4.800.000.000

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
70	Marfin A.E	10 - 1999	11.456.000.000
71	ΕΤΜΑ	10 - 1999	5.528.836.900
72	Ξυλεμπορία ΑΤΕΝΕ (κοινές)	10 - 1999	1.215.200.000
72 ^a	Ξυλεμπορία ΑΤΕΝΕ (προν)	10 - 1999	478.240.000
73	Ευρωπαϊκή Πίστη ΑΕΓΑ	10 - 1999	6.608.683.800
74	Καλπίνης – Σίμος ΑΕΒΕ	10 - 1999	3.552.000.000
75	Παπαέλληνας Όμιλος Επιχ.	10 - 1999	30.045.171.200
76	Δωρική Τράπεζα Α.Ε	10 – 1999	50.624.000.000
77	Κεράνης ΑΒΕΝΕ	10 – 1999	14.108.584.700
78	Μυτιληναίος Α.Ε	10 – 1999	50.650.425.000
79	Βιοσώλ ΑΒΕ	10 – 1999	2.979.452.355
80	Τηλέτυπος Α.Ε	10 – 1999	11.677.500.000
81	Μπήτρος ΑΕΒΕ	10 – 1999	4.088.448.000
82	Δίας ΑΕΕΧ	10 – 1999	34.526.250.000
83	Άλφα Επενδύσεων ΑΕΕΧ	10 – 1999	88.000.000.000
84	Πλαστικά Θράκης Α.Ε	11 - 1999	7.800.000.000
85	Ερμής Α.Ε	11 – 1999	33.616.320.000
86	Επιχειρήσεις Αττικής Α.Ε	11 – 1999	66.939.648.000
87	Ωρίων ΑΕΕΧ	11 – 1999	34.200.000.000
88	ΜΕΤΚΑ ΑΕ	11 – 1999	21.429.622.500
89	Θεμελιοδομή Α.Ε	11 – 1999	33.990.000.000
90	Intersat Α.Ε	11 – 1999	8.217.000.000
91	Ελληνική Τεχνοδομική Α.Ε	11 – 1999	58.500.000.000
92	ΣΑΤΟ ΑΕ	11 – 1999	6.080.155.200
93	Εγνατία Τράπεζα Α.Ε	11 – 1999	30.054.258.300
94	Πετζετάκις Α.Ε	11 – 1999	26.903.230.000
95	Lanipharm Α.Ε	11 – 1999	20.956.320.000
96	Αιολική Α.Ε	11 – 1999	20.120.400.000
97	Επενδύσεις Αναπτύξεως	11 – 1999	53.222.400.000
98	Ν. Λεβεντέρης Α.Ε	11 – 1999	1.099.424.650

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
ΣΥΝΟΛΟ			2.635.641.184.855
			Ευρώ 7.734.823.726,65

Παράλληλη Αγορά

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
1	DIS A.E	03 – 1999	2.318.400.000
2	SeaFarm Ionian A.E	04 – 1999	2.110.500.000
3	Ένδυση A.E	04 – 1999	1.995.000.000
4	ΕΛΒΕ Ενδυμάτων A.E	06 – 1999	2.268.000.000
5	Εκτέρ A.E	06 - 1999	5.400.000.000
6	Ράδιο Κορασιδής ΕΕΑΕ	06 – 1999	6.292.134.000
7	Κούμπας A.E	07 – 1999	1.462.050.000
8	ΑΛΚΟ Ελλάς ΑΒΕΕ	08 – 1999	4.508.040.000
9	Info Quest ΑΕΒΕ	08 – 1999	19.450.600.000
10	Connection	08 – 1999	4.132.500.000
11	Κ.Καρδασιλάρης & Υιοί	09 - 1999	1.511.850.000
12	Βαράγκης A.E	09 - 1999	1.174.375.800
13	Σωληνουργεία Κορίνθου A.E	09 - 1999	8.849.940.000
14	ΔΙΕΚΑΤ ΑΕ	10 – 1999	9.890.000.000
15	Despec Ελλάς A.E	10 - 1999	2.001.000.000
16	Πειραιώς Leasing A.E	10 – 1999	20.587.500.000
17	Επιφάνεια A.E	11 - 1999	1.259.775.000
18	Πουλιάδης ΑΕΒΕ	11 – 1999	21.830.000.000
19	Ξιφίας A.E Ιχθυρά Καβάλας	11 – 1999	3.955.980.600

A/A	Εταιρία	Μήνας Διαπραγμάτευσης	Αντληθέντα Κεφάλαια
20	Αγροτ. Οίκος Σπύρου ΑΕΒΕ	11 – 1999	6.744.750.000
21	Μουριάδης Α.Ε	11 – 1999	6.212.700.000
ΣΥΝΟΛΟ			133.955.095.400
			Ευρώ 393.118.401,76
ΣΥΝΟΛΟ			2.769.596.280.255
			Ευρώ 8.127.942.128,41

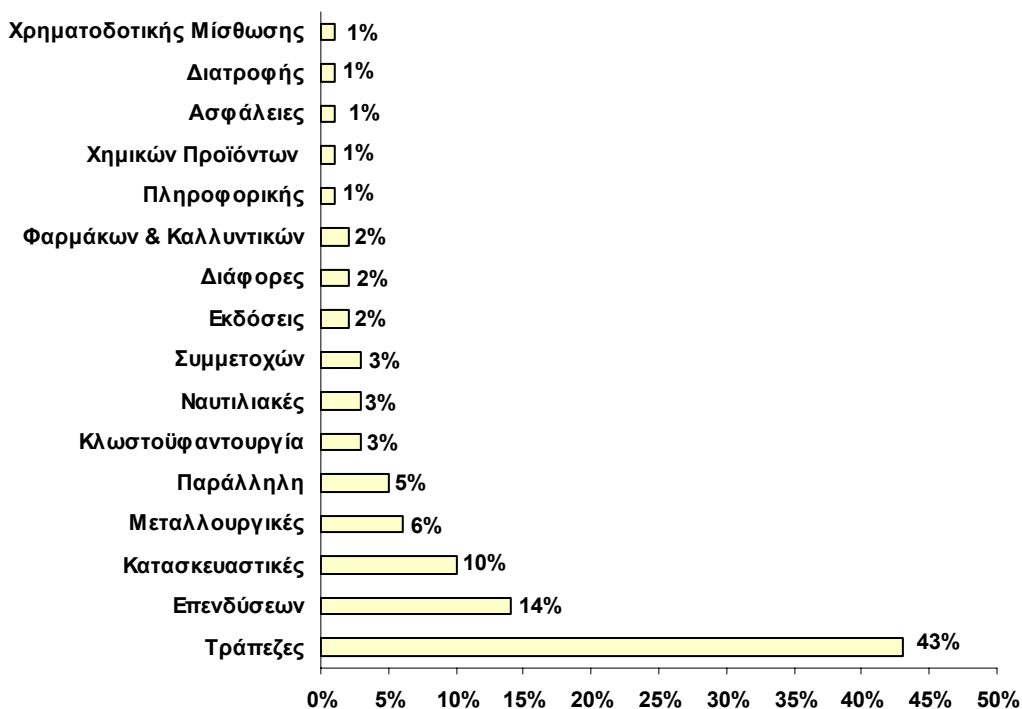
Η χρονική κατανομή των αυξήσεων υπήρξε ομοιόμορφη στα δύο εξάμηνα του έτους, όπως διαφαίνεται και στον κάτωθι επισυναπτόμενο πίνακα 3.5.

Πίνακας 3.5: Χρονική Κατανομή Των Αυξήσεων Μετοχικού Κεφαλαίου Στο ΧΑΑ, 1999

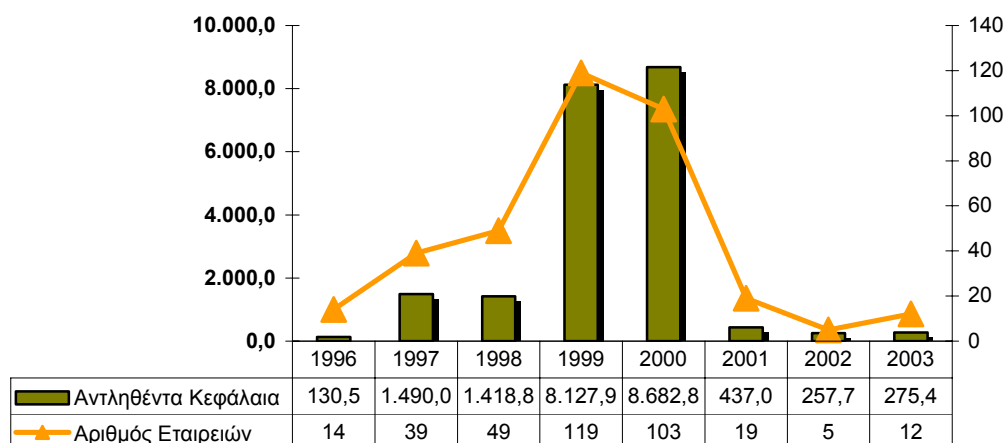
(σε εκατομ. Ευρώ)

Τρίμηνο 1999	Αριθμός Εταιριών	Αντληθέντα Κεφάλαια	% επί του συνόλου
1 ^ο	11	1.315	16,18%
2 ^ο	37	2.483	30,55%
3 ^ο	28	1.657	20,38%
4 ^ο	43	2.672	32,89%
ΣΥΝΟΛΟ	119	8.127	

Το μεγαλύτερο ενδιαφέρον συμμετοχής στα αντληθέντα κεφάλαια εκδήλωσε ο τραπεζικός τομέας, ο οποίος σύμφωνα με τα στατιστικά στοιχεία άντλησε κεφάλαια ύψους 3,4 εκ. Ευρώ (1.187,0 δις δρχ.), μέγεθος που αντιπροσωπεύει ποσοστό 43% επί του συνόλου. Επιπλέον, οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου δεκατεσσάρων (14) εταιρειών επενδύσεων απορρόφησαν το 14% των συνολικών αντληθέντων κεφαλαίων. Παράλληλα, οι αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου του κατασκευαστικού κλάδου απορρόφησαν το 10% των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων, ενώ επιχειρήσεις του κλάδου μεταλλουργίας απορρόφησαν το 6% του συνόλου. Είναι χαρακτηριστικό ότι το έτος 1999 όλες οι εταιρίες του ευρύτερου χρηματοπιστωτικού τομέα, με ελάχιστες εξαιρέσεις, προέβησαν δύο φορές μέσα στο έτος σε αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, ισχυροποιώντας έτσι την κεφαλαιακή τους βάση κατά 4,7 εκ. ευρώ (1,63 δις δρχ). συνολικά.



Διάγραμμα 3.3: Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου Ανά Κλάδο Δραστηριότητας, 1999



Διάγραμμα 3.4: Αντληθέντα Κεφάλαια Από Τις Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου Στο ΧΑΑ, 1996-2003

Συμπερασματικά, όπως προκύπτει από τα προαναφερθέντα αναλυτικά στοιχεία, προκύπτει ότι τα χρήματα που συγκεντρώθηκαν από δημόσιες εγγραφές και αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου για την εισαγωγή εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών ανέρχονται στο συνολικό ποσό των 12,9 δις ευρώ

3.4 Η Διάθεση Των Αντληθέντων Κεφαλαίων

Μελετώντας τα στοιχεία για το επενδυτικό πρόγραμμα των εταιρειών παρατηρούμε ότι υπάρχει πρόβλεψη υλοποίησης συνήθως για ένα χρονικό ορίζοντα 2 – 3 ετών, με αποτέλεσμα ένα μέρος των αντληθέντων κεφαλαίων να επενδύεται προς το τέλος του επενδυτικού προγράμματος. Η εκδότρια εταιρεία, στα πλαίσια της ορθής και αποτελεσματικής διαχείρισης των κεφαλαίων της, έχει την δυνατότητα να αξιοποιήσει αυτά τα κεφάλαια για όσο διάστημα

παραμένουν υπό την μορφή διαθέσιμων και ένας από τους τρόπους αυτούς είναι η τοποθέτησή τους σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις χαμηλού κινδύνου.

Είναι γεγονός ότι το οικονομικό περιβάλλον στις ημέρες μας μεταβάλλεται καθημερινά. Μέσα σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι εισηγμένες εταιρείες θα πρέπει να παρακολουθούν στενά τις όποιες εξελίξεις και να προσαρμόζουν τις επιχειρηματικές τους αποφάσεις στα νέα οικονομικά δεδομένα, ώστε να επιτυγχάνουν τον πρωταρχικό τους στόχο που δεν είναι άλλος από την μεγιστοποίηση και ακολούθως ισχυροποίηση της αξίας της εταιρείας, που έχει ως συνέπεια την ωφέλεια των μετοχών της.

Η υλοποίηση του επενδυτικού προγράμματος μιας εταιρείας εντάσσεται στο γενικότερο επιχειρηματικό σχεδιασμό της διοίκησής της και αποσκοπεί στην επίτευξη του ανωτέρω στόχου. Για τυχόν τροποποιήσεις του επενδυτικού προγράμματος που θα ανακύψουν κατά την διάρκειά του την ανάληψη των επιχειρηματικών αυτών αποφάσεων αναλαμβάνει η διοίκηση της εταιρείας.

Σύμφωνα με τα πρώτα στοιχεία που είχε συγκεντρώσει η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για την χρήση των κεφαλαίων που αντλήθηκαν το έτος 1999, ένα χρόνο μετά, προέκυπτε ότι είχε ήδη επενδυθεί το ποσόν του 1 τρις δραχμών περίπου από τα 4,4 τρις που αντλήθηκαν το 1999 μέσω δημόσιων εγγραφών και αυξήσεων μετοχικών κεφαλαίων. Σύμφωνα, λοιπόν, με στοιχεία της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων το 53,5% προορίζονταν για νέες επενδύσεις, το 15,2% για συγχωνεύσεις και εξαγορές, το 16% για χρηματοδότηση με υποκατάσταση χρέους, το 14,8% για

κεφάλαια κίνησης και το 0,5% για άλλη χρήση. Οι εταιρίες που είναι εισηγμένες στην Κύρια Αγορά εμφανίζονται να προορίζουν τα αντληθέντα κεφάλαια κυρίως για νέες επενδύσεις και λιγότερο για την μείωση των χρεών τους, σε αντίθεση με τις εταιρίες που είναι εισηγμένες στην Παράλληλη Αγορά οι οποίες προτίθενται να διαθέσουν συγκριτικά περισσότερα κεφάλαια για την μείωση του δανεισμού τους.

Πίνακας 3.6: Η Διάθεση Των Αντληθέντων Κεφαλαίων Με Βάση Τα Εγκεκριμένα Ενημερωτικά Δελτία Των Εταιριών Ως Ποσοστό (%) Επί Του Συνόλου, 1999.

	Νέες Επενδύσεις	Συγχωνεύσεις & Εξαγορές Εταιριών	Χρηματοδ. Με υποκατάσταση χρέους	Κεφάλαια Κίνησης	Άλλα
Όλες οι εταιρίες	53,5	15,2	16,0	14,8	0,5
Κύρια Αγορά	58,3	15,9	12,9	12,3	0,6
Παράλληλη Αγορά	43,2	13,2	22,0	21,5	0,1
Μετάταξη στην Κύρια Αγορά	24,8	14,1	49,4	11,7	0,0
Νέες Εισαγωγές	52,8	8,2	21,1	17,8	0,1
Αυξήσεις Μετοχικού Κεφαλαίου	53,7	17,6	14,4	13,7	0,6

Παράλληλα, οι νεοεισαγόμενες στο ΧΑΑ εταιρίες δήλωσαν ότι θα διαθέσουν συγκριτικά περισσότερα κεφάλαια για την μείωση του δανεισμού τους σε σχέση με τις ήδη εισηγμένες εταιρίες που προχώρησαν σε αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου τους (21,06% έναντι 14,36%). Οι τελευταίες εταιρίες εμφανίζονται να προορίζουν τα αντληθέντα κεφάλαια σε μεγαλύτερο βαθμό για την

χρηματοδότηση της πολιτικής τους συγχωνεύσεων και εξαγορών σε σχέση με τις νεοεισηγμένες εταιρίες (17,63% έναντι 8,18%).

1. Ετήσιες Εκθέσεις Επιτροπής Κεφαλαιγορίας 1999-2003

Κεφάλαιο 4: Παρουσίαση, Περιγραφή Και Ανάλυση Του Δείγματος

Ο τρόπος με τον οποίο θα διατεθούν τα κεφάλαια συνιστά μια από τις σημαντικότερες πληροφορίες των ενημερωτικών δελτίων σε όλες τις Ευρωπαϊκές χώρες (σημειώνεται ότι ανάλογη υποχρέωση δεν υφίσταται στις ΗΠΑ), καθώς περιλαμβάνεται σε σχετική Κοινοτική Οδηγία, η οποία εφαρμόζεται και στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Η σύμφωνη με τα στοιχεία του ενημερωτικού δελτίου χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων αποτελεί δείγμα αξιοπιστίας για την εκδότρια εταιρία.

Στη συνέχεια παρατίθενται αναλυτικά στοιχεία για τα κεφάλαια που αντλήθηκαν από τις κατασκευαστικές εταιρίες κατά το 1999 καθώς και ο τρόπος διάθεσης των κεφαλαίων βάσει δημοσιευμένων στοιχείων των εταιριών. Ειδικότερα, παρουσιάζονται τα ευρήματα που προέκυψαν από την καταγραφή και ομαδοποίηση σε κατηγορίες του τρόπου διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων. Τα κεφάλαια επιμερίζονται σε τέσσερις βασικές κατηγορίες διάθεσης : «Επενδύσεις» - «Εξαγορές» - «Κεφάλαιο Κίνησης» και «Μείωση Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού» λαμβάνοντας υπόψη την ανάλυση που παρέχεται στο κεφάλαιο των ενημερωτικών δελτίων «Προορισμός των νέων κεφαλαίων» και τις εκθέσεις διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων που δημοσιεύουν οι υπόχρεες εταιρίες.

Πηγές Δεδομένων

Τα δεδομένα που παρατίθενται ελήφθησαν από τα δημοσιευμένα από τις εκδότριες εταιρίες στοιχεία σε εφαρμογή της απόφασης 58/2000 του Δ.Σ του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών. Επισημαίνεται ότι τα εν λόγω στοιχεία είναι ελεγμένα από τους ορκωτούς ελεγκτές των εταιριών, οι οποίοι είναι τα αρμόδια ανεξάρτητα όργανα για τον έλεγχο της ακρίβειας των οικονομικών καταστάσεων των ανωνύμων εταιριών.

Σε αρκετές περιπτώσεις, όμως, τα ενημερωτικά δελτία και οι ιστοσελίδες των εταιριών δεν συμπεριλάμβαναν αυτά τα στοιχεία. Πηγή εν προκειμένω ήταν η επιτροπή κεφαλαιαγοράς, η οποία παρακολουθεί τον τρόπο διάθεσης των κεφαλαίων που αντλούν οι εισηγμένες στο ΧΑΑ επιχειρήσεις.

4.1 Δείγμα

Το δείγμα αποτελείται από 18 εταιρίες του κατασκευαστικού κλάδου όπως τουλάχιστον ήταν ο κλάδος των κατασκευών το 1999. Τα κεφάλαια που αντλήθηκαν κατά το έτος αυτό ήταν 827.254.507,59 ευρώ δηλαδή αποτελούσαν το 6,42% των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων και το 10,18% των κεφαλαίων που αντλήθηκαν από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου. Σήμερα πέντε (5) εταιρίες του δείγματος έχουν κάνει μετάταξη σε άλλο κλάδο (ΓΕΚ Α.Ε, ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ ΑΕ, ΕΚΤΕΡ Α.Ε, ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ Α.Ε) ή έχουν ήδη συγχωνευθεί (ΓΝΩΜΩΝ Α.Ε νύν ΕΜΠΕΔΟΣ, Κ.Ι ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ νύν ΠΑΝΤΕΧΝΙΚΗ Α.Ε). Πρέπει εδώ να παρατηρηθεί ότι καμία κατασκευαστική

εταιρία δεν συμμετείχε σε δημόσια εγγραφή κατά το έτος 1999. Οι ισολογισμοί των εταιριών αναφέρονται στο Προσάρτημα Ι.

	Έγκριση Δ.Σ Χ.Α.Α	Αγορά	Εταιρία	Αντληθέντα Κεφάλαια	Ολοκλήρωση Διάθεσης
1	23/09/1999	ΚΥΡΙΑ	J&P ΑΒΑΞ	42.400.586,94	31/12/1999
2	03/06/1999	ΚΥΡΙΑ	ΑΕΓΕΚ	73.135.730,01	30/06/2000
3	10/06/1999	ΚΥΡΙΑ	ΑΘΗΝΑ	5.805.429,20	31/12/2000
4	10/06/1999	ΚΥΡΙΑ	ΑΛΤΕ	28.308.117,09	31/12/2004
5	27/05/1999	ΚΥΡΙΑ	ΑΤΤΙΚΑΤ	29.867.938,37	31/12/1999
6	27/05/1999	ΚΥΡΙΑ	ΓΕΚ Α.Ε	70.774.468,09	31/12/1999
7	27/8/1999	ΚΥΡΙΑ	ΓΝΩΜΩΝ Α.Ε	28.842.259,72	31/03/2002
8	23/09/1999	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	ΔΙΕΚΑΤ	29.024.211,30	30/09/2001
9	27/05/1999	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ	ΕΚΤΕΡ Α.Ε	15.847.395,45	31/12/2003
10	26/10/1999	ΚΥΡΙΑ	ΕΛΛΗΝΙΚΗ	171.680.117,39	31/03/2000
11	10/06/1999	ΚΥΡΙΑ	ΕΡΓΑΣ	10.598.092,44	31/12/1999
12	14/10/1999	ΚΥΡΙΑ	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	99.486.427,00	31/12/2003
13	26/10/1999	ΚΥΡΙΑ	Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	24.586.940,57	30/06/2004
14	29/07/1999	ΚΥΡΙΑ	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	5.869.405,72	31/03/2000
15	03/06/1999	ΚΥΡΙΑ	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	120.907.092,00	30/06/2000
16	27/05/1999	ΚΥΡΙΑ	ΜΟΧΛΟΣ	4.589.617,02	31/12/1999
17	27/05/1999	ΚΥΡΙΑ	ΤΕΡΝΑ	25.164.026,41	30/06/2003
18	27/05/1999	ΚΥΡΙΑ	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	40.366.652,97	31/12/1999
			ΣΥΝΟΛΟ	827.254.507,59	

Οι 16 από τις 18 εταιρίες του δείγματος ήταν στην κύρια αγορά.

Πρέπει να σημειωθεί ότι επιβλήθηκαν πρόστιμα για παράβαση του άρθρου 5 του Π.Δ 350/1985 περί μη έγκαιρης ενημέρωσης του επενδυτικού κοινού στην αλλαγή χρήσης της άντλησης των κεφαλαίων. Συγκεκριμένα στην εταιρία ΓΕΚ Α.Ε πρόστιμο 20.000 ευρώ, στην εταιρία ΕΡΓΑΣ Α.Ε πρόστιμο 15.000 ευρώ και στην εταιρία ΜΗΧΑΝΙΚΗ Α,Ε πρόστιμο 40.000 ευρώ.

4.2 Χρονική Διάθεση Των Κεφαλαίων

Ένα σημείο στο οποίο πρέπει να επικεντρωθούμε αφορά στη χρονική διάσταση της άντλησης και διάθεσης των κεφαλαίων. Όπως προκύπτει από τον παραπάνω πίνακα το 24% των αντληθέντων κεφαλαίων διατέθηκε μέσα στο 1999, το 46% στο έτος 2000, το 4 % στο έτος 2001, το 3% στο έτος 2002, το 17% στο έτος 2003 και τέλος στο έτος 2004 το 6%.

Ως εκ τούτου η ολοκλήρωση της διάθεσης χρονικά επήλθε ως εξής. Το 1999 ολοκλήρωσαν την διάθεση έξι (6) εταιρίες, το 2000 πέντε (5) εταιρίες, το 2001 μία (1) εταιρία, το 2002 μία (1) εταιρία, το 2003 τρεις (3) εταιρίες και το 2004 δύο (2) εταιρίες.

Το υψηλό ποσοστό απορρόφησης έως το τέλος του 2002 (70%) δείχνει ότι οι κατασκευαστικές εταιρίες διέθεσαν τα κεφάλαιά τους πολύ γρήγορα γεγονός που πρέπει να αποδοθεί στα μεγάλα έργα υποδομής μέρος των οποίων απαιτεί αυτοχρηματοδότηση.

Διάθεση Κεφαλαίων Ανά Κατηγορία Επένδυσης

Με βάση τα αναφερόμενα στο σχετικό κεφάλαιο των ενημερωτικών δελτίων και στις δημοσιευμένες εκθέσεις διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων επιχειρήθηκε η κατάταξη των διατεθέντων από τις εκδότριες εταιρίες κεφαλαίων στις ακόλουθες τέσσερις βασικές κατηγορίες :

1. Επενδύσεις – Λοιπές Δαπάνες

2. Εξαγορές – Ίδρυση Νέων Εταιριών – Συμμετοχές
3. Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης
4. Αποπληρωμή Δανεισμού

Τα τροποποιημένα διατεθέντα κεφάλαια στοιχεία παρουσιάζονται στους παρακάτω πίνακες με βάση τις ανωτέρω παραδοχές:

Πίνακας 4.1: Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων Με Βάση Τα Ενημερωτικά Δελτία Για Την Αντληση Των Κεφαλαίων, 1999

		Επενδύσεις	%	Εξαγορές	%	Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	%	Αποπληρωμή Δανεισμού	%	ΣΥΝΟΛΑ
		305,16	36,92	401,13	48,53	102,91	12,45	17,35	2,10	826,55
1	J&P ΑΒΑΞ			42,40	100,00					42,40
2	ΑΕΓΕΚ	51,10	69,89			22,01	30,11			73,11
3	ΑΘΗΝΑ	4,10	70,69			1,70	29,31			5,80
4	ΑΛΤΕ	12,09	42,69	16,23	57,31					28,32
5	ΑΤΤΙΚΑΤ	3,80	12,79	17,20	57,91	3,50	11,78	5,20	17,51	29,70
6	ΓΕΚ	7,58	10,73	48,04	68,03	15,00	21,24			70,62
7	ΓΝΩΜΩΝ	19,95	69,17	4,11	14,25			4,78	16,57	28,84
8	ΔΙΕΚΑΤ	11,80	40,69	10,00	34,48	7,20	24,83			29,00
9	ΕΚΤΕΡ Α.Ε	15,80	100,0							15,80
10	ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,40	0,23	171,30	99,77					171,70
11	ΕΡΓΑΣ	0,91	8,59	3,22	30,41	1,89	17,85	4,57	43,15	10,59
12	Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	8,96	36,48	11,73	47,76	3,87	15,76			24,56
13	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	52,70	53,02	33,50	33,70	13,20	13,28			99,40
14	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,20	3,45			2,80	48,28	2,80	48,28	5,80
15	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	88,04	72,86	11,70	9,68	21,10	17,46			120,84
16	ΜΟΧΛΟΣ	3,60	78,26			1,00	21,74			4,60
17	ΤΕΡΝΑ	21,43	85,14			3,74	14,86			25,17
18	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,70	6,70	31,70	78,66	5,90	14,64			40,30

Όπως παρατηρείται, περίπου το 37% είχε δηλωθεί στα ενημερωτικά δελτία ότι θα οδηγηθεί σε επενδύσεις παγίου κεφαλαίου. Συνολικά, 305,16 εκατομύρια

ευρώ θα ενίσχυαν την προσπάθεια ισχυροποίησης της παραγωγικής ικανότητας των εταιριών μέσω της μεγέθυνσης των ενσώματων ακινητοποιήσεών τους.

4.3 Διαφοροποιήσεις Στη Διάθεση Των Αντληθέντων

Κεφαλαίων

Συχνά παρουσιάζεται το φαινόμενο κατά την περίοδο που διατίθενται τα αντληθέντα κεφάλαια να παρουσιάζονται νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες, ή να μεταβάλλεται ο επιχειρηματικός σχεδιασμός των εισηγμένων εταιριών, με αποτέλεσμα οι εταιρίες να αποφασίζουν για την αλλαγή στον τρόπο διάθεσης των αντληθέντων κεφαλαίων με προφανή στόχο την αποδοτικότερη χρησιμοποίησή τους.

Στις περιπτώσεις αυτές, οι εταιρίες οφείλουν να ακολουθήσουν τους κανόνες διαφάνειας που έχουν περιγραφεί προηγουμένως. Σκοπός του νομοθέτη είναι να διασαφηνιστεί πλήρως το καθεστώς υπό το οποίο πραγματοποιείται η τροποποίηση στη διάθεση των κεφαλαίων και να μπορεί ο υφιστάμενος ή ο εν δυνάμει επενδυτής να σχηματίσει άποψη για αυτή.

Με βάση το παραπάνω θεσμικό πλαίσιο, συγκεντρώθηκαν και αναλύθηκαν τα στοιχεία σχετικά με την αλλαγή στη χρήση των κεφαλαίων με βάση τις τριμηνιαίες εκθέσεις διάθεσης αντληθέντων κεφαλαίων. Από την μελέτη των στοιχείων προκύπτει ότι επί του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων κεφάλαια

ύψους 100 εκ ευρώ κατευθύνθηκαν σε κατηγορίες επενδύσεων διαφορετικές από τις αναφερόμενες στο ενημερωτικό δελτίο. Οι αλλαγές στη χρήση των κεφαλαίων συναντώνται με μεγάλη συχνότητα : στις 13 από τις 18 περιπτώσεις – ποσοστό 72% -

Πίνακας 4.2: Πραγματοποίηση Διάθεσης Αντληθέντων Κεφαλαίων

		Επενδύσεις	%	Εξαγορές	%	Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	%	Αποπληρωμή Δανεισμού	%	ΣΥΝΟΛΑ
		205,27	24,83	490,12	59,30	109,08	13,20	22,08	2,67	826,55
1	J&P ΑΒΑΞ			42,40	100,00					42,40
2	ΑΕΓΕΚ	51,17	69,99			21,94	30,01			73,11
3	ΑΘΗΝΑ	5,30	91,38			0,50	8,62			5,80
4	ΑΛΤΕ	12,21	43,11	16,11	56,89					28,32
5	ΑΤΤΙΚΑΤ	6,30	21,21	14,50	48,82	3,50	11,78	5,40	18,18	29,70
6	ΓΕΚ	27,02	38,26	43,60	61,74					70,62
7	ΓΝΩΜΩΝ	2,75	9,54	7,06	24,48	14,25	49,41	4,78	16,57	28,84
8	ΔΙΕΚΑΤ	10,20	35,17	11,60	40,00	7,20	24,83			29,00
9	ΕΚΤΕΡ Α.Ε	10,60	67,09			5,20	32,91			15,80
10	ΕΛΛ. ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ	0,40	0,23	171,30	99,77					171,70
11	ΕΡΓΑΣ	0,91	8,59			1,89	17,85	7,79	73,56	10,59
12	Κ.Ι. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ	14,68	59,77	5,14	20,93	4,74	19,30			24,56
13	ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	10,20	10,26	80,60	81,09	8,60	8,65			99,40
14	ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,11	1,90			1,58	27,24	4,11	70,86	5,80
15	ΜΗΧΑΝΙΚΗ	33,00	27,31	60,84	50,35	27,00	22,34			120,84
16	ΜΟΧΛΟΣ	3,60	78,26			1,00	21,74			4,60
17	ΤΕΡΝΑ	14,12	56,10	5,27	20,94	5,78	22,96			25,17
18	ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,70	6,70	31,70	78,66	5,90	14,64			40,30

Από τα παραπάνω στοιχεία προκύπτει ότι με την αλλαγή στην χρήση των κεφαλαίων, μεταφέρονται κεφάλαια που αρχικά προορίζονταν για επενδύσεις, στην εξαγορά άλλων εταιρειών σε ποσοστό 89%, στην ενίσχυση του κεφαλαίου

κίνησης ποσοστό 6% και στην μείωση του τραπεζικά βραχυπρόθεσμου δανεισμού ποσοστό 5%.

Πίνακας 4.3: Αλλαγή Στη Διάθεση Των Αντληθέντων Κεφαλαίων 1999 Με Αποφάσεις Γ.Σ

ΚΑΤΗΓΟΡΙΑ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ	Με βάση το		Με βάση την	
	ενημερωτικό δελτίο	%	απόφαση για αλλαγή στη διάθεση	%
Πάγια & Νέες Τεχνολογίες	305,16	36,92%	205,27	24,83%
Εξαγορά - Συμμετοχές - Ίδρυση Νέων Εταιριών	401,13	48,53%	490,12	59,30%
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	102,91	12,45%	109,08	13,20%
Μείωση Βραχυπρόθεσμου Δανεισμού	17,35	2,10%	22,08	2,67%
ΣΥΝΟΛΑ	826,55		826,55	

4.4 Επενδύσεις Εταιριών & Πηγές Χρηματοδότησης Αυτών

Η μεγάλη επενδυτική δραστηριότητα κατά το έτος 1999 των εισηγμένων εταιριών, η οποία απεικονίζεται και στους προηγούμενους πίνακες σχετικά με την διάθεση των αντληθέντων κεφαλαίων, αποτέλεσε το έναυσμα για την ανάλυση και μελέτη των συνολικών επενδύσεων στις οποίες οι εταιρίες προέβησαν. Πέρα από την ανάγκη να διακριβώσουμε το ύψος των επενδυτικών προγραμμάτων των εταιριών θα ήταν χρήσιμο να ερευνούσαμε πως

χρηματοδοτήθηκαν αυτές οι επενδύσεις, είτε οι τρόποι χρηματοδότησης αναφέρονται σε άντληση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά είτε σε συμβατικές και νέες μορφές χρηματοδότησης και να διερευνήσουμε κατά πόσο η σημαντική απορρόφηση κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά επιτάχυνε τον ρυθμό των επενδύσεων.

Ισχυρός και αξιόπιστος σύμμαχος στην καταγραφή, ανάλυση και επεξεργασία των στοιχείων των χρήσεων 1998-2003 ήταν ο πίνακας ταμιακών ροών τον οποίο, σύμφωνα με την απόφαση 5/204/14-11-2000 της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι εισηγμένες εταιρίες είναι υποχρεωμένες να συντάσσουν και δημοσιεύουν στο Ετήσιο Δελτίο. Επισημαίνεται ότι τα εν λόγω στοιχεία ελέγχονται από τον ορκωτό ελεγκτή της εταιρίας το πιστοποιητικό του οποίου δημοσιεύεται μαζί με τις καταστάσεις. Η ανάλυση της χρήσης 1999 έγινε από τις δημοσιευμένες ετήσιες οικονομικές καταστάσεις των εταιριών, καθώς η απόφαση της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς με την οποία επιβάλλεται η σύνταξη πίνακα ταμιακών ροών, δεν ίσχυε.

Για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης ως επενδύσεις νοείται το άθροισμα των παγίων στοιχείων και των συμμετοχών, όπως αυτά εμφανίζονται στις ταμιακές ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες. Αντίστοιχα ως κεφάλαια τα οποία χρησιμοποιούνται κυρίως για τη χρηματοδότηση των παραπάνω επενδύσεων έχουν ληφθεί τα αντληθέντα κεφάλαια των εταιριών από την έκδοση νέων μετοχών, καθώς και η θετική μεταβολή των συμβατικών μορφών χρηματοδότησης όπως ο τραπεζικός δανεισμός, μακροπρόθεσμος ή

βραχυπρόθεσμος, η έκδοση ομολογιακού δανείου, και οι επιχορηγήσεις που λαμβάνουν οι εταιρίες.

Όπως παρατηρείται από τον Πίνακα 4.4 το συνολικό ύψος των επενδύσεων των εισηγμένων εταιριών του δείγματος κατά την περίοδο 1999-2003 ανέρχεται σε 2.2 δις ευρώ. Από το παραπάνω ποσό 1,7 δις ευρώ κατευθύνθηκαν σε αύξηση των συμμετοχών και ίδρυση νέων εταιριών, ενώ ποσό 546 εκ ευρώ επενδύθηκαν σε ασώματες και ενσώματες ακινητοποιήσεις. Η επενδυτική δραστηριότητα των εταιριών παρουσιάζει αυξομειώσεις χρόνο με τον χρόνο ενώ λαμβάνει την μέγιστη τιμή της το έτος 1999. Το γεγονός αυτό φαίνεται να εξηγείται από τις πολύ υψηλές επενδύσεις σε συμμετοχές την χρονιά αυτή (39,9% επί του συνόλου).

Το 74% από τα κεφάλαια που οδηγήθηκαν σε επενδύσεις χρηματοδοτήθηκαν από κεφάλαια τα οποία αντλήθηκαν από τις εταιρίες μέσω της κεφαλαιαγοράς, επιβεβαιώνοντας τη διαπίστωση ότι η κεφαλαιαγορά λειτούργησε ως μοχλός ανάπτυξης για την επιχειρηματική πρωτοβουλία στη χώρα. Επίσης περίπου 14% χρηματοδοτήθηκαν από μακροπρόθεσμο δανεισμό ενώ περίπου 17% από βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Χαρακτηριστικό είναι ότι το ποσό που επενδύθηκε σε συμμετοχές για την εν λόγω περίοδο υπερβαίνει το ύψος των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά την ίδια περίοδο.

Συμπερασματικά προκύπτει ότι η κεφαλαιαγορά αποτέλεσε σημαντικό μοχλό ανάπτυξης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων των εταιριών, χρηματοδοτώντας τις επενδύσεις τους κατά ένα μεγάλο μέρος και υποκαθιστώντας τον τραπεζικό δανεισμό.

Κεφάλαιο 5: Συγκριτική Χρηματοοικονομική

Ανάλυση Εταιριών Δείγματος

Στην συνέχεια θα παρουσιαστούν οι πίνακες κίνησης κεφαλαίων καθώς και οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ανά εταιρία και στο σύνολο του δείγματος.

5.1 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Ανά Εταιρεία

Στην παρούσα ενότητα θα παρουσιασθούν τα ποσά που αντλήθηκαν ανά εταιρεία, η πρόβλεψη της διάθεσης των κεφαλαίων, η πραγματοποίηση της διάθεσης και θα διερευνηθεί εάν τα στοιχεία που έχουν δημοσιευθεί συμφωνούν με τους Πίνακες Κίνησης Κεφαλαίων που παρουσιάζονται αναλυτικά στο Προσάρτημα της παρούσας εργασίας.

Παράλληλα για κάθε εταιρία θα παρουσιάζονται οι αριθμοδείκτες «Παγιοποίησης Περιουσίας», «Χρηματοδότησης Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια», «Χρηματοδότησης Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας», «Χρηματοδότησης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας» με σκοπό την διεξαγωγή συμπερασμάτων για τον τρόπο που έχει χρηματοδοτήσει κάθε εταιρία τα πάγιά της.

Επίσης θα ακολουθήσει παρουσίαση πίνακα με τον δείκτη ROE, διότι είναι ο δείκτης που δείχνει πόσο αποτελεσματικά χρησιμοποίησαν οι επιχειρήσεις τα

κεφάλαια που έλαβαν από τους μετόχους. Αυτό που ουσιαστικά ενδιαφέρει τους μετόχους είναι η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, εάν δηλαδή οι επιλογές των εταιριών αναφορικά με το που θα επενδύσουν τα κεφάλαια που άντλησαν θα δημιουργήσουν τελικά όφελος στους μετόχους.

Περαιτέρω θα υπάρχει πίνακας με δείκτες ρευστότητας οι οποίοι χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης των επιχειρήσεων καθώς και της ικανότητάς τους να ανταποκριθούν στις τρέχουσες υποχρεώσεις τους.

1 - J&P ΑΒΑΞ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 42.400.586,94

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.1: J&P ΑΒΑΞ ΑΕ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις			
%			
Εξαγορές	42,40	42,40	0
%	100,00	100,00	0,00
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης			
%			
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	42,40	42,40	

Η εταιρία J&P ΑΒΑΞ άντλησε κεφάλαια ποσού 42.400 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν αποκλειστικά για εξαγορά επιχείρησης, ενέργεια η οποία και πραγματοποιήθηκε. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το άρτιο» είναι 42.400 χιλ. ευρώ. Τα ποσά αυτά

επιβεβαιώνεται από τον ίδιο Πίνακα ότι κατευθύνθηκαν στην αύξηση των «Συμμετοχών». Οι «Συμμετοχές» στο εν λόγω διάστημα αυξήθηκαν κατά 53.422 χιλ. ευρώ.

Πίνακας 5.2: J&P ΑΒΑΞ ΑΕ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,59	2,23	2,72	71,07%
1999	3,28	1,05	1,31	15,84%
2000	2,67	1,20	1,38	51,47%
2001	3,16	1,08	1,32	24,77%
2002	1,41	1,15	1,72	20,83%
2003	1,06	1,06	1,96	5,63%
Μεταβολή 1998-2003	+79,66%	-52,46%	-27,94%	-92,07%

Πίνακας 5.3: J&P ΑΒΑΞ ΑΕ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	9.062	5.323	25.704	20,71%
1999	31.860	10.411	71.027	21,53%
2000	40.473	10.734	175.552	8,71%
2001	66.738	21.560	182.675	12,04%
2002	146.925	32.690	177.573	18,15%
2003	201.131	42.415	174.932	24,06%
Μεταβολή 1998-2003	+2.119,49%	+696,82%	+580,56%	+16,17%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 16,17% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα μειώθηκαν σημαντικά και αυξήθηκε σε μεγάλο βαθμό η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια. Η εταιρία βέβαια έχει αρκετά κέρδη ώστε να μπορέσει να καλύψει τα χρηματοοικονομικά της έξοδα.

Πίνακας 5.4: J&P ΑΒΑΞ ΑΕ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	3,46	3,46	21,86%	-0,86
1999	1,19	1,19	24,54%	2,73
2000	1,98	2,06	15,21%	1,26
2001	1,33	1,33	22,03%	2,10
2002	1,07	1,26	49,41%	0,04
2003	0,96	1,06	85,40%	1,97
Μεταβολή 1998-2003	-72,25%	-69,36%	+290,66%	

2 - ΑΕΓΕΚ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 73.135.730,01

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 30/06/2000

Πίνακας 5.5: ΑΕΓΕΚ ΑΕ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	51,10	51,17	+0,07
%	69,89	69,99	
Εξαγορές			
%			
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	22,01	21,94	-0,07
%	30,11	30,01	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	73,11	73,11	

Η εταιρία ΑΕΓΕΚ άντλησε κεφάλαια ποσού 73.135 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 30/06/2000. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν για επενδύσεις σε ποσοστό 69,89% των αντληθέντων κεφαλαίων και για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης σε ποσοστό 30,11%. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού

Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 73.279 χιλ. ευρώ. Από τον ίδιο Πίνακα διαφάνεται ότι έως και το έτος 2000, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές και το Πάγιο Ενεργητικό έχουν αυξηθεί σημαντικά σε σχέση με το 1998. Πάντως ένα μεγάλο ποσό των επενδύσεων φαίνεται να έχει κατευθυνθεί στις Συμμετοχές είτε με την μορφή εξαγορών είτε με αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε θυγατρικές εταιρίες.

Τα χρήματα τα οποία διατέθηκαν για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης, φαίνεται ότι προσωρινά βελτίωσαν την ρευστότητα της εταιρείας. Ο δείκτης άμεσης και τρέχουσας ρευστότητας, όπως διαφάνεται από τον Πίνακα 5.8 είναι 4,23 και 4,67 αντίστοιχα. Τα επόμενα χρόνια, η επιχείρηση δεν κατάφερε να διατηρήσει την ίδια ρευστότητα. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας το 2003 είναι αρκετά χαμηλός σε σχέση με τα προηγούμενα έτη. Παράλληλα αυξάνεται κατά την διάρκεια των ετών και η δανειακή της επιβάρυνση φθάνοντας στο 42,66% το 2003. Από το 2001 και έπειτα είναι εμφανής η αδυναμία κάλυψης των χρηματοοικονομικών της εξόδων.

Πίνακας 5.6: ΑΕΓΕΚ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοσυστήριση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,54	2,03	2,17	56,60%
1999	0,66	2,00	2,06	65,92%
2000	0,85	1,95	1,98	78,61%
2001	0,87	1,83	1,86	69,58%
2002	0,69	1,88	1,88	55,15%
2003	0,55	2,02	2,03	50,96%
Μεταβολή 1998-2003	+1,85%	-0,49%	-6,45%	-9,96%

Πίνακας 5.7: ΑΕΓΕΚ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	31.802	8.813	64.788	13.60%
1999	46.646	12.344	140.809	8,77%
2000	78.553	13.405	276.437	4,85%
2001	71.862	13.657	274.608	4,97%
2002	31.662	11.918	258.986	4,60%
2003	27.040	11.536	259.883	4,44%
Μεταβολή 1998-2003	-14,97%	+30,89%	+301,12%	-67,35%

Τα έσοδα παρουσιάζουν κάμψη στην εξεταζόμενη περίοδο, ενώ τα ίδια κεφάλαια αύξηση. Τα κέρδη της εμφανίζονται σχετικά σταθερά παρά τις μεγάλες διακυμάνσεις των εσόδων. Η εταιρεία έχει κέρδη αλλά η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι φθίνουσα κάθε έτος από το 1998 και μετά.

Πίνακας 5.8: ΑΕΓΕΚ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,85	2,30	27,71%	1,56
1999	2,59	2,93	26,46%	-0,45
2000	4,23	4,67	17,06%	1,37
2001	2,99	3,29	19,00%	-0,51
2002	2,04	2,23	37,64%	-2,17
2003	1,90	2,04	42,66%	-0,69
Μεταβολή 1998-2003	+2,70%	-11,30%	+53,95%	

3 - ΑΘΗΝΑ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 5.805.429,20

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/2000

Πίνακας 5.9: ΑΘΗΝΑ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	4,10	5,30	+1,20
%	70,69	91,38	
Εξαγορές			
%			
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	1,70	0,50	-1,20
%	29,31	8,62	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	5,80	5,80	

Η εταιρία «ΑΘΗΝΑ» άντλησε κεφάλαια ποσού 5.805 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/2000. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν κατά 70,69% για επενδύσεις και κατά 29,31% για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το

1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 5.806 χιλ ευρώ. Από τον ίδιο Πίνακα διαφέρεται ότι έως και το έτος 2000, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές και το Πάγιο Ενεργητικό έχουν αυξηθεί σε βαθμό που καλύπτει τις επενδύσεις που προβλέπονταν.

Πίνακας 5.10: ΑΘΗΝΑ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,37	1,52	1,81	27,63%
1999	0,72	1,41	1,60	41,50%
2000	0,62	2,01	2,02	61,73%
2001	0,74	1,66	1,67	47,21%
2002	0,67	1,69	1,69	41,70%
2003	0,53	1,86	1,86	34,76%
Μεταβολή 1998-2003	+43,24%	+22,36%	+2,76%	+25,80%

Πίνακας 5.11: ΑΘΗΝΑ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	43.197	4.330	10.784	40,15%
1999	57.859	6.607	18.885	34,99%
2000	52.961	7.151	41.759	17,12%
2001	86.381	7.934	43.898	18,07%
2002	160.070	8.238	81.173	10,15%
2003	185.056	7.182	88.048	8,16%
Μεταβολή 1998-2003	+328,40%	+65,86%	+716,46%	-79,67%

Τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Τα κέρδη όμως της εταιρείας παρόλο που παρουσίασαν αύξηση κατά 65,86% δεν ήταν αρκετά για να δώσουν μια ικανοποιητική αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 79,67% 5 χρόνια μετά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Πίνακας 5.12: ΑΘΗΝΑ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,35	1,38	149,01%	11,93
1999	1,65	1,71	67,43%	23,79
2000	2,58	2,61	31,03%	27,31
2001	1,64	1,89	43,19%	566,00
2002	1,54	1,72	55,16%	33,55
2003	1,42	1,53	70,98%	15,92
Μεταβολή 1998-2003	+5,18%	+10,86%	-52,36%	

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι σε ικανοποιητικά επίπεδα, το 2000 δε οπότε και έγινε η ολοκλήρωση της αύξησης και η ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης οι δείκτες είναι πιο υψηλοί. Η δανειακή επιβάρυνση φθάνει το 70,98% το 2003, παρόλο που έχει μειωθεί κατά 52,36% από την ένταξη στο Χ.Α.

4 - ΑΛΤΕ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 28.308.117,09

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/2004

Πίνακας 5.13: ΑΛΤΕ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	12,09	12,21	+0,12
%	42,69	43,11	
Εξαγορές	16,23	16,11	-0,12
%	57,31	56,89	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης			
%			
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	28,32	28,32	

Η εταιρία «ΑΛΤΕ» άντλησε κεφάλαια ποσού 28.308 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/2004. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 42,69% για επενδύσεις και σε ποσοστό 57,31% για εξαγορές. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το

Άρτιο» ανέρχονταν σε 28.308 χιλ ευρώ. Από τον ίδιο Πίνακα διαφάνεται ότι έως και το έτος 2004, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές και το Πάγιο Ενεργητικό έχουν αυξηθεί σε βαθμό που καλύπτει τις επενδύσεις που προβλέπονταν.

Πίνακας 5.14: ΑΛΤΕ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,30	3,67	3,69	73,15%
1999	0,55	2,31	2,31	59,24%
2000	1,29	0,85	1,52	54,36%
2001	0,82	1,47	1,72	40,65%
2002	0,82	1,48	1,73	29,84%
2003	0,72	1,82	1,83	22,42%
Μεταβολή 1998-2003	+140,00%	-50,40%	-50,40%	-69,35%

Πίνακας 5.15: ΑΛΤΕ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	13.146	7.992	45.585	17,53%
1999	34.623	9.302	79.514	11,70%
2000	58.899	12.770	79.205	16,12%
2001	92.857	14.636	152.402	9,60%
2002	115.762	2.315	195.444	1,18%
2003	141.935	14.917	207.653	7,18%
Μεταβολή 1998-2003	+979,68%	+86,64%	+355,52%	-59,04%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 59,04% από το 1998 έως το 2003.

Πίνακας 5.16: ΑΛΤΕ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	3,68	3,72	24,85%	5,25
1999	2,44	2,45	31,92%	-
2000	2,02	2,19	119,77%	1,80
2001	1,54	1,69	66,57%	2,64
2002	1,21	1,43	74,64%	0,90
2003	1,16	1,29	59,08%	3,49
Μεταβολή 1998-2003	-68,47%	-65,32%	137,74%	

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι σε ικανοποιητικά σε σχέση με τον κλάδο επίπεδα, καθόλη την διάρκεια της περιόδου.

5 - ΑΤΤΙΚΑΤ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 29.867.938,37

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.17: ΑΤΤΙΚΑΤ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	3,80	6,30	+2,50
%	12,79	21,21	
Εξαγορές	17,20	14,50	-2,70
%	57,91	48,82	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	3,50	3,50	-
%	11,78	11,78	
Αποπληρωμή Δανεισμού	5,20	5,40	+0,20
%	17,51	18,18	
ΣΥΝΟΛΑ	29,70	29,70	

Η εταιρία «ΑΤΤΙΚΑΤ» άντλησε κεφάλαια ποσού 29.867 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 12,79% για επενδύσεις, σε ποσοστό 57,91% για εξαγορές, σε ποσοστό 11,78% για κεφάλαιο κίνησης και τέλος σε ποσοστό 17,51% για αποπληρωμή δανεισμού. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Ενισχύθηκαν κυρίως οι επενδύσεις από ποσά που

είχαν προβλεφθεί για εξαγορές εταιριών. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 32.465 χιλ. ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 1999, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές αυξήθηκαν, αλλά στο σύνολό τους οι επενδύσεις δεν αγγίζουν το ποσό των 20.800 χιλ. ευρώ. Η μεταβολή στην συγκεκριμένη περίοδο είναι 18.033 χιλ. ευρώ.

Πίνακας 5.18: ΑΤΤΙΚΑΤ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	1,24	1,51	1,51	60,96%
1999	0,66	1,92	1,92	60,06%
2000	0,55	1,68	1,68	36,86%
2001	0,49	1,85	2,25	59,35%
2002	1,00	1,12	1,35	32,77%
2003	0,77	1,06	1,82	60,20%
Μεταβολή 1998-2003	-37,90%	-29,80%	-20,52%	-1,25%

Πίνακας 5.19: ΑΤΤΙΚΑΤ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	11.588	8.842	36.312	24,35%
1999	11.624	10.395	75.768	13,72%
2000	25.643	10.785	79.678	13,54%
2001	34.852	9.399	83.234	11,29%
2002	74.558	7.654	129.222	5,92%
2003	85.790	5.508	123.163	4,47%
Μεταβολή 1998-2003	+640,33%	-37,70%	+239,18%	-81,64%

Τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Τα κέρδη όμως φθίνουν και η μεταβολή μεταξύ 1998 και 2003 είναι της τάξεως του $-37,70\%$. Συνέπεια αυτού είναι και η μείωση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων, η μείωση των οποίων φθάνει το $81,64\%$.

Τα χρήματα που αντλήθηκαν με σκοπό την αποπληρωμή του δανεισμού κατά το έτος 1999, επέφεραν βελτίωση του δείκτη της δανειακής επιβάρυνσης. Η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια αυξάνει κατά πολύ το αμέσως επόμενο έτος ενώ το 2003 ο δείκτης αγγίζει το ποσοστό $103,80\%$.

Και ο δείκτης άμεσης και τρέχουσας ρευστότητας είναι αρκετά υψηλός, δεδομένης της χρησιμοποίησης ποσοστού $11,78\%$ της άντλησης προς ενίσχυση του κεφαλαίου κινήσεως.

Πίνακας 5.20: ΑΤΤΙΚΑΤ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,39	2,56	20,89%	-0,22
1999	2,41	2,50	31,50%	-
2000	1,52	1,58	68,95%	-0,13
2001	2,30	2,46	66,30%	0,02
2002	1,33	1,49	72,24%	-0,87
2003	2,31	2,51	103,80%	1,75
Μεταβολή 1998-2003	-3,34%	-1,95%	+396,88%	

6 - ΓΕΚ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 70.774.468,09

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.21: ΓΕΚ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	7,58	27,02	+19,44
%	10,73	38,26	
Εξαγορές	48,04	43,60	-4,44
%	68,03	61,74	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	15,00		-15,00
%	21,24		
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	70,62	70,62	

Η εταιρία «ΓΕΚ» άντλησε κεφάλαια ποσού 70.774 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 10,73% για επενδύσεις, σε ποσοστό 68,03% για εξαγορές και σε ποσοστό 21,24% για κεφάλαιο κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για κεφάλαιο κίνησης (15 χιλ.ευρώ) και ποσά που προορίζονταν για εξαγορές (4,44 χιλ ευρώ)

τοποθετήθηκαν τελικά στις επενδύσεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 70.774 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 1999, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές αυξήθηκαν, διαφάνεται ότι όλο το ποσό διατέθηκε για εξαγορά εταιρειών και ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.22: ΓΕΚ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,47	2,15	2,15	54,19%
1999	2,88	1,02	1,02	6,19%
2000	1,61	1,04	1,04	7,03%
2001	1,84	1,26	1,26	47,01%
2002	8,36	1,01	1,01	12,22%
2003	5,62	1,12	1,12	67,75%
Μεταβολή 1998-2003	+1.095,74%	-47,90%	-47,90%	+25,02%

Πίνακας 5.23: ΓΕΚ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	55.113	7.770	33.682	23,07%
1999	54.294	15.243	110.353	13,81%
2000	81.762	14.366	115.391	12,45%
2001	87.257	31.878	138.251	23,06%
2002	-	9.174	117.036	7,84%
2003	1.969	11.617	124.351	9,34%
Μεταβολή 1998-2003	-96,42%	+49,51%	+269,19%	-59,51%

Τα έσοδα παρουσιάζουν μείωση και η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων έχει μειωθεί κατά 59,51% φτάνοντας το 2003 το 9,34% από 23,07% το 1998 έτος πριν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα κειμένονται σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα σε σχέση με τις λοιπές εταιρίες του κλάδου. Η σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια είναι σε αρκετά χαμηλά επίπεδα.

Πίνακας 5.24: ΓΕΚ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,94	2,18	45,68%	-
1999	0,93	1,07	31,91%	10,68
2000	0,97	1,08	55,26%	2,71
2001	1,84	1,89	23,27%	1,26
2002	1,14	1,14	10,40%	-5,13
2003	3,10	3,10	5,14%	4,49
Μεταβολή 1998-2003	+59,79%	+42,20%	-88,74%	

7 - ΓΝΩΜΩΝ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 28.842.259,72

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/03/2002

Πίνακας 5.25: ΓΝΩΜΩΝ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	19,95	2,75	-17,20
%	69,17	9,54	
Εξαγορές	4,11	7,06	+2,95
%	14,25	24,48	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης		14,25	+14,25
%		49,41	
Αποπληρωμή Δανεισμού	4,78	4,78	-
%	16,57	16,57	
ΣΥΝΟΛΑ	28,84	28,84	

Η εταιρία «ΓΝΩΜΩΝ» άντλησε κεφάλαια ποσού 28.842 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/03/2002. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 69,17% για επενδύσεις, σε ποσοστό 14,25% για εξαγορές και σε ποσοστό 16,57% για αποπληρωμή δανεισμού. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (17,20 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε

εξαγορές (2,95 χιλ. ευρώ) καθώς και σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (14,25 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 28.842 χιλ. ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2002, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.26: ΓΝΩΜΩΝ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,60	1,52	1,65	28,63%
1999	0,39	3,05	3,05	76,93%
2000	0,50	2,43	2,47	69,99%
2001	0,58	1,95	1,95	49,00%
2002	0,64	1,34	1,34	21,88%
2003	0,39	1,84	1,84	33,08%
Μεταβολή 1998-2003	-35,00%	+21,05%	+11,51%	+15,54%

Πίνακας 5.27: ΓΝΩΜΩΝ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	7.720	370	14.049	2,63%
1999	6.091	1.117	42.527	2,63%
2000	14.547	2.192	42.495	5,16%
2001	11.117	1.615	42.241	3,82%
2002	89.080	10.981	109.966	9,99%
2003	81.892	8.665	140.040	6,19%
Μεταβολή 1998-2003	+960,77%	+2.241,89%	+896,79%	+135,36%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 135,36% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Το 1999 οπότε και χρησιμοποίησε τα χρήματα για μείωση των υποχρεώσεων, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα), η δανειακή επιβάρυνση φθάνει στα πιο χαμηλά επίπεδα δηλ. 19,38%. Τα επόμενα χρόνια όμως αυξάνεται συνεχώς και το 2003 φθάνει στο 92,23%.

Πίνακας 5.28: ΓΝΩΜΩΝ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,27	1,40	86,45%	-0,07
1999	4,13	4,34	19,38%	1,40
2000	2,98	3,33	25,82%	1,45
2001	1,68	1,96	45,12%	0,37
2002	0,93	1,28	91,12%	10,23
2003	1,11	1,49	92,23%	2,60
Μεταβολή 1998-2003	-12,59%	+6,42%	+6,68%	

8 - ΔΙΕΚΑΤ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 29.024.211.30

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 30/09/2001

Πίνακας 5.29: ΔΙΕΚΑΤ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	11,80	10,20	-1,60
%	40,69	35,17	
Εξαγορές	10,00	11,60	+1,60
%	34,48	40,00	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	7,20	7,20	-
%	24,83	24,83	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	29,00	29,00	

Η εταιρία «ΔΙΕΚΑΤ» άντλησε κεφάλαια ποσού 29.024 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 30/09/2001. Τα κεφάλαια όπως προβλεπτόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 40,69% για επενδύσεις, σε ποσοστό 34,48% για εξαγορές και σε ποσοστό 24,83% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (1,60 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε

εξαγορές (1,60 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 30.911 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2001, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.30: ΔΙΕΚΑΤ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	1,05	0,90	0,90	-10,99%
1999	0,45	2,83	2,83	82,32%
2000	1,57	1,24	1,32	49,97%
2001	1,06	1,17	1,26	17,04%
2002	1,53	0,80	0,80	-30,89%
2003	1,43	0,79	1,05	6,24%
Μεταβολή 1998-2003	+36,19%	-12,22%	+16,66%	

Πίνακας 5.31: ΔΙΕΚΑΤ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	31.742	4.549	14.918	30,49%
1999	40.557	5.124	46.399	11,04%
2000	57.873	6.832	44.506	15,35%
2001	69.510	6.804	46.842	14,35%
2002	60.559	6.298	48.526	12,98%
2003	69.460	6.345	54.175	11,71%
Μεταβολή 1998-2003	+118,82%	+39,48%	+263,15%	-61,59%

Τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 61,59% ενώ τα κέρδη παρόλη την αύξηση του 39,48% από το 1998 έως το 2003, παραμένουν στα ίδια επίπεδα.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι αρκετά υψηλές το 1999, οπότε και αντλήθηκαν τα χρήματα με σκοπό την ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Τις επόμενες χρονιές μειώνονται αρκετά και αυξάνεται πολύ η δανειακή επιβάρυνση.

Πίνακας 5.32: ΔΙΕΚΑΤ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	0,74	0,90	119,71%	13,82
1999	4,75	5,66	14,06%	17,54
2000	1,66	2,00	26,82%	14,94
2001	0,88	1,21	71,41%	5,12
2002	0,49	0,76	109,75%	2,59
2003	0,72	1,07	116,89%	2,73
Μεταβολή 1998-2003	-2,70%	+0,18%	-2,35%	%

9 - ΕΚΤΕΡ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 15.847.395,45

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/2003

Πίνακας 5.33: ΕΚΤΕΡ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	15,80	10,60	-5,20
%	100	67,09	
Εξαγορές			
%			
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης		5,20	+5,20
%		32,91	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	15,80	15,80	

Η εταιρία «ΕΚΤΕΡ» άντλησε κεφάλαια ποσού 15.847 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/2003. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν αποκλειστικά και μόνο για επενδύσεις.. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (5,20 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η

αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 15.848 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2003, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.34: ΕΚΤΕΡ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,63	1,75	1,75	32,96%
1999	0,31	3,73	3,73	81,54%
2000	0,49	2,74	2,74	82,73%
2001	0,47	2,58	2,58	74,84%
2002	0,35	2,54	2,55	54,54%
2003	0,64	1,69	1,69	44,62%
Μεταβολή 1998-2003	+1,58%	-3,42%	-3,42%	+35,37%

Πίνακας 5.35: ΕΚΤΕΡ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	4.642	442	5.658	7,81%
1999	8.727	954	21.606	4,42%
2000	7.280	1.500	21.832	6,87%
2001	8.689	1.280	19.902	6,43%
2002	22.595	1.936	22.908	8,45%
2003	27.110	7.046	25.471	27,66%
Μεταβολή 1998-2003	+484,01%	+1.494,11%	+350,17%	+254,16%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 254,16% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Την περίοδο 1999 – 2000 οπότε και άντλησε τα χρήματα για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης, όπως φαίνεται και από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα), οι δείκτες άμεσης και τρέχουσας ρευστότητας είναι σε ικανοποιητικά, σε σχέση με τον κλάδο, επίπεδα. Κατά την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης αυξάνεται συνεχώς.

Πίνακας 5.36: ΕΚΤΕΡ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	0,74	0,90	119,71%	5,30
1999	4,75	5,66	14,06%	3,66
2000	1,66	2,00	26,82%	86,42
2001	0,88	1,21	71,41%	27,08
2002	0,49	0,76	109,75%	16,89
2003	0,72	1,07	116,89%	22,74
Μεταβολή 1998-2003	-2,70%	+0,18%	-2,35%	%

10 – ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 171.680.117,39

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/03/2000

Πίνακας 5.37: ΕΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	0,40	0,40	
%	0,23	0,23	
Εξαγορές	171,30	171,30	
%	99,77	99,77	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης			
%			
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	171,70	171,70	

Η εταιρία «ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ» άντλησε κεφάλαια ποσού 171.680 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/03/2000. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 0,23% για επενδύσεις και σε ποσοστό 99,77% για εξαγορές. Η πραγματοποίηση της διάθεσης δεν διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το

Άρτιο» ανέρχονταν σε 171.680 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφέρεται ότι ήδη από το έτος 1999 οι Συμμετοχές αυξήθηκαν καλύπτοντας πλήρως το δηλωθέν ποσό .

Πίνακας 5.38: ΕΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,93	1,69	1,69	64,03%
1999	2,92	1,18	1,18	50,49%
2000	4,16	1,14	1,14	56,27%
2001	3,46	1,12	1,12	42,04%
2002	13,84	0,98	1,02	33,43%
2003	5,42	1,07	1,11	61,88%
Μεταβολή 1998-2003	+482,79%	-36,68%	-34,31%	-3,35%

Πίνακας 5.39: ΕΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	49.282	7.664	96.977	7,90%
1999	88.138	34.969	287.963	12,14%
2000	95.173	30.148	413.976	7,28%
2001	141.301	36.274	418.567	8,67%
2002	9.710	19.950	448.361	4,45%
2003	11.677	48.350	485.089	9,97%
Μεταβολή 1998-2003	-76,30%	+530,87%	+400,21%	+26,20%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 26,20% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Πίνακας 5.40: ΕΛ.ΤΕΧΝΟΔΟΜΙΚΗ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,75	2,78	22,75%	3,09
1999	2,02	2,02	14,42%	1,23
2000	2,20	2,29	9,27%	-0,01
2001	1,67	1,73	14,93%	11,57
2002	1,50	1,50	9,32%	2,75
2003	2,62	2,62	10,65%	2,03
Μεταβολή 1998-2003	-4,72%	-5,75%	-53,18%	

Οι δείκτες άμεσης και τρέχουσας ρευστότητας είναι σε ικανοποιητικά, σε σχέση με τον κλάδο, επίπεδα.

11 – ΕΡΓΑΣ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 10.598.092,44

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.41: ΕΡΓΑΣ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	0,91	0,91	
%	8,59	8,59	
Εξαγορές	3,22		-3,22
%	30,41		
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	1,89	1,89	
%	17,85	17,85	
Αποπληρωμή Δανεισμού	4,57	7,79	+3,22
%	43,15	73,56	
ΣΥΝΟΛΑ	10,59	10,59	

Η εταιρία «ΕΡΓΑΣ» άντλησε κεφάλαια ποσού 10.598 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 8,59% για επενδύσεις, σε ποσοστό 30,41% για εξαγορές, σε ποσοστό 17,85% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης και τέλος σε ποσοστό 43,15% για αποπληρωμή δανεισμού. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για

εξαγορές (3,22 χιλ.ευρώ), κατευθύνθηκαν τελικά στην αποπληρωμή δανεισμού. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 10.598 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 1999, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν καλύπτοντας το δηλωθέν ποσό.

Πίνακας 5.42: ΕΡΓΑΣ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,18	1,34	3,54	44,76%
1999	0,19	3,69	4,50	63,18%
2000	0,15	3,84	4,74	55,55%
2001	0,12	4,97	6,13	61,31%
2002	0,10	5,31	6,28	54,43%
2003	0,10	4,62	6,23	53,59%
Μεταβολή 1998-2003	-44,44%	+244,77%	+75,98%	+19,72%

Πίνακας 5.43: ΕΡΓΑΣ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	6.056	-8.424	7.511	-112,16%
1999	16.693	3.345	22.239	15,04%
2000	27.924	4.078	27.703	14,72%
2001	8.752	732	26.213	2,79%
2002	6.472	-299	25.330	-1,18%
2003	17.438	91	22.824	0,40%
Μεταβολή 1998-2003	+187,94%	+101,08%	+203,87%	+100,36%

Στο διάστημα μεταξύ 1998 έως 2003 κατάφερε να βελτιώσει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της. Τα έσοδά της στο εν λόγω διάστημα παρουσιάζουν αστάθεια, το ίδιο και τα κέρδη της.

Όπως διαφάνεται και από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα), το 1999, η εταιρία διέθεσε 7,79 χιλ. ευρώ σε αποπληρωμή δανεισμού, το οποίο αποδεικνύεται και από την βελτίωση του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Οι δείκτες άμεσης και τρέχουσας ρευστότητας κυμαίνονται σε ικανοποιητικά για τον κλάδο επίπεδα.

Πίνακας 5.44: ΕΡΓΑΣ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,80	1,81	400,39%	-0,32
1999	2,42	2,72	76,20%	2,07
2000	2,02	2,25	101,87%	2,37
2001	2,31	2,58	89,12%	-1,57
2002	1,97	2,19	101,17%	-0,58
2003	1,94	2,15	134,24%	1,98
Μεταβολή 1998-2003	+7,77%	+18,78%	-66,47%	

12 – ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 99.486.427,00

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/2003

Πίνακας 5.45: ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	52,70	10,20	-42,50
%	53,02	10,26	
Εξαγορές	33,50	80,60	+47,10
%	33,70	81,09	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	13,20	8,60	-4,60
%	13,28	8,65	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	99,40	99,40	

Η εταιρία «ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ» άντλησε κεφάλαια ποσού 99.486 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/2003. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 53,02% για επενδύσεις, σε ποσοστό 33,70% για εξαγορές και σε ποσοστό 13,20% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (42,50 χιλ.ευρώ) και ποσά που προορίζονταν για

ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (4,60 χιλ. ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε εξαγορές (47,10 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 102.461 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι μέχρι το έτος 2003, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές και το Πάγιο Ενεργητικό είχαν αυξηθεί.

Πίνακας 5.46: ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,33	3,12	3,14	53,46%
1999	0,18	5,84	5,91	86,29%
2000	0,53	2,45	2,50	79,56%
2001	0,93	1,56	1,58	52,86%
2002	0,66	1,57	1,59	37,62%
2003	0,50	1,56	1,66	31,12%
Μεταβολή 1998-2003	+51,51%	-50,00%	-47,13%	-41,78%

Πίνακας 5.47: ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	16.062	5.056	30.210	16,74%
1999	20.160	9.502	136.660	6,95%
2000	25.561	8.460	132.779	6,37%
2001	31.167	5.902	133.669	4,42%
2002	60.216	-9.740	128.488	-7,58%
2003	115.366	14.735	126.374	11,66%
Μεταβολή 1998-2003	+618,25%	+191,44%	+318,32%	-30,35%

Τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Αλλά τα κέρδη που εμφανίζει δεν είναι αρκετά για να δώσουν την ίδια αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων που είχε η εταιρία πριν την άντληση των χρημάτων και την εισαγωγής της στο χρηματιστήριο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι πολύ υψηλές την περίοδο που η εταιρία κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Στα επόμενα έτη οι δείκτες μειώνονται και αυξάνεται κατά πολύ ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.

Πίνακας 5.48: ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,11	2,15	46,03%	2,90
1999	7,26	7,30	13,11%	-1,94
2000	4,78	4,89	15,78%	1,92
2001	1,91	2,12	32,67%	0,34
2002	1,35	1,60	60,77%	-0,19
2003	1,31	1,45	90,67%	0,66
Μεταβολή 1998-2003	-37,91%	-32,55%	+96,98%	

13 – Ι.Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 24.586.940,57

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 30/06/2004

Πίνακας 5.49: Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	8,96	14,68	+5,72
%	36,48	59,77	
Εξαγορές	11,73	5,14	-6,59
%	47,76	20,93	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	3,87	4,74	+0,87
%	15,76	19,30	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	24,56	24,56	

Η εταιρία «Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ» άντλησε κεφάλαια ποσού 24.586 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 30/06/2004. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 36,48% για επενδύσεις, σε ποσοστό 47,76% για εξαγορές και σε ποσοστό 15,76% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για εξαγορές (6,59 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε

επενδύσεις (5,72 χιλ.ευρώ) και σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (0,87 χιλ.ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 31.980 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2004, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.50: Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,44	2,48	2,96	84,62%
1999	0,30	3,33	3,34	67,56%
2000	0,39	2,10	2,31	50,51%
2001	0,38	2,08	2,23	46,67%
2002	0,94	1,21	1,42	27,57%
2003	0,85	1,28	1,49	37,92%
Μεταβολή 1998-2003	+93,18%	-48,38%	-49,66%	-55,18%

Πίνακας 5.51: Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	21.308	5.903	38.488	15,34%
1999	18.674	7.097	71.124	9,98%
2000	51.170	7.537	68.006	11,08%
2001	30.639	7.871	69.279	11,36%
2002	92.888	13.095	143.623	9,12%
2003	96.024	10.099	143.532	7,04%
Μεταβολή 1998-2003	+350,64%	+71,08%	+272,92%	-54,10%

Τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Αλλά τα κέρδη που εμφανίζει δεν είναι αρκετά για να δώσουν την ίδια αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων που είχε η εταιρία πριν την άντληση των χρημάτων και την εισαγωγής της στο χρηματιστήριο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι πολύ υψηλές την περίοδο που η εταιρία κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Οι δείκτες αυτοί ήταν σε πολύ καλύτερα επίπεδα πριν την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο. Στα επόμενα έτη οι δείκτες μειώνονται και αυξάνεται κατά πολύ ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης.

Πίνακας 5.52: Ι.Κ. ΣΑΡΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	6,32	6,50	33,49%	1,08
1999	3,02	3,08	32,15%	1,88
2000	1,73	2,02	71,13%	2,01
2001	1,58	1,88	75,02%	0,12
2002	1,27	1,38	81,09%	1,76
2003	1,35	1,61	73,49%	2,41
Μεταβολή 1998-2003	-78,63%	-75,23%	+119,44%	

14 – ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 5.869.405,72

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/03/2000

Πίνακας 5.53: ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	0,20	0,11	-0,09
%	3,45	1,90	
Εξαγορές			
%			
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	2,80	1,58	-1,22
%	48,28	27,24	
Αποπληρωμή Δανεισμού	2,80	4,11	+1,31
%	48,28	70,86	
ΣΥΝΟΛΑ	5,80	5,80	

Η εταιρία «ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ» άντλησε κεφάλαια ποσού 5.869 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/03/2000. Τα κεφάλαια όπως προβλεπτόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 3,45% για επενδύσεις, σε ποσοστό 48,28% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης και σε ποσοστό 48,28% για αποπληρωμή δανεισμού. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε σε μικρό βαθμό τις προβλέψεις.

Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για αποπληρωμή δανεισμού (1,31 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε επενδύσεις (0,09 χιλ.ευρώ) και σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (1,22 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 6.310 χιλ ευρώ.

Πίνακας 5.54: ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,32	2,92	2,92	20,27%
1999	0,20	4,71	4,71	74,35%
2000	0,28	4,08	4,08	86,25%
2001	0,55	2,33	2,33	73,41%
2002	0,95	1,72	1,73	69,19%
2003	0,64	1,81	1,81	52,04%
Μεταβολή 1998-2003	+100,00%	-38,01%	-38,01%	+156,73%

Πίνακας 5.55: ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	10.655	1	8.995	0,01%
1999	18.105	1.260	15.357	8,20%
2000	14.502	798	29.826	2,68%
2001	11.270	820	29.269	2,80%
2002	16.175	1.121	28.018	4,00%
2003	16.720	630	26.151	2,41%
Μεταβολή 1998-2003	+56,92%	+99,84%	+190,73%	241,00%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε από 0,01% που ήταν πριν την άντληση των κεφαλαίων σε 2,41% το 2003.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι πολύ υψηλές την περίοδο που η εταιρία κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Η εταιρεία κατάφερε να κρατήσει αυτούς τους δείκτες σε πολύ καλά επίπεδα και τα επόμενα χρόνια. Τα χρήματα της άντλησης τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για αποπληρωμή δανεισμού επέφεραν βελτίωση στον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Η εταιρία έως και το έτος 2002 κατάφερε να κρατήσει σε πολύ καλά επίπεδα αυτόν τον δείκτη.

Πίνακας 5.56: ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	1,02	1,25	84,07%	0,21
1999	2,52	3,90	27,17%	0,52
2000	5,65	7,27	12,03%	-0,65
2001	2,66	3,76	20,66%	3,24
2002	1,56	3,25	18,72%	9,48
2003	1,09	2,09	41,63%	4,34
Μεταβολή 1998-2003	+6,86%	+67,20%	-50,48%	%

15 – ΜΗΧΑΝΙΚΗ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 120.907.092,00

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 30/06/2000

Πίνακας 5.57: ΜΗΧΑΝΙΚΗ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	88,04	33,00	-55,04
%	72,86	27,31	
Εξαγορές	11,70	60,84	+49,14
%	9,68	50,35	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	21,10	27,00	-5,90
%	17,46	22,34	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	120,84	120,84	

Η εταιρία «ΜΗΧΑΝΙΚΗ» άντλησε κεφάλαια ποσού 120.907 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 30/06/2000. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 72,86% για επενδύσεις, σε ποσοστό 9,68% για εξαγορές και σε ποσοστό 17,46% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης . Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (55,04 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε

εξαγορές (49,14 χιλ.ευρώ) και σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (5,90 χιλ.ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 209.454 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2000, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.58: ΜΗΧΑΝΙΚΗ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	1,59	1,45	1,45	72,05%
1999	0,34	3,89	3,89	98,27%
2000	0,80	2,12	2,12	89,44%
2001	1,68	1,50	1,50	83,91%
2002	1,60	1,51	1,51	81,36%
2003	1,32	1,58	1,58	75,64%
Μεταβολή 1998-2003	-16,98%	+8,96%	+8,96%	+4,98%

Πίνακας 5.59: ΜΗΧΑΝΙΚΗ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	50.587	14.311	134.155	10,67%
1999	39.068	15.852	663.535	2,39%
2000	34.927	5.841	425.963	1,37%
2001	30.454	6.275	299.048	2,10%
2002	41.752	7.600	274.027	2,77%
2003	63.416	12.222	256.546	4,76%
Μεταβολή 1998-2003	+25,36%	-14,59%	+91,23%	-55,38%

Τα έσοδα και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Τα κέρδη όμως μειώνονται και το 2003 είναι κάτω από τα επίπεδα του 1998, πριν δηλαδή την εισαγωγή της επιχείρησης στο χρηματιστήριο. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται κατά 55,38% την εξεταζόμενη περίοδο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι πολύ υψηλές την περίοδο που η εταιρία κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Η εταιρεία κατάφερε να κρατήσει αυτούς τους δείκτες σε πολύ καλά επίπεδα και τα επόμενα χρόνια.

Πίνακας 5.60: ΜΗΧΑΝΙΚΗ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	3,52	3,58	12,22%	-
1999	57,77	57,89	1,32%	-
2000	9,07	9,47	6,22%	4,78
2001	5,12	6,22	6,39%	5,49
2002	4,05	5,36	7,73%	0,40
2003	3,22	4,11	11,74%	21,70
Μεταβολή 1998-2003	-8,52%	+14,80%	-3,93%	

16 – ΜΟΧΛΟΣ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 4.589.617,02

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.61: ΜΟΧΛΟΣ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	3,60	3,60	
%	78,26	78,26	
Εξαγορές			
%			
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	1,00	1,00	
%	21,74	21,74	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	4,60	4,60	

Η εταιρία «ΜΟΧΛΟΣ» άντλησε κεφάλαια ποσού 4.589 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 78,26% για επενδύσεις και σε ποσοστό 21,74% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης δεν διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς

και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 4.589 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 1999, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.62: ΜΟΧΛΟΣ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	1,42	1,38	1,38	53,14%
1999	2,27	1,02	1,04	1,40%
2000	0,92	1,49	1,49	44,70%
2001	1,01	1,48	1,48	47,33%
2002	0,63	2,29	2,29	29,64%
2003	0,24	2,74	2,74	42,61%
Μεταβολή 1998-2003	-83,09%	+98,55%	+98,55%	-19,81%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώνεται κατά 48,29% .

Πίνακας 5.63: ΜΟΧΛΟΣ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	5.125	1.887	11.711	16,11%
1999	10.012	9.600	26.127	36,74%
2000	25.757	2.213	44.268	5,00%
2001	37.952	3.158	45.604	6,92%
2002	299.175	7.259	101.849	7,13%
2003	313.725	8.509	102.196	8,33%
Μεταβολή 1998-2003	+6.021,46%	+350,92%	+772,64%	-48,29%

Πίνακας 5.64: ΜΟΧΛΟΣ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,09	2,13	24,02%	225,00
1999	1,00	1,01	44,54%	606,25
2000	1,75	1,81	40,37%	-
2001	1,70	1,90	35,26%	106,15
2002	1,18	1,42	49,16%	5,57
2003	,132	1,74	85,77%	5,81
Μεταβολή 1998-2003	-36,82%	-18,30%	257,07%	

Παρ'όλο που η εταιρία άντλησε χρήματα με σκοπό την ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων και του ανωτέρω δείκτες δεν φαίνεται να καταφέρνει να μειώσει τον δανεισμό του και οι δείκτες ρευστότητας είναι χαμηλότεροι από ότι πριν την άντληση και την εισαγωγή της εταιρίας στο χρηματιστήριο.

17 – ΤΕΡΝΑ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 25.164.026,41

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 30/06/2003

Πίνακας 5.65: ΤΕΡΝΑ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	21,43	14,12	-7,31
%	85,14	56,10	
Εξαγορές		5,27	+5,27
%		20,94	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	3,74	5,78	+2,04
%	14,86	22,96	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	25,17	25,17	

Η εταιρία «ΤΕΡΝΑ» άντλησε κεφάλαια ποσού 25.164 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 30/06/2003. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 85,14% για επενδύσεις και σε ποσοστό 14,86% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (7,31 χιλ.ευρώ), τοποθετήθηκαν τελικά σε εξαγορές (5,27 χιλ. ευρώ) και σε ενίσχυση κεφαλαίου

κίνησης (2,04 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» ανέρχονταν σε 25.164 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 2003, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν.

Πίνακας 5.66: ΤΕΡΝΑ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,73	1,77	1,84	61,13%
1999	0,63	2,03	2,07	67,28%
2000	1,20	1,41	1,43	51,88%
2001	1,71	1,04	1,14	22,15%
2002	0,72	1,33	1,34	24,12%
2003	0,66	1,38	1,38	24,23%
Μεταβολή 1998-2003	-9,58%	-22,03%	-25,00%	-60,36%

Πίνακας 5.67: ΤΕΡΝΑ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	13.093	5.350	24.992	21,41%
1999	19.288	7.832	54.069	14,49%
2000	26.695	6.038	49.282	12,25%
2001	35.570	6.544	49.690	13,17%
2002	166.024	21.272	107.062	19,87%
2003	241.329	34.773	123.405	28,18%
Μεταβολή 1998-2003	+1.743,91%	+549,96%	+393,77%	+31,62%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε κατά 31,62% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι πολύ υψηλές την περίοδο που η εταιρία κάνει χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων για ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης. Η δανειακή της επιβάρυνση αυξάνεται χρόνο με τον χρόνο, η ρευστότητά της μειώνεται αλλά η εταιρία δεν αντιμετωπίζει προβλήματα κάλυψης τόκων αφού ο αντίστοιχος δείκτης για το έτος 2003 είναι 4,38.

Πίνακας 5.68: ΤΕΡΝΑ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,43	2,57	33,84%	-1,96
1999	2,94	3,06	27,73%	0,04
2000	1,87	2,08	30,12%	2,20
2001	1,10	1,28	52,81%	3,66
2002	1,13	1,32	79,50%	2,08
2003	1,00	1,32	83,22%	4,38
Μεταβολή 1998-2003	-58,84%	-48,63%	+145,92%	

18 – ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ

Αντληθέντα Κεφάλαια : 40.366.652,97

Ολοκλήρωση Διάθεσης : 31/12/1999

Πίνακας 5.69: ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	2,70	2,70	
%	6,70	6,70	
Εξαγορές	31,70	31,70	
%	78,66	78,66	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	5,90	5,90	
%	14,64	14,64	
Αποπληρωμή Δανεισμού			
%			
ΣΥΝΟΛΑ	40,30	40,30	

Η εταιρία «ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ» άντλησε κεφάλαια ποσού 40.366 χιλ. ευρώ και ολοκλήρωσε την άντληση στις 31/12/1999. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από το ενημερωτικό αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου προορίζονταν σε ποσοστό 6,70% για επενδύσεις, σε ποσοστό 78,66% για εξαγορές και σε ποσοστό 14,64% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης. Η πραγματοποίηση της διάθεσης δεν διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του

«Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» υπερκαλύπτει το ποσό των 40.366 χιλ ευρώ. Από τον Πίνακα επίσης διαφάνεται ότι το έτος 1999, οπότε και ολοκληρώθηκε η διάθεση των κεφαλαίων, οι Συμμετοχές καθώς και οι επενδύσεις αυξήθηκαν με βασικό άξονα την ενίσχυση των συμμετοχών.

Πίνακας 5.70: ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,79	2,50	2,50	53,85%
1999	0,59	2,04	2,04	59,53%
2000	3,58	1,24	1,24	77,11%
2001	9,76	1,08	1,08	46,29%
2002	29,46	1,00	1,00	-8,04%
2003	5,50	1,06	1,06	19,49%
Μεταβολή 1998-2003	+596,20%	-57,60%	-57,60%	-63,80%

Πίνακας 5.71: ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	10.225	3.206	23.635	13,56%
1999	33.402	27.916	415.596	6,72%
2000	102.413	11.976	406.390	2,95%
2001	252.861	6.512	405.588	1,61%
2002	6.499	1.703	388.913	0,44%
2003	37.698	43.641	407.841	10,70%
Μεταβολή 1998-2003	+268,68%	+1.261,22%	+1.625,58%	-21,09%

Τα έσοδα, τα κέρδη και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μεγάλη αύξηση στην εξεταζόμενη περίοδο αντανακλώντας την ανάπτυξη της επιχείρησης. Η αποδοτικότητα όμως των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 21,09% στην εξεταζόμενη περίοδο.

Η άμεση και η τρέχουσα ρευστότητα είναι σε αρκετά καλά επίπεδα σε σχέση με τον κλάδο ενώ ο δείκτης δανεικής επιβάρυνσης είναι από τους μικρότερους στον κλάδο.

Πίνακας 5.72: ΤΕΧΝΙΚΗ ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,04	2,17	23,24%	14,96
1999	2,47	2,47	33,59%	2,26
2000	4,34	4,37	5,18%	-7,14
2001	1,81	1,86	5,08%	9,71
2002	0,79	0,93	3,68%	-0,62
2003	1,21	1,24	13,80%	16,80
Μεταβολή 1998-2003	-40,68%	-42,85%	-40,61%	

5.2 Χρηματοοικονομική Ανάλυση Στο Σύνολο Του Δείγματος

Αντληθέντα Κεφάλαια : 827.254.507,59

Πίνακας 5.73: ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, Διάθεση Αντληθέντων Κεφαλαίων

	Πρόβλεψη Διάθεσης Κεφαλαίων	Πραγματοποίηση Διάθεσης Κεφαλαίων	Αποκλίσεις
Επενδύσεις	305,16	205,27	-99,89
%	36,92	24,83	
Εξαγορές	401,13	490,12	+88,99
%	48,53	59,30	
Ενίσχυση Κεφαλαίου Κίνησης	102,91	109,08	+6,17
%	12,45	13,20	
Αποπληρωμή Δανεισμού	17,35	22,08	+4,73
%	2,10	2,67	
ΣΥΝΟΛΑ	826,55	826,55	

Το σύνολο του δείγματος άντλησε κεφάλαια ποσού 827.254 χιλ. Τα κεφάλαια όπως προβλεπόταν από τα ενημερωτικά αύξησης των μετοχικών κεφαλαίων προορίζονταν σε ποσοστό 36,92% για επενδύσεις, σε ποσοστό 48,53% για εξαγορές, σε ποσοστό 12,45% για ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης και σε ποσοστό 2,10% για αποπληρωμή δανεισμού. Η πραγματοποίηση της διάθεσης

διαφοροποίησε τις προβλέψεις. Συγκεκριμένα ποσά που προορίζονταν για επενδύσεις (99,89 χιλ. ευρώ) κατευθύνθηκαν τελικά σε εξαγορές (88,99 χιλ. ευρώ) σε ενίσχυση κεφαλαίου κίνησης (6,17 χιλ. ευρώ) και σε αποπληρωμή δανεισμού (4,73 χιλ. ευρώ). Από τον Πίνακα Κίνησης Κεφαλαίων (Προσάρτημα) επιβεβαιώνεται ότι κατά το 1999 η αύξηση του «Μετοχικού Κεφαλαίου» καθώς και των «Διαφορών υπέρ το Άρτιο» υπερκαλύπτει το ποσό των 826,55 χιλ ευρώ.

Πίνακας 5.74: ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, Δείκτες Χρηματοδότησης

	Παγιοποίηση Περιουσίας	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Ίδια Κεφάλαια	Χρηματοδότηση Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας	Χρηματοδότηση Κυκλοφορούντος Ενεργητικού με Κεφάλαια Μεγάλης Διάρκειας
1998	0,71	1,81	1,89	57,27%
1999	0,67	2,10	2,11	73,07%
2000	1,29	1,47	1,52	65,10%
2001	1,53	1,34	1,38	53,00%
2002	1,46	1,25	1,30	36,06%
2003	1,09	1,33	1,40	38,41%
Μεταβολή 1998-2003	+53,52%	-26,51%	-25,92%	-32,93%

Η μεταβολή του δείκτη παγιοποίησης περιουσίας αποδεικνύει την ενίσχυση των επενδύσεων καθόλη την διάρκεια της εξεταζόμενης περιόδου.

Πίνακας 5.75: ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, Έσοδα, Κέρδη, Ίδια Κεφάλαια

	Έσοδα	Κέρδη	Ίδια Κεφάλαια	Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων
1998	390.405	83.385	628.154	13,27%
1999	555.821	188.870	2.299.558	8,21%
2000	822.113	156.824	2.475.048	6,34%
2001	1.109.229	182.851	2.460.980	7,43%
2002	1.399.492	153.165	2.786.505	5,50%
2003	1.734.776	288.281	2.891.674	9,97%
Μεταβολή 1998-2003	+344,35%	+245,72%	+360,34%	-24,86%

Κατά την περίοδο 1998-2003 παρατηρείται έκρηξη εσόδων +344% και ενώ τα κέρδη αυξάνονται κατά 245% η πολύ μεγάλη αύξηση των ιδίων κεφαλαίων κατά 360% από τα πρόσθετα ίδια κεφάλαια που προέκυψαν από τις αυξήσεις μετουσιώθηκε σε αρκετά χαμηλή για τα συμφέροντα των μετόχων αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων, όπως προκύπτει από τον ανωτέρω πίνακα.

Βέβαια ούτε το καθαρό περιθώριο κέρδους βελτιώθηκε μέσω νέων επενδύσεων, ώστε να ενισχυθεί η οικονομική αποτελεσματικότητα και ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων

Το γεγονός αυτό υποδηλώνει μια αδυναμία στις επιχειρήσεις να αξιοποιήσουν τα πρόσθετα ίδια κεφάλαια τα οποία έσπευσαν να αντλήσουν, χωρίς παρόλα αυτά να εξεταστεί η σκοπιμότητα και να τεκμηριωθεί επαρκώς η βιωσιμότητα του εγχειρήματος, ώστε να αποφευχθούν οι δυσάρεστες για την αγορά παρενέργειες.

Η μεταβολή της μέσης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, όπως αυτή διαμορφώθηκε 4-5 έτη μετά το 1999 και μετά την υπέρογκη αύξηση κεφαλαίων, φανερώνει – στην πιο ανώδυνη και αθώα εκδοχή της – ότι οι επιχειρήσεις δεν ήταν ώριμες να αξιοποιήσουν αυτού του ύψους τα κεφάλαια. Η αύξηση λοιπόν των εσόδων που ακολούθησε την ίδια περίοδο ήταν χωρίς αντίκρισμα για την βιωσιμότητα των επιχειρήσεων, διότι η ποιότητα της επέκτασης αυτής είναι αμφισβητούμενη και δεν οδήγησε στην ενίσχυση της αποδοτικότητας και της ανταγωνιστικότητας, μέσω της μερικής επανεπένδυσης των κερδών.

Πίνακας 5.76: ΣΥΝΟΛΟ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ, Ρευστότητα

	Άμεση Ρευστότητα	Τρέχουσα Ρευστότητα	Δανειακή Επιβάρυνση	Κάλυψη Τόκων
1998	2,20	2,34	38,09%	1,58
1999	3,62	3,71	19,64%	2,17
2000	2,68	2,87	21,69%	1,29
2001	1,91	2,13	25,47%	1,44
2002	1,33	1,56	38,64%	1,29
2003	1,39	1,62	47,72%	2,62
Μεταβολή 1998-2003	-36,81%	-30,76%	+25,28%	

Αξιοσημείωτη επιδείνωση παρατηρήθηκε στην ρευστότητα των επιχειρήσεων ανεξάρτητα εάν για την εκτίμησή της χρησιμοποιήσουμε τον δείκτη άμεσης ή τρέχουσας ρευστότητας. Η διολίσθηση του δείκτη, οφείλεται στην υποβάθμιση της ποιότητας των συνθετικών στοιχείων της ρευστότητας και κυρίως των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η διαχρονική αύξηση των υποχρεώσεων προς τους πιστωτές η μείωση της αποδοτικότητας και η υποβάθμιση της ρευστότητας επιδρά δυσμενώς στην αξία των επιχειρήσεων.

Οι μεγάλες αυξήσεις κεφαλαίων αποτέλεσαν ένα πρόσκαιρο σωσίβιο για ορισμένες επιχειρήσεις καθώς την ίδια περίοδο η δανειακή επιβάρυνση φαίνεται να αυξάνεται από 38,09% σε 47,72%. Η ανεπιθύμητη αυτή κατάσταση κατέστη δυνατή ένα έτος πριν από την τέλεση των Ολυμπιακών Αγώνων, έτος το οποίο αναμενόταν εξυγίανση των επιχειρήσεων ιδίως μετά τις στρατηγικές συμμαχίες, συγχωνεύσεις και απορροφήσεις που είχαν πραγματοποιηθεί τα προηγούμενα χρόνια στον κλάδο.

Κεφάλαια 6: Συμπεράσματα

Από τα παραπάνω εκτεθέντα στοιχεία προκύπτει ότι, τα συνολικά κεφάλαια που αντλήθηκαν από την κεφαλαιαγορά κατά το έτος 1999 ανέρχονται σε 12,9 δις ευρώ, εκ των οποίων 4,7 δις ευρώ αντλήθηκαν μέσω δημόσιων εγγραφών ενώ 8,1 δις ευρώ αντλήθηκαν μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου.

Το δείγμα που μελετήθηκε, στην παρούσα εργασία, αποτελείται από 18 εταιρείες του κατασκευαστικού κλάδου, οι οποίες κατά το έτος 1999 άντλησαν κεφάλαια ύψους 827 εκ. ευρώ, μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου. Τα κεφάλαια αυτά αποτελούν το 10,18% του συνόλου των κεφαλαίων που αντλήθηκαν μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου και το 6,42% των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων. Οι μετοχές των δεκαέξι (16) από τις δεκαοκτώ (18) εταιρίες του δείγματος διαπραγματεύονταν στην κύρια αγορά.

Από το σύνολο των αντληθέντων κεφαλαίων του δείγματος το 70% διατέθηκε την διετία 1999-2000. Το υψηλό αυτό ποσοστό απορρόφησης δείχνει ότι οι κατασκευαστικές εταιρίες διέθεσαν τα κεφάλαιά τους πολύ γρήγορα γεγονός που πρέπει να αποδοθεί στα μεγάλα έργα υποδομής μέρος των οποίων απαιτεί αυτοχρηματοδότηση.

Από την μελέτη των δημοσιευμένων πινάκων διάθεσης των εταιριών προέκυψε ότι το 24,83% των αντληθέντων κατευθύνθηκε σε πάγια & νέες τεχνολογίες, το

59,30% σε εξαγορά – συμμετοχές ή ίδρυση νέων εταιριών, το 13,20% σε ενίσχυση του κεφαλαίου κίνησης και το 2,67% σε μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού. Επιπρόσθετα προέκυψε ότι επί του συνόλου των αντληθέντων κεφαλαίων, κεφάλαια ύψους 100 εκ. ευρώ κατευθύνθηκαν σε κατηγορίες επενδύσεων διαφορετικές από τις δηλούμενες στο ενημερωτικό δελτίο εισαγωγής. Το 91% εξ αυτών κατευθύνθηκε στην εξαγορά εταιριών ή στην ενίσχυση συμμετοχών.

Από την μελέτη των δημοσιευμένων καταστάσεων ταμιακών ροών προέκυψε ότι η κεφαλαιαγορά αποτέλεσε σημαντικό μοχλό ανάπτυξης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, αφού τα κεφάλαια που αντλήθηκαν χρηματοδότησαν κατά 70% περίπου τις επενδυτικές πρωτοβουλίες των εισηγμένων ενώ το υπόλοιπο 30% χρηματοδοτήθηκε από αύξηση του μακροπρόθεσμου και βραχυπρόθεσμου δανεισμού.

Από την μελέτη των πινάκων κίνησης κεφαλαίων επιβεβαιώθηκε ότι αντλήθηκε το σύνολο των κεφαλαίων που οι εταιρίες δήλωσαν. Με την βοήθεια και της χρηματοοικονομικής ανάλυσης ανά εταιρεία διαφάνεται ότι οι εταιρίες του δείγματος άντλησαν τα κεφάλαια που δήλωσαν και τα κατεύθυναν στις κατηγορίες που δήλωσαν. Κατάφεραν σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα να ισχυροποιηθούν κεφαλαιακά –αύξηση ιδίων κεφαλαίων κατά 360% - και να αυξήσουν τον τζίρο τους – αύξηση στο εν λόγω διάστημα κατά 344% - καθώς και τα κέρδη τους – αύξηση 245,74%-. Παρόλα αυτά κατά το διάστημα 1998-2003 η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε κατά 24,86% ενώ η

συνολική αποδοτικότητα μειώθηκε κατά 30,16%, η δανειακή επιβάρυνση αυξήθηκε κατά 25,28% ενώ η τρέχουσα ρευστότητα μειώθηκε από 2,34 σε 1,62.

Τα περισσότερα κεφάλαια που αντλήθηκαν, κατευθύνθηκαν, όπως προκύπτει από την μελέτη, στην εξαγορά εταιρειών και την ενίσχυση των συμμετοχών τους. Το ποσό που επενδύθηκε σε συμμετοχές την περίοδο που μελετούμε, υπερβαίνει το ύψος των συνολικά αντληθέντων κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά την ίδια περίοδο. Σε αρκετές περιπτώσεις, οι εταιρίες, κατέφυγαν και σε δανεισμό για την ενίσχυση των θυγατρικών τους. Οι αποδόσεις όμως που πήραν από αυτές τις εταιρίες δεν φαίνεται να βελτίωσαν τα αποτελέσματά τους τουλάχιστον ως προς την αποδοτικότητα των κεφαλαίων που επενδύθηκαν.

Προσάρτημα Ι

ΑΠΟΔ. ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	20,71%	21,53%	8,71%	12,04%	18,15%	24,06%
ΑΕΓΕΚ	13,60%	8,77%	4,85%	4,97%	4,60%	4,44%
ΑΘΗΝΑ	40,15%	34,99%	17,12%	18,07%	10,15%	8,16%
ΑΛΤΕ	17,53%	11,70%	16,12%	9,60%	1,18%	7,18%
ΑΤΤΙΚΑΤ	24,35%	13,72%	13,54%	11,29%	5,92%	4,47%
ΓΕΚ	23,07%	13,81%	12,45%	23,06%	7,84%	9,34%
ΓΝΩΜΩΝ	2,63%	2,63%	5,16%	3,82%	9,99%	6,19%
ΔΙΕΚΑΤ	30,49%	11,04%	15,35%	14,53%	12,98%	11,71%
ΕΚΤΕΡ	7,81%	4,42%	6,87%	6,43%	8,45%	27,66%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	7,90%	12,14%	7,28%	8,67%	4,45%	9,97%
ΕΡΓΑΣ	-112,16%	15,04%	14,72%	2,79%	-1,18%	0,40%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	16,74%	6,95%	6,37%	4,42%	-7,58%	11,66%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	15,34%	9,98%	11,08%	11,36%	9,12%	7,04%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,01%	8,20%	2,68%	2,80%	4,00%	2,41%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	10,67%	2,39%	1,37%	2,10%	2,77%	4,76%
ΜΟΧΛΟΣ	16,11%	36,74%	5,00%	6,92%	7,13%	8,33%
ΤΕΡΝΑ	21,41%	14,49%	12,25%	13,17%	19,87%	28,18%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	13,56%	6,72%	2,95%	1,61%	0,44%	10,70%
ΣΥΝΟΛΟ	13,27%	8,21%	6,34%	7,43%	5,50%	9,97%

ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	16,95%	17,31%	7,36%	10,12%	13,33%	14,28%
ΑΕΓΕΚ	9,27%	6,80%	4,24%	4,13%	3,42%	3,07%
ΑΘΗΝΑ	15,79%	20,07%	12,98%	12,52%	6,18%	4,55%
ΑΛΤΕ	14,04%	8,87%	7,34%	5,76%	0,68%	4,49%
ΑΤΤΙΚΑΤ	20,13%	10,43%	8,00%	6,78%	3,36%	2,06%
ΓΕΚ	15,77%	10,47%	8,02%	18,51%	7,08%	8,86%
ΓΝΩΜΩΝ	1,41%	2,20%	4,10%	2,63%	5,22%	3,22%
ΔΙΕΚΑΤ	13,80%	9,56%	11,07%	7,80%	6,12%	5,37%
ΕΚΤΕΡ	4,85%	3,80%	6,08%	5,32%	5,58%	18,23%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	7,90%	10,61%	6,66%	7,54%	4,07%	9,01%
ΕΡΓΑΣ	-22,40%	8,53%	7,27%	1,47%	-0,58%	0,17%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	11,24%	6,05%	5,39%	3,29%	-4,67%	5,93%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	11,42%	7,52%	6,47%	6,44%	5,02%	4,04%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,01%	6,45%	2,39%	2,32%	3,37%	1,69%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	9,50%	2,36%	1,29%	1,97%	2,57%	4,26%
ΜΟΧΛΟΣ	12,98%	25,41%	3,55%	5,12%	4,77%	4,48%
ΤΕΡΝΑ	15,99%	11,33%	9,40%	8,61%	11,02%	15,34%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	11,00%	5,02%	2,80%	1,53%	0,42%	9,40%
ΣΥΝΟΛΟ	9,58%	6,85%	5,19%	5,89%	3,94%	6,69%

ΜΙΚΤΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	10,10%	28,65%	19,76%	21,29%	13,52%	17,62%
ΑΕΓΕΚ	15,28%	1,85%	18,19%	4,18%	-9,69%	11,45%
ΑΘΗΝΑ	12,38%	13,15%	14,88%	9,87%	9,58%	7,82%
ΑΛΤΕ	29,97%	37,93%	32,20%	22,43%	15,86%	18,99%
ΑΤΤΙΚΑΤ	7,02%	4,05%	10,53%	8,57%	3,67%	17,72%
ΓΕΚ	10,43%	14,85%	13,69%	16,14%	-	81,11%
ΓΝΩΜΩΝ	6,99%	24,69%	16,75%	12,77%	11,78%	22,83%
ΔΙΕΚΑΤ	22,05%	21,91%	16,70%	16,17%	20,69%	24,51%
ΕΚΤΕΡ	40,11%	28,23%	35,87%	25,19%	15,52%	21,18%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	8,93%	11,15%	5,25%	12,43%	48,49%	56,92%
ΕΡΓΑΣ	-11,82%	57,51%	38,67%	2,07%	5,66%	11,09%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	23,09%	4,18%	11,45%	19,46%	5,44%	9,72%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	19,18%	12,66%	11,02%	10,88%	13,91%	13,09%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	7,86%	4,52%	3,83%	12,83%	13,65%	10,44%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	26,33%	15,25%	22,20%	20,49%	15,37%	17,50%
ΜΟΧΛΟΣ	21,52%	32,02%	9,55%	8,98%	2,17%	3,14%
ΤΕΡΝΑ	-6,74%	7,83%	21,08%	20,17%	17,58%	16,71%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	24,24%	8,67%	-3,67%	2,68%	6,37%	24,47%
ΣΥΝΟΛΟ	15,21%	16,04%	13,96%	11,78%	10,41%	14,00%

ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	-9,62%	19,39%	10,36%	12,29%	0,17%	9,82%
ΑΕΓΕΚ	9,57%	-4,76%	11,80%	-2,12%	-26,90%	-13,75%
ΑΘΗΝΑ	10,42%	11,10%	12,43%	7,86%	6,88%	4,49%
ΑΛΤΕ	22,25%	37,93%	28,81%	19,80%	8,56%	15,43%
ΑΤΤΙΚΑΤ	-7,61%	-20,91%	-3,87%	0,56%	-5,94%	12,91%
ΓΕΚ	9,22%	10,07%	9,55%	12,09%	-	34,43%
ΓΝΩΜΩΝ	-0,43%	10,84%	7,44%	0,49%	35,90%	15,44%
ΔΙΕΚΑΤ	16,37%	17,56%	13,35%	12,41%	17,46%	12,97%
ΕΚΤΕΡ	10,04%	8,34%	14,24%	30,86%	18,02%	32,21%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	3,06%	6,92%	-0,07%	8,98%	14,21%	31,49%
ΕΡΓΑΣ	-32,35%	44,78%	30,31%	-19,22%	-9,38%	4,20%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	14,37%	-6,86%	0,91%	7,97%	-4,20%	5,56%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	10,21%	3,38%	9,82%	5,78%	7,58%	10,20%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	3,46%	1,47%	-0,93%	5,83%	7,44%	6,86%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	17,92%	4,19%	13,74%	8,57%	2,25%	11,77%
ΜΟΧΛΟΣ	8,78%	24,22%	6,37%	7,27%	1,69%	3,06%
ΤΕΡΝΑ	-15,04%	0,93%	14,73%	12,99%	9,84%	12,41%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	20,33%	6,33%	-5,07%	2,05%	-2,85%	19,70%
ΣΥΝΟΛΟ	8,57%	9,81%	8,80%	7,67%	5,91%	9,49%

ΚΑΘΑΡΟ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΕΡΔΟΥΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	58,74%	32,68%	26,52%	32,31%	22,35%	21,09%
ΑΕΓΕΚ	27,71%	26,46%	17,06%	19,00%	37,64%	42,66%
ΑΘΗΝΑ	10,02%	11,42%	13,50%	9,18%	5,15%	3,88%
ΑΛΤΕ	60,79%	26,87%	21,68%	15,76%	2,00%	10,51%
ΑΤΤΙΚΑΤ	76,30%	89,43%	42,06%	26,97%	10,27%	6,42%
ΓΕΚ	14,10%	28,07%	17,57%	36,53%	-	589,99%
ΓΝΩΜΩΝ	4,79%	18,34%	15,07%	14,53%	12,33%	10,58%
ΔΙΕΚΑΤ	14,33%	12,63%	11,81%	9,79%	10,40%	9,13%
ΕΚΤΕΡ	9,52%	10,93%	20,60%	14,73%	8,57%	25,99%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	15,55%	39,68%	31,68%	25,67%	205,46%	414,06%
ΕΡΓΑΣ	-139,10%	20,04%	14,60%	8,36%	-4,62%	0,52%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	31,48%	47,13%	33,10%	18,94%	-16,18%	12,77%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	27,70%	38,00%	14,73%	25,69%	14,10%	10,52%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,01%	6,96%	5,50%	7,28%	6,93%	3,77%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	28,29%	40,58%	16,72%	20,60%	18,20%	19,27%
ΜΟΧΛΟΣ	36,82%	95,88%	8,59%	8,32%	2,43%	2,71%
ΤΕΡΝΑ	40,86%	40,61%	22,62%	18,40%	12,81%	14,41%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	31,35%	83,58%	11,69%	2,58%	26,20%	115,76%
ΣΥΝΟΛΟ	21,36%	33,98%	19,08%	16,48%	10,94%	16,62%

ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΠΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	3,46	1,19	2,06	1,33	1,26	1,06
ΑΕΓΕΚ	2,30	2,93	4,67	3,29	2,23	2,04
ΑΘΗΝΑ	1,38	1,71	2,61	1,89	1,72	1,53
ΑΛΤΕ	3,72	2,45	2,19	1,69	1,43	1,29
ΑΤΤΙΚΑΤ	2,56	2,50	1,58	2,46	1,49	2,51
ΓΕΚ	2,18	1,07	1,08	1,89	1,14	3,10
ΓΝΩΜΩΝ	1,40	4,34	3,33	1,96	1,28	1,49
ΔΙΕΚΑΤ	0,90	5,66	2,00	1,21	0,76	1,07
ΕΚΤΕΡ	1,49	5,42	5,79	3,97	2,20	1,81
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	2,78	2,02	2,29	1,73	1,50	2,62
ΕΡΓΑΣ	1,81	2,72	2,25	2,58	2,19	2,15
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	2,15	7,30	4,89	2,12	1,60	1,45
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	6,50	3,08	2,02	1,88	1,38	1,61
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	1,25	3,90	7,27	3,76	3,25	2,09
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	3,58	57,89	9,47	6,22	5,36	4,11
ΜΟΧΛΟΣ	2,13	1,01	1,81	1,90	1,42	1,74
ΤΕΡΝΑ	2,57	3,06	2,08	1,28	1,32	1,32
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,17	2,47	4,37	1,86	0,93	1,24
ΣΥΝΟΛΟ	2,34	3,71	2,87	2,13	1,56	1,62

ΑΜΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	3,46	1,19	1,98	1,33	1,07	0,96
ΑΕΓΕΚ	1,85	2,59	4,23	2,99	2,04	1,90
ΑΘΗΝΑ	1,35	1,65	2,58	1,64	1,54	1,42
ΑΛΤΕ	3,68	2,44	2,02	1,54	1,21	1,16
ΑΤΤΙΚΑΤ	2,39	2,41	1,52	2,30	1,33	2,31
ΓΕΚ	1,94	0,93	0,97	1,84	1,14	3,10
ΓΝΩΜΩΝ	1,27	4,13	2,98	1,68	0,93	1,11
ΔΙΕΚΑΤ	0,74	4,75	1,66	0,88	0,49	0,72
ΕΚΤΕΡ	1,49	5,42	5,47	3,62	1,94	1,57
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	2,75	2,02	2,20	1,67	1,50	2,62
ΕΡΓΑΣ	1,80	2,42	2,02	2,31	1,97	1,94
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	2,11	7,26	4,78	1,91	1,35	1,31
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	6,32	3,02	1,73	1,58	1,27	1,35
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	1,02	2,52	5,65	2,66	1,56	1,09
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	3,52	57,77	9,07	5,12	4,05	3,22
ΜΟΧΛΟΣ	2,09	1,00	1,75	1,70	1,18	1,32
ΤΕΡΝΑ	2,43	2,94	1,87	1,10	1,13	1,00
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,04	2,47	4,34	1,81	0,79	1,21
ΣΥΝΟΛΟ	2,20	3,62	2,68	1,91	1,33	1,39

ΔΑΝΕΙΑΚΗ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΗ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	21,86%	24,54%	15,21%	22,03%	49,41%	85,40%
ΑΕΓΕΚ	46,57%	28,61%	13,81%	19,15%	34,61%	44,40%
ΑΘΗΝΑ	149,01%	67,43%	31,03%	43,19%	55,16%	70,98%
ΑΛΤΕ	24,85%	31,92%	119,77%	66,57%	74,64%	59,08%
ΑΤΤΙΚΑΤ	20,89%	31,50%	68,95%	66,30%	72,24%	103,80%
ΓΕΚ	45,68%	31,91%	55,26%	23,27%	10,40%	5,14%
ΓΝΩΜΩΝ	86,45%	19,38%	25,82%	45,12%	91,12%	92,23%
ΔΙΕΚΑΤ	119,71%	14,06%	26,82%	71,41%	109,75%	116,89%
ΕΚΤΕΡ	60,59%	16,15%	12,90%	20,82%	51,51%	51,72%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	22,75%	14,42%	9,27%	14,93%	9,32%	10,65%
ΕΡΓΑΣ	400,39%	76,20%	101,87%	89,12%	101,17%	134,24%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	46,03%	13,11%	15,78%	32,67%	60,77%	90,67%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	33,49%	32,15%	71,13%	75,02%	81,09%	73,49%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	84,07%	27,17%	12,03%	20,66%	18,72%	41,63%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	12,22%	1,32%	6,22%	6,39%	7,73%	11,74%
ΜΟΧΛΟΣ	24,02%	44,54%	40,37%	35,26%	49,16%	85,77%
ΤΕΡΝΑ	33,84%	27,73%	30,12%	52,81%	79,50%	83,22%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	23,24%	33,59%	5,18%	5,08%	3,68%	13,80%
ΣΥΝΟΛΟ	38,09%	19,64%	21,69%	25,47%	38,64%	47,72%

ΚΑΛΥΨΗ ΤΟΚΩΝ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	-0,86	2,73	1,26	2,10	0,04	1,97
ΑΕΓΕΚ	1,56	-0,45	1,37	-0,51	-2,17	-0,69
ΑΘΗΝΑ	11,93	23,79	27,31	566,00	33,55	15,92
ΑΛΤΕ	5,25	-	1,80	2,64	0,90	3,49
ΑΤΤΙΚΑΤ	-0,22	-	-0,13	0,02	-0,87	1,75
ΓΕΚ	-	10,68	2,71	1,26	-5,13	4,49
ΓΝΩΜΩΝ	-0,07	1,40	1,45	0,37	10,23	2,60
ΔΙΕΚΑΤ	13,82	17,54	14,94	5,12	2,59	2,73
ΕΚΤΕΡ	5,30	3,66	86,42	27,08	16,89	22,74
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	3,09	1,23	-0,01	11,57	2,75	2,03
ΕΡΓΑΣ	-0,32	2,07	2,37	-1,57	-0,58	1,98
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	2,90	-1,94	1,92	0,34	-0,19	0,66
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	1,08	1,88	2,01	0,12	1,76	2,41
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,21	0,52	-0,65	3,24	9,48	4,34
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	-	-	4,78	5,49	0,40	21,70
ΜΟΧΛΟΣ	225,00	606,25	-	106,15	5,57	5,81
ΤΕΡΝΑ	-1,96	0,04	2,20	3,66	2,08	4,38
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	14,96	2,26	-7,14	9,71	-0,62	16,80
ΣΥΝΟΛΟ	1,58	2,17	1,29	1,44	1,29	2,62

ΠΑΓΙΟΠΟΙΗΣΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	0,59	3,28	2,67	3,16	1,41	1,06
ΑΕΓΕΚ	0,54	0,66	0,85	0,87	0,69	0,55
ΑΘΗΝΑ	0,37	0,72	0,62	0,74	0,67	0,53
ΑΛΤΕ	0,30	0,55	1,29	0,82	0,82	0,72
ΑΤΤΙΚΑΤ	1,24	0,66	0,55	0,49	1,00	0,77
ΓΕΚ	0,47	2,88	1,61	1,84	8,36	5,62
ΓΝΩΜΩΝ	0,60	0,39	0,50	0,58	0,64	0,39
ΔΙΕΚΑΤ	1,05	0,45	1,57	1,06	1,53	1,43
ΕΚΤΕΡ	0,63	0,31	0,49	0,47	0,35	0,64
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	0,93	2,92	4,16	3,46	13,84	5,42
ΕΡΓΑΣ	0,18	0,19	0,15	0,12	0,10	0,10
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	0,33	0,18	0,53	0,93	0,66	0,50
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	0,44	0,30	0,39	0,38	0,94	0,85
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	0,32	0,20	0,28	0,55	0,95	0,64
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	1,59	0,34	0,80	1,68	1,60	1,32
ΜΟΧΛΟΣ	1,42	2,27	0,92	1,01	0,63	0,24
ΤΕΡΝΑ	0,73	0,63	1,20	1,71	0,72	0,66
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	0,79	0,59	3,58	9,76	29,46	5,50
ΣΥΝΟΛΟ	0,71	0,67	1,29	1,53	1,46	1,09

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	2,23	1,05	1,20	1,08	1,15	1,06
ΑΕΓΕΚ	2,03	2,00	1,95	1,83	1,88	2,02
ΑΘΗΝΑ	1,52	1,41	2,01	1,66	1,69	1,86
ΑΛΤΕ	3,67	2,31	0,85	1,47	1,48	1,82
ΑΤΤΙΚΑΤ	1,51	1,92	1,68	1,85	1,12	1,06
ΓΕΚ	2,15	1,02	1,04	1,26	1,01	1,12
ΓΝΩΜΩΝ	1,52	3,05	2,43	1,95	1,34	1,84
ΔΙΕΚΑΤ	0,90	2,83	1,24	1,17	0,80	0,79
ΕΚΤΕΡ	1,75	3,73	2,74	2,58	2,54	1,69
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	1,69	1,18	1,14	1,12	0,98	1,07
ΕΡΓΑΣ	1,34	3,69	3,84	4,97	5,31	4,62
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	3,12	5,84	2,45	1,56	1,57	1,56
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	2,48	3,33	2,10	2,08	1,21	1,28
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	2,92	4,71	4,08	2,33	1,72	1,81
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	1,45	3,89	2,12	1,50	1,51	1,58
ΜΟΧΛΟΣ	1,38	1,02	1,49	1,48	2,29	2,74
ΤΕΡΝΑ	1,77	2,03	1,41	1,04	1,33	1,38
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,50	2,04	1,24	1,08	1,00	1,06
ΣΥΝΟΛΟ	1,81	2,10	1,47	1,34	1,25	1,33

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΠΑΓΙΟΥ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	2,23	1,05	1,20	1,08	1,16	1,06
ΑΕΓΕΚ	2,17	2,06	1,98	1,86	1,88	2,03
ΑΘΗΝΑ	1,81	1,60	2,02	1,67	1,73	1,88
ΑΛΤΕ	3,69	2,31	1,52	1,72	1,73	1,83
ΑΤΤΙΚΑΤ	1,51	1,92	1,68	2,25	1,35	1,82
ΓΕΚ	2,16	1,02	1,04	1,26	1,01	1,12
ΓΝΩΜΩΝ	1,65	3,05	2,47	1,95	1,34	1,84
ΔΙΕΚΑΤ	0,90	2,83	1,32	1,26	0,80	1,05
ΕΚΤΕΡ	1,75	3,73	2,74	2,58	2,55	1,69
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	1,69	1,18	1,14	1,12	1,02	1,11
ΕΡΓΑΣ	3,54	4,50	4,74	6,13	6,28	6,23
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	3,14	5,91	2,50	1,58	1,59	1,66
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	2,96	3,34	2,31	2,23	1,42	1,49
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	2,92	4,71	4,08	2,33	1,73	1,81
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	1,45	3,89	2,12	1,50	1,51	1,58
ΜΟΧΛΟΣ	1,38	1,04	1,49	1,48	2,29	2,74
ΤΕΡΝΑ	1,84	2,07	1,43	1,14	1,34	1,38
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	2,50	2,04	1,24	1,08	1,00	1,06
ΣΥΝΟΛΟ	1,89	2,11	1,52	1,38	1,30	1,40

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΜΕΓΑΛΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ	1998	1999	2000	2001	2002	2003
J&P ΑΒΑΞ	71,07%	15,84%	51,47%	24,77%	20,83%	5,63%
ΑΕΓΕΚ	56,60%	65,92%	78,61%	69,58%	55,15%	50,96%
ΑΘΗΝΑ	27,63%	41,50%	61,73%	47,21%	41,70%	34,76%
ΑΛΤΕ	73,15%	59,24%	54,36%	40,65%	29,84%	22,42%
ΑΤΤΙΚΑΤ	60,96%	60,06%	36,86%	59,35%	32,77%	60,20%
ΓΕΚ	54,19%	6,19%	7,03%	47,01%	12,22%	67,75%
ΓΝΩΜΩΝ	28,63%	76,93%	69,99%	49,00%	21,88%	33,08%
ΔΙΕΚΑΤ	-10,99%	82,32%	49,97%	17,04%	-30,89%	6,24%
ΕΚΤΕΡ	32,96%	81,54%	82,73%	74,84%	54,54%	44,62%
Ε.ΤΕΧΝΟΔΟ	64,03%	50,49%	56,27%	42,04%	33,44%	61,83%
ΕΡΓΑΣ	44,76%	63,18%	55,55%	61,31%	54,43%	53,59%
ΘΕΜΕΛΙΟΔΟΜΗ	53,46%	86,29%	79,56%	52,86%	37,62%	31,12%
Ι.Κ ΣΑΡΑΝΤ	84,62%	67,56%	50,51%	46,67%	27,57%	37,92%
ΜΕΣΟΧΩΡΙΤΗΣ	20,27%	74,35%	86,25%	73,41%	69,19%	52,04%
ΜΗΧΑΝΙΚΗ	72,05%	98,27%	89,44%	83,91%	81,36%	75,64%
ΜΟΧΛΟΣ	53,14%	1,40%	44,70%	47,33%	29,64%	42,61%
ΤΕΡΝΑ	61,13%	67,28%	51,88%	22,15%	24,12%	24,23%
ΤΕΧ.ΟΛΥΜΠΙΑΚΗ	53,85%	59,53%	77,11%	46,29%	-8,04%	19,49%
ΣΥΝΟΛΟ	57,27%	73,07%	65,10%	53,00%	36,06%	38,41%

Βιβλιογραφία

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

11. Αρτίκης Γεώργιος, Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδόσεις Interbooks, 2003.
12. Αρτίκης Γεώργιος, Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, 1996.
13. Καφούσης Γεώργιος, Ανάλυση και Κριτική Διερεύνηση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων (Ισολογισμών – Αποτελεσμάτων Χρήσεως κ.λ.π), Αθήνα 1991.
14. Νιάρχος Νικήτας, Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα 2002.
15. Σαρσέντης Βασίλειος, Λογισμός Επιχειρηματικής Δραστηριότητας, Εκδόσεις Σταμούλη, Πειραιάς 1993.
16. Vause Bob, Οδηγός Ανάλυσης Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κέρκυρα, 2004

ΞΕΝΗ

13. Cahill Michael, Investor's Guide to Analyzing Companies & Valuing Shares, Financial Times Prentice Hall, Great Britain 2003.
14. Kallberg Jarl G & Kenneth L. Parkinson, Corporate Liquidity: Management and Measurment, Irwin, Homewood 1992.
15. Van Horne, James C., Fundamentals of Financial Management, fifth edition, Prentice Hall, New Jersey, 1983.