



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΤΕΧΝΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΨΗΦΙΑΚΩΝ ΣΥΣΤΗΜΑΤΩΝ (MS)**

Διπλωματική εργασία

ECONOMIC VALUE ADDED

Δήμητρα Παναγιώτα Λιζάρδου

Πειραιάς 2015

Ευχαριστίες

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να αποδώσω τις ευχαριστίες μου σε όλους εκείνους που με βοήθησαν και με στήριξαν κατά την διάρκεια των μεταπτυχιακών σπουδών μου.

Αρχικά, στον επιβλέπων της διπλωματικής μου εργασίας, τον Ομότιμο Καθηγητή κ. Γ. Αρτίκη, στον οποίο οφείλω ιδιαίτερες ευχαριστίες για την υποστήριξη και την καθοδήγηση που μου παρείχε καθώς και την ανάθεση αυτής, όπου είχα τη δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον και επίκαιρο θέμα.

Ακόμη, ένα μεγάλο ευχαριστώ σε όλους τους καθηγητές του μεταπτυχιακού προγράμματος οι οποίοι κατάφεραν να μεταλαμπαδεύσουν την γνώση τους και να γνωρίσω καινούρια πράγματα.

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 1	Υπολογισμός αξίας ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. Πηγή: ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.	σελ. 29
Πίνακας 2	Υπολογισμός EVA	σελ. 42
Πίνακας 3	Οικονομικά στοιχεία εταιρειών κλάδου Πηγή: Reuters	σελ. 70
Πίνακας 4	Οικονομικά στοιχεία P&G Πηγή Procter & Gamble Co	σελ. 75
Πίνακας 5	Υπολογισμός NOPAT - βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G	σελ. 77
Πίνακας 6	Υπολογισμός επενδυμένου κεφαλαίου βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G	σελ. 78
Πίνακας 7	Υπολογισμός Κόστους Κεφαλαίου βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G	σελ. 81
Πίνακας 8	Υπολογισμός EVA βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G	σελ. 81
Πίνακας 9	Οικονομική εξάπλωση της P&G	σελ. 82
Πίνακας 10	Περιθώριο κέρδους της P&G	σελ. 82

Περιεχόμενα

Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή	σελ. 8
1.1 Αντικειμενικός σκοπός	σελ. 8
1.2 Μεθοδολογία εργασίας	σελ. 8
1.3 Διάρθρωση εργασίας	σελ. 8
Κεφάλαιο 2 Εισαγωγή στην έννοια της αξίας της επιχείρησης	σελ. 10
2.1 Ορισμός αξίας επιχείρησης	σελ. 11
2.2 Αποτίμηση της αξίας	σελ. 12
2.3 Η επίδραση της μερισματικής πολιτικής	σελ. 13
2.4 Δημιουργία οικονομικής αξίας	σελ. 14
2.5 Μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας	σελ. 15
Κεφάλαιο 3 Λογιστικές μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης	σελ. 17
3.1 Πολλαπλασιαστές κερδών	σελ. 17
3.1.1 Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη	σελ. 18
3.1.2 Λόγος αγοραίας τιμής προς τον ρυθμό ανάπτυξης	σελ. 18
3.1.3 Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας	σελ. 19
3.1.4 Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα	σελ. 20
3.1.5 Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης	σελ. 20
3.2 Κεφαλαιοποίηση κερδών (Income Capitalization Based Method)	σελ. 21
3.2.1 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου	σελ. 21
3.2.2 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των ενδεχόμενων κερδών της επόμενης	σελ. 22

περιόδου και της υπολειπόμενης καθαρής θέσης	
3.2 Μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	σελ. 22
Κεφάλαιο 4 Οικονομικές μέθοδοι προσδιορισμού αξίας επιχείρησης	σελ. 23
4.1 Προεξόφληση ταμειακών ροών	σελ. 23
4.1.1 Ταμειακές ροές επιχείρησης	σελ. 24
4.1.2 Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών	σελ. 25
4.1.3 Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών	σελ. 26
4.1.4 Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων)	σελ. 28
4.2 Αγοραία προστιθέμενη αξία	σελ. 30
4.3 Προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας	σελ. 31
4.4 Σύγκριση προστιθέμενης αγοραίας αξία (MVA) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA)	σελ. 31
Κεφάλαιο 5 Οικονομική Προστιθέμενη Αξία	σελ. 33
5.1 Ορισμός EVA	σελ. 33
5.2 Ιστορία της EVA	σελ. 35
5.3 Εργαλείο Διαχείρισης EVA	σελ. 36
5.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική προστιθέμενη αξία	σελ. 39
5.5 Πλεονεκτήματα της EVA	σελ. 39
5.6 Αδυναμίες της οικονομικής προστιθέμενης αξίας	σελ. 41
5.7 Συστατικά στοιχεία	σελ. 41

5.7.1 Net Operating Profit After Tax (NOPAT)	σελ. 42
5.7.2 Return On Invested Capital (ROIC)	σελ. 44
5.7.2.1 Λειτουργικό ενεργητικό	σελ. 45
5.7.2.2 Λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης	σελ. 45
5.7.2.3 Λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό και λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις	σελ. 46
5.7.2.4 Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό	σελ. 46
5.7.2.5 Μη λειτουργικό ενεργητικό	σελ. 46
5.7.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)	σελ. 47
5.8 Στάδια υπολογισμού EVA	σελ. 48
5.9 Η απόδοση των μετρήσεων EVA σε αντίθεση με τις παραδοσιακές μεθόδους	σελ. 48
5.10 Τα αποτελέσματα των συστημάτων ανταμοιβής EVA στην περίπτωση των ανωτάτων στελεχών	σελ. 52
5.11 Οι πιο κοινές προσαρμογές EVA	σελ. 55
Κεφάλαιο 6 Πρακτική εφαρμογή	σελ. 67
6.1 Η εταιρεία P&G	σελ. 67
6.2 Οικονομικά στοιχεία της εταιρείας	σελ. 7
6.3 Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας	σελ. 75
6.3.1 Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)	σελ. 76
6.3.2 Invested Capital	σελ. 77
6.3.3 Cost of Capital	σελ. 79
6.3.4 Economic added value για την P&G	σελ. 81

6.4 Δημιουργία αξίας μέσω EVA: Μύθος ή πραγματικότητα;	σελ. 83
Κεφάλαιο 7 Επίλογος	σελ. 85
7.1 Συμπεράσματα	σελ. 85
7.2 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα	σελ. 86
Βιβλιογραφία	σελ. 87

Κεφάλαιο 1 Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στον τομέα της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης της Σχολής Τεχνοοικονομικής Διοίκησης Ψηφιακών Συστημάτων του Πανεπιστημίου Πειραιώς. Στον τομέα των επιχειρήσεων η ανάγκη αποτίμησης της εταιρικής τους δράσης είναι διαρκής και σταθερή προκειμένου να γνωρίζουν την αποτελεσματικότητα της μονάδας τους. Σκοπός, λοιπόν, της εν λόγω εργασίας είναι να μελετήσει τις μεθόδους υπολογισμού αξίας μιας επιχείρησης αλλά και τους κινδύνους που αντιμετωπίζουν μέσα από αυτές, εστιάζοντας στην ιδιαιτερότητα της τεχνικής της οικονομικής προστιθέμενης αξίας.

1.2 Μεθοδολογία εργασίας

Η αναζήτηση στοιχείων για την συγγραφή της παρούσας εργασίας πραγματοποιήθηκε κυρίως από ξένα αλλά και ελληνική βιβλιογραφία. Ένας μεγάλος όγκος πληροφοριών αντλήθηκε από την παρακολούθηση του προγράμματος επικαιροποίησης γνώσεων αποφοίτων ΑΕΙ στην Διοίκηση τουριστικών επιχειρήσεων και στην προώθηση τουριστικών προορισμών υπό την συνεργασία του Πανεπιστημίου Αιγαίου, του Πάντειου Πανεπιστημίου Κοινωνικών και Πολιτικών Επιστημών και του Πανεπιστημίου Θεσσαλίας.

Η συλλογή του απαραίτητου υλικού είχε ως βασικό στόχο την προβολή της αναγκαιότητας αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης και κυρίως των παραγόντων που χρειάζεται να ληφθούν υπόψη, ώστε η διαδικασία να έχει όσο το δυνατόν λιγότερα σφάλματα.

1.3 Διάρθρωση εργασίας

Η συγκεκριμένη μελέτη θα περιλαμβάνει τα εξής κεφάλαια:

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

Κεφάλαιο 2: Εισαγωγή στην έννοια της αξίας της επιχείρησης

Το θέμα που θα παρουσιαστεί στην συγκεκριμένη ενότητα αφορά την ανάλυση της έννοιας της αξίας για τις επιχειρήσεις. Για να επιτευχθεί αυτό χρειάζεται να λάβουν τις σωστές αποφάσεις για την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος πολλές φορές αντικατοπτρίζεται στην πραγματική τιμή της μετοχής. Για παράδειγμα, η μερισματική πολιτική που ακολουθεί η εκάστοτε εταιρία είναι δυνατή να προσδιορίσει τυχόν αλλαγές στην αξία της. Ωστόσο, υπάρχει μία σειρά διαφορετικών παραγόντων που οδηγεί τα εταιρικά στελέχη να εξετάσουν από την αρχή τους ρόλους των ίδιων αλλά και της επιχείρησής τους ώστε να φτάσουν στο επιθυμητό αποτέλεσμα, δηλαδή, στην δημιουργία αξίας για τους μετόχους.

Κεφάλαιο 3: Οικονομικές μέθοδοι προσδιορισμού αξίας επιχείρησης

Πέρα από τον ορισμό της αξίας της επιχείρησης και την σημασία της για τα ανώτερα στελέχη, υπάρχουν ορισμένες τεχνικές που μπορούν να υπολογίσουν την αξία της επιχείρησης. Τέτοιες μέθοδοι είναι οι προεξόφληση των ταμιακών ροών, η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμιακών ροών καθώς επίσης η αγοραία προστιθέμενη αξία.

Κεφάλαιο 4: Οικονομική Προστιθέμενη αξία

Παρουσιάζεται η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Ειδικότερα, αναλύεται η έννοιά της, οι παράγοντες που την επηρεάζουν, όπως επίσης οι πολλαπλοί τρόποι προσδιορισμού της.

Κεφάλαιο 5: Πρακτική εφαρμογή

Παρατίθεται πρακτικό παράδειγμα κατανόησης της μεθόδου της οικονομικής προστιθέμενης αξίας μέσα από την περίπτωση της εταιρίας καταναλωτικών προϊόντων Procter & Gamble. Δίνονται ορισμένα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης και στην συνέχεια εξετάζεται η πορεία της αξίας της αλλά και ποσοτήτων που την επηρεάζουν σε μια δεδομένη χρονική περίοδο.

Κεφάλαιο 6: Επίλογος

Τέλος, στο έκτο κεφάλαιο γίνεται μία σύνοψη των βασικών σημείων της μελέτης και παρουσιάζονται τα συμπεράσματα της διπλωματικής εργασίας, τα οποία βασίζονται στις πληροφορίες που έχουν χρησιμοποιηθεί.

Κεφάλαιο 2 Εισαγωγή στην έννοια της αξίας της επιχείρησης

Τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις διευρύνουν όλο και περισσότερο τις δραστηριότητές τους και σε άλλους τομείς πέρα από την βασική τους ιδιότητα. Έτσι, αναπτύσσεται η ανάγκη αναζήτησης μεθόδων αξιολόγησης των επενδύσεών τους που θα παρέχουν σωστή πληροφόρηση και αξιοπιστία. Η διοίκηση, οι επενδυτές και άλλα ενδιαφερόμενα μέρη πρέπει να είναι ενήμεροι για την απόδοση μιας επιχείρησης έτσι ώστε να λάβουν τις σωστές αποφάσεις που θα ενισχύσουν τον κύριο στόχο ο οποίος δεν είναι άλλος από την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, ο οποίος πολλές φορές αντικατοπτρίζεται στην πραγματική τιμή της μετοχής. Άλλωστε, η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται άμεσα με την ικανότητά της να παράγει καθαρό κέρδος για τους μετόχους της. Ωστόσο, προκειμένου να επιτευχθεί ο παραπάνω αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης, χρειάζεται να ικανοποιηθούν τρεις λειτουργίες που έχουν να κάνουν με τις επενδύσεις, την χρηματοδότηση και τέλος την χρηματοοικονομική ανάλυση και τον προγραμματισμό, οι οποίες θα αναλυθούν περαιτέρω και πιο κάτω.

Στα πλαίσια αυτά και ανάλογα με την δυναμικότητα που έχει αποκτήσει η διοίκηση επιχειρήσεων βάση αξιών, η μέτρηση της οικονομικής απόδοσης μιας επιχείρησης καταστείτε ιδιαίτερα σημαντική. Κάτι τέτοιο όμως δεν αποτελεί εύκολο έργο λόγω της ποικιλίας των μετρήσεων απόδοσης αλλά και των διαφόρων τύπων επιχειρήσεων. Το είδος της μέτρησης που αποφασίζει να ακολουθήσει ένας οργανισμός καθορίζεται ουσιαστικά από αυτό που επιδιώκει η επιχείρηση να επιτύχει. Η παρούσα εργασία πραγματεύεται την παρουσίαση και ανάλυση της πιο πάνω θεώρησης έχοντας ως πυλώνες τα εξής:

- Τις μεθοδολογίες ποσοτικού προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης με βάση οικονομικές και λογιστικές αρχές
- Τον δείκτη της Οικονομικής Προστιθέμενης αξίας, παρουσιάζοντας τους παράγοντες που τον καθιστούν ένα από τα σημαντικότερα εργαλεία διοικητικής πληροφόρησης.

2.1 Ορισμός αξίας επιχείρησης

Η επιχείρηση αποτελεί ουσιαστικά μια επένδυση η οποία έχει χτιστεί δεσμεύοντας ένα σημαντικό ποσό κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Η αξία της σχετίζεται με την δυνατότητά της να ικανοποιεί τις ανάγκες των μετόχων, να μπορεί δηλαδή να παράγει καθαρό κέρδος για εκείνους. Επειδή η επιχείρηση λειτουργεί σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητα αυτή επηρεάζεται από διάφορους εσωτερικούς αλλά και εξωτερικούς παράγοντες. Οι εσωτερικοί παράγοντες όπως οι άνθρωποι, οι δομές και τα συστήματα, η στρατηγική που ακολουθείται κ.ά και οι εξωτερικοί οι οποίοι έχουν να κάνουν με το μέγεθος και τις προοπτικές του κλάδου αλλά και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον, διαμορφώνουν εν τέλει την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει καθαρό εισόδημα στους shareholders της.

Από την άλλη μεριά, μπορεί κανείς να ισχυριστεί ότι η αξία μιας επιχείρησης δεν είναι απλώς ένας μαθηματικός τύπος (κέρδη * y) που θα υπολογίζει μόνο την κερδοφορία, αλλά έχει άμεση σχέση με τις ταμειακές ροές δηλαδή την καθαρή εισροή χρημάτων στους μετόχους και δανειστές της επιχείρησης. Αν παρατηρηθεί από λογιστικής πλευράς και αναλύοντας έναν ισολογισμό τότε είναι δυνατόν να περιγραφεί ως η καθαρή θέση της επιχείρησης, τουτέστιν, η διαφορά μεταξύ των στοιχείων του Ενεργητικού μείον τα Ξένα Κεφάλαια. Στην πραγματικότητα, όμως, η αξία της επιχείρησης δεν περιορίζεται στην καθαρή θέση αλλά αυξάνεται κατά το ποσό που αντιπροσωπεύει την αξία της αυξημένης μελλοντικής αποδοτικότητας της επιχείρησης. Η πιθανότητα να πραγματοποιηθεί κέρδος πέραν του κανονικού οφείλεται στην υπεραξία (goodwill) που έχει δημιουργηθεί ή κοινώς στην φήμη και πελατεία που αποκτήθηκε εξαιτίας της αποδοτικότητας της επιχείρησης.

Αυτό, όμως, που ουσιαστικά ενδιαφέρει την επιχείρηση είναι η ποσοτικοποίηση της αξίας και ειδικότερα η μεγιστοποίηση αυτής (maximization of shareholder's wealth), ώστε να μπορούν τα στελέχη της να διαπιστώσουν με αξιόπιστο τρόπο την πορεία της. Παράλληλα, είναι δυνατόν να επιτραπούν εφαρμογές στρατηγικών που δεν θα έχουν να κάνουν με την υποκειμενική, ενδεχομένως, κρίση των στελεχών αλλά θα συνάδει με την αξία που θα προσδώσει στην επιχείρηση.

2.2 Αποτίμηση της αξίας

Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω κύριο μέλημα μιας επιχείρησης μέσα σε ένα περιβάλλον όπου κυριαρχεί η αβεβαιότητα είναι ο υπολογισμός ή διαφορετικά η αποτίμηση της αξίας της. Άμεσος σκοπός είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Για την επίτευξη αυτού του στόχου τα στελέχη κάθε εταιρείας οφείλουν να διαχειριστούν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο, λειτουργίες που αφορούν:

α) τις επενδύσεις, δηλαδή την τοποθέτηση των κεφαλαίων με τέτοιο τρόπο που να οδηγεί στην μέγιστη δυνατή αποδοτικότητά τους, με άλλα λόγια η αξιολόγηση και επιλογή μακροχρόνιων αγαθών (assets) που ικανοποιούν στρατηγικούς στόχους. Με άλλα υπάρχει η εσωτερική επένδυση, δηλαδή νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες, ανανέωση πάγιου εξοπλισμού και νέες τεχνολογίες, η εξωτερική δηλαδή εξαγορές, συγχωνεύσεις, στρατηγικές συμμαχίες και τέλος η αποεπένδυση που έχει να κάνει με την πώληση μέρους της επιχείρησης (π.χ. θυγατρική).

β) την χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης δηλαδή την επιλογή κατάλληλων πηγών κεφαλαίου με ίδια ή ξένα κεφάλαια, που επηρεάζουν άμεσα τον βαθμό ρευστότητας. Αξιζει να σημειωθεί ότι η διάρκεια της χρηματοδότησης πρέπει να ταιριάζει με τη διάρκεια του αποκτώμενου αγαθού, έτσι, είναι αναγκαίο ο οικονομικός διευθυντής να γνωρίζει τον τρόπο που θα βρει την επιπλέον χρηματοδότηση και με τι κόστος καθώς επίσης πως αυτή θα επηρεάσει την κερδοφορία και την αξία της εταιρίας καθώς επίσης το μέγεθος του χρηματοοικονομικού κινδύνου.

γ) την χρηματοοικονομική ανάλυση της επιχείρησης, η οποία περιλαμβάνει τον υπολογισμό και την ανάλυση των αριθμοδεικτών βάσει του ισολογισμού και των ιστορικών στοιχείων της επιχείρησης ώστε να υπάρχει ενημέρωση ανά τακτά χρονικά διαστήματα για την κατάστασή της σε δεδομένη στιγμή.

δ) την διανομή των κερδών, καθώς οι μέτοχοι αναμένουν πρώτα από όλα το μέρος τους και επιπλέον ενδεχόμενη ανάπτυξη της εταιρείας. Η πολιτική διανομής των κερδών είναι ικανή να επηρεάσει την τιμή της μετοχής μιας εταιρείας. Υπάρχουν εταιρείες, όπως για παράδειγμα η Microsoft, οι οποίες επανεπενδύουν μεγάλο μέρος ή όλα τα κέρδη προκειμένου να δημιουργήσουν ταχύτερους ρυθμούς ανάπτυξης.

ε) το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου, διότι οι επενδύσεις χρειάζεται να αμείβουν τους μετόχους με την απόδοση που επιθυμούν (μερίσματα και κεφαλαιακά κέρδη) και τους πιστωτές με τους τόκους τους, για αντίστοιχου ρίσκου επένδυση. Σε αντίθετη

περίπτωση οι μέτοχοι θα επενδύσουν σε άλλες μετοχές και οι τράπεζες θα χορηγήσουν κάπου αλλού τα δάνειά τους. Η επιθυμητή αυτή απόδοση, λοιπόν, αποτελεί το κόστος ευκαιρίας του μετοχικού και δανειακού κεφαλαίου αντίστοιχα.

δ) τον χρηματοοικονομικό προγραμματισμό, όπου στο στάδιο αυτό τα ανώτερα στελέχη χαράσσουν την στρατηγική πορεία της επιχείρησης με την βοήθεια μοντέλων όπως το SWOT analysis ή Porter analysis, εντοπίζοντας τα δυνατά και αδύνατα σημεία όπως επίσης ευκαιρίες και απειλές που μπορεί να υπάρξουν μέσα στον κλάδο που δραστηριοποιείται η εταιρεία.

2.3 Η επίδραση της μερισματικής πολιτικής

Η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται άμεσα από την μερισματική πολιτική που αποφασίζει να επιλέξει. Έχουν διατυπωθεί τρεις θεωρίες σχετικά με την παραπάνω θεώρηση.

Η πρώτη θεωρία υποστηρίζει ότι η διανομή μερίσματος αυξάνει της αξία της επιχείρησης (Gordon & Lintner). Αποτελεί μια άποψη η οποία αιτιολογείται κυρίως από το γεγονός ότι ακόμη κι αν τα κεφαλαιακά κέρδη εμπεριέχουν κάποιον κίνδυνο αβεβαιότητας, τα μερίσματα συνεχίζουν να αποδίδονται προς τους επενδυτές. Επιπλέον, μειώνουν το κόστος αντιπροσώπευσης και απαλλάσσουν από τη σπατάλη χρόνου και κόστους συναλλαγών.

Η δεύτερη θεωρία των Litzenberger & Ramaswamy πρεσβεύει το ακριβώς αντίθετο, δηλαδή, ότι η διανομή υψηλού μερίσματος μειώνει την αξία της επιχείρησης. Η γνώμη αυτή στηρίζεται σε δύο βασικά επιχειρήματα. Πρώτον, ότι η άντληση των κεφαλαίων συνεπάγεται ορισμένο κόστος, άρα τα μερίσματα θα περιοριστούν σε συγκεκριμένο ποσό, πέραν του οποίου, θα γίνεται εξωτερική χρηματοδότηση. Δεύτερον, στο μεγαλύτερο μέρος των χωρών τα μερίσματα υπόκεινται σε αυστηρότερη φορολογία από τα κεφαλαιακά κέρδη.

Η τρίτη και τελευταία θεωρία είναι εκείνη των Miller & Modigliani, οι οποίοι κράτησαν μια κάπως ουδέτερη θέση, υποστηρίζοντας ότι κάτω από ορισμένες συνθήκες η μερισματική πολιτική είναι αδιάφορη με την αξία της επιχείρησης. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση ή η μείωση του πλούτου των μετόχων σχετίζεται αποκλειστικά με την πραγματική τιμή της μετοχής όχι μόνο με την τρέχουσα. Επομένως, εφόσον οι μέτοχοι δεχτούν υψηλότερο μέρισμα, το επιπλέον ποσό προέρχεται αναγκαστικά από

εξωτερική χρηματοδότηση, η οποία εμπεριέχει κόστος με την μορφή τόκων και κατά συνέπεια μελλοντικά θα δεχτούν μικρότερο μέρισμα.

2.4 Δημιουργία οικονομικής αξίας

Όπως προκύπτει από τα παραπάνω η κουλτούρα δημιουργίας πλούτου (οικονομική αξία) έχει επικρατήσει σε όλες τις αγορές. Ανέκαθεν οι επενδυτές ενδιαφέρονταν και ασχολούνταν σε μεγάλο βαθμό για την απόδοση των επενδύσεών τους. Τα τελευταία χρόνια, ωστόσο, έχουν προκύψει σημαντικές αλλαγές και μια σειρά παραγόντων έχει οδηγήσει τα ανώτερα στελέχη των εταιρειών να επαναπροσδιορίσουν του ρόλους των ίδιων αλλά και των επιχειρήσεών τους, ειδικότερα σε σχέση με την δημιουργία οικονομικής αξίας για του μετόχους. Σύμφωνα με τους S.David Young και Stephen F. O' Byrne, οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής:

1. Η απελευθέρωση των αγορών κεφαλαίου

Μέχρι πρόσφατα οι αγορές κεφαλαίου ήταν τμηματοποιημένες και υψηλά κανονιστικές. Τα όρια στην ροή κεφαλαίου είχαν ως συνέπεια την στασιμότητα των κεφαλαιακών πόρων. Έτσι, τα στελέχη των επιχειρήσεων ήταν ωφελημένα καθώς δεν δέχονταν πιέσεις σχετικά με την απόδοση της εταιρείας. Το κλίμα αυτό μεταβλήθηκε σταδιακά τις δεκαετίες 1970-1980 εξαιτίας σημαντικών γεγονότων, όπως για παράδειγμα οι πετρελαϊκές κρίσεις (1973,1979) που οδήγησαν σε δραματική άνοδο των τιμών των προϊόντων, δημιουργώντας, επίσης, ένα αυξανόμενο ρεύμα απελευθέρωσης σε πολλούς τομείς της οικονομίας. Παράλληλα, τα χρηματιστήρια των χωρών, προκειμένου να προωθήσουν τα συμφέροντα των εισηγμένων επιχειρήσεων ξεκίνησαν μια σειρά άρσης περιορισμών στους ξένους διαπραγματευτές, αυξάνοντας συγχρόνως την ρευστότητα των χρηματιστηριακών συναλλαγών

2. Νέα γενιά επενδυτών

Καθώς οι εξελίξεις δεν είχαν σταματημό, άρχισε να δημιουργείται μια νέα γενιά επενδυτών με υψηλά εισοδήματα και με διαφοροποιημένες ιδέες από εκείνες των προγόνων τους. Ιδέες που δεν είχαν να κάνουν με την αποταμίευση υπέρογκων ποσών σε τραπεζικούς λογαριασμούς αλλά απευθύνονταν κυρίως σε επενδύσεις.

3. Ανάπτυξη αμοιβαίων κεφαλαίων

Τα προηγούμενα γεγονότα είχαν ως αποτέλεσμα την ραγδαία αύξηση του αριθμού αλλά και του μεγέθους των αμοιβαίων κεφαλαίων. Τα κεφάλαια αυτά διαχειρίζονται πλέον από επαγγελματίες που έχουν ως στόχο την μεγιστοποίηση των αποδόσεων της κάθε επιχείρησης.

2.5 Μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας

Προκειμένου να προσδιοριστεί η αξία της επιχείρησης κατά καιρούς έχουν προταθεί διάφορες τεχνικές χρησιμοποιώντας τόσο ιστορικά στοιχεία όσο και στοιχεία που αφορούν το κόστος κεφαλαίου. Η μέθοδος αποτίμησης που επιλέγεται κάθε φορά εξαρτάται κυρίως από τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης όπως το επίπεδο κερδοφορίας, οι δυνατότητες περαιτέρω ανάπτυξης, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, η πολιτική μερισμάτων κ.λπ. καθώς επίσης και από παράγοντες όπως ο χρονικός ορίζοντας λειτουργίας της επιχείρησης και ο πραγματικός λόγος για τον οποίο διενεργείται η αποτίμηση. Στο άρθρο τους «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares» (Journal of Business Oct. 1961) οι F. Modigliani και M.H. Miller διατύπωσαν και απάντησαν στο ερώτημα «Ποια μέτρα των εταιρικών επιδόσεων έχει αξιοποιήσει η αγορά» λέγοντας ότι υπάρχουν τέσσερις εναλλακτικές: κέρδη, ευκαιρίες επενδύσεων, ταμειακές ροές και μερίσματα με την προϋπόθεση ότι όλες είναι μεταξύ τους ταυτόσημες, πράγμα το οποίο στην πραγματικότητα είναι κάπως δυσχερές. Πλέον, οι τεχνικές για τον προσδιορισμό της αξίας της επιχείρησης μπορούν να ομαδοποιηθούν ως εξής:

➤ Μέθοδοι που συνάγουν με λογιστικά κέρδη:

α) Αποτίμηση βάσει πολλαπλάσιων δεικτών της αγοράς (πολλαπλασιαστές)

β) Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου

γ) Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των ενδεχόμενων κερδών της επόμενης περιόδου

δ) Μέθοδος «Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς»

➤ Μέθοδοι που συνάγουν με το οικονομικό κέρδος:

α) Προεξόφληση ταμειακών ροών

β) Αγοραία προστιθέμενη αξία

γ) Προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Κεφάλαιο 3 Λογιστικές μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας της επιχείρησης

Οι μέθοδοι όπως κατηγοριοποιήθηκαν στο προηγούμενο κεφάλαιο οδηγούν η κάθε μια σε διαφορετικά αποτελέσματα. Η βασικότερη διαφορά τους έγκειται στο γεγονός ότι οι οικονομικές μέθοδοι λαμβάνουν υπόψιν το κόστος ευκαιρίας των κεφαλαίων των μετόχων ενώ οι λογιστικές όχι. Στο παρόν κεφάλαιο, λοιπόν, θα εξεταστούν οι μέθοδοι προσδιορισμού αξίας επιχείρησης που έχουν λογιστική βάση.

3.1 Πολλαπλασιαστές κερδών

Η αποτίμηση βάσει πολλαπλασίων δεικτών της αγοράς αποτελεί μία τεχνική που χρησιμοποιείται αρκετά συχνά και σε σημαντικό βαθμό από όλες τις επιχειρήσεις κατά βάση, όμως, από τις μικρομεσαίες. Το βασικό στοιχείο είναι ο συσχετισμός και η αναφορά στα κέρδη. Προκειμένου να υλοποιηθεί η εν λόγω μέθοδος, χρησιμοποιούνται τόσο ιστορικά στοιχεία όσο και οικονομικά δεδομένα χωρίς να λαμβάνονται υπόψιν τυχόν μελλοντικές προβλέψεις. Αυτό που χρειάζεται να αποσαφηνιστεί πριν την εφαρμογή των πολλαπλασιαστών είναι η έννοια του κέρδους διότι άλλες φορές ως κέρδη ορίζονται τα «μετά φόρων κέρδη», «κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT)», «κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA)» «Προσαρμοσμένο EBITDA» και κάποιες άλλες το «cash flow του πωλητή (Seller Discretionary Earnings)». Με οποιαδήποτε έννοια, η χρήση των κατάλληλων κερδών προσδιορίζεται κάθε φορά από το μέγεθος της επιχείρησης και από την ευχέρεια του εκάστοτε ιδιοκτήτη στον διαχειρισμό των εξόδων. Δηλαδή, σε μια εισηγμένη στο Χρηματιστήριο επιχείρηση δεν υφίσταται ελευθερία χειρισμού των εξόδων ως προσωπικά έξοδα κάποιου. Θα ήταν καταλληλότερο, επομένως, να χρησιμοποιηθούν «κέρδη προ φόρων» ή το «EBIT» για τον προσδιορισμό της αξίας και ενδεχομένως μεγάλους πολλαπλασιαστές. Αντιθέτως, εάν σε μία επιχείρηση υπάρχει κάποιος ο οποίος έχει τον απόλυτο έλεγχο των εξόδων, όπως στην περίπτωση των ατομικών εταιρειών, τότε το ιδανικότερο θα ήταν η αναπροσαρμογή των πραγματικών κερδών και η εφαρμογή του Seller Discretionary Earnings (SED) και πιθανότατα η χρήση πολύ μικρότερων πολλαπλασιαστών.

Ουσιαστικά, οι πολλαπλασιαστές αποτελούν δείκτες (ratios) της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης που βασίζονται στον τρόπο με τον οποίο η αγορά αποτιμά ομοειδής

επιχειρήσεις (relative valuation). Παρακάτω αναλύονται οι πιο διαδεδομένοι δείκτες σχετικής αποτίμησης.

3.1.1 Λόγος αγοραίας τιμής προς κέρδη

Ισούται με το πηλίκο της τρέχουσας αξίας της μετοχής (market price share) προς τα κέρδη ανά μετοχή (earnings per share)

$$P/E = \text{Market price per share} / \text{Earnings per share}$$

Ο παραπάνω δείκτης μετρά το ποσό που είναι διατεθειμένοι να καταβάλλουν οι επενδυτές για τα κέρδη της επιχείρησης. Σε χρηματιστηριακή βάση, αποτελεί μια αντιπροσωπευτική εικόνα των αναλυτών για το πόσο μια μετοχή είναι υπερτιμημένη ή υποτιμημένη σε σχέση με μια άλλη. Βασική δυσκολία είναι ο υπολογισμός των κερδών και πιο συγκεκριμένα ποια από τις κατηγορίες κερδών που αναφέρθηκαν πιο πάνω πρέπει να ληφθούν υπόψη. Η σημαντικότητα της επιλογής του είδους των κερδών που θα χρησιμοποιηθεί αποκτά ιδιαίτερη σημασία όταν γίνεται λόγος για επιχειρήσεις με υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης. Σημειώνεται, επίσης, ότι ο δείκτης P/E, μεμονωμένα, δεν είναι ικανός να παρέχει επαρκή πληροφόρηση για την αξία της επιχείρησης, για αυτό είναι αναγκαία η ανάλυσή του κάτω από την επήρεια διαφόρων μεταβλητών όπως ο χρόνος, ο κλάδος επιχειρήσεων κ.ο.κ.

3.1.2 Λόγος αγοραίας τιμής προς τον ρυθμό ανάπτυξης

Ο πιο πάνω δείκτης ισούται με το πηλίκο του PE ratio προς τον αναμενόμενο ρυθμό ανάπτυξης, όπως φαίνεται και στην παρακάτω τυπολογία:

$$PEG = \text{PE Ratio} / \text{Expected Growth Rate}$$

Η προσέγγιση αυτή χρησιμοποιείται κατά κόρον από τους αναλυτές χρεογράφων ώστε να εκτιμηθεί η πορεία της μετοχής σε σύγκριση με τον δείκτη PE και τον ρυθμό

ανάπτυξης. Ειδικότερα, υποστηρίζει πως όταν ο δείκτης PE είναι μικρότερος από τον ρυθμό ανάπτυξης τότε η μετοχή είναι υποτιμημένη και αντιστρόφως. Κάνοντας λόγο για αξία επιχείρησης, ο δείκτης PEG δείχνει ότι η μελλοντική αξία μιας επιχείρησης που αναπτύσσεται πιο γρήγορα από κάποια άλλη θα είναι μεγαλύτερη, αν όλοι οι παράγοντες που την επηρεάζουν παραμείνουν σταθεροί.

Ωστόσο, στην πραγματικότητα ο PEG συνάδει με τον ρυθμό ανάπτυξης, το ποσοστό διανομής κερδών αλλά και τον κίνδυνο. Οι μεταβολές σε οποιαδήποτε από τα παραπάνω μεγέθη θα επηρεάσει άμεσα την τιμή του παραπάνω δείκτη. Ειδικότερα, εάν παρατηρηθεί άνοδος του ρυθμού ανάπτυξης η τιμή του δείκτη θα μειωθεί, τουλάχιστον αρχικά. Κατά την σύγκριση PEG επιχειρήσεων με διαφορετικούς ρυθμούς ανάπτυξης συνηθίζεται να χρησιμοποιούνται εκτιμήσεις μεγάλων χρονικών διαστημάτων (3-5 έτη). Ως προς τον κίνδυνο, μια ενδεχόμενη αύξηση του θα προκαλέσει κάθοδο του PEG. Έτσι, οι επιχειρήσεις με υψηλά επίπεδα κινδύνου παρουσιάζουν συνήθως χαμηλές τιμές του δείκτη. Από την άλλη, ανέρχεται σε υψηλά επίπεδα ποσοστού διανομής των κερδών. Αυτό συμβαίνει διότι ο ρυθμός ανάπτυξης έχει άμεση σχέση με το ποσοστό διανομής των κερδών μέσω του ROE (Return On Investment). Για υψηλό ROE, ο δείκτης PEG παραμένει σε υψηλά επίπεδα άρα η αξία της επιχείρησης θεωρείται μεγάλη.

3.1.3 Λόγος αγοραίας προς λογιστικής αξίας

Ισούται με το πηλίκο της χρηματιστηριακής αξίας προς την λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων και ορίζεται ως εξής:

$$P/BV = \text{Price per share} / \text{Book value of equity per share}$$

ή

$$P/BV = \text{Market value of equity} / \text{Book value of equity}$$

Εκφράζει έναν ακόμη πολλαπλασιαστή λογιστικής αξίας (book value multiples) και υπολογίζει, με λίγα λόγια, την αξία των ιδίων κεφαλαίων μια επιχείρησης. Θεωρείται ένα ασφαλές μέτρο αποτίμησης της αξίας της επιχείρησης που συνάδει με τα κέρδη της. Στο μοναδικό σημείο που υστερεί είναι ο επηρεασμός του από τις λογιστικές αρχές και κατά συνέπεια στις λογιστικές καταστάσεις της εταιρείας. Για παράδειγμα, εξαιτίας

μιας συγκεκριμένης απόφασης των λογιστικών αρχών και την αλλαγή της τιμής του δείκτη είναι δυνατόν να διαφοροποιηθεί η πραγματική αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί ο άνω δείκτης, θα πρέπει να ληφθεί υπόψη από τους αναλυτές ότι η λογιστική αξία δεν αναπροσαρμόζεται αρκετά συχνά, άρα υποχρεούται να χρησιμοποιούν το ίδιο μέτρο της λογιστικής αξίας για όλες τις προς αποτίμηση επιχειρήσεις.

3.1.4 Λόγος αγοραίας αξίας προς έσοδα

Ισούται με το πηλίκο της αγοραίας αξίας της μετοχής προς τα έσοδα:

Price to Sales Ratio = Market value of equity/ Revenues

Ο πολλαπλασιαστής πωλήσεων υπολογίζει κατ' ουσίαν την αξία της εταιρείας. Αποτελεί έναν σημαντικό δείκτη που χαρακτηρίζεται από σταθερότητα και αυτό απορρέει από το γεγονός ότι οι πωλήσεις δεν μπορούν εκ των πραγμάτων να υπαχθούν σε πιθανή λογιστική στρέβλωση. Η χρήση του ενδείκνυται για αποτίμηση επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται σε διαφορετικές αγορές με διαφορετικά λογιστικά πρότυπα. Η βασικότερη ανεπάρκειά του εντοπίζεται στο γεγονός ότι δίνει ουσιαστική έμφαση στα έσοδα της επιχείρησης κάτι που μπορεί να αποδώσει μεγάλες τιμές σε εταιρείες με υψηλά έσοδα. Αυτό δημιουργεί πρόβλημα διότι μία επιχείρηση για να παράξει αξία πρέπει να εμφανίζει όχι μόνο έσοδα αλλά και σημαντικές ταμειακές ροές.

3.1.5 Λόγος αγοραίας αξίας προς κόστος αντικατάστασης

Σύμφωνα με τον James Tobin η μέθοδος αυτή έρχεται σε αντιπαράδοχή με τις παραδοσιακές μεθόδους και υποστηρίζει τον προσδιορισμό της αξίας μιας επιχείρησης συγκρίνοντας την αγοραία αξία ενός παγίου στοιχείου με το κόστος αντικατάστασής του. Ο εν λόγω δείκτης πήρε το όνομά του από τον εμπνευστή του και ορίζεται ως εξής:

Tobins Q = Market Value of Assets in Place/ Replacement Cost of Assets in Place

Παρότι η χρήση του δείκτη προσφέρει ορισμένα πλεονεκτήματα από θεωρητικής τουλάχιστον άποψης, δεν παύει να έχει κάποια ελαττώματα πρακτικής υφής. Ένα από αυτά είναι το γεγονός ότι το κόστος αντικατάστασης αποτελεί μία ποσότητα η οποία είναι δυσχερής να εκτιμηθεί για συγκεκριμένα πάγια στοιχεία.

3.2 Κεφαλαιοποίηση κερδών (Income Capitalization Based Method)

Η πρόβλεψη των κερδών για μία σειρά μελλοντικών ετών, προσδιορίζεται από μία σειρά υποθέσεων αναφορικά με τη μελλοντική λειτουργία, τις προβλέψεις πωλήσεων, την προοπτική της αγοράς, την πορεία του ανταγωνισμού, κ.λ.π.. Η αναγωγή των κερδών σε παρούσες αξίες με ένα συντελεστή προεξόφλησης μας προσδιορίζει την αξία της επιχείρησης. Αυτή η μεθοδολογία είναι περισσότερο κατάλληλη για μεγαλύτερες επιχειρήσεις με πωλήσεις €3M+ και ευκολία στον προσδιορισμό λογικών και αξιόλογων προβλέψεων. Οι μεταβολές στο ευρύτερο περιβάλλον καθώς και στην συγκεκριμένη αγορά, μαζί με τις σχεδόν αυθαίρετες παραδοχές για πωλήσεις και προβλέψεις κάνουν αυτήν την μεθοδολογία ακατάλληλη για μικρές επιχειρήσεις.

3.2.1 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των οργανικών κερδών της προηγούμενης περιόδου

Η συγκεκριμένη μέθοδος βασίζεται στην ακόλουθη αρχή ότι η αξία της επιχείρησης είναι αυτή που αν τοποθετηθεί με το κόστος ιδίων κεφαλαίων, αποδίδει ετήσιο εισόδημα ισοδύναμο με τον μέσο όρο των ετήσιων κερδών. Έτσι, κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των οργανικών καθαρών κερδών της τελευταίας πενταετίας με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Κατά την μέθοδο αυτή κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των καθαρών οργανικών κερδών της τελευταίας τριετίας με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, δηλαδή η συνολική αξία της επιχείρησης ισούται με την αρχική αξία μιας διηνεκούς ετήσιας σταθερής ράντας της οποίας ετήσιος όρος είναι ο μέσος όρος των κερδών της τελευταίας τριετίας, όπως φαίνεται και πιο κάτω:

$$A_{\infty} = \text{Μέσα Ετήσια Καθαρά Κέρδη} \times \frac{1 - (1+i)^{-\infty}}{i}$$

3.2.2 Κεφαλαιοποίηση του μέσου όρου των ενδεχόμενων κερδών της επόμενης περιόδου και της υπολειπόμενης καθαρής θέσης

Στη μέθοδο αυτή κυριαρχεί η σκέψη ότι ο μέτοχος πρέπει να αποκομίσει από την επιχείρηση ετήσια κέρδη ίσα τουλάχιστον με το εισόδημα από τόκους που θα αποκόμιζε από τα κεφάλαια τα οποία θα διαθέσει για την αγορά της επιχείρησής. Γι' αυτό λοιπόν κεφαλαιοποιείται ο μέσος όρος των οργανικών κερδών που προβλέπεται να υπάρξουν στην επόμενη πενταετία με το τρέχον επιτόκιο τοποθέτησής. Συνήθως, δίνονται προϋπολογιστικά στοιχεία αποτελεσμάτων της προσεχούς πενταετίας τα οποία θεωρούνται ότι, σύμφωνα με τη δυναμικότητα της εταιρείας είναι πραγματοποιήσιμα.

3.3 Μέθοδος της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς

Η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται για την εκτίμηση της αξίας των εταιρειών οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εφαρμόζει τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Αξία επιχείρησης} = (\text{Πραγματική Καθαρή Θέση} + \text{Μέσος Όρος Οργανικών Κερδών Τελευταίας 5ετίας}) \times 12$$

Κεφάλαιο 4 Οικονομικές μέθοδοι προσδιορισμού αξίας επιχείρησης

Όπως έχει αναφερθεί η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη ώστε οι μέτοχοι να έχουν μια σαφή εικόνα για την πορεία της. Ακόμη, είναι αναγκαία προκειμένου να γίνει μια εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή συγχώνευση μιας εταιρείας με μία άλλη. Έτσι, ανάλογα με την φάση λειτουργίας και το περιβάλλον που βρίσκεται μια επιχείρηση, χρησιμοποιείται και διαφορετική μέθοδος υπολογισμούς της αξίας. Παρακάτω θα αναλυθούν οι συνηθέστερα χρησιμοποιούμενες μέθοδοι.

4.1 Προεξόφληση ταμειακών ροών

Αποτελεί μία από τις πλέον αποδεκτές και συγχρόνως αξιόπιστες μεθόδους αξιολόγησης. Δεν υπολογίζει απλά την αξία των περιουσιακών στοιχείων διότι πολλές φορές η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να είναι πολύ μεγαλύτερη από το άθροισμα αυτών. Η παραδοχή της έχει να κάνει ουσιαστικά με την αύξηση της αξίας της επιχείρησης που αποτελεί απόρροια επιπρόσθετων παραγόντων όπως η εδραίωση της επιχείρησης στην αγορά, οι συνεργασίες, η φήμη και η πελατεία. Ωστόσο, οι κυριότεροι παράγοντες που εξαρτάται είναι οι παρακάτω:

- α) το μέγεθος των ταμειακών ροών
- β) την χρονική στιγμή που παράγονται
- γ) το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου

Είναι μία τεχνική που καθίσταται ιδιαίτερα σημαντική διότι έχει την δυνατότητα να χρησιμοποιηθεί σε επιχειρήσεις οι οποίες δεν είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο ή ακόμη και σε μεμονωμένα τμήματα επιχειρήσεων. Επιπλέον, παρουσιάζει μεγάλο ενδιαφέρον το γεγονός ότι εφαρμόζεται σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται σε ξεχωριστούς κλάδους (αρχή της προσθετικότητας) όπως επίσης και το πλεονέκτημα να εφαρμοστεί ακόμη και σε επίπεδο πελάτη αθροίζοντας την συγκεκριμένη αξία του.

Πιο συγκεκριμένα, κατά την εν λόγω μέθοδο η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Επομένως ισχύει:

$$\text{Value} = \sum_{t=1}^{t=n} \text{CF}_t / (1+r)^t$$

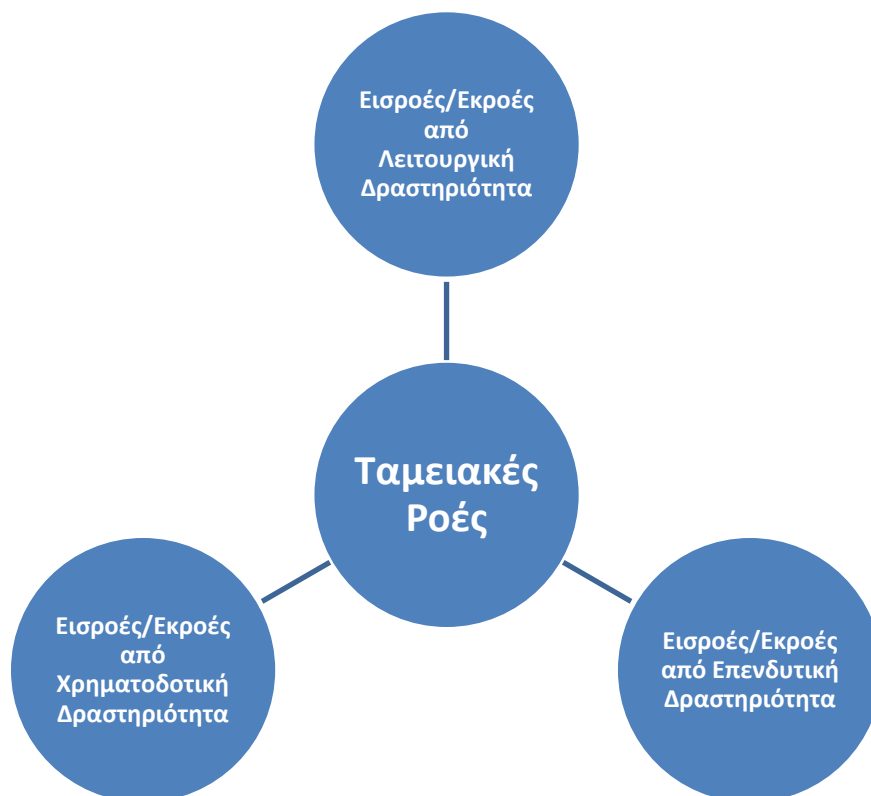
όπου n = διάρκεια ωφέλιμης ζωής

CF_t = ταμειακές ροές περιόδου t

r = συντελεστής προεξόφλησης

4.1.1 Ταμειακές ροές επιχείρησης

Η κατάσταση των ταμιακών ροών παρουσιάζει την δυνατότητα μια επιχείρησης να παράγει ταμιακά διαθέσιμα από τη δραστηριότητά της, τις πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποίησε καθώς και την χρήση των χρηματικών πόρων που έκανε, σε μία ορισμένη χρονική περίοδο, π.χ. ενός λογιστικού έτους. Είναι υποχρεωτική για όλες τις εταιρείες σύμφωνα με τον σχετικό κανονισμό. Οι κατηγορίες των ταμιακών ροών αναλύονται στο παρακάτω σχήμα.



Σχήμα 1: Ταμειακές ροές

Είναι ιδιαίτερα σημαντικό για μια επιχείρηση να καταρτίζει ανά τακτά χρονικά διαστήματα την κατάσταση ταμειακών ροών διότι προσφέρει χρήσιμες πληροφορίες για την θέση της στον κλάδο. Ειδικότερα, προσφέρει τα εξής:

- Την δυνατότητα να παράγει ταμειακά διαθέσιμα και ταμιακά ισοδύναμα από την δραστηριότητά της.
- Την δυνατότητα να παράγει μελλοντικές ταμειακές ροές ή την πιθανότητα να αντιμετωπίσει ταμειακή ανεπάρκεια στο μέλλον.
- Την χρήση των ταμιακών διαθεσίμων που έκανε κατά τη διάρκεια της περιόδου που αφορούν.
- Τις μεταβολές στην καθαρή περιουσία και την χρηματοοικονομική δομή της εταιρίας.
- Την πραγματική οικονομική απόδοση, απαλλαγμένη από λογιστικές πρακτικές όπως οι αποσβέσεις και οι προβλέψεις.
- Την πιστωτική πολιτική που ακολουθεί και πώς αυτή επηρεάζει τα ταμειακά διαθέσιμα.
- Τις χρηματοδοτικές πηγές που χρησιμοποιεί για τη λειτουργία και τις επενδύσεις της

4.1.2 Μέθοδος προεξόφλησης ελεύθερων ταμειακών ροών

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (πωλήσεων, επενδύσεων κ.λπ.) για ένα ορισμένο προσεχές διάστημα, συνήθως πέντε ετών. Ανάλογα με τη λειτουργικά δραστηριότητα της προς αξιολόγηση επιχείρησης υπάρχουν δύο προσεγγίσεις: η προεξόφληση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της επιχείρησης (Free Cash Flows to the Firm) ή προς του μετόχους (Free Cash Flows to Equity).

4.1.3 Υπολογισμός ελεύθερων ταμειακών ροών

Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές. Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της εταιρείας. Αναλύοντας τα συστατικά στοιχεία των ελεύθερων ταμιακών ροών, ο υπολογισμός τους να συνοψιστεί στα εξής τυπολογία:

Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

- **Depreciation & Amortization**
 - **Taxes**
-

= Net Operating Profits After Taxes

- **+ Depreciation & Amortization**
-

= Operating Cash Flow

- **Capital Expenditures (Gross)**
 - **Changes in Working Capital (Gross)**
-

= FREE CASH FLOW

Η παραπάνω σχέση μπορεί να γραφεί και ως εξής:

Operating Cash Flow = NOPAT + Depreciation ή

Gross Investment = Net Investment + Depreciation και

Free Cash Flow = Operating Cash Flow – Gross Investment,

δηλαδή,

Free Cash Flow = NOPAT – Net Investment in Operating Assets

όπου

Operating Cash Flow: Λειτουργική Ταμειακή ροή

Net Operating Profit After Taxes (NOPAT): Καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων

Depreciation: Αποσβέσεις

Capital Expenditures: Κεφαλαιουχικές δαπάνες

Taxes: Φόροι

Στη συνέχεια, με βάση την παραπάνω ανάλυση χρειάζεται να προεξοφληθούν οι ελεύθερες ταμιακές ροές με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο, το οποίο εκφράζει είτε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίων της εταιρείας (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους. Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η υπολειμματική αξία υπολογίζεται ως η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία) και δίνεται από την εξής τυπολογία:

$$V_{ier} = \frac{FCF_k \cdot (1+g)}{(WACC - g)}$$

Ωστόσο, για τις ώριμες επιχειρήσεις γίνεται η παραδοχή πως διατηρούν την θέση τους στην αγορά. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι ως ετήσιος ρυθμός αύξησης των ταμειακών ροών θεωρείται ο ρυθμός αύξησης της οικονομίας (ρυθμός αύξησης Α.Ε.Π.). Έτσι, τελικά η υπολειμματική αξία υπολογίζεται από την πιο κάτω σχέση:

$$V_{oc} = \sum_{t=1}^k \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{V_{ter}}{(1+WACC)^k}$$

Από την άλλη, ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ή άλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου. Το κόστος αυτό αποτιμάται με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή CAPM), μία από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους, βάση της ακόλουθης σχέσης:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f)$$

όπου,

K_e : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

R_f : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου

β : ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$R_m - R_f$: η προσαύξηση κίνδυνου κεφαλαιαγοράς

Σε ορισμένες περιπτώσεις ενδέχεται όμως από τις προς αποτίμηση εταιρείες μερικές να διαθέτουν περιουσιακά στοιχεία όπως χαρτοφυλάκια χρεογράφων, συμμετοχές σε ομοειδείς ή/ και σε άλλες εταιρείες, πλεονάζοντα πάγια ή/ και υποχρεώσεις, καθώς επίσης και σημαντικά επίπεδα διαθεσίμων ή/ και δανεισμού. Σε αυτές τις περιπτώσεις, η πραγματική αξία μιας εταιρείας προκύπτει βάσει της ακόλουθης σχέσης :

4.1.4 Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων)

Στην εν λόγω μέθοδο υπολογίζεται η αξία της επιχείρησης βάση της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών. Αυτό γίνεται προεξοφλώντας τις ταμειακές ροές με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate).

ΠΑ ΜΤΡ

+ Παρούσα Αξία στο Διηγεκές

= **Αξία Επιχείρησης**

- + Παρούσα Αξία Συμμετοχών
 - + Πλεόνασμα Πάγια/ Υποχρεώσεις
 - + Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού
- = Συνολική Αξία Επιχείρησης**

Στον παρακάτω Πίνακα δίνεται ένα πραγματικό παράδειγμα για τον τρόπο που υπολογίζεται από αρμόδια ελεγκτική εταιρεία η αξία της επιχείρησης ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε., χρησιμοποιώντας τα απαραίτητα στοιχεία που σημειώθηκαν και πιο πάνω. Έτσι, μπορεί να γίνει ευκολότερα αντιληπτή η διαδικασία που ακολουθεί η σχετική μέθοδος.

Για την εφαρμογή της ανωτέρω μεθόδου λήφθηκαν υπόψη οι ακόλουθες παραδοχές:

- Ως χρονικός ορίζοντας για την αναγωγή των ετήσιων ταμιακών πλεονασμάτων λήφθηκε η προσεχής πενταετία 2008-2012.
- Ως υπολειμματική αξία της εταιρείας στο τέλος της πενταετίας εκτιμάται στην παρούσα αξία των ταμιακών πλεονασμάτων που αναμένεται ότι θα πραγματοποιήσει η εταιρεία στην περίοδο των επόμενων της πενταετίας τριών ετών και ότι τα ετήσια πλεονάσματα εκτιμώνται στο μέσο όρο των ταμιακών πλεονασμάτων της πενταετίας.
- Ως επιτόκιο προεξόφλησης λήφθηκε ποσοστό 6,75% (κανονικό επιτόκιο 5,25% και ασφάλιστρο κινδύνου 1,50%).
- Σύμφωνα με την ισχύουσα φορολογική νομοθεσία η εταιρεία φορολογείται με συντελεστή 25%.

	2008	2009	2010	2011	2012	Μέσος όρος
Κύκλος εργασιών (πωλήσεις)	2.716.865	2.894.873	5.037.259	5.190.453	5.344.028	4.236.696
Μείον: Κόστος πωλήσεων	2.651.969	2.728.046	4.332.233	4.265.435	4.262.153	3.647.967
Μικτά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως	64.896	166.827	705.026	925.018	1.081.875	588.728
Μείον: - Εξόδα διοικητικής λειτουργίας	-49.400	-51.870	-54.464	-57.187	-60.046	-54.593
Μερικά αποτελέσματα κέρδη εκμεταλλεύσεως	15.496	114.957	650.563	867.831	1.021.829	534.135
Μείον: φόρος εισοδήματος	-3.874	-28.739	-162.641	-216.958	-255.457	-133.534
Πλέον: αποσβέσεις	11.622	86.218	487.922	650.873	766.372	400.601
Ταμιακή ροή	257.453	271.300	271.300	271.300	271.300	268.531
	269.075	357.518	759.222	922.173	1.037.672	669.132

Υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας

669.132	:	1,0675	626.822
669.132	:	1,1396	587.164
669.132	:	1,2165	550.047
			<u>1.764.032</u>

Υπολογισμός της αξίας της εταιρείας:

Έτος	Ταμιακό πλεόνασμα	Συντελεστής προεξόφλησης	Παρούσα αξία
2008	269.075	1,0675	= 252.061
2009	357.518	1,1396	= 313.734
2010	759.222	1,2165	= 624.116
2011	922.173	1,2986	= 710.135
2012	1.037.672	1,3862	= 748.550
Υπολειμματική αξία	1.764.032	1,3862	= <u>1.272.527</u>
			<u>3.921.123</u>

Πίνακας 1: Υπολογισμός αξίας ΝΗΡΕΥΣ ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε. Πηγή: ΝΗΡΕΥΣ Α.Ε.

4.2 Αγοραία προστιθέμενη αξία

Η έννοια της συγκεκριμένης μεθόδου μπορεί να αποδοθεί στην σχέση μεταξύ της αξίας αγοράς μιας επιχείρησης και του κεφαλαίου που έχουν τοποθετήσει οι μέτοχοι. Αποτελεί ένα σωρευτικό μέτρο αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης και απεικονίζει πόσο αποτελεσματικά έχει επενδύσει αυτή το κεφάλαιό της κατά το παρελθόν. Ο δείκτης, λοιπόν, της προστιθέμενης αγοραίας αξίας (Market Value Added ή MVA) ισούται με την εξής διαφορά:

$$\begin{aligned} \text{MVA} &= \text{Market Value of Stock} - \text{Equity Capital Supplied by Shareholders} \\ &= (\text{Shares Outstanding}) \times (\text{Stock Price}) - \text{Total Common Equity} \end{aligned}$$

όπου,

Market Value of Stock : Αγοραστική αξία

Equity Capital Supplied by Shareholders : Ίδια κεφάλαια

Shares Outstanding : Αριθμός μετοχών

Stock Price : Τιμή μετοχής

Total Common Equity Total Common Equity : Συνολικά ίδια κεφάλαια

Αξίζει να σημειωθεί, αρχικά, ότι κατά τον υπολογισμό της αγοραίας προστιθέμενης αξίας δεν λαμβάνεται υπόψιν το κόστος ευκαιρίας και το ποσό των κερδών που διανέμετε σαν μέρισμα στους μετόχους της επιχείρησης. Επιπλέον, χρησιμοποιείται αποκλειστικά για το σύνολο της επιχείρησης, δίχως να επιμερίσει την πιθανή δημιουργία αξίας σε συγκεκριμένα τμήματα ή σε μεμονωμένα επιχειρησιακά σχέδια.

Ωστόσο, ο δείκτης παρουσιάζει ορισμένες αδυναμίες, οι οποίες συνοψίζονται στα ακόλουθα:

1. Ο υπολογισμός του μπορεί να αποδειχθεί δυσχερής διότι επηρεάζεται άμεσα από την τιμή της μετοχής
2. Αναφέρεται σε προηγούμενες περιόδου, ενσωματώνοντας με αυτόν τον τρόπο αποφάσεις και αποδόσεις προηγούμενων Διοικήσεων

4.3 Προεξόφληση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας αποτελεί ένα ενιαίο μέτρο της εταιρικής απόδοσης που επιτρέπει στους επενδυτές να εντοπίζουν επενδυτικές ευκαιρίες και να παρακινήσει τους ιδιοκτήτες να προβούν σε προστιθέμενης αξίας επιχειρηματικές αποφάσεις. Θεωρείται ως ένα από τα πιο ισχυρά μέτρα υπολογισμού απόδοσης επιχείρησης. Έχει υπάρξει οικονομικό εργαλείο για πάνω από διακόσια χρόνια. Στην θεμελιώδη της μορφή η οικονομική προστιθέμενη αξία (Economic value added ή EVA) είναι η απλουστευμένη έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος. Αυτό για τους επενδυτές σημαίνει ότι για να κερδίσουν ένα επαρκές ποσοστό επιστροφής, η επιστροφή πρέπει να είναι αρκετά μεγάλη ώστε να αντισταθμίσει τον ενδεχόμενο κίνδυνο. Ως εκ τούτου, το υπολειμματικό εισόδημα είναι μηδενικό εάν η λειτουργική επιστροφή (operating return) είναι ακριβώς ίση με την απαιτούμενη επιστροφή κινδύνου. Φυσικά, η απαιτούμενη απόδοση είναι μια κεφαλαιακή επιβάρυνση τόσο για το χρέος όσο και για τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης. Αντιθέτως, το λογιστικό μέτρο κέρδους, αναγνωρίζοντας την ανάγκη να χρησιμοποιηθεί το υπολειμματικό εισόδημα, αφαιρεί μια απαιτούμενη επιστροφή μόνο για ύψιστης σημασίας ασφάλειες, ενώ το κόστος των τόκων του χρέους και των μερισμάτων καταβάλλονται μόνο στις προνομιούχες μετοχές.

4.4 Σύγκριση προστιθέμενης αγοραίας αξία (MVA) και οικονομικής προστιθέμενης αξίας (EVA)

Ανάμεσα στις αξίες MVA και EVA μπορεί κανείς να ανακαλύψει μία έμμεση σχέση. Παρότι έχουν ορισμένες βασικές διαφορές δεν παύουν να υπάρχουν και σημαντικές ομοιότητες. Αυτό συμβαίνει κατά κύριο λόγο διότι η MVA έχει ως κύριο παράγοντα ανάλυσης την χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, η οποία με την σειρά της επηρεάζεται από τις προσδοκίες για μελλοντικές ελεύθερες ταμειακές ροές της επιχείρησης. Έτσι, στην περίπτωση που δεν μεταβληθούν οι

προσδοκίες στην αγοράς για τις μελλοντικές αποδόσεις τότε μία ενδεχόμενη αύξηση της MVA θα είναι ίση με την ποσότητα EVA που αντιστοιχεί στους επενδυτές . Μία ουσιαστική ομοιότητα μεταξύ EVA και MVA είναι το προφανές, ότι και οι δύο μέθοδοι στοχεύουν στην δημιουργία αξίας για την επιχείρηση. Από την άλλη, οι διαφορές έγκεινται σε ορισμένα σημεία, δηλαδή, όταν η οικονομική προστιθέμενη αξία εφαρμόζεται σε επίπεδο επιχειρησιακής μονάδας, η αγοραία εφαρμόζεται αποκλειστικά σε επίπεδο επιχείρησης. Ακόμη, η MVA αντανακλά τις παρελθούσες επιδόσεις της επιχείρησης ενώ η οικονομική προστιθέμενη αξία αποδίδει την αξία που δημιουργήθηκε κατά την διάρκεια μιας χρήσης.

Κεφάλαιο 5 Οικονομική Προστιθέμενη αξία

Στο προηγούμενο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν οι μέθοδοι υπολογισμού αξίας μιας επιχείρησης, κάτι που αποτελεί ίσως την βασικότερο στόχο των διαχειριστών της. Είναι ιδιαίτερος σημαντικό να προσδιορισθεί ένα νέο μέγεθος που να δείχνει την αξία που παράγεται από μια επιχείρηση σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο ώστε να δημιουργεί αξία και στους μετόχους της. Στο παρόν κεφάλαιο, λοιπόν, θα παρουσιαστεί αναλυτικά η σημασία της EVA και η χρήση της ως αξιόπιστο μέτρο αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης.

5.1 Ορισμός EVA

Η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added-EVA) είναι ένα από τα διαθέσιμα μέτρα που καθορίζουν την απόδοση της επιχείρησης. Η EVA μετρά τον πλούτο που δημιουργεί μια εταιρεία κάθε έτος και καθορίζεται ως η ποσότητα που απομένει, αφαιρώντας το κόστος κεφαλαίου από το λειτουργικό κέρδος (προσαρμοσμένο για φόρους με βάση τα μετρητά) (Stewart, 1990). Ωστόσο, η EVA είναι ενδεχομένως κάτι παραπάνω από έναν εναλλακτικό τρόπο μέτρησης των κερδών. Θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως ο ακρογωνιαίος λίθος του συστήματος αποζημίωσης δημοσιονομικής διαχείρισης και κινήτρων που αλλάζει όχι μόνο τον τρόπο που τα στελέχη βλέπουν την εταιρεία αλλά και το πώς μπορούν να την διαχειριστούν. Για αυτό, τα αληθινά οφέλη της μέτρησης EVA πραγματοποιούνται όταν η διοίκηση κατανοεί τι εμπεριέχει η κερδοφορία της επιχείρησής της και έχει κίνητρο για να βελτιώσει μία τέτοια κερδοφορία με βάση τα ευρήματα αυτής της μέτρησης (Evanomics, 2011). Ως γνωστόν, ο στόχος όλων των επιχειρήσεων είναι να δημιουργήσουν αξία για τους μετόχους τους. Επιπρόσθετα, ο Evanomics (2011) δηλώνει ότι όταν μεγιστοποιείται η μακροπρόθεσμη EVA, η επιχείρηση μεγιστοποιεί και την δική της αξία. Σύμφωνα με τον Stewart (1990), η EVA μπορεί να θεωρηθεί τόσο ως μέτρο αξίας καθώς και ως μέτρο απόδοσης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη θέσπιση στόχων, την αξιολόγηση της απόδοσης, τον καθορισμό των μπόνους, την επικοινωνία με τους επενδυτές και τον προϋπολογισμό για τις κεφαλαιουχικές δαπάνες (Makelainen, 1998).

Το μοντέλο EVA στην απλούστερη μορφή του, υπολογίζει την αξία που μια επιχείρηση έχει δημιουργήσει ή έχει κατακερματίσει σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα, αφαιρώντας από το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά τους φόρους (NOPAT) τις απαραίτητες χρεώσεις που πρέπει να γίνουν στο κεφάλαιο που έχει χρησιμοποιήσει η εταιρεία προκειμένου να καλύψει τις δραστηριότητές της.

EVA = NOPAT – (Capital Charges)

Αποτελεί κατ' ουσίαν μια εκτίμηση του υπολειμματικού εισοδήματος που δημιουργεί μια επιχείρηση, λαμβάνοντας υπόψιν το NOPAT που παράγει όπως επίσης και της κεφαλαιακές επιβαρύνσεις για να παραχθούν τα κέρδη. Δεδομένου ότι αυτές οι επιβαρύνσεις είναι προϊόν των επενδεδυμένων κεφαλαίων η EVA μπορεί να οριστεί ως εξής:

EVA = NOPAT – (Invested Capital x WACC)

Το NOPAT αποτελεί μια συνάρτηση κερδών προ τόκων και φόρων και τον φορολογικό συντελεστή της επιχείρησης.

NOPAT = EBIT x (1 – Tax Rate)

Ορίζοντας ξανά την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου (ROIC) ως δείκτης του NOPAT, τότε η EVA μπορεί να επαναπροσδιοριστεί ως εξής:

EVA = Invested Capital x (ROIC – WACC)

όπου το επενδεδυμένο κεφάλαιο αναφέρεται στο άθροισμα του καθαρού κεφαλαίου κίνησης και των λειτουργικών μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή:

$$\text{Invested Capital} = (\text{Cash} + \text{Accounts Receivable} + \text{Inventories} + \text{Operating Long Term Assets}) - (\text{Accounts Payable} - \text{Accruals})$$

5.2 Ιστορία της EVA

Η EVA, όπως έχει ήδη αναφερθεί, είναι ένα μέτρο για τον καθορισμό της δημιουργίας αξίας σε έναν οργανισμό. Η EVA φωτίζει την πραγματική οικονομική απόδοση της επιχείρησης, καθώς αφαιρεί όλα τα έξοδα από το λογιστικό κέρδος. Το μέτρο EVA χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά το 1920 από την εταιρεία General Motors αλλά ξεχάστηκε για τα επόμενα χρόνια μέχρι που ήρθε ξανά στο προσκήνιο από τον Stern Stewart προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι εταιρείες στην έκταση των οικονομικών επιδόσεων με τη μέτρηση των κερδών μετά την αναμενόμενη απόδοση των μετόχων, πράγμα που δείχνει την οικονομική αποδοτικότητα (Shinder & McDowell, 1999). Ο Burksaitiene (2009) αναφέρει ότι η EVA δημιουργήθηκε ουσιαστικά από την εταιρεία συμβούλων Stern Stewart μετά την «εκλέπτυνση» του Υπολειμματικού Εισοδήματος (RI) ήταν εκλεπτυσμένο. Ο Burksaitiene (2009) συνεχίζει ότι με βάση την έννοια του οικονομικού κέρδους " οι Stern Stewart & Co. ανέπτυξαν την έννοια του μοντέλου EVA. Η βασική διαφορά μεταξύ των εννοιών της οικονομικής αξίας και του εναπομείναντος εισοδήματος για τον υπολογισμό των κερδών και του επενδεδυμένου κεφαλαίου» (σελ.711).

Για τη δημιουργία της EVA πραγματοποιήθηκαν προσαρμογές στα παραδοσιακά συμβατικά μέτρα κέρδους καθώς και στις λογιστικές μεθόδους, και ακολουθώντας αυτό το δρόμο, οι ιστορικοί λογιστικοί δείκτες αντικαταστάθηκαν από ένα μέτρο του οικονομικού κέρδους και των πραγματικών τιμών των περιουσιακών στοιχείων. Τα νέα μέτρα βοηθούν επίσης τους διευθυντές να αναδιαμορφώσουν τις προτεραιότητές τους παρακολουθώντας την προστιθέμενη αξία και τελικά με τον έλεγχο και την επίβλεψη του επενδεδυμένου κεφαλαίου με πιο αποτελεσματικό τρόπο ως μέρος ενός μεγαλύτερου συστήματος χρηματοοικονομικής διαχείρισης (Burksaitiene, 2009). Οι Teker et al. (2009) τονίζουν ότι η έννοια της EVA, ή του οικονομικού κέρδους όπως συχνά αποκαλείται, θα αποφύγει τα προβλήματα που προκαλούνται από την εμπορική επωνυμία και θα βοηθήσει στη δημιουργία αξίας για τους μετόχους, όπως έχει αναγνωρισθεί ως ο απόλυτος οικονομικός σκοπός των επιχειρήσεων.

Καθώς το Balanced Scorecard χρησιμοποιείται για να φωτίσει τους στόχους μίας επιχείρησης με στρατηγική, η EVA χρησιμοποιείται επίσης ως το μοναδικό πιο πολύτιμο μέτρο, καθώς και ως κοινή γλώσσα, για να φωτίσει την προστιθέμενη οικονομική αξία, με τη διαφορά ότι η EVA είναι το μοναδικό μέτρο που χρησιμοποιείται

για τη στάθμιση της διοικητικής επίδοσης. Χρησιμοποιώντας την EVA ως μία ενιαία μέτρηση θα απομακρυνθεί επίσης κάθε σύγχυση ως προς το ποια μέτρα θα πρέπει να αναζητήσουν οι διευθυντές.

Η EVA δεν αποτελεί μια νέα ανακάλυψη. Είναι ένα μέτρο λογιστικής απόδοσης το οποίο καλείται εναπομείναν εισόδημα (εισόδημα μετά φόρων) ορίζεται ως λειτουργικό κέρδος από το οποίο έχει αφαιρεθεί η κεφαλαιουχική δαπάνη. Η EVA είναι ως εκ τούτου, μία παραλλαγή του εναπομείναντος εισοδήματος με προσαρμογές σχετικά με το πώς κάποιος υπολογίζει το εισόδημα και το κεφάλαιο. Σύμφωνα με τον Wallace (1997:1) ένας από τους πρώτους που αναφέρθηκε στην έννοια του εναπομείναντος εισοδήματος ήταν ο Alfred Marshall το 1890. Ο Marshall όρισε το οικονομικό κέρδος ως τα συνολικά καθαρά κέρδη μείον τον τρέχων τόκο στο επενδυμένο κεφάλαιο. Σύμφωνα με τους Dodd & Chen (1996:27) η ιδέα του εναπομείναντος εισοδήματος πρωτοεμφανίστηκε στη βιβλιογραφία της λογιστικής θεωρίας στην αρχή αυτού του αιώνα από τον Church το 1917 και τον Scovell το 1924 και εμφανίστηκε στη βιβλιογραφία του management accounting τη δεκαετία του 1960. Επίσης, οι Φιλανδοί ακαδημαϊκοί και ο οικονομικός τύπος συζητούσαν ήδη από τη δεκαετία του 1970 αυτή την έννοια. Ορίστηκε ως ένας καλός τρόπος συμπλήρωσης του ελέγχου ROI (Virtanen, 1975:111). Τη δεκαετία του 1970 ή νωρίτερα, το εναπομείναν εισόδημα δεν ήταν αποδέκτης μεγάλης δημοσιότητας και δεν κατέληξε να είναι το πρωταρχικό μέτρο απόδοσης σε πολλές επιχειρήσεις. Ωστόσο, η EVA, που είναι κατ'ουσίαν η ίδια έννοια με διαφορετικό όνομα, έγινε δημοφιλής τα τελευταία χρόνια.

Επιπλέον η εξάπλωση της EVA και άλλων μέτρων εναπομείναντος εισοδήματος δεν φαίνεται να είναι μία τάση που εξασθενεί με τον καιρό. Αντιθέτως, ο αριθμός των επιχειρήσεων που υιοθετούν την EVA αυξάνεται με ταχείς ρυθμούς (Nuelle, 1996:39). Ένας από τους λόγους που η EVA έγινε γνωστή είναι γιατί λανσαρίστηκε με την έννοια της προστιθέμενης αξίας αγοράς (Market value added – MVA) και πρόσφερε μία θεωρητικά υγιή σύνδεση στις αξιολογήσεις της αγοράς.

5.3 Εργαλείο Διαχείρισης EVA

Η EVA είναι ανώτερη για τα λογιστικά κέρδη ως μέτρο της δημιουργίας αξίας, επειδή αναγνωρίζει το κόστος του κεφαλαίου και, ως εκ τούτου, το βαθμό επικινδυνότητας των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης (Lehn & Makhija, 1996:34). Χρησιμοποιείται

ευρύτερα ως ένα εργαλείο μέτρησης της αξίας της απόδοσης. Σε αυτό το πλαίσιο, η EVA συγκρίνεται με κάποια παραδοσιακά μέτρα και με κάποια άλλα μέτρα που βασίζονται στην αξία.

Βασίζεται σε κοινά στοιχεία της λογιστικής, όπως είναι το έντοκο χρέος, τα ίδια κεφάλαια και τα καθαρά λειτουργικά κέρδη. Διαφέρει από τα παραδοσιακά μέτρα, κυρίως με τη συμπερίληψη του κόστους των ιδίων κεφαλαίων. Οι Salomon & Laya (1967) μελέτησαν το λογιστικό ποσοστό απόδοσης (ARR – Accounting Rate of Return) και ο βαθμός με τον οποίο προσεγγίζει την πραγματική απόδοση μετριέται με το IRR (Internal Rate of Return). Οι Harcourt (1965), οι Solomon & Laya (1967), οι Livingston & Solomon (1970), οι Fisher & McGowan κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η διαφορά μεταξύ του λογιστικού ποσοστού απόδοσης (ARR – accounting rate of return) και το πραγματικό ποσοστό απόδοσης είναι τόσο μεγάλη, ώστε η πρώτη δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως ένδειξη της μεταγενέστερης (De Villiers, 1997: 286 - 87). Μεταξύ όλων των παραδοσιακών μέτρων, η απόδοση των κεφαλαίων είναι ένα πολύ κοινό και σχετικά καλό μέτρο απόδοσης. Οι διαφορετικές εταιρείες υπολογίζουν αυτή την απόδοση με διαφορετικούς τύπους και την καλούν επίσης με διαφορετικά ονόματα, όπως είναι η απόδοση των επενδύσεων (ROI), η απόδοση των επενδεδυμένων κεφαλαίων (ROIC), η απόδοση απασχολούμενου κεφαλαίου (ROCE), η απόδοση επί των καθαρών στοιχείων του ενεργητικού (RONA), η απόδοση του ενεργητικού (ROA) κ.λπ.

Το κύριο μειονέκτημα με όλους αυτούς τους συντελεστές απόδοσης είναι ότι σε όλες τις περιπτώσεις ότι η μεγιστοποίηση του ποσοστού απόδοσης δεν μεγιστοποιεί αναγκαστικά την απόδοση για τους μετόχους. Παρατηρώντας το βαθμό απόδοσης και η λήψη αποφάσεων που βασίζεται αποκλειστικά σε αυτό είναι παρόμοια με την αξιολόγηση των προϊόντων στο ποσοστό του «μικτού περιθωρίου στις πωλήσεις». Το προϊόν με το μεγαλύτερο ποσοστό «μικτού περιθωρίου κέρδους στις πωλήσεις» δεν είναι απαραίτητα το πιο κερδοφόρο προϊόν. Η διαφορά μεταξύ του EVA και του ROI είναι ακριβώς η ίδια με τη διαφορά μεταξύ της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης. Ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης είναι ένας καλός τρόπος να εκτιμηθούν οι πιθανότητες επένδυσης αλλά δεν θα πρέπει να προτιμάμε ένα επενδυτικό σχέδιο σε σχέση με ένα άλλο μόνο με βάση τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (IRR). Μαθηματικά, η EVA δίνει ακριβώς τα ίδια αποτελέσματα στις αξιολογήσεις όπως η Καθαρή Παρούσα Αξία ή οι Προεξοφλημένες Ταμειακές Ροές (Kapri, 1996) τα οποία όμως θεωρούνται τα καλύτερα αναλυτικά εργαλεία από την πλευρά των επενδυτών (Brealey & Mayers, 1991: 73-75). Στον εταιρικό έλεγχο, αξίζει

κάποιος να θυμηθεί ότι η EVA και η NPV (Καθαρή Παρούσα Αξία) πάνε μαζί όπως και η ROI & IRR. Οι πρώτες μας λένε για τις επιδράσεις στον πλούτο των μετόχων και οι τελευταίες μας λένε για το βαθμό απόδοσης.

Δεν υπάρχει λόγος εγκατάλειψης του ROI και του IRR. Είναι πολύ καλά και ενδεικτικά μέτρα που κάνουν λόγο για το ποσοστό των αποδόσεων. Το IRR μπορεί πάντα να χρησιμοποιηθεί μαζί με την ΚΠΑ στους υπολογισμούς των επενδύσεων και η ROI μπορεί πάντα να χρησιμοποιηθεί μαζί με την EVA στην απόδοση της επιχείρησης. Ωστόσο, δεν πρέπει ποτέ να στοχεύουμε στη μεγιστοποίηση του IRR και της ROI και δεν πρέπει ποτέ να βασίζουμε τις αποφάσεις σχετικά με αυτές τις δύο μετρήσεις. Ο IRR και η ROI μας δίνουν επιπλέον πληροφορίες, αν και όλες οι αποφάσεις θα μπορούσε να γίνει χωρίς αυτά. Η μεγιστοποίηση του ποσοστού των αποδόσεων (IRR, ROI) δεν έχει σημασία, όταν ο στόχος είναι να μεγιστοποιηθούν οι αποδόσεις στους μετόχους. Η EVA και η ΚΠΑ θα πρέπει να έχουν τον κύριο ρόλο στον εταιρικό έλεγχο και το ROI & IRR θα πρέπει να έχουν το ρόλο της παροχής πρόσθετων πληροφοριών. EVA δεν είναι το μόνο μέτρο που βασίζεται στην αξία αλλά έχουμε μάλλον έναν μεγάλο αριθμό εργαλείων που χρησιμοποιούνται, επίσης. Μερικά εργαλεία αναπτύχθηκαν από τις συμβουλευτικές εταιρείες και άλλα από ακαδημαϊκούς. Στους συμβούλους αρέσει να χρησιμοποιούν το δικό τους αρκτικόλεξο τους προκειμένου να το καταστήσουν ως την προσωπική τους επωνυμία εάν και δεν θα διέφερε πολύ από τα μέτρα των ανταγωνιστών. Έτσι, το εύρος των διαφορετικών αρκτικόλεξων είναι μεγάλο. Πολλά από αυτά τα μέτρα αξίας για τους μετόχους βασίζονται περισσότερο σε ταμειακές ροές που τα καθιστούν πιο αποτελεσματικά από ό, τι η EVA. Από την άλλη πλευρά, αυτά τα άλλα μέτρα είναι αρκετά περίπλοκα για να υπολογισθούν και βασίζονται σε πιο υποκειμενικά στοιχεία από ότι η EVA. Τουλάχιστον η CFROI και η CVA αναβάλλει το μεγαλύτερο μέρος της απόσβεσης στα επόμενα έτη, προκειμένου να επιτευχθεί ομαλή απόδοση ή τα ομαλά κεφαλαιακά έξοδα. Η EVA είναι η πιο ευρέως χρησιμοποιούμενη μέτρηση της απόδοσης βάσει αξίας (Myers, 1996:42) πιθανώς ακριβώς επειδή συμβαίνει να είναι μία ευκολότερη έννοια σε σχέση με τις άλλες. Κατά την εφαρμογή του EVA, ένα από τα πλέον σημαντικά πράγματα είναι οι άνθρωποι στις επιχειρήσεις να αγκαλιάσουν την EVA και ως εκ τούτου, επίσης, να κατανοήσουν την EVA (Klinkerman, 1997).

5.4 Παράγοντες που επηρεάζουν την οικονομική προστιθέμενη αξία

Η οικονομική προστιθέμενη αξία έχει ένα ακόμη πλεονέκτημα ως μέγεθος αποτίμησης της παραγόμενης αξίας της επιχείρησης. Δεν έχει ιδιαίτερους μαθηματικούς υπολογισμούς ενώ παράλληλα εντοπίζει τους κύριους οδηγούς αξίας σε μια επιχείρηση, οι οποίοι είναι οι εξής:

- Ο ρυθμός ανάπτυξης των εσόδων, κερδών και λειτουργικού ενεργητικού
- Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου
- Το κόστος κεφαλαίου

Επομένως, μια επιχείρηση που έχει υψηλότερο κέρδος για κάθε ευρώ που επενδύεται θα αξίζει περισσότερο από κάποια άλλη μικρότερης απόδοσης. Ομοίως, μια εταιρεία με μικρούς ρυθμούς ανάπτυξης θα αξίζει λιγότερο από κάποια άλλη με υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης (με την προϋπόθεση ότι οι εταιρείες έχουν το ίδιο πριμ ROIC – WACC και το οποίο είναι μεγαλύτερο του μηδενός). Έτσι, η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου σε σχέση με το κόστος κεφαλαίου και ο ρυθμός ανάπτυξης είναι οι παράγοντες που καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης. Αυτό που πρέπει να κάνουν τα ανώτερα στελέχη μιας επιχείρησης ώστε να αυξήσουν τον πλούτο των μετόχων είναι τα ακόλουθα:

- Αύξηση της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου της επιχείρησης
- Να εξασφαλιστεί ότι η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου της είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου της
- Να αυξάνει τον ρυθμό ανάπτυξης μόνος όταν η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου. Ειδάλλως, η αύξηση μεγεθών θα καταστρέφει τον πλούτο των μετόχων
- Να μειώσει το κόστος κεφαλαίου της

5.5 Πλεονεκτήματα της EVA

Κύριο πλεονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι η εφαρμογή ενός ολοκληρωμένου συστήματος EVA που να βασίζεται στην οικονομική διαχείριση και στην παρακίνηση

μέσω ανταμοιβής, θα βοηθήσει τους διευθυντές να λάβουν καλύτερες πληροφορίες και να έχουν υψηλό βαθμό παρακίνησης για να λάβουν αποφάσεις που θα δημιουργήσουν μεγαλύτερο πλούτο για τους μετόχους σε οποιαδήποτε δημόσια ή ιδιωτική επιχείρηση. Περαιτέρω πλεονεκτήματα, μεταξύ άλλων, είναι τα ακόλουθα (Correia et al., 2007):

- Δεν εξαρτάται από την αγορά και δεν επηρεάζεται από τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης, εφόσον στηρίζεται στα καθαρά λειτουργικά κέρδη μετά φόρων
- Μπορεί να μετρηθεί για κάθε επίπεδο της επιχείρησης π.χ. θυγατρικές, γεωγραφικές περιοχές, προϊόν κ.λπ. Αυτό γίνεται με την ιδιότητα της σωρευτικότητας, δηλαδή, αθροίζοντας τα EVAs των επιμέρους γεωγραφικών τμημάτων που δραστηριοποιείται μία εταιρεία, μπορεί να προκύψει το EVA ολόκληρης της επιχείρησης.
- Στηρίζεται στο οικονομικό κέρδος και όχι στο λογιστικό, που σημαίνει ότι λαμβάνει υπόψιν το κόστος που έχουν τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης
- Είναι απόλυτα συμβατή με τα αποτελέσματα της μεθόδου προεξόφλησης των ταμειακών ροών. Αυτή η ευθυγράμμιση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας με την αξία της επιχείρησης δίνει την δυνατότητα να γνωρίζει κανείς την αξία που παρήχθει από την επιχείρηση σε συγκεκριμένη οικονομική χρήση
- Αξιολογεί (και ανταμείβει) τους διευθυντές και τους προϊσταμένους τμημάτων για τον πλούτο που παρήγαγε η επιχείρηση ή το τμήμα και συνεπώς ευθυγραμμίζει τα συμφέροντα των διευθυντών με εκείνα των μετόχων
- Η έννοιά της είναι απλή και εύκολη να κατανοηθεί στου μη οικονομικούς διευθυντές
- Παρέχει μια κοινή γλώσσα για όλους τους υπαλλήλους και δίνει τη δυνατότητα στις αποφάσεις που παίρνουν οι διευθυντές να μοντελοποιούνται, να παρακολουθούνται, να επικοινωνούνται και να αντισταθμίζονται με ένα ενιαίο και συνεπής τρόπο – πάντα υπό την έννοια της προστιθέμενης αξίας της επένδυσης των μετόχων.

Η έρευνα των Deo & Mukherjee (2009) προσδιόρισε ότι τα δυνατά σημεία της EVA ως ενός αξιόπιστου εσωτερικού μέτρου έγκειται στην ικανότητα παροχής των σωστών κινήτρων για την κατανομή των πόρων και στο ότι είναι καλύτερη όταν συγκρίνεται η απόδοση σε σχέση με τις άλλες παραδοσιακές μετρήσεις. Οι αδυναμίες που προσδιορίστηκαν συμπεριλαμβάνουν το γεγονός ότι η EVA δεν είναι κατάλληλη για

όλες τις επιχειρήσεις, η υπολογιστική διαδικασία της EVA είναι περίπλοκη, η EVA είναι ένα βραχυπρόθεσμο μέτρο και είναι πιο αποτελεσματική όταν χρησιμοποιείται μαζί με άλλα μέτρα.

5.6 Αδυναμίες της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Η EVA αποτελεί ένα μέτρο που παρότι διαθέτει αρκετά δυνατά σημεία δεν παύει να προκαλεί τον προβληματισμό γύρω από την υιοθέτησή της. Τα σημαντικότερα μειονεκτήματα επικεντρώνονται πιο κάτω:

- Είναι δύσκολο να συνδεθούν οι συνεισφορές σε οικονομική προστιθέμενη αξία με μια συγκεκριμένη επένδυση, δηλαδή αν και μπορεί να μετρήσει την συσσώρευση χρημάτων από μια αποεπένδυση, δεν λαμβάνει υπόψη την επιρροή της επένδυσης σε μη μετρήσιμους δείκτες όπως η ικανοποίηση των πελατών.
- Η δυσχέρεια υπολογισμού του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, διότι χρειάζονται μη δημοσιευμένα στοιχεία της επιχείρησης.
- Δεν μπορεί να εφαρμοστεί εύκολα σε επιχειρήσεις με διαφορετικά τμήματα (business units).
- Δεν καταφέρνει πάντα να δίνει κίνητρα στους διευθυντές για νέες επενδύσεις.
- Η εφαρμογή της προϋποθέτει νεωτεριστικές αλλαγές στο περιβάλλον μιας επιχείρησης κάτι το οποίο αποτελεί πρόβλημα για απαρχαιωμένες εταιρείες.

5.7 Συστατικά στοιχεία

Όπως αναφέρθηκε σε προηγούμενη ενότητα προκειμένου να οριστεί η οικονομική προστιθέμενη αξία, χρησιμοποιήθηκαν μεταβλητές ή διαφορετικά συγκεκριμένες ποσότητες οι οποίες αποτελούν τα συστατικά στοιχεία της. Στον παρακάτω πίνακα φαίνονται καθαρά οι εν λόγω μεταβλητές.

Assets
- Non - Interest bearing current liabilities
<hr/>
Total Investors Funds
- Non operating assets
<hr/>
Operating Invested Capital

EBITA
- Taxes on EBITA
<hr/>
± Difference in Deferred Taxes
<hr/>
NOPAT

ROIC = NOPAT / Operating Invested Capital
WACC = Weighted Average Cost of Capital
<hr/>
EVA = Operating Invested Capital x (ROIC - WACC)

Πίνακας 2: Υπολογισμός EVA

5.7.1 Net Operating Profit After Tax (NOPAT)

Η συγκεκριμένη μέτρηση αποτελεί έναν τρόπο ώστε να κατανοηθεί πιο εύκολα αλλά και πιο σωστά την υποκείμενη κερδοφορία μιας επιχείρησης απογυμνώνοντάς την από τα αποτελέσματα χρηματοδότησης, δεδομένου ότι πρωταρχικός στόχος είναι τα κέρδη να προκύπτουν από τις λειτουργίες της (operations). Ωστόσο, το NOPAT ή αλλιώς το καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να συγκρίνει εταιρείες σε διαφορετικούς κλάδους, από την στιγμή που οι δραστηριότητές τους κατηγοριοποιούνται με διαφορετικές δομές κόστους. Έτσι, το NOPAT μιας επιχείρησης εντάσεως κεφαλαίου (capital-intensive) ενδεχομένως να είναι αρκετά διαφορετικό από το εκείνο μιας επιχειρηματικής υπηρεσίας (services business). Η γενική σχέση για το καθαρό λειτουργικό κέρδος δίνεται από την εξής τυπολογία:

$$\text{NOPAT} = \text{EBITA} \times (1 - \text{tax rate})$$

Ωστόσο, για τις επιχειρήσεις με πιο σύνθετη φορολογική δομή το NOPAT ορίζεται ως εξής:

NOPAT = (Net income before preferred dividends) + (Net interest expense) x (1 – tax rate)

Ακόμη, στην περίπτωση των επιχειρήσεων με αναβαλλόμενη φορολογία, το NOPAT χρειάζεται να τροποποιηθεί ώστε να αντανakλά τους φόρους που πραγματικά κατέβαλλε η επιχείρηση για τα λειτουργικά της κέρδη.

Έτσι, στην πιο γενική της μορφή, η σχέση για τα καθαρά λειτουργικά κέρδη διαμορφώνεται ως εξής:

NOPAT = EBITA – Taxes on EBITA +- Difference in Deferred Taxes

EBITA

Αφορά τα κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων μη ενσωματωμένων στο λειτουργικό κόστος. Η συγκεκριμένη κατηγορία κερδών εμφανίζεται σε επιχειρήσεις χωρίς ύπαρξη εξωτερικού δανεισμού και αποσβέσεων μη λειτουργικών στοιχείων.

Περιλαμβάνει τα έσοδα και τα έξοδα, εκτός αυτών που έχουν να κάνουν με το κόστος δανεισμού, υπεραξίες από πωλήσεις παγίων, έκτακτα έσοδα και έξοδα και αποτελέσματα που δεν έχουν άμεση σχέση με την κύρια δραστηριότητα της επιχείρησης.

Taxes on EBITA

Αποτελούν λειτουργικούς φόρους. Αυτοί οι φόροι είναι πλασματικοί υπό την έννοια ότι αντιπροσωπεύουν τους φόρους που θα πλήρωνε η επιχείρηση μόνο για το λειτουργικό της εισόδημα. Δίνεται από την εξής σχέση:

$$\text{Taxes on EBITA} = \text{Total taxes (from income taxes)} + \text{Tax shield on interest expense} - \text{Tax on interest income} - \text{Tax on non-operating income}$$

Deferred Taxes

Είναι οι φόροι πληρωτέοι σε επόμενες χρήσεις και οι φόροι προηγούμενων χρήσεων που θα αποδοθούν στην τρέχουσα χρήση πρέπει να αφαιρούνται ή να προστίθενται αντίστοιχα στους Taxes on EBITA επειδή συνιστούν ένα αποθεματικό κεφάλαιο για το οποίο οι επενδυτές επιθυμούν απόδοση. Διαφορετικά ορίζεται ως αναβαλλόμενη

φορολογία και προκύπτει εξαιτίας της διαφοράς μεταξύ του φορολογητέου και του λογιστικού κέρδους.

5.7.2 Return On Invested Capital (ROIC)

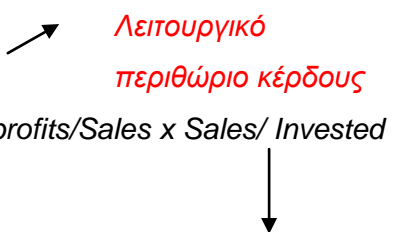
Η απόδοση του επενδυμένου κεφαλαίου ισούται με τον λόγο των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων (NOPAT) προς το ολικό λειτουργικό ενεργητικό της επιχείρησης (operating capital) όπως διακρίνεται πιο κάτω:

ROIC = NOPAT / Operating Capital

Το επενδυμένο κεφάλαιο είναι εξ' ορισμού τα συνολικά επενδυμένα κεφάλαια της επιχείρησης ή διαφορετικά το σύνολο της χρηματοδότησης της επιχείρησης αν παραβλεφθούν οι λογαριασμοί πληρωτέοι, συνολικοί μισθοί και φόροι, δηλαδή:

Επενδυμένα κεφάλαια (Invested Capital) = Βραχυπρόθεσμο χρέος + Μακροπρόθεσμο χρέος + Μετοχικό κεφάλαιο + Προβλέψεις – Λογαριασμοί πληρωτέοι – Φόροι πληρωτέοι – Δεδουλευμένα έξοδα – Χρεόγραφα

Μία άλλη μορφή υπολογισμού της απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου, γνωστή και ως ανάλυση Dupont:

$$ROIC = NOPAT / Operating Capital \Rightarrow ROIC = Operating\ profits / Sales \times Sales / Invested\ capital$$


Κυκλοφοριακή ταχύτητα ενεργητικού

Κάθε επιχείρηση, σύμφωνα με τους ισολογισμούς της, έχουν διαφορετική δομή ενεργητικού και παθητικού. Οι διαφορές αυτές επιδρούν άμεσα σε μεγέθη όπως η απόδοση ιδίων κεφαλαίων καθώς επίσης και τα κέρδη της επιχείρησης. Αμέσως πιο κάτω θα αναλυθούν τα λειτουργικά και μη λειτουργικά στοιχεία μιας επιχείρησης.

5.7.2.1 Λειτουργικό ενεργητικό

Το λειτουργικό ενεργητικό έχει να κάνει με στοιχεία που ανήκουν στην επιχείρηση και είναι απαραίτητα για την κύρια παραγωγική δραστηριότητά της. Το συνολικό λειτουργικό ενεργητικό (total operating capital) αποτελείται από το λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης (net operating working capital) και από το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό (operating long term assets), δηλαδή σε μια σχέση θα μπορούσε να οριστεί ως εξής.

Total operating capital = Net operating working capital + Operating - long term assets

ή

Total operating capital = (Cash + Accounts receivable + Inventories + Operating-long terms assets) – (Accounts payable + Accruals)

5.7.2.2 Λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης

Το λειτουργικό καθαρό κεφάλαιο κίνησης προκύπτει εάν από το λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρεθούν οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις και προκύπτει ως εξής:

Net operating working capital = All current assets that do not pay interest – All current liabilities that do not charge interest

ή

Net operating working capital = Operating current assets – Operating current liabilities

ή

Net operating working capital = (Cash + Accounts receivable+ Inventories) – (Accounts payable + Accruals)

5.7.2.3 Λειτουργικό κυκλοφορούν ενεργητικό και λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις

Αποτελεί το κυκλοφορούν ενεργητικό που χρησιμοποιείται στις λειτουργίες της επιχείρησης. Ο υπολογισμός διακρίνεται στην παρακάτω σχέση:

Operating current assets = Cash + Accounts receivable + Inventories

Οι λειτουργικές τρέχουσες υποχρεώσεις αποτελούν τα τρέχοντα κεφάλαια που έχουν εισέλθει στην επιχείρηση και δεν προέρχονται από του επενδυτές. Ο υπολογισμός του γίνεται ως εξής:

Operating current liabilities = Accounts payable + Accruals

5.7.2.4 Λειτουργικό πάγιο ενεργητικό

Το λειτουργικό πάγιο ενεργητικό αποτελείται από πάγια στοιχεία της επιχείρησης. Η κυριότερη μέθοδος καθορισμού ενός παγίου στοιχείου είναι να αξιοποιήσουμε την μεθοδολογία του υποκεφαλαίου 3.1.3 κατά τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμιακών ροών.

5.7.2.5 Μη λειτουργικό ενεργητικό

Είναι εκείνα τα στοιχεία του ενεργητικού που δεν συνεισφέρουν στα λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Τέτοια στοιχεία είναι συνήθως τα άμεσα ρευστοποιήσιμα π.χ. χρεόγραφα ή γη που έχει δεσμευθεί για μελλοντικές χρήσεις.

5.7.3 Weighted Average Cost of Capital (WACC)

Είναι ένα από τα σημαντικότερα μέτρα υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου¹ μιας επιχείρησης. Αποτελείται από το κόστος των πηγών της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επί έναν σταθμικό συντελεστή, ο οποίος εκφράζει την αναλογία κάθε μόνιμης πηγής χρηματοδότησης ως ποσοστό της συνολικής χρηματοδότησης.

Η χρηματοδότηση μιας εταιρείας μπορεί να γίνεται είτε μέσω των δικών της κεφαλαίων είτε μέσω εξωτερικού δανεισμού. Ωστόσο, κάθε πηγή χρηματοδότησης έχει το δικό της κόστος δανεισμού που εξαρτάται από το ρίσκο της εκάστοτε επένδυσης. Για λόγους ελαχιστοποίησης του κόστους και την μεγιστοποίηση της απόδοσης της επιχείρησης, η ίδια οφείλει να αναζητεί είδη πιστωτών συνιστώντας ένα μίγμα κεφαλαίου με μέσο σταθμισμένο κόστος ανάλογα με το ύψος χρηματοδότησης από επιμέρους πηγές. Με άλλα λόγια το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου είναι ο βαθμός που μια εταιρεία αναμένει να πληρώσει κατά μέσο όρο στους κατόχους κινητών αξιών της για να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία. Προκειμένου κανείς να υπολογίσει το WACC χρειάζεται πρώτα να υπολογιστούν ορισμένα βασικά του στοιχεία, δηλαδή το κόστος των κοινών και προνομιούχων μετοχών καθώς επίσης το κόστος δανεισμού, όπως παρατηρήθηκε στο υποκεφάλαιο 3.1.3 κατά τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών. Επομένως, για τον υπολογισμό του WACC χρησιμοποιούμε τον παρακάτω τύπο.

WACC = Κόστος% δανεισμού + Κόστος % προνομιούχων μετοχών + Κόστος % διακράτησης κερδών (αποθεματικού) + Κόστος % έκδοσης νέων μετοχών (Ιδίων Κεφαλαίων)

ή διαφορετικά,

$$K = \Sigma 1 \times K\delta + \Sigma 2 \times K\pi + \Sigma 3 \times K\alpha + \Sigma 4 \times K\kappa$$

όπου,

¹ Κόστος κεφαλαίου είναι η απόδοση του ενεργητικού που χρειάζεται να επιτύχει μια επιχείρηση ώστε να ικανοποιήσει όλους τους μετόχους της

- K = μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου
Σ1 = αναλογία μακροπρόθεσμων δανείων
Σ2 = αναλογία προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου
Σ3 = αναλογία αποθεματικών
Σ4 = αναλογία κοινού μετοχικού κεφαλαίου

5.8 Στάδια υπολογισμού EVA

Ο υπολογισμός της EVA απαιτεί κάποια βασικά βήματα. Τα κοινά βήματα δίδονται παραδειγματικά εδώ και μπορούν να τροποποιηθούν λόγω της φύσης της επιχείρησης ή των διαδικασιών όπου έχουν χρησιμοποιηθεί.

Βήμα 1: Συλλογή και αναθεώρηση των οικονομικών καταστάσεων

Η EVA βασίζεται στα οικονομικά δεδομένα που παράγονται από το παραδοσιακό λογιστικό σύστημα. Τα περισσότερα από τα δεδομένα προέρχονται είτε από τη δήλωση εισοδήματος ή τον ισολογισμό όπου και τα δύο είναι διαθέσιμα από τις γενικής χρήσης οικονομικές καταστάσεις.

Βήμα 2: Προσδιορισμός των στρεβλώσεων και των προσαρμογών που απαιτούνται για να απαλλαχτεί από την παραμόρφωση

Ο Stern Stewart έχει εντοπίσει περίπου 164 πιθανές προσαρμογές στα GAAP και στη μεταχείριση της εσωτερικής λογιστικής, όλα από τα οποία μπορούν να βελτιώσουν το μέτρο των λειτουργικών κερδών και του κεφαλαίου. Καθώς οι οικονομικές καταστάσεις έχουν υποχρεωτικά συνταχθεί σύμφωνα με τα GAAP, οι στρεβλώσεις θα είναι εκεί και ο εντοπισμός των στρεβλώσεων είναι μια τέχνη που απαιτεί μια καλή κατανόηση των τεχνικών της EVA τόσο για τον προσδιορισμό τους όσο και για την προσαρμογή τους. Τώρα, η ερώτηση αφορά το σε ποιο βαθμό μπορεί να ρυθμιστεί.

5.9 Η απόδοση των μετρήσεων EVA σε αντίθεση με τις παραδοσιακές μεθόδους μέτρησης

→ **Activity Based Costing**

Οι Shinder και McDowell (1999) περιγράφουν κοστολόγηση βάσει δραστηριότητας (ABC) ως μία μέθοδο στην οποία οι ανεπάρκειες και οι αδυναμίες του παραδοσιακού συστήματος είναι εμφανείς και δίνονται λύσεις με τη χρήση νέων μετρήσεων.

Το παραδοσιακό σύστημα θεωρεί μόνο το άμεσο λειτουργικό κόστος που αναφέρεται στις οικονομικές καταστάσεις, όπως είναι η εργασία και τα μηχανήματα, αλλά αποτυγχάνει να εξετάσει άλλες μορφές εξόδων που δημιουργεί η εταιρεία, για παράδειγμα, ένα κόστος που προκύπτει από μια χρονική καθυστέρηση στην παραλαβή εμπορευμάτων.

Τα συστήματα ABC προέρχονται ιστορικά από τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Όταν εφαρμόζονται σωστά, μπορεί να δώσουν στους διευθυντές πιο ακριβή στοιχεία του κόστους του προϊόντος, που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για να λάβουν πιο ενημερωμένες αποφάσεις σχετικά με τη βελτίωση της διαδικασίας, τις τιμές και τη διαχείριση των σχέσεων με τους πελάτες. Ο γενικός στόχος ενός συστήματος ABC είναι να καταλείψει τα έμμεσα κόστη με τέτοιο τρόπο ώστε η πληροφόρηση που προκύπτει για το κόστος να αντικατοπτρίζει με μεγαλύτερη ακρίβεια τις απαιτήσεις για πόρους και τις απαιτήσεις για κατανάλωση των αντικειμένων κόστους ενός οργανισμού (προϊόντα, υπηρεσίες, και πελάτες). (Stout & Propri, 2011, σελ. 2). Το νέο σύστημα λαμβάνει υπόψη στοιχεία που παραδοσιακά δεν είχαν ποτέ πλήρως ή εν μέρει υλοποιηθεί. Η κοστολόγηση βάσει δραστηριότητας όχι μόνο θεωρεί ότι το κόστος του να γίνει μια εργασία, αλλά θεωρεί επίσης ότι το κόστος του να μην γίνει μια εργασία. Για παράδειγμα, το κόστος αναμονής για εμπορεύματα ή χρόνου βλάβης του μηχανήματος είναι το είδος των δαπανών που δεν παρουσιάζονται στις οικονομικές καταστάσεις. Έχοντας πληροφορίες σχετικά με αυτές τις ειδικές δραστηριότητες, οι διευθυντές μπορούν να μειώσουν το πραγματικό κόστος της επιχειρηματικής δραστηριότητας, η οποία είναι ο λόγος που η κοστολόγηση βάσει δραστηριότητας είναι ένα πιο αποτελεσματικό σύστημα. Η κοστολόγηση βάσει δραστηριότητας μπορεί να είναι ευεργετική ειδικά στον τομέα των υπηρεσιών, όπου δεν υπάρχει προϊόν *per se*, και το πραγματικό προϊόν είναι η εξυπηρέτηση του πελάτη. Ο Drucker (1995) εξηγεί τους λόγους πίσω από αυτό το σκεπτικό που είναι οι ακόλουθοι:

Οι επιχειρήσεις παροχής υπηρεσιών δεν μπορεί να ξεκινήσουν με το κόστος των επιμέρους ενεργειών, όπως κάνουν οι κατασκευαστικές εταιρείες με την παραδοσιακή κοστολόγηση. Πρέπει να ξεκινήσουν με την παραδοχή ότι υπάρχει μόνο ένα κόστος: αυτό του συνολικού συστήματος. Εάν πάρουμε για παράδειγμα τις τράπεζες θα δούμε ότι το κόστος ανά πελάτη σε κάθε σημαντικό τομέα της τραπεζικής είναι ένα σταθερό κόστος. Ως εκ τούτου, η απόδοση ανά πελάτη – τόσο ο όγκος των υπηρεσιών που

ένας πελάτης χρησιμοποιεί όσο και ο συνδυασμός αυτών των υπηρεσιών - είναι αυτά που καθορίζουν το κόστος και την κερδοφορία. (σελ. 56)

Το ABC είναι ένα σύστημα που φωτίζει όχι μόνο το κόστος των προϊόντων, αλλά και για κάθε υπηρεσία ή πελάτη αναλύοντας κάθε δραστηριότητα που πηγαινει στη διαδικασία παραγωγής ή στην εξυπηρέτηση του πελάτη. Αναγνωρίζει όλες τις δραστηριότητες και το μερίδιο τους στην παραγωγή άμεσων ή έμμεσων δαπανών που συνδέονται με αυτές .

Ενώ αυτό το νέο σύστημα είναι ζωτικής σημασίας για τη μεγιστοποίηση της αποτελεσματικότητας των επιχειρήσεων και του κέρδους, οι επιπτώσεις από την εφαρμογή των μέτρων αυτών είναι πιο ουσιαστική. Έτσι, " η πληροφόρηση για το κόστος από μόνη της, ανεξάρτητα από το πόσο ακριβής είναι, δεν επαρκεί για τη μεγιστοποίηση της αξίας " (Shinder & McDowell, 2011, σ. 2). Οι πληροφορίες είναι ζωτικής σημασίας προκειμένου να βοηθηθούν οι διευθυντές να βελτιώσουν τις επιδόσεις τους όταν αλληλεπιδρούν με άλλα μέτρα απόδοσης. Αυτό οδηγεί την ανάλυση ενός διαφορετικού θέματος που είναι το Balanced Scorecard.

→ **The Balanced Scorecard**

Το Balanced Scorecard κρίνει πολλά οικονομικά και μη οικονομικά μέτρα για την ολοκληρωμένη παροχή μίας ευρύτερης άποψης μιας επιχείρησης. "Το Balanced Scorecard έχει αναγνωρισθεί επιστημονικά και πρακτικά ως ένα αποτελεσματικό διόδιο της μέτρησης της απόδοσης. Πρόκειται για ένα ολοκληρωμένο μέτρο για την πολυδιάστατη οργανωσιακή αριστεία »(Ahmad, et al., 2010, σελ. 99). Τα λογιστικά πρότυπα και τα συναφή δεδομένα δεν μπορούν να δείξουν όλη την εικόνα, και άλλοι δείκτες μπορεί να πρέπει να ληφθούν υπόψη για να κατανοηθεί η ευρωστία της επιχείρησης. Δείκτες όπως είναι η αποτελεσματικότητα της διαδικασίας, η ασφάλεια, η ικανοποίηση των πελατών, ή το ηθικό των εργαζομένων είναι σπουδαίοι δείκτες για την πρόβλεψη του μέλλοντος ή για την πρόβλεψη της δραστηριότητας της επιχείρησης (Shinder & McDowell, 2011). Για παράδειγμα, μια κατασκευαστική εταιρεία με πολύ ελκυστικές και υγιείς οικονομικές καταστάσεις αλλά που δεν έχει σκεφθεί τα θέματα ασφάλειας, είναι πολύ πιθανό να διακόψει τις δραστηριότητες στο μέλλον λόγω της αφόρητης ζημίας που προκαλείται από την έλλειψη ενδιαφέροντος για την ασφάλεια. Η έλλειψη ανησυχίας για θέματα ασφάλειας θα μπορούσε να εμποδίσει τη λειτουργία της για διάφορους λόγους, είτε όσον αφορά την ακύρωση της οικοδομικής άδειας από τις αρμόδιες αρχές, ή από την ύπαρξη πολλών τραυματιών εργαζομένων οι οποίοι μπορεί να μηνύσουν την επιχείρηση. Το προσφερόμενο παράδειγμα παρέχει μια ζωντανή

εικόνα σχετικά με το γιατί οι λογιστικοί δείκτες δεν επαρκούν για να δείξουν την υγεία της επιχείρησης. Οι Shinder και McDowell (1999) ρίχνουν επίσης φως στο πώς τα νέα μέτρα σχετίζονται με την στρατηγική του οργανισμού:

- Κάθε οργανισμός θα δώσει έμφαση σε διαφορετικά μέτρα ανάλογα με τη στρατηγική του.
- Η διοίκηση είναι, στην πραγματικότητα, μετάφραση της στρατηγικής σε στόχους που μπορούν να μετρηθούν.
- Το scorecard είναι μια συλλογή των δεδομένων που βοηθά το στέλεχος να κατανοήσει την απόδοση.
- Τα μέτρα που βοηθούν τους διευθυντές να εξισορροπήσουν την εστίασή τους μεταξύ των σημερινών και των μελλοντικών επιδόσεων.
- Η κορυφαία μεταβλητή είναι οι μελλοντικοί δείκτες απόδοσης και οι μεταβλητές που υστερούν είναι ιστορικά αποτελέσματα.

Οι οικονομικές μεταβλητές είναι συνήθως μεταβλητές που υστερούν και εξηγούν στους διευθυντές πως την απόδοσή τους. Ορισμένοι δείκτες, όπως είναι το κόστος εκπαίδευσης, ένα χαρακτηριστικό που υστερεί, είναι πολύ αποτελεσματικές προβλέψεις για το μέλλον των επιχειρήσεων, δεδομένου ότι επηρεάζουν σημαντικά την ικανοποίηση του πελάτη και τις επαναλαμβανόμενες πωλήσεις.

Οι Shinder και McDowell (1999) εξηγούν περαιτέρω και υποστηρίζουν ότι το Balanced Scorecard συνήθως περιλαμβάνει τέσσερις κατηγορίες, οι οποίες περιλαμβάνουν τις οικονομικές επιδόσεις, τους πελάτες, τις εσωτερικές διαδικασίες, τη μάθηση και την ανάπτυξη, στην οποία κάθε κατηγορία θα έχει δύο έως πέντε μετρήσεις η καθεμία. Οι μετρήσεις επίσης ποικίλλουν ανάλογα με διαφορετικές στρατηγικές που ακολουθεί η εταιρεία. Οι Shinder και McDowell (1999) εξηγούν περαιτέρω τα μέτρα αυτά και πώς θα μπορούσαν να διαφέρουν ανάλογα με τις στρατηγικές που επιλέγει να εφαρμόσει η επιχείρηση: Αν η επιχειρηματική στρατηγική είναι η αύξηση του μεριδίου της αγοράς και η μείωση του λειτουργικού κόστους, τα μέτρα μπορούν να περιλαμβάνουν το μερίδιο αγοράς και το κόστος ανά μονάδα.

Μια άλλη επιχείρηση μπορεί να επιλέξει χρηματοοικονομικούς δείκτες που να εστιάζουν στην τιμή και στο περιθώριο, και να παραιτηθεί πρόθυμα από το μερίδιο αγοράς προκειμένου να εστιασθούν σε ένα υψηλής τιμής προϊόν που απευθύνεται σε μία συγκεκριμένη αγορά.

Κατ'αυτό τον τρόπο, οι στόχοι, τα μέτρα, και οι πρωτοβουλίες για κάθε μία από τις τέσσερις κατηγορίες θα μπορούσαν να ποικίλλουν ανάλογα με τη στρατηγική πορεία που επέλεξε η επιχείρηση.

Το Balanced Scorecard είναι ένα σπουδαίο εργαλείο για τους διευθυντές που τους βοηθά να εντοπίσουν τους παράγοντες που επηρεάζουν την απόδοση. Σε περίπτωση που τοποθετείται σε ένα κατάλληλο πλαίσιο και εποπτεύεται με ακρίβεια από τους διευθυντές, υπάρχει ένας εύλογος σκοπός στην παρακολούθησή του και αυτός είναι η προσθήκη αξίας στην επιχείρηση το οποίο και μας οδηγεί στην (EVA).

5.10 Τα αποτελέσματα των συστημάτων ανταμοιβής EVA στην περίπτωση των ανωτάτων στελεχών

Ένας ιδιαίτερα ενδιαφέρων τομέας της Διαχείρισης Ανθρώπινου Δυναμικού είναι το σύστημα αμοιβών και παροχών. Οι αμοιβές θεωρούνται ένας μηχανισμός ανάπτυξης και εντατικοποίησης της παγκόσμιας εταιρικής κουλτούρας, κύρια πηγή εταιρικού ελέγχου, η οποία πολύ ρητά συσχετίζει τις επιδόσεις που επιτυγχάνονται με τις πραγματοποιούμενες δαπάνες.

Οι αμοιβές είναι άμεσα κίνητρα, μπόνους, προμήθειες αλλά αποτελούν και οικονομικό κόστος για την επιχείρηση και αν ληφθεί το γεγονός ότι το κόστος εργασίας μπορεί να αντιπροσωπεύει ένα μεγάλο ποσό του συνολικού λειτουργικού κόστους, υπάρχει η ανάγκη για την προβολή του συστήματος αποζημίωσης όσον αφορά τις επενδύσεις που θα οδηγήσουν σε προστιθέμενη για την εταιρεία αξία. Επίσης, οι παρακινητικές αμοιβές είναι ο πιο συχνά χρησιμοποιούμενος παράγοντας για την παρακίνηση των στελεχών προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις ικανότητές τους στην επίτευξη των οργανωτικών στόχων. Στην αρχή της ανάλυσης για τα παρακινητικά συστήματα αποζημίωσης ενός στελέχους, είναι σημαντικό να δοθεί προσοχή σε διάφορα ερωτήματα που προκύπτουν από αυτό το θέμα.

Πρώτον είναι το πρόβλημα πρακτόρευσης (agency problem) στην εταιρική διακυβέρνηση.

Η διοικητική δομή είναι υπεύθυνη για την πρόταση, οργάνωση και υλοποίηση των επιχειρηματικών πολιτικών, ενώ οι λειτουργίες της διανομής των κερδών και του εταιρικού ελέγχου αφήνονται στους ιδιοκτήτες του κεφαλαίου. Το κύριο καθήκον των

στελεχών είναι να εξασφαλιστεί η συνεχής διεύρυνση των μετοχών της επιχείρησης. Δεδομένου ότι τα στελέχη έχουν τους δικούς τους στόχους και καθήκοντα, κάτι το οποίο συχνά μπορεί να οδηγήσει σε καιροσκοπική συμπεριφορά των στελεχών υπό την έννοια ότι οι στόχοι των εταιρικών επιχειρήσεων εξαρτώνται από τους στόχους των στελεχών. Η κατάσταση κατά την οποία τα στελέχη εργάζονται σκληρότερα για να ικανοποιήσουν τα δικά τους συμφέροντα σε αντίθεση με τους στόχους των ιδιοκτητών είναι το πρόβλημα πρακτόρευσης.

Το πρόβλημα πρακτόρευσης εκδηλώνεται περισσότερο όταν πρόκειται για τον καθορισμό της αποζημίωσης μεταξύ των μετόχων και των στελεχών. Η έλλειψη επαρκών πληροφοριών περιλαμβάνει ασθενέστερο έλεγχο των διευθυντών από τους μετόχους, αλλά και ευκαιρίες για τα στελέχη να αυξήσουν το ποσό της αποζημίωσης τους για το σύστημα, όταν δεν υπάρχει καμία πραγματική βάση.

Η δεύτερη ερώτηση σχετίζεται με τα συστήματα αποζημίωσης και τα συστατικά τους από τη σκοπιά της θεωρίας (HRM) για τη διαχείριση των ανθρώπινων πόρων.

Οι αμοιβές στη σύγχρονη διαχείριση ανθρώπινων πόρων αποτελούν ένα από τα πιο γνωστά στοιχεία του συστήματος αυτού, από την πλευρά της έρευνας, καθώς και την πλευρά του προσδιορισμού του καλύτερου τρόπου για τη δημιουργία αποζημιώσεων. Οι συγγραφείς της θεωρίας των προσδοκιών έχουν υποδείξει ότι τα κίνητρα και οι επιδόσεις διαμορφώνονται με βάση της σχέσης μεταξύ προσπάθειας και ανταμοιβής και από τη σημασία ή το σθένος της ανταμοιβής για το εν λόγω πρόσωπο (Brewster et al., 2007: 121). Οι συγγραφείς στη Διεύθυνση Ανθρώπινου Δυναμικού έχουν συστήσει διάφορα μοντέλα αμοιβών (Dowling et al, 2008:162, Briscoe et al, 2009:245-252; Morley και Czarniecki, 2010:12-14; Berber et al. 2012): βασικό μισθό, επιδόματα, βραβεία, ασφάλιστρα, υπερωρίες, συνταξιοδοτικό και οικονομικό σχεδιασμό, υγειονομική περίθαλψη, ασφάλεια για την ανεργία, υπηρεσίες ασφαλείας, δάνεια και αποταμιευτικό πλάνο, επανατοποθέτηση στην αγορά εργασίας κτλ.

Μπορεί να δει κανείς ότι ορισμένα από αυτά τα στοιχεία είναι πολύ χρήσιμα εργαλεία για την παρακίνηση των εργαζομένων και των στελεχών. Σύμφωνα με τη μελέτη The Wall Street Journal / Hay Group 2010 CEO Compensation (2011) οι κύριες συνιστώσες της συνολικής αποζημίωσης για τα διευθυντικά στελέχη είναι:

- Βασικός μισθός, σύμφωνα με τον Sigler (2011) η οποία αποτελείται από το 11,2% αποζημίωσης των στελεχών.

- Ετήσια κίνητρα – επιδόματα.
- Μακροπρόθεσμα κίνητρα – δικαιώματα προαίρεσης, επιδοτήσεις αγοράς μετοχών, επιδόματα σε μετρητό και μετοχές βάσει απόδοσης, περιορίζεται επιδοτήσεις σε μετρητά (τα οποία δεν γνωστοποιήθηκαν αλλού).
- Άλλες αποζημιώσεις π.χ. εταιρική συνεισφορά σε προκαθορισμένο πλάνο συνεισφοράς κτλ.
- Αλλαγή σε μη καταρτισμένα αναβαλλόμενα κέρδη αποζημίωσης πλέον της μεταβολής στην αξία των συντάξεων – η συνολική μεταβολή στην παρούσα αξία των σωρευμένων αναλογιστικών συνταξιοδοτικών προγραμμάτων πλέον των πάνω από την αγορά.

Τα μπόνους και τα μακροπρόθεσμα κίνητρα αντιπροσωπεύουν το μεγαλύτερο μέρος των αμοιβών των στελεχών, και λόγω του ότι, είναι σημαντικό να καθοριστεί η βάση που τα στελέχη θα μπορούν να πάρουν αυτά τα κίνητρα.

Ένα τρίτο θέμα που σχετίζεται με το θέμα των αμοιβών είναι τα προβλήματα για την επιβράβευση των στελεχών.

Τα κυριότερα προβλήματα που παρουσιάζονται είναι τα εξής:

- Τα μπόνους μετρητών που συνδέονται με τα λογιστικά μεγέθη μπορεί να παρακινήσουν τα στελέχη να χειριστούν το χρονοδιάγραμμα των εσόδων και εξόδων με τέτοιο τρόπο έτσι ώστε να μεγιστοποιηθούν οι αμοιβές τους.
- Η επιβράβευση της ανώτατης διοίκησης με διαφορετικές μορφές αποζημίωσης μέσω μετοχών μπορεί να μην συνδέει σε μεγάλο βαθμό τις προσπάθειες των στελεχών με την απόδοση της επιχείρησης. Η τιμή της μετοχής μπορεί να αυξηθεί ή να μειωθεί από τις δυνάμεις της αγοράς και όχι από τις κινήσεις των στελεχών της εταιρείας.
- Προβλήματα μπορεί επίσης να προκύψουν εάν οι μειώσεις των τιμών των μετοχών των δικαιωμάτων προαίρεσης είναι αρκετά σημαντικές και έτσι το στέλεχος να μην αποκομίζει χρήματα και έτσι να μην μπορούν να ασκήσουν προσπάθεια μετακίνησης της τιμής της μετοχής. Από τα προβλήματα που έχουν συζητηθεί εκτενώς ήταν η συσχέτιση των αποζημιώσεων με τις επιδόσεις των στελεχών. Μέχρι σήμερα, πολλές μελέτες αποκάλυψαν ότι δεν υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ αυτών των μεταβλητών.

Για παράδειγμα, στην έρευνα του συγγραφέα Ozkan (2011), αυτό έχει επισημανθεί στην ασθενή αποτελεσματικότητα των εκθέσεων εταιρικής διακυβέρνησης στο Ηνωμένο Βασίλειο, και πρότεινε ότι οι αμοιβές των διευθυντικών στελεχών θα πρέπει να συνδέονται στενότερα με τις επιδόσεις τους. Σε μια άλλη έρευνα, διαπιστώθηκε ότι η ετήσια μεταβολή στις διευθυντικές αποζημιώσεις στις ΗΠΑ κατά τη διάρκεια των δεκαετιών του 1970 και 1980 του εικοστού αιώνα, σε μεγάλο βαθμό, δεν συσχετιζόνταν με αλλαγές στις εταιρικές επιδόσεις. Η συνολική αποζημίωση των διευθυντικών στελεχών μεταβλήθηκε μόνο \$ 3 για κάθε αλλαγή \$ 1.000 στον πλούτο των μετόχων (Jensen και Murphy, 2010). Από τη στιγμή που οι διευθυντικές αποζημιώσεις είναι μία πολύ περίπλοκη κατηγορία της Διαχείρισης Ανθρώπινου Δυναμικού, πρέπει να υπάρχουν να γίνουν αλλαγές στη μοντελοποίηση των αποζημιώσεων. Ένας πιθανός τρόπος για να βασίζονται οι αμοιβές στις αποζημιώσεις είναι η έννοια της EVA.

5.11 Οι πιο κοινές προσαρμογές EVA

Κατά τον υπολογισμό της EVA, είναι απαραίτητο να προσαρμοστούν κατάλληλα τα λογιστικά γεγονότα, προκειμένου να αποφευχθεί η λογιστική στρέβλωση της λογιστικής. Ο Stern Stewart δήλωσε ότι οι προσαρμογές που αποσκοπούν στη δημιουργώντας ενός είδους μέτρου απόδοσης που δίνει τη δυνατότητα στα στελέχη να εργαστούν όπως οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης, καθώς και οι ειδικοί σκοποί περιλαμβάνουν:

- Προσαρμογή στις επιπτώσεις τις λογικής λογιστικής (όπως είναι τα κεφαλαιοποιημένα κόστη E & A, First In First Out), διαχείριση αποδοχών (π.χ., για να μην αναφέρουμε την πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις).
- Εξάλειψη της επιρροής των προηγούμενων λογιστικών λαθών στην διαδικασία λήψης αποφάσεων (όπως για την αποφυγή εσφαλμένης λογιστικής αξίας περιουσιακών στοιχείων), κ.λπ.

Όπως η λογιστική λειτουργία μετά από φόρους, τα καθαρά κέρδη υπολογίζονται με βάση τα λογιστικά πρότυπα και το λογιστικό σύστημα, καθώς το λογιστικό κέρδος συχνά διαστρεβλώνει το πραγματικό οικονομικό κέρδος της εταιρείας και την οικονομική αξία των στοιχείων του ενεργητικού σε κάποιο βαθμό, δεδομένου ότι η λογιστική μέθοδος χρησιμοποιεί την αρχή του δεδουλευμένου. Προκειμένου να

πάρουμε μια ακριβή τιμή της EVA, η οποία να αντικατοπτρίζει τα πραγματικά οικονομικά οφέλη, θα πρέπει να προσαρμοστούν τα περιεχόμενα που σχετίζονται με τις οικονομικές καταστάσεις. Σύμφωνα με τις γενικές λογιστικές συμβάσεις, τα καθαρά κέρδη υπολογίζονται από τα Λογιστικά Πρότυπα. Δεδομένου ότι η λογιστική μεταχείριση ακολουθεί την αρχή του δεδουλευμένου, την αρχή της υπευθυνότητας και την αρχή της ενότητας, το καθαρό κέρδος και η πραγματική οικονομική αξία του περιουσιακού στοιχείου θα παραμορφωθεί. Ως εκ τούτου, είναι απαραίτητο να προσαρμοστούν τα λογιστικά αποτελέσματα που αναφέρθηκαν για να αποφευχθούν οι στρεβλώσεις που ανέκυψαν κατά τη μέτρηση της πραγματικής οικονομικής απόδοσης. Τυπικές προσαρμογές που απαιτούνται στους υπολογισμούς EVA περιλαμβάνουν:

1. Προσαρμογή στο καθαρό κέρδος

Πρόσθεση των καθαρών κεφαλαιοποιημένων άυλων στοιχείων. Πρόσθεση ζημίας και αναβαλλόμενου φόρου εισοδήματος. Πρόσθεση διαγραμμένης υπεραξίας και λογιστικών αποσβέσεων (αφαιρουμένης της οικονομικής απόσβεσης), Πρόσθεση τόκων επί του κεφαλαίου του χρέους.

2. Προσαρμογή στο απασχολούμενο κεφάλαιο

Πρόσθεση της καθαρής λογιστικής αξίας των αποσβεσμένων άυλων περιουσιακών στοιχείων. Προσθήκη σωρευτικής πρόβλεψης για αποσβέσεις και υπεραξίας που είχαν προηγουμένως Πρόσθεση διατάξεων όπως είναι αυτές για τις επισφαλείς απαιτήσεις και για τον αναβαλλόμενο φόρο εισοδήματος. Ο Stern Stewart δείχνει ότι 164 λογιστικά γεγονότα πρέπει να προσαρμόζονται κατά τον υπολογισμό της EVA, προκειμένου να εξαλειφθούν οι στρεβλώσεις της λογιστικής σχετικά με την απόδοση της εταιρείας. Από τη στιγμή που η πρόταση βασίζεται στα Πρακτικά του 8ου Διεθνούς Συνεδρίου για την Καινοτομία & Διοίκησης σχετικά με τη λογιστική μεταχείριση βάσει των US GAAP, και τα Αμερικάνικα GAAP των ΗΠΑ είναι διαφορετικό από τα Λογιστικά Πρότυπα της Κίνας (CAS), η ειδική προσαρμογή βάσει του CAS θα πρέπει να γίνει κατά τον υπολογισμό της EVA. Ο Stewart, ο συγγραφέας του βιβλίου "The Quest for Value", δείχνει πόσο πρέπει ή όχι να προσαρμόσουν τα λογιστικά στοιχεία, σύμφωνα με τα ακόλουθα πρότυπα:

- Το EVA πρέπει να συμμορφώνεται με την αρχή της σπουδαιότητας.
- Εάν το διευθυντικό στέλεχος μπορεί να επηρεάσει τα λογιστικά αποτελέσματα θα πρέπει να διατηρήσει ουδετερότητα

- Ο πραγματικός υπολογισμός θα πρέπει να είναι κατανοητός.
 - Οι πληροφορίες που συλλέγονται πρέπει να είναι αντικειμενικές, και οι πληροφορίες πρέπει να συλλέγονται εύκολα.
3. Η προσαρμογή στα κίνητρα του φόρου εισοδήματος και στο επιδοτούμενο εισόδημα

Η ειδική ρύθμιση κατά τον υπολογισμό της EVA πρέπει επίσης να συμμορφώνεται με αυτά τα τέσσερα πρότυπα βάσει των Λογιστικών Προτύπων της χώρας. Εάν υπάρχουν πολλές προτιμσιακές πολιτικές για το φόρο εισοδήματος επιχειρήσεων, τότε αυτό οδηγεί στον πραγματικά καταβαλλόμενο φόρο εισοδήματος της εταιρείας ο οποίος συχνά είναι λιγότερος από το νόμιμο φόρο. Δεδομένου ότι υπάρχει πάντα ένα ορισμένο χρονικό όριο για τα φορολογικά κίνητρα, μετά την υπέρβαση της προθεσμίας για τη φορολογική προτίμηση, η επιχείρηση εξακολουθεί να έχει να πληρώσει φόρο εισοδήματος, σύμφωνα με τον φορολογικό συντελεστή.

Κατά τον υπολογισμό της EVA, το ποσό του κινήτρου του φόρου εισοδήματος θα πρέπει να προσαρμοστεί ως αναβαλλόμενα έσοδα, τα αναβαλλόμενα έσοδα πρέπει να αποσβένονται σε εύλογο χρονικό διάστημα, καθώς και το λειτουργικό καθαρό κέρδος θα πρέπει να μειωθεί κατά το τρέχον έτος. Τα χρονικά περιορισμένα φορολογικά κίνητρα της προστιθέμενης αξίας, φορολογικά κίνητρα των επιχειρήσεων και των εσόδων της κυβέρνησης από επιδοτήσεις θα πρέπει επίσης να ρυθμιστούν με αυτόν τον τρόπο.

4. Η προσαρμογή στην αναδιάρθρωση του χρέους και των μη χρηματικών συναλλαγών

Σύμφωνα με το Λογιστικό Πρότυπο για τις Επιχειρήσεις No.12-αναδιάρθρωση του χρέους, όταν ένα χρέος έχει εκκαθαριστεί από μη χρηματικά περιουσιακά στοιχεία, οι πιστωτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους τα μεταβιβαζόμενα περιουσιακά στοιχεία πλην των μετρητών ως εύλογη αξία. Η διαφορά του λογιστικού υπολοίπου της αναδιάρθρωσης του χρέους και της εύλογης αξίας των μεταβιβαζόμενων στοιχείων ενεργητικού πλην των μετρητών θα πρέπει να λαμβάνονται στα τρέχοντα κέρδη και ζημίες.

Όταν το χρέος μετατρέπεται σε κεφάλαιο, ο πιστωτής θα πρέπει να αναγνωρίζει την

εύλογη αξία των μετοχών ως επένδυση για τον οφειλέτη, και η διαφορά του λογιστικού υπολοίπου της αναδιάρθρωσης του χρέους και της εύλογης αξίας των μετοχών θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη στα τρέχοντα κέρδη και ζημίες. Δεδομένου ότι τα κέρδη και οι ζημίες που προέρχονται από την αναδιάρθρωση του χρέους δεν παράγονται από την κανονική επιχείρηση, το καθαρό κέρδος θα πρέπει να προσαρμοστεί, και τα κέρδη και οι ζημίες που προέρχονται από την αναδιάρθρωση του χρέους θα πρέπει να αποκλειστούν από τα καθαρά κέρδη κατά τον υπολογισμό της EVA.

Σύμφωνα με το Λογιστικό Πρότυπο για τις Επιχειρήσεις Νο.7-Ανταλλαγή μη χρηματικών περιουσιακών στοιχείων, η εύλογη αξία των περιουσιακών στοιχείων ανταλλαγής και των σχετικών καταβλητέων φόρων και τελών θα πρέπει να θεωρείται ως το κόστος των περιουσιακών στοιχείων ανταλλαγής, και η διαφορά μεταξύ της εύλογης αξίας και της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων ανταλλαγής θα πρέπει να καταγράφονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων και στην τρέχουσα περίοδο. Δεδομένου ότι τα κέρδη και οι ζημίες προέρχονται από μη-νομισματική συναλλαγή δεν παράγονται από τις συνήθεις επιχειρηματικές της εταιρείας, κατά τον υπολογισμό της EVA, είναι αναγκαίο να προσαρμοστεί το καθαρό κέρδος, και να αποκλείσει τα κέρδη και τις ζημίες που προέρχονται από μη-χρηματικές συναλλαγές από το καθαρό κέρδος.

5. Η προσαρμογή στα έξοδα E & A

Για την Έρευνα και Ανάπτυξη (E & A), οι Young και O'Byrne (2000, p.212) υποστηρίζουν ότι οι δαπάνες για την E & A είναι επενδύσεις, σε ορισμένες περιπτώσεις αξίζουν τον κόπο και αποσβένονται, και σε άλλες όχι, αλλά αυτό δεν σημαίνει ότι δεν είναι επενδύσεις. Ως εκ τούτου, οι συγγραφείς υποστηρίζουν την κεφαλαιοποίηση των δαπανών αυτών. Μια άλλη πτυχή υπέρ της κεφαλαιοποίησης σχετίζεται με την δυσλειτουργική συμπεριφορά των στελεχών και των διευθυντών. Σύμφωνα με τον Young (1999, σελ. 5), η πρακτική εμποδίζει τα στελέχη και τους διευθυντές στο να έχουν δυσμενείς συμπεριφορές έναντι των επενδυτών E & A, όπως αυτές αξιολογούνται από το αποτέλεσμα που αναμένεται από την επιχειρηματική μονάδα και το γεγονός αυτό επηρεάζεται αρνητικά βραχυπρόθεσμα ως αποτέλεσμα των πιστώσεων των δαπανών, και επηρεάζεται ευνοϊκά μακροπρόθεσμα όταν τα οφέλη των επενδύσεων πραγματοποιούνται .

Σύμφωνα με το Λογιστικό Πρότυπο για τις Επιχειρήσεις Νο.6 - Άυλα περιουσιακά στοιχεία, οι δαπάνες για εσωτερικά έργα E & A της εταιρείας θα πρέπει να καταγράφονται στο λογαριασμό αποτελεσμάτων στην τρέχουσα περίοδο. Οι δαπάνες

στο στάδιο της ανάπτυξης για τα εσωτερικά έργα E & A της εταιρείας μπορεί να θεωρηθούν ως άυλα περιουσιακά στοιχεία όταν πληρούν τις απαιτούμενες προϋποθέσεις. Οι δαπάνες για E & A μπορεί να προωθήσουν τις τεχνολογικές καινοτομικές της εταιρείας. Μόλις το έργο E & A είναι επιτυχημένο, αυτό θα ήταν χρήσιμο για την προώθηση της μακροπρόθεσμης ανάπτυξης της εταιρείας και την οικονομική της αποτελεσματικότητα. Ως εκ τούτου, εάν οι δαπάνες E & A περιλαμβάνονται με βάση την αρχή της χρηστότητας στις τρέχουσες εφάπαξ δαπάνες, αυτό θα είχε ως αποτέλεσμα την υποτίμηση των λογιστικών κερδών και του συνόλου του ενεργητικού στην τρέχουσα περίοδο. Γι' αυτό είναι απαραίτητο να προσαρμοστούν τα έξοδα E & A που περιλαμβάνονται στα τρέχοντα κέρδη και ζημίες. Κατά τον υπολογισμό της EVA, οι δαπάνες E & A που περιλαμβάνονται στα τρέχοντα κέρδη και ζημίες πρέπει να κεφαλαιοποιούνται και να αποσβένονται στη διάρκεια ισχύος του έργου E & A ως μακροπρόθεσμες προπληρωμένες δαπάνες. Το κέρδος και το απασχολούμενο κεφάλαιο πρέπει να προσαρμοστεί αναλόγως.

6. Η προσαρμογή για έξοδα εκκίνησης

Σε κάποιες χώρες, το κόστος εκκίνησης θα πρέπει να συμπεριληφθεί μία φορά στα κέρδη και τις ζημίες κατά τον πρώτο μήνα, όταν η εταιρεία ξεκινά τις δραστηριότητές της. Λόγω του κόστους εκκίνησης που είναι τα έξοδα για τη σύσταση επιχειρήσεων, που έχουν τον με τη φύση των μόνιμων περιουσιακών στοιχείων, είναι απαραίτητο να εξαιρεθεί το κόστος εκκίνησης στα κέρδη και τις ζημίες κατά τον υπολογισμό της EVA, αλλά για να προστεθεί αυτό το κόστος εκκίνησης στο μετά φόρων καθαρό λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης.

7. Η προσαρμογή στα αποθεματικά αποσβεσμένα περιουσιακά στοιχεία

Οι Young & O'Byrne (2000:239) παρατήρησαν ότι είναι σημαντικό το πώς ταξινομείται η εύλογη αξία. Οι συγγραφείς παρουσιάζουν τρεις επιλογές ταξινόμησης:

- Αναλώσιμα πάγια περιουσιακά στοιχεία που ανακτώνται μέσω θετικών ρυθμών απόσβεσης
- Μη αναλώσιμα πάγια περιουσιακά στοιχεία, τα οποία δεν υφίστανται μεταβολές στην αξία και δεν απαιτούν ποσοστά αποσβέσεων
- Περιουσιακά στοιχεία που υφίστανται μεταβολές στην αξία τους, και τα οποία αναγνωρίζονται μέσω αρνητικών ρυθμών απόσβεσης. Εάν θεωρείται η εύλογη αξία

θεωρείται μη αναλώσιμο πάγιο περιουσιακό στοιχείο, η πραγματοποιηθείσα απόσβεση πρέπει να προστεθεί στο εισόδημα, προκειμένου να αποκατασταθεί η αρχική αξία του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Παρ' όλα αυτά, οι Young και O'Byrne (2000: 240), παρατηρούν ότι η ανάλυση συνεχίζει να παρουσιάζει ένα πρόβλημα μέτρησης των επιδόσεων, δεδομένου ότι η διαγραφή της άμεσης εύλογης αξία δεν μεταβάλλει την ανάλυση της αξιολόγησης των επιχειρήσεων, αλλά προϋποθέτει σωστά την αντίληψη του το πρώτου έτους ως εξαιρετικά φτωχή από πλευράς επιδόσεων. Σε κάθε έτος που έχει επιλεγεί για τη διαγραφή, το εισόδημα, το οποίο είναι προφανώς κακό, δεν θα πρέπει να σχετίζεται με την επιχειρησιακή απόδοση της επιχείρησης, με οποιονδήποτε τρόπο. Για άλλη μια φορά, τα στοιχεία φαίνεται να λένε ότι η απόκτηση καταστρέφει αξία, ακόμη και αν οι επενδυτές κερδίζουν αποδόσεις που αντιστοιχούν στο κόστος του κεφαλαίου επί της αγοραίας αξίας κάθε χρόνο. Σύμφωνα με τους Young και O'Byrne (2000:243), ακόμη και αν η αρνητική οικονομική απόσβεση είναι απόλυτα σωστή λύση στο πρόβλημα της εξαγοράς, είναι πιο σύνηθες για τις εταιρείες να χρησιμοποιούν μια pro-forma ετήσια βάση για να αποτρέψει την αποθάρρυνση εξαγορών που παράγουν αξία. Ως εκ τούτου, η αποκτηθείσα εύλογη αξία περιλαμβάνεται στη βάση pro-forma, στο κεφάλαιο που επενδύεται κατά το προηγούμενο έτος, περιορίζοντας την προκατάληψη των παρακινητικών σχεδίων έναντι των εξαγορών.

Τα αποθεματικά αποσβεσμένα περιουσιακά στοιχεία των αποσβέσεων που προβλέπονται από τις επιχειρήσεις, σύμφωνα με τα πρότυπα λογιστικής σε δεδουλευμένη βάση συμπεριλαμβάνονται στο κόστος στην τρέχουσα περίοδο από την αρχή της χρηστότητας, αλλά δεν φέρουν καμία πραγματική ταμειακή ροή στην εταιρεία. Τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία δεν μειώνονται λόγω της πρόβλεψης για τα αποθεματικά αποσβεσμένα περιουσιακά στοιχεία. Η διάταξη αυτή θα υποτιμήσει το συνολικό επενδεδυμένο κεφάλαιο της εταιρείας από τη μία, καθώς επίσης και θα υποτιμήσει το αληθινό λειτουργικό κέρδος από την άλλη. Κατά τον υπολογισμό της EVA, η παροχή αποθεματικών περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να προστεθεί στο συνολικό κεφάλαιο που επενδύεται, και το καθαρό κέρδος της επιχείρησης μετά φόρων θα πρέπει επίσης να περιλαμβάνει την παροχή αποθεματικών κατά την περίοδο.

Η πιο λογική βάση για την κατανομή του κόστους των αγαθών φαίνεται να σχετίζεται άμεσα με τις δεδουλευμένες παροχές, δηλαδή, η καθαρή αξία των υπηρεσιών που παρέχονται στις διάφορες λογιστικές περιόδους. Ωστόσο, οι FIPECAFI (1994: 210)

παρουσιάζει τρία πλεονεκτήματα στη χρήση της μειούμενης μεθόδου:

- Φορολογικά πλεονεκτήματα: οι υψηλότερες ποσοστώσεις των αποσβέσεων κατά την έναρξη της ωφέλιμης ζωής σημαίνουν χαμηλότερους φόρους, αν και είναι γνωστό ότι στο τέλος, οι φόροι θα είναι υψηλότεροι, δεδομένου ότι οι ποσοστώσεις απόσβεσης είναι χαμηλότερες
- Μείωση του κινδύνου απώλειας: λόγω του γεγονότος ότι η εκτίμηση της ωφέλιμης ζωής είναι σχεδόν πάντοτε επισφαλής, όταν ένα αγαθό διαγραφεί πριν από τη λήξη της απόσβεσης, το υπόλοιπο κόστος που πρέπει να αποσβεσθεί καταγράφεται ως απώλεια. Τώρα, όσο χαμηλότερη είναι η ισορροπία, τόσο μικρότερη είναι η απώλεια που θα διατεθεί (π.χ. απαξίωση του περιουσιακού στοιχείου)
- Μεγαλύτερη ομοιομορφία στα κόστη: όταν τα εμπορεύματα είναι καινούργια, η ανάγκη για συντήρηση και επισκευές είναι μικρή. Ωστόσο, καθώς μεγαλώνουν, σημειώνεται αύξηση στις δαπάνες συντήρησης και επισκευής, η οποία αντισταθμίζεται από τη μείωση των ποσοστώσεων των αποσβέσεων, με αποτέλεσμα το πιο ομοιόμορφο συνολικό κόστος.

Οι Young και O'Byrne (2000:229), είναι κατά της χρήσης της μεθόδου μείωσης. Οι συγγραφείς διαφωνούν για την παραμόρφωση που προκαλείται από την υποτίμηση της μεθόδου της σταθερής απόσβεσης, κατά την παρουσίαση των αυξανόμενων αποδόσεων των επενδεδυμένων κεφαλαίων. Εάν η εταιρεία χρησιμοποιεί τη μέθοδο της μείωσης των ποσοστώσεων των αποσβέσεων, η στρέβλωση αυτή επιτείνεται. Προσθέτουν ότι ο λογιστικός βαθμός της απόδοσης πρέπει να είναι ίσος με το ποσοστό οικονομικής αποδοτικότητας, πρέπει να υιοθετηθεί η μέθοδος χρηματοδότησης της απόσβεσης, η οποία παρουσιάζει τις ποσοστώσεις απόσβεσης που αναπτύσσονται αρκετά για να διατηρήσουν την απόδοση του επενδεδυμένου κεφαλαίου σταθερή και ίση με την οικονομική απόδοση όλης της περιόδου.

Μια άλλη μορφή της εξίσωσης των δύο συντελεστών συμβαίνει όταν το έργο προβλέπει μείωση των λειτουργικών περιθωρίων. Οι συντάκτες (2000:236), καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η μέθοδος της χρηματοδότησης της απόσβεσης (η οποία παρουσιάζει την αύξηση των ποσοστώσεων των αποσβέσεων) δεν υιοθετείται από τις εταιρείες, δεδομένου ότι μειώνει το αποτέλεσμα στο νόμισμα, κάτι το οποίο προκαλεί δυσκολίες στην εξήγηση της ύφεσης στην απόδοση καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου (παρά το γεγονός ότι οι συντελεστές απόδοσης των επενδεδυμένων κεφαλαίων παρέμειναν σταθεροί). Η κατάσταση αυτή προκαλεί δυσaráεσκια μεταξύ

των διευθυντικών στελεχών, εάν συνδέεται με μπόνους που να βασίζονται στην οικονομική-χρηματοοικονομική απόδοση. Δηλώνουν ότι οι επιχειρήσεις υιοθετούν συνήθως την σταθερή μέθοδο απόσβεσης, λόγω της ευνοϊκής μεταχείρισης για δημοσιονομικούς σκοπούς.

Σε γενικές γραμμές, είναι προς όφελος των φορολογουμένων να εκμεταλλευθούν τις υψηλότερες μειώσεις που γίνονται δεκτές από το νόμο για την ανάκτηση του επενδεδυμένου κεφαλαίου, το συντομότερο δυνατό με την εξοικονόμηση του φόρου εισοδήματος που προκύπτει από τις επιταχύνσεις λόγω της αύξησης του αριθμού των βαρδιών, των φορολογικών κινήτρων και άλλα. Ως εκ τούτου, το οικονομικό αποτέλεσμα μπορεί να ερμηνευθεί ως πολύ περισσότερο ή πολύ λιγότερο ευνοϊκό σε μια δεδομένη χρονική περίοδο από ό, τι πραγματικά θα πρέπει να είναι ως αποτέλεσμα της δημιουργίας συμβατότητας ανάμεσα στο πραγματικό όφελος και στην κατανομή, ικανό να προκαλέσει λανθασμένες αντιδράσεις και αποφάσεις βραχυπρόθεσμα. Σύμφωνα με τον Frezatti (2001:65), αν και η κατανόηση αυτού του αποτελέσματος είναι ένα απλό έργο, καμία ανησυχία δεν γίνεται αντιληπτή από την πλευρά του οργανισμού στο να καταστεί το όφελος συμβατό με την κατανομή, ανεξάρτητα από τις επιπτώσεις που παρουσιάστηκαν βραχυπρόθεσμα.

8. Η προσαρμογή στη μέθοδο αποτίμησης των αποθεμάτων

Σύμφωνα με τη FIPECAFI (1994:144-5.), οι δυνατότητες απόδοση αυτής της τιμής μονάδας (πάντοτε με βάση το κόστος ή την αξία κτήσης) είναι: FIFO, LIFO και κινητά σταθμισμένος μέσος όρος:

- FIFO: αντιστροφή των πωλήσεων στο κόστος των πρώτων αγορών, δηλαδή, τα πρώτα εμπορεύματα που αγοράζονται πωλούνται ή καταναλώνονται πρώτα. Ο Souza (2000:32) παρατηρεί ότι, από τη λογιστική άποψη, στο τέλος της λογιστικής περιόδου, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις των αποθεμάτων θα πρέπει να αξιολογούνται από τις πιο πρόσφατες τιμές της αγοράς
- LIFO: διαγραφή των πωλήσεων κατά το κόστος της τελευταίας αγοράς, δηλαδή, η τελευταία εμπορεύματα που αγοράζονται καταναλώνεται πρώτα. Souza (2000, σ. 32), διευκρινίζει ότι στην περίπτωση αυτή η εταιρεία αξιολογεί τα αποθέματα στις ιστορικές αξίες, καταγράφοντας στο εισόδημα τα έσοδα τα οποία έχουν αξιολογηθεί από τις πιο πρόσφατες αξίες. Σε μια οικονομία με αυξανόμενο πληθωρισμό, η τάση να κατανεμηθούν οι πλέον πρόσφατες δαπάνες για προϊόντα που παράγονται, προκαλεί συνήθως μια μείωση των λογιστικών κερδών και, κατά συνέπεια, του

φόρου εισοδήματος. Ωστόσο, σύμφωνα με τον Martins (1992:99), όταν χρησιμοποιείται αυτό το εμπόρευμα, το συνολικό εισόδημα θα πρέπει να καταγραφεί αυτή τη στιγμή

Ο κινητός σταθμισμένος μέσος όρος σημαίνει ένα κριτήριο στο οποίο η μέση τιμή της κάθε μονάδας του αποθέματος μεταβάλλεται από τις αγορές των άλλων μονάδων σε διαφορετική τιμή. Σύμφωνα με τον Martins (1992: 99), η μέθοδος αποφεύγει τον έλεγχο του κόστους ανά παρτίδες των αγορών, όπως και στις προηγούμενες μεθόδους, αλλά συνεπάγεται μεγαλύτερο βαθμό υπολογισμού κατά την ίδια στιγμή που αποφεύγει τα άκρα, την παροχή και την μέση τιμή αγοράς ως το κόστος κτήσης. Ο Martins (1992:101) εφιστά την προσοχή μας στο γεγονός ότι αυτές οι διαφοροποιημένες καταστάσεις αποζημιώνονται περίοδο με περίοδο, δηλαδή, όταν το συνολικό απόθεμα του υλικού έχει εξαντληθεί, το άθροισμα του κόστους των υλικών που εφαρμόζονται από τα διάφορα έτη θα είναι ίσο. Ωστόσο, η κατάσταση αυτή εμφανίζεται μόνο αν η επιχείρηση κάνει τις αγορές και πωλεί χωρίς την πρόθεση να συνεχίσει να λειτουργεί, ή όταν λειτουργεί με μηδενικά εμπορεύματα. Οι Young και O'Byrne (2000:227) παρατηρούν ότι η υιοθέτηση της μεθόδου LIFO προκαλεί δύο προβλήματα στην ένδειξη δημιουργίας αξίας: Σε μια πληθωριστική οικονομία τα αποθέματα είναι σημαντικά υποτιμημένα κατά συνέπεια, το ίδιο ισχύει και για τα καθαρά στοιχεία ενεργητικού και του επενδεδυμένου κεφαλαίου

Όταν τα αποθέματα εκκαθαρίζονται, μια κατάσταση που εμφανίζεται όταν τα αποθέματα μειώνονται από το ένα έτος στο επόμενο, τα έσοδα εκμετάλλευσης και ο δείκτης δημιουργίας αξίας υπερεκτιμούνται ως αποτέλεσμα της σύγκρισης μεταξύ του κόστους σε ιστορικές τιμές και των εσόδων σε τρέχουσες τιμές. Οι συγγραφείς πληροφορούν ότι οι οργανισμοί που υιοθετούν τη μέθοδο αυτή παρουσιάζουν απόθεμα στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων τους, και ότι αυτό το αποθεματικό υπολογίζεται με βάση τη διαφορά μεταξύ της αξίας των αποθεμάτων και της τρέχουσας αξία του κόστους. Το αποθεματικό αυτό προστίθεται στο επενδεδυμένο κεφάλαιο, και οι ετήσιες διακυμάνσεις του προστίθεται στα λειτουργικά έσοδα.

Ο Young (1999:11) τονίζει ότι σε οικονομίες με χαμηλό πληθωρισμό, και σχετική σταθερότητα στις τιμές των συντελεστών, το όφελος της προσαρμογής των αποθεμάτων είναι ελάχιστο. Ο Frezatti (2001: 57) προσθέτει μια άλλη κατάσταση στην οποία η προσαρμογή είναι απαραίτητη. Όταν ο οργανισμός αποφασίσει να αλλάξει το κριτήριο της κίνησης του αποθέματος (π.χ. από FIFO σε μέσο σταθμικό κόστος), δεν προκαλεί καμία επίδραση στην ταμειακή ροή, αλλά επηρεάζει το εισόδημα. Σε αυτήν

την περίπτωση, ο ίδιος προτείνει την αντιστροφή της αξίας κατανομή της αλλαγής του κριτηρίου από το εισόδημα, καθώς και το σχηματισμό του ποσού στον ισολογισμό που θα αποτελέσει μέρος του επενδεδυμένου κεφαλαίου.

Στη λογιστική πρακτική, υπάρχουν πολλές μέθοδοι για την αποτίμηση των αποθεμάτων, όπως είναι οι FIFO, LIFO, ο σταθμισμένος μέσος όρος, και ούτω καθεξής. Σύμφωνα με τη μέθοδο FIFO, το ποσό των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να αντανakλά την πιο πρόσφατη τιμή της απογραφής. Ως εκ τούτου, κατά τον υπολογισμό της EVA, οι άλλες μέθοδοι αποτίμησης των αποθεμάτων θα πρέπει να προσαρμοστούν με τη μέθοδο FIFO. Το ποσό της αυξημένης εκτίμησης της απογραφής μετά την προσαρμογή της FIFO θα πρέπει να προστεθεί στο συνολικό κεφάλαιο που επενδύθηκε, και τα κόστη αποθέματος που είναι μεταφέρονται λιγότερο θα πρέπει να προστεθούν στο καθαρό λειτουργικό κέρδος μετά φόρων.

9. Η προσαρμογή για λειτουργικές μισθώσεις

Σύμφωνα με τον Martins (2002: 3), οι μισθωτές πιστεύουν ότι υπάρχει ένα κέρδος κατά την εγγραφή με τη μορφή ενοικίου. Ωστόσο, εάν παρατηρήσουμε ότι οι συνολικές δόσεις που καταβάλλονται στον εκμισθωτή αντιστοιχούν στην συνολική τιμή τοις μετρητοίς για την αγορά του περιουσιακού στοιχείου συν τις αυξήσεις, λόγω του δανείου, και ότι αυτή η αξία αντιστοιχεί στην συνολική απόσβεση του περιουσιακού στοιχείου πλέον των χρηματοοικονομικών επιβαρύνσεων, τότε η διαφορά έγκειται στην κατανομή του κατά τη διάρκεια του χρόνου και όχι στις συνολικές δαπάνες. Αυτή η ταχύτερη κατανομή υποτιμά τα λειτουργικά έσοδα κατά τη διάρκεια της περιόδου κατά την οποία η επιχείρηση έχει την εκταμίευση των δόσεων.

Από την άλλη πλευρά, μετά την καταβολή των δόσεων, υπάρχει μια υπερτίμηση των λειτουργικών εσόδων και κατά συνέπεια της κερδοφορίας τους, μέχρι το τέλος της ωφέλιμης ζωής του περιουσιακού στοιχείου, δεδομένου ότι η μόνη δαπάνη που θα εισαχθεί είναι αυτή του υπολοίπου της απόσβεσης που, παρεμπιπτόντως, είναι συμβολική, βλέποντας ότι η αξία του περιουσιακού στοιχείου έχει ήδη καταβληθεί και καταγράφηκε πλήρως.

Ο Martins (2002:3) εφιστά την προσοχή μας στο γεγονός ότι ο μισθωτής δεν πληρώνει λιγότερο φόρο εισοδήματος για την προπληρωμή των εξόδων, δεδομένου ότι ο εκμισθωτής περιλαμβάνει το κόστος αυτού του φόρου που πληρώνει κατά την κατανομή των εσόδων των δόσεων. Γι'αυτό το λόγο, καταλήγει ο συγγραφέας, το

ποσοστό χρηματοδότησης της μίσθωσης είναι υψηλότερο από το κανονικό ποσοστό χρηματοδότησης. Ο συγγραφέας (2002: 3), προσθέτει ότι η αξία της εμπορικής μίσθωσης έγκειται στο χρονικό διάστημα και στα πλαίσια του χρηματοδοτούμενου μέρος (100%) και όχι στα φορολογικά οφέλη, τα οποία στην πραγματικότητα δεν υπάρχουν. Ωστόσο, αν ο μισθωτής δεν καταγράφει τη μίσθωση με αυτόν τον τρόπο, αυτός ή αυτή καταλήγει να πληρώνει για τη χρηματοδότηση του φόρου, ο οποίος βαρύνει τον εκμισθωτή και, χωρίς την αντίθετη καταγραφή αναβολής του δικού του φόρου, πραγματοποιεί μια αποτελεσματική δημοσιονομική και οικονομική ζημία. Οι Young & O'Byrne (2000:247), αναλύουν επίσης την επίδραση της λογιστικής της μίσθωσης ως δαπάνη ενοικίου και καταλήγουν στο συμπέρασμα ότι η αντιμετώπιση υποτιμά το επενδεδυμένο κεφάλαιο, γιατί η χρηματοδοτική μίσθωση είναι στην πραγματικότητα χρέος. Κατά την εκτέλεση της προσαρμογής, οι εκτιμήσεις των χρεών με τρίτους και τη δική της αλλαγής του κεφαλαίου, και, κατά συνέπεια, να οδηγήσει στην αλλαγή του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου.

Κατά την εκτέλεση της προσαρμογής, οι εκτιμήσεις των χρεών με τρίτους κατά συνέπεια, να οδηγεί στην αλλαγή του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου. Ομοίως, τα λειτουργικά έσοδα είναι επίσης υποτιμημένα, καθώς μέρος των μισθωμάτων, αφορά τόκους, οι οποίοι θα πρέπει να ταξινομούνται ως χρηματοοικονομικό έξοδο, και να μην αποτελούν τα λειτουργικά έσοδα (το φορολογικό όφελος του τόκου, με τη σειρά του, θα πρέπει να αφαιρείται από τα λειτουργικά έσοδα) . Οι συγγραφείς (2000:252), παρατηρούν ότι τα αποτελέσματα των προσαρμογών είναι σημαντικά μόνο σε επιχειρήσεις με μεγάλο όγκο των πράξεων χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Ωστόσο, αν οι συγγραφείς λάβουν υπόψη την κατανομή του αγαθού ως περιουσιακού στοιχείου, και την αντίστοιχη απόσβεση του σύμφωνα με τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής του, θα συνειδητοποιήσουν ότι η αλλαγή αυτή θα έχει σημαντική επίδραση στην ερμηνεία των επιδόσεων, και ως εκ τούτου θα προκληθούν μεταβολές στη συμπεριφορά των στελεχών και των διευθυντών. Ως εκ τούτου, σύμφωνα με τον Frezatti (2001:55), θα πρέπει κανείς να αντιστρέψει το ποσό της απόσβεσης της χρηματοδοτικής μίσθωσης από το εισόδημα, και από τις προηγούμενες περιόδους, και να το εσωκλείσει στον ισολογισμό για να αποτελέσει μέρος του επενδεδυμένου κεφαλαίου, το οποίο θα διατεθεί στο μέλλον . Όταν η εταιρεία αποκτά περιουσιακά στοιχεία μέσω λειτουργικής μίσθωσης, το λειτουργικό κόστος της μίσθωσης θα πρέπει να αντιμετωπίζεται ως έξοδο στην τρέχουσα περίοδο. Από τη στιγμή που η λειτουργική μίσθωση μπορεί να αυξήσει τα πραγματικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, κατά τον υπολογισμό της EVA, τα περιουσιακά στοιχεία της λειτουργικής μίσθωσης θα

πρέπει να προστεθούν στο συνολικό κεφάλαιο που επενδύθηκε, καθώς και στα κόστη των λειτουργικών μισθώσεων στην τρέχουσα περίοδο θα πρέπει να προστεθούν στο μετά φόρων καθαρό λειτουργικό κέρδος.

Κεφάλαιο 6 Πρακτική εφαρμογή

Στο παρόν κεφάλαιο θα εξεταστεί πρακτικά η εφαρμογή του υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας βάσει της μεθοδολογίας που παρουσιάστηκε στα προηγούμενα κεφάλαια. Έτσι θα γίνει ευκολότερα αντιληπτό πώς τα προαναφερθέντα δεδομένα αποτελούν μέρος της διοίκησης σε επιτυχημένες επιχειρήσεις. Η περίπτωση που έχει επιλεγεί είναι η πολυεθνική εταιρεία παραγωγής καταναλωτικών προϊόντων Procter & Gamble (P&G).

6.1 Η εταιρεία P&G

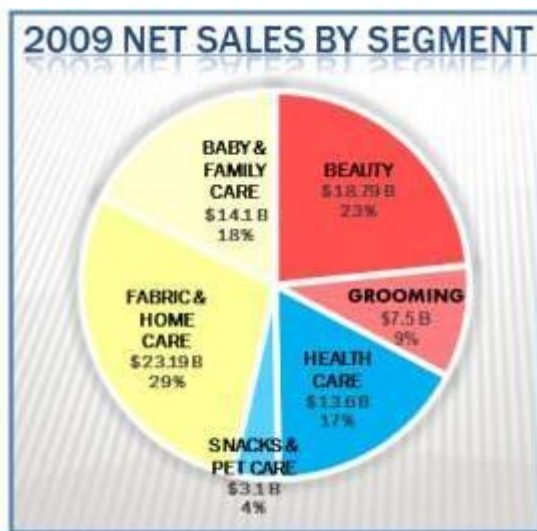


Η Procter & Gamble ιδρύθηκε το 1837 στο Οχάιο των Ηνωμένων Πολιτειών, όπου βρίσκονται ακόμη και σήμερα οι κεντρικές εγκαταστάσεις της, από τους William Procter και James Gamble, μετανάστες από την Αγγλία και την Ιρλανδία αντίστοιχα. Την περίοδο 1858-1859, ως κατασκευαστές σαπουνιών (J.Gamble) και κεριών (W.Procter) προμήθευαν τον αμερικάνικο στρατό κατά την περίοδο του εμφυλίου πολέμου με τα

προϊόντα που δημιουργούσαν. Έτσι, η εταιρεία κατάφερε να αποκτήσει μεγάλα κέρδη και αναγνωρισιμότητα σε όλη την χώρα. Το βασικό αντικείμενο παραγωγής της ήταν τα καταναλωτικά αγαθά καθημερινής χρήσης που θα εξυπηρετούσαν έναν μεγάλο αριθμό του πληθυσμού της χώρας διότι θα παρέχονταν σε ευνοϊκές τιμές. Το πρώτο προϊόν που δημιουργήθηκε ήταν ένα φθηνό σαπούνι που είχε την ιδιότητα να επιπλέει στο νερό και όχι να βυθίζεται από το βάρος του. Στην συνέχεια ακολούθησε η παραγωγή δεκάδων αγαθών τα οποία χρησιμοποιούνται και διατίθενται παγκοσμίως εκτός από την περιοχή της Κούβας, εξαιτίας του εμπάργκο που κηρύχτηκε από την Αμερική την δεκαετία του '60.

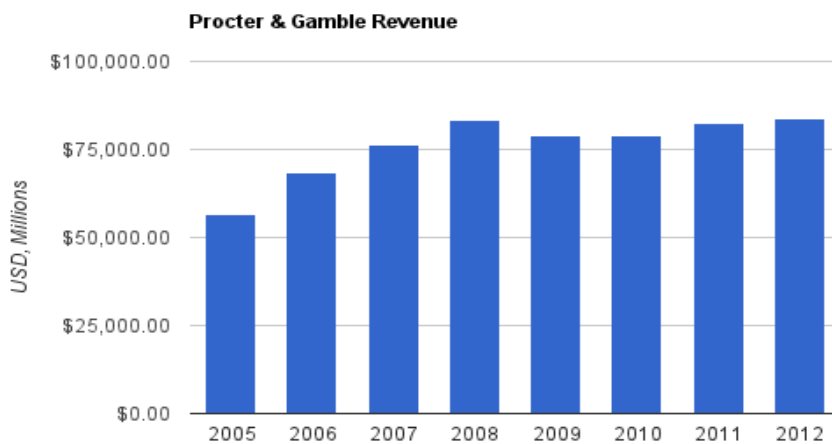
Στις μέρες μας, η P&G, εισηγμένη πλέον στο Χρηματιστήριο, αποτελεί έναν κολοσσό επιχείρησης στον κλάδο που δραστηριοποιείται και αναγνωρίζεται ως η μεγαλύτερη παραγωγός και διανομέας προϊόντων οικιακής και προσωπικής χρήσης ανάμεσα σε ισχυρούς αντιπάλους όπως Unilever, Johnson & Johnson και Henkel. Διαθέτει

εγκαταστάσεις σε 80 χώρες και απασχολεί συνολικά 118 χιλιάδες εργαζομένους σε όλο τον κόσμο. Ειδικότερα, οι τομείς τους οποίους αναλαμβάνει να ικανοποιήσει είναι η περιποίηση ομορφιάς, παιδική, γυναικεία, οικογενειακή αλλά και οικιακή φροντίδα καθώς επίσης υγεία και περιποίηση προσώπου (grooming). Τα brands που έχει στην κατοχή της η εταιρεία φτάνουν περίπου τα 50, τα δημοφιλέστερα εκ των οποίων είναι τα εξής: Tide, crest, rampers, ariel, pantene, Gillette, olay κ.ά. Το 2009 η P&G δημιούργησε ένα μεγάλο ποσοστό (61%) των πωλήσεων της στις διεθνείς αγορές ενώ το 2014 κατέγραψε ρεκόρ πωλήσεων στα \$83,1 δισ. επιβεβαιώνοντας την θέση της στις πιο επιτυχημένες επιχειρήσεις παγκοσμίως. Στον παρακάτω Πίνακα φαίνονται οι καθαρές πωλήσεις της εταιρείας για το έτος 2009, ανά τομέα δραστηριότητας.



Σχήμα 2: P&G Net Sales 2009 ,Πηγή Washburn School of business

Η εταιρεία επικεντρώνεται κυρίως στην ανάπτυξη και κατανόηση των καταναλωτών, στο μάρκετινγκ και στην καινοτομία. Ακόμη, διαχειρίζεται 23 εμπορικά σήματα που μεμονωμένα έχουν δημιουργήσει πάνω από \$1 δισ. σε ετήσιες πωλήσεις και 20 εμπορικά σήματα που παράγουν το ήμισυ του ενός δισεκατομμυρίου στις ετήσιες πωλήσεις και 12 από αυτά αποτελούν επί του παρόντος το νούμερο ένα στο παγκόσμιο μερίδιο αγοράς στο αντίστοιχο προϊόν. Ωστόσο, οι ανησυχίες για την υποτονικότητα της οικονομίας οδήγησαν σε αυξημένη κεφαλαιοποίηση και χαμηλό βήτα (β).



Σχήμα 3: P&G Revenue Πηγή: Procter & Gamble Co

Η P&G κάνοντας προβλέψεις βάσει των οικονομικών στοιχείων που έχει στην διάθεσή της αναφέρει στο τελευταίο δελτίο τύπου που αναρτήθηκε στην επίσημη ιστοσελίδα της, αύξηση 12% για το πρώτο τρίμηνο του οικονομικού έτους 2015 στα συναλλαγματικά κέρδη ανά μετοχή, έναντι του προηγούμενου έτους. Οι καθαρές πωλήσεις κυμάνθηκαν στα \$16,5 δισ. μια μείωση της τάξης του 12% έναντι του προηγούμενου έτους, γεγονός που οφείλεται κατά κύριο λόγο σε σημαντικές επιπτώσεις στο ξένο νόμισμα. Οι οργανικές πωλήσεις μειώθηκαν, επίσης, κατά 1%. Ωστόσο, τα λειτουργικά κέρδη αυξήθηκαν κατά 270 μονάδες βάσης με τη βελτίωση του μικτού περιθωρίου κέρδους. Οι λειτουργικές ταμειακές ροές ανήλθαν σε \$3,5 δισ. για το τρίμηνο με προσαρμοσμένη παραγωγικότητα των ελευθέρων ταμειακών ροών στο 101%. Η εταιρεία κατάφερε να εξαγοράσει \$0,5 δισ. κοινών μετοχών και επέστρεψε μέρισμα σε μετρητά \$1,9 δισ. στους μετόχους της. Ο Πρόεδρος και Διευθύνων σύμβουλος της εταιρείας, A.G. Lafley, ανέφερε σε πρόσφατη ανακοίνωσή του ότι η εταιρεία παρέδωσε ένα ισχυρό πρώτο τρίμηνο του περιθωρίου κέρδους και αποτελεσματικές ελεύθερες ταμειακές ροές. Ακόμη, οι καθαρές πωλήσεις κατά το πρώτο τρίμηνο του 2015 είναι \$16,5 δισ. μια μείωση δηλαδή της τάξεως του 12%, η οποία αντανάκλαται αφενός στις αρνητικές επιπτώσεις στις συναλλαγματικές συναλλαγές και αφετέρου στην απόσχιση της Βενεζουέλα.

Όσον αφορά την σχέση της με τους ανταγωνιστές της η Procter and Gamble παρέχει μεγαλύτερο και ευρύτερο χαρτοφυλάκιο προϊόντων στα νοικοκυριά και στην προσωπική φροντίδα. Ειδικότερα, είναι σε θέση να παράγει 43% περισσότερα έσοδα από τον πλησιέστερο ανταγωνιστή της, την Uniliver, διατηρώντας ένα επίσης σχετικά

υψηλό λειτουργικό περιθώριο 20,46%, το υψηλότερο μεταξύ των κυρίαρχων εταιρειών. Επιπλέον, η εταιρεία διατηρεί επενδύει περισσότερα από \$2 δισ. ετησίως στην έρευνα και ανάπτυξη (R&D), περίπου το διπλάσιο ποσό από αυτό που έχει στην διάθεση της προς επένδυση η Unilever και ισούται συγχρόνως με το άθροισμα των υπόλοιπων μεγάλων αντιπάλων της Avon, Clorox Company (CLX) και Colgate – Palmolive Co (CL), Energizer Holdings (ENR), Henkel, Kimberly – Clark (KMB), L'oreal και Reckitt Benckiser.

	REVENUE (IN MILLIONS)	NET INCOME (IN MILLIONS)	OPERATING MARGIN	DIVIDEND YIELD	BILLION DOLLAR BRAND(S)
PROCTER & GAMBLE	\$79,029	\$11,010	20.79%	3.0%	PAMPERS, PANTENE, CREST, TIDE, BOUNTY, DURACELL, CHARMIN
UNILEVER	\$56,546	\$7,015	N/A	1.38%	DOVE, AXE, LIPTON, VASELINE, SLIM-FAST, BEN & JERRY'S
CLOROX COMPANY	\$5,440	\$566	20.12%	3.3%	CLOROX BLEACH, PINE-SOL, GLAD, BRITA WATER FILTERS, BURT'S BEES
KIMBERLY – CLARK	\$18,730	\$,1810	15.95%	3.8%	HUGGIES, KLEENEX, SCOTT PAPER TOWELS
COLGATE – PALMOLIVE	\$1,4910	\$2,310	22.68%	2.2%	COLGATE TOOTHPASTE, PALMOLIVE DISHWASHING LIQUID, SOFTSOAP, SPEEDSTICK

Πίνακας 3: Οικονομικά στοιχεία εταιρειών κλάδου Πηγή: Reuters

6.2 Οικονομικά στοιχεία της εταιρείας

Assets

Fiscal year is July-June. All values USD millions.	2011	2012	2013	2014	2015
Cash & Short Term Investments	2.77B	4.44B	5.95B	10.69B	11.61B
Cash Only	2.77B	4.44B	5.95B	8.56B	6.85B
Short-Term Investments	-	-	-	2.13B	4.77B

	2011	2012	2013	2014	2015
Cash & Short Term Investments Growth	-	60.26%	34.06%	79.69%	8.67%
Cash & ST Investments / Total Assets	2.00%	3.35%	4.27%	7.41%	8.97%
Total Accounts Receivable	6.28B	6.07B	6.51B	6.39B	4.86B
Accounts Receivables, Net	6.28B	6.07B	6.51B	6.39B	4.86B
Accounts Receivables, Gross	6.28B	6.07B	6.51B	6.39B	4.86B
Bad Debt/Doubtful Accounts	-	-	-	-	-
Other Receivables	0	0	0	0	0
Accounts Receivable Growth	-	-3.30%	7.25%	-1.87%	-23.88%
Accounts Receivable Turnover	12.92	13.79	12.69	12.61	15.69
Inventories	7.38B	6.72B	6.91B	6.76B	5.45B
Finished Goods	4.51B	4.3B	4.48B	4.33B	3.51B
Work in Progress	717M	685M	722M	684M	550M
Raw Materials	2.15B	1.74B	1.7B	1.74B	1.39B
Progress Payments & Other	-	-	-	-	-
Other Current Assets	5.55B	4.69B	4.63B	7.79B	7.72B
Miscellaneous Current Assets	5.55B	4.69B	4.63B	7.79B	7.72B
Total Current Assets	21.97B	21.91B	23.99B	31.62B	29.65B

	2011	2012	2013	2014	2015
Net Property, Plant & Equipment	21.29B	20.38B	21.67B	22.3B	20.27B
Property, Plant & Equipment - Gross	41.51B	40.23B	43.01B	44.43B	41.35B
Buildings	7.75B	7.32B	7.83B	8.02B	7.21B
Land & Improvements	934M	880M	878M	893M	795M
Computer Software and Equipment	-	-	-	-	-
Other Property, Plant & Equipment	-	-	-	-	-
Accumulated Depreciation	20.21B	19.86B	21.35B	22.12B	21.08B
Total Investments and Advances	39M	33M	1.62B	2.16B	4.8B
Other Long-Term Investments	39M	33M	1.62B	2.16B	4.8B
Long-Term Note Receivable	0	0	0	0	0
Intangible Assets	90.18B	84.76B	86.76B	84.55B	74.15B
Net Goodwill	57.56B	53.77B	55.19B	53.7B	47.32B
Net Other Intangibles	32.62B	30.99B	31.57B	30.84B	26.83B
Other Assets	4.87B	5.16B	5.23B	3.64B	639M
Tangible Other Assets	4.87B	5.16B	5.23B	3.64B	639M
Total Assets	138.35B	132.24B	139.26B	144.27B	129.5B
Assets - Total - Growth	-	-4.42%	5.31%	3.59%	-10.24%

Liabilities & Shareholders' Equity

	2011	2012	2013	2014	2015
ST Debt & Current Portion LT Debt	9.98B	8.7B	12.43B	15.61B	12.02B
Short Term Debt	6.99B	4.62B	7.93B	11.3B	9.25B
Current Portion of Long Term Debt	2.99B	4.08B	4.51B	4.31B	2.77B
Accounts Payable	8.02B	7.92B	8.78B	8.46B	8.26B
Accounts Payable Growth	-	-1.27%	10.82%	-3.60%	-2.41%
Income Tax Payable	786M	414M	817M	711M	845M
Other Current Liabilities	8.5B	7.88B	8.01B	8.95B	8.67B
Dividends Payable	-	-	-	-	-
Accrued Payroll	1.75B	1.66B	1.67B	1.65B	1.46B
Miscellaneous Current Liabilities	6.75B	6.22B	6.35B	7.3B	7.21B
Total Current Liabilities	27.29B	24.91B	30.04B	33.73B	29.79B
Long-Term Debt	22.03B	21.08B	19.11B	19.81B	18.33B
Long-Term Debt excl. Capitalized Leases	21.63B	21.04B	19.08B	19.73B	18.3B
Non-Convertible Debt	21.63B	21.04B	19.08B	19.73B	18.3B
Convertible Debt	0	0	0	0	0
Capitalized Lease Obligations	407M	45M	31M	83M	32M

	2011	2012	2013	2014	2015
Provision for Risks & Charges	8.6B	11.2B	9.74B	9.73B	8.01B
Deferred Taxes	11.07B	10.13B	10.83B	10.22B	9.53B
Deferred Taxes - Credit	11.07B	10.13B	10.83B	10.22B	9.53B
Deferred Taxes - Debit	0	0	0	0	0
Other Liabilities	1.36B	891M	837M	802M	782M
Other Liabilities (excl. Deferred Income)	1.36B	891M	837M	802M	782M
Deferred Income	-	-	-	-	-
Total Liabilities	70.35B	68.21B	70.55B	74.29B	66.45B
Non-Equity Reserves	0	0	0	0	0
Total Liabilities / Total Assets	50.85%	51.58%	50.66%	51.50%	51.31%
Preferred Stock (Carrying Value)	(123M)	(162M)	1.14B	1.11B	1.08B
Redeemable Preferred Stock	0	0	0	0	0
Non-Redeemable Preferred Stock	(123M)	(162M)	1.14B	1.11B	1.08B
Common Equity (Total)	67.76B	63.6B	66.93B	68.1B	61.34B
Common Stock Par/Carry Value	4.01B	4.01B	4.01B	4.01B	4.01B
Retained Earnings	70.68B	75.35B	80.2B	84.99B	84.81B
ESOP Debt Guarantee	0	0	(1.35B)	(1.34B)	(1.32B)

	2011	2012	2013	2014	2015
Cumulative Translation Adjustment/Unrealized For. Exch. Gain	-	(357M)	(3.18B)	1.4B	(5.82B)
Unrealized Gain/Loss Marketable Securities	0	0	(27M)	(18M)	6M
Revaluation Reserves	0	0	0	0	0
Treasury Stock	(67.28B)	(69.6B)	(71.97B)	(75.81B)	(77.23B)
Common Equity / Total Assets	48.98%	48.09%	48.06%	47.21%	47.37%
Total Shareholders' Equity	67.64B	63.44B	68.06B	69.21B	62.42B
Total Shareholders' Equity / Total Assets	48.89%	47.97%	48.87%	47.98%	48.20%
Accumulated Minority Interest	361M	596M	645M	762M	631M
Total Equity	68B	64.04B	68.71B	69.98B	63.05B
Liabilities & Shareholders' Equity	138.35B	132.24B	139.26B	144.27B	129.5B

Πίνακας 4: Οικονομικά στοιχεία P&G Πηγή Procter & Gamble Co

6.3 Υπολογισμός της οικονομικής προστιθέμενης αξίας

Στην προσπάθεια αξιολόγησης της εταιρείας με την μέθοδο της οικονομικής προστιθέμενης αξίας θα χρησιμοποιηθεί η σχέση για την οποία έγινε λόγος σε προηγούμενο κεφάλαιο και η οποία δίνεται ως εξής:

E $VA = NOPAT - Cost\ of\ Capital \times Invested\ Capital$

ιδικότερα, συλλέγοντας δεδομένα της εταιρείας των τελευταίων χρόνων ώστε να υπάρχει μια σαφής και συγχρόνως πραγματική εικόνα της κατάστασης, το χρονικό διάστημα που θα εξεταστεί είναι η περίοδος 2011 έως 2015. Αρχικά, όμως, χρειάζεται να υπολογιστούν οι ποσότητες καθαρά λειτουργικά κέρδη προ φόρων (NOPAT), επενδυμένο κεφάλαιο (Invested Capital) αλλά και το κόστος κεφαλαίου (Cost of Capital).

6.3.1 Net Operating Profit after Taxes (NOPAT)

USD \$ in millions

12 months ended	Jun 2015	30, Jun 2014	30, Jun 2013	30, Jun 2012	30, Jun 2011
Net earnings attributable to Procter & Gamble	7,036	11,643	11,312	10,756	11,797
Deferred income tax expense (benefit)	(803)	(44)	(307)	(65)	129
Increase (decrease) in restructuring reserves	8	58	(20)	192	151
Increase (decrease) in equity equivalents	(795)	14	(327)	127	280
Interest expense	626	709	667	769	831
Interest expense, operating lease obligations	30	37	30	41	35
Adjusted interest expense	656	746	697	810	866

Tax benefit of interest expense	(230)	(261)	(244)	(283)	(303)
Adjusted interest expense, after taxes	427	485	453	526	563
(Gain) loss on marketable securities	(3)	(18)	–	–	–
Interest income	(151)	(100)	(87)	(77)	(62)
Investment income, before taxes	(154)	(118)	(87)	(77)	(62)
Tax expense (benefit) of investment income	54	41	30	27	22
Investment income, after taxes	(100)	(77)	(57)	(50)	(40)
(Income) loss from discontinued operations, net of tax	1,786	(78)	–	(1,587)	–
Net income (loss) attributable to noncontrolling interest	108	142	90	148	130
Net operating profit after taxes (NOPAT)	8,462	12,129	11,472	9,920	12,730

Πίνακας 5: Υπολογισμός NOPAT βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G

6.3.2 Invested Capital

USD \$ in millions

	Jun 30, 2015	Jun 30, 2014	Jun 30, 2013	Jun 30, 2012	Jun 30, 2011
--	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Debt due within one year	12,021	15,606	12,432	8,698	9,981
Long-term debt, excluding due within one year	18,329	19,811	19,111	21,080	22,033
PV of operating lease payments	1,483	1,770	1,379	1,633	1,346
Total reported debt & leases	31,833	37,187	32,922	31,411	33,360
Shareholders' equity attributable to Procter & Gamble	62,419	69,214	68,064	63,439	67,640
Net deferred tax (assets) liabilities	6,945	7,621	8,607	7,982	8,578
Restructuring reserves	389	381	323	343	151
Equity equivalents	7,334	8,002	8,930	8,325	8,729
Accumulated other comprehensive (income) loss, net of tax	12,780	7,662	7,499	9,333	2,054
Noncontrolling interest	631	762	645	596	361
Adjusted shareholders' equity attributable to Procter & Gamble	83,164	85,640	85,138	81,693	78,784
Construction in progress	(2,997)	(3,114)	(3,235)	(2,687)	–
Investment securities	(4,797)	(2,158)	(1,618)	(33)	(39)
Invested capital	107,203	117,555	113,207	110,384	112,105

Πίνακας 6: Υπολογισμός επενδυμένου κεφαλαίου βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G

6.3.3 Cost of Capital

Jun 30, 2011

	Fair Value	Weights	Cost of Capital				
Equity	160,772	$\frac{160,772}{195,530} = 0.82$	0.82	\times	8.06%	$=$	6.63%
Short-term and long-term debt	33,413	$\frac{33,413}{195,530} = 0.17$	0.17	\times	$2.62\% \times (1 - 35\%)$	$=$	0.29%
PV of operating lease payments	1,346	$\frac{1,346}{195,530} = 0.01$	0.01	\times	$2.62\% \times (1 - 35\%)$	$=$	0.01%
Total:	195,530		1.00				6.93%

Jun 30, 2012

	Fair Value	Weights	Cost of Capital				
Equity	183,765	$\frac{183,765}{217,961} = 0.84$	0.84	\times	8.06%	$=$	6.80%
Short-term and long-term debt	32,563	$\frac{32,563}{217,961} = 0.15$	0.15	\times	$2.51\% \times (1 - 35\%)$	$=$	0.24%
PV of operating lease payments	1,633	$\frac{1,633}{217,961} = 0.01$	0.01	\times	$2.51\% \times (1 - 35\%)$	$=$	0.01%
Total:	217,961		1.00				7.05%

Jun 30, 2013

	Fair Value	Weights	Cost of Capital				
--	------------	---------	-----------------	--	--	--	--

Equity	225,044	$\frac{225,044}{260,042} = 0.87$	$0.87 \times 8.06\% = 6.98\%$
Short-term and long-term debt	33,619	$\frac{33,619}{260,042} = 0.13$	$0.13 \times 2.20\% \times (1 - 35\%) = 0.18\%$
PV of operating lease payments	1,379	$\frac{1,379}{260,042} = 0.01$	$0.01 \times 2.20\% \times (1 - 35\%) = 0.01\%$
Total:	260,042	1.00	7.17%

Jun 30, 2014

	Fair Value	Weights	Cost of Capital
Equity	219,184	$\frac{219,184}{258,683} = 0.85$	$0.85 \times 8.06\% = 6.83\%$
Short-term and long-term debt	37,728	$\frac{37,728}{258,683} = 0.15$	$0.15 \times 2.10\% \times (1 - 35\%) = 0.20\%$
PV of operating lease payments	1,770	$\frac{1,770}{258,683} = 0.01$	$0.01 \times 2.10\% \times (1 - 35\%) = 0.01\%$
Total:	258,683	1.00	7.04%

Jun 30, 2015

	Fair Value	Weights	Cost of Capital
Equity	204,744	$\frac{204,744}{238,605} = 0.86$	$0.86 \times 8.06\% = 6.92\%$
Short-term and long-term debt	32,378	$\frac{32,378}{238,605} = 0.14$	$0.14 \times 2.05\% \times (1 - 35\%) = 0.18\%$
PV of operating lease payments	1,483	$\frac{1,483}{238,605} = 0.01$	$0.01 \times 2.05\% \times (1 - 35\%) = 0.01\%$

Total:	238,605	1.00	7.11%
---------------	---------	------	-------

Πίνακας 7: Υπολογισμός Κόστους Κεφαλαίου βασισμένος σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G

6.3.4 Economic added value για την P&G

Κατά τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για την εταιρεία Procter & Gamble, χρησιμοποιήθηκαν όπως αναφέρθηκε πιο πάνω τρεις ποσότητες. Όπως φαίνεται στον παρακάτω Πίνακα, παρατηρείται ότι το οικονομικό κέρδος της επιχείρησης αυξήθηκε την περίοδο 2013-2014 αλλά στην συνέχεια σημειώθηκε μια σημαντική μείωση το οποίο αποδίδεται στην μικρή αύξηση του κόστους κεφαλαίου .

USD \$ in millions

12 months ended	Jun 30, 2015	Jun 30, 2014	Jun 30, 2013	Jun 30, 2012	Jun 30, 2011
Net operating profit after taxes (NOPAT)	8,462	12,129	11,472	9,920	12,730
Cost of capital	7.11%	7.04%	7.17%	7.05%	6.93%
Invested capital	107,203	117,555	113,207	110,384	112,105
Economic value added	844	3,855	3,357	2,136	4,960

Πίνακας 8: Υπολογισμός EVA βασισμένη σε ετήσιες αναφορές οικονομικών στοιχείων της P&G

Επιπλέον, μέσα από τον υπολογισμό της οικονομικής προστιθέμενης αξίας μπορεί να εξεταστεί και να συγκριθεί η οικονομική εξάπλωση της εταιρείας καθώς επίσης το περιθώριο κέρδους, σύμφωνα με τους ακόλουθους υπολογισμούς:

Economic spread = 100 × EVA ÷ Invested capital (1)

Economic profit margin = 100 × EVA ÷ Net sales (2)

→ Procter & Gamble Co., economic spread calculation

	Jun 30, 2015	Jun 30, 2014	Jun 30, 2013	Jun 30, 2012	Jun 30, 2011
Economic value added	844	3,855	3,357	2,136	4,960
Invested capital	107,203	117,555	113,207	110,384	112,105
Economic spread	0.79%	3.28%	2.97%	1.94%	4.42%

Πίνακας 9: Οικονομική εξάπλωση της P&G

→ Procter & Gamble Co., economic profit margin calculation

	Jun 30, 2015	Jun 30, 2014	Jun 30, 2013	Jun 30, 2012	Jun 30, 2011
Economic value added	844	3,855	3,357	2,136	4,960
Net sales	76,279	83,062	84,167	83,680	82,559
Economic profit margin	1.11%	4.64%	3.99%	2.55%	6.01%

Πίνακας 10: Περιθώριο κέρδους της P&G

6.4 Δημιουργία αξίας μέσω EVA: Μύθος ή πραγματικότητα;

Τα τελευταία χρόνια ολοένα και περισσότερο η λέξη «αξία» αποτελεί την κύρια έννοια των εταιρικών στελεχών. Παγκοσμίως, προσπαθούν να ανταποκριθούν δημιουργικά στην απαίτηση για αύξηση της αξίας για τους μετόχους. Πολλές ακτιβιστικές οργανώσεις όπως το γιγαντιαίο συνταξιοδοτικό σύστημα στην Καλιφόρνια (Calpers), σπουδαίοι επενδυτές όπως ο Warren Buffett της Berkshire Hathaway Inc. αλλά και η μεγάλη επιρροή των αμοιβαίων κεφαλαίων μεταφέρουν ένα σαφές μήνυμα προς τις επιχειρήσεις που δεν είναι άλλο από την αύξηση της αξίας των μετόχων. Για αυτό η μέθοδος της οικονομικής προστιθέμενης αξίας δέχτηκε μια αυξανόμενη δημοτικότητα και έρχεται να διορθώσει τα λάθη των προηγούμενων οι οποίες βασίζονται αποκλειστικά σε λογιστικά στοιχεία και δεν λαμβάνουν υπόψιν σημαντικούς παράγοντες. Ενώ η ελκυστικότητα της EVA προέρχεται από την απλότητά της να εφαρμοστεί, είναι δυνατόν να εμφανιστούν ορισμένες προκλήσεις αν δεν χρησιμοποιηθεί σωστά. Εάν, δηλαδή, δεν ληφθούν υπόψιν οι σωστοί παράγοντες ώστε να αντικατοπτρίζεται η μοναδική ταυτότητα της εταιρίας τότε είναι δυσχερές να υπάρξει μια ακριβής εικόνα για εκείνη. Ειδικότερα, αν εξεταστούν πολύ λίγοι η εικόνα για την εταιρεία θα είναι θολή. Από την άλλη οι πάρα πολλοί παράγοντες με συνδυασμό με τους κινδύνους μπορεί περιπλέξουν την κατάσταση. Όμως, η κάθε επιχείρηση επιλέγει τι ακριβώς θέλει να αξιολογήσει, δηλαδή αν επιθυμεί να κατέχει την πραγματική αίσθηση της κατάστασης ή να κάνει ουσιαστικές συγκρίσεις στην εκτίμησης της απόδοσης μεταξύ των διαφόρων τμημάτων της αλλά και επιχειρηματικών μονάδων της. Το ζήτημα στην περίπτωση της συγκρισιμότητας γίνεται ακόμη πιο πολύπλοκο κατά την προσπάθεια να αξιολογηθούν EVA μεταξύ εταιριών. Λόγω της σχετικής νεότητας της μεθόδου διαπιστώνεται μια έλλειψη των γενικά αποδεκτών κανόνων να καθοδηγούν την εφαρμογή της και να καθορίζουν την πραγματική μέτρηση. Αυτό σημαίνει ότι οι εταιρείες μπορούν να επιλέξουν ανάμεσα στο πλήθος των δυνατών προσαρμογών δημιουργώντας ουσιαστικά μια ελεύθερη για όλους αγορά στις μετρήσεις. Τέλος, το γεγονός ότι οι επιχειρήσεις έχουν η καθεμία τα δικά τους χαρακτηριστικά η EVA μπορεί να μην είναι πάντοτε η ιδανική μεσολάβηση μεθόδου για να χρησιμοποιηθεί. Συγκεκριμένα, οι εταιρίες που έχουν μια ευαισθησία στη διαθεσιμότητα των κεφαλαίων θα μπορούσαν να χρησιμοποιήσουν την EVA σε συνδυασμό άλλων μεθόδων όπως η CVA. Γενικότερα, για να αξιοποιήσουν οι εταιρίες στον μέγιστο βαθμό την μέθοδο της EVA θα πρέπει να ακολουθήσουν τα εξής:

- Να καθορίσουν τις περιπτώσεις στις οποίες η χρήση της μεθόδου είναι

- πιθανό να δημιουργήσει πρόσθετη αξία στην επιχείρηση
- Να κατανοήσουν πώς να την εφαρμόσουν αποτελεσματικά
 - Να γίνεται η κατάλληλη τροποποίησή της όποτε κρίνεται απαραίτητο
 - Να κατανοήσουν ότι η EVA αν και σημαντική ως τεχνική, δεν είναι τόσο σημαντική όσο οι αλλαγές πάνω σε αυτή και οι προοπτικές για μελλοντικές βελτιώσεις
 - Να κατανοήσουν και να επικοινωνήσουν τόσο εντός όσο και εκτός εταιρείας ότι η βελτίωση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας είναι ο τρόπος που η δημιουργία της αξίας μετρείται και όχι τα κέρδη ή τα κέρδη ανά μετοχή.

Επομένως, οι επιχειρήσεις μπορούν να δημιουργήσουν αξία μέσω της μεθόδου της οικονομικής προστιθέμενης αξίας αρκεί να καθορίσουν τι ακριβώς επιθυμούν να αξιολογήσουν και βεβαίως να λάβουν υπόψιν τους όλους τους σημαντικούς παράγοντες της ίδιας της επιχείρησης του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιούνται αλλά και της αγοράς. Για παράδειγμα, Η IBM εφάρμοσε την μέθοδο για την αξιολόγηση των στρατηγικών της σχεδίων για τις βασικές αγορές της Λατινικής Αμερικής όπως το Μεξικό, η Βραζιλία και η Αργεντινή. Στην Georgia Pacific η στρατηγική έμφαση μετατοπίζεται από την δημιουργία κέρδους στην δημιουργία αξίας. Η AT & T χρησιμοποιεί EVA κατά την απόφαση της μεγαλύτερης εξαγοράς των τελευταίων χρόνων της εταιρείας McCaw Cellular, της τάξεως των \$ 12,6 δισ. Ακόμη, η Ball Corporation απέρριψε την εξαγορά μιας μονάδας της Eastman Kodak διότι απέτυχε στη δοκιμή της EVA για δημιουργία αξίας στην εταιρία ενώ εγκρίθηκε η απόκτηση της Heekin Can Inc. η οποία πέρασε επιτυχώς το τεστ. Επίσης, η Briggs & Stratton αναγνώρισε ότι η επιστροφή κεφαλαίου ήταν μικρή, έτσι, αναδιάρθρωσε τις λειτουργίες χρησιμοποιώντας την EVA ως έναν τρόπο να εστιάσουν οι μάντζερ στην διαχείριση του κεφαλαίου. Πλέον, η μέθοδος αποτελεί για την εταιρία σημείο αναφοράς για την εισαγωγή προϊόντων, τις αγορές εξοπλισμού, τις ρυθμίσεις των προμηθευτών ώστε να βελτιωθεί η διαδικασία. Τέλος, η Harnischfeger χρησιμοποιεί την EVA για την λήψη αποφάσεων σε σχέση με την παραγωγή και τις απαιτήσεις καθώς επίσης για την διαχείριση των αποθεμάτων.

Κεφάλαιο 7 Επίλογος

7.1 Συμπεράσματα

Η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και κατά συνέπεια της αξίας της επιχείρησης αποτελούν βασικά μελήματα των ανώτατων στελεχών. Στην παρούσα διπλωματική εργασία εξετάστηκαν οι μέθοδοι προσδιορισμού της αξίας μιας επιχείρησης ενώ δόθηκε μεγαλύτερη έμφαση στην ανάλυση της τεχνικής της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (Economic Value Added - EVA).

Οι παραδοσιακές μέθοδοι υπολογισμού της αξίας των εταιριών υστερούν κατά ένα βαθμό από τις σύγχρονες πλέον μεθόδους. Αυτό, οφείλεται στο γεγονός ότι για πολλά χρόνια συνέχιζαν να μην λαμβάνουν υπόψιν σημαντικούς παράγοντες όπως για παράδειγμα βασίζονταν κυρίως στο λογιστικό κέρδος δίχως να ενσωματώνουν τον κίνδυνο με αποτέλεσμα να καταλήγουν τακτικά σε λανθασμένες εκτιμήσεις. Σε ένα διαρκώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον είναι ιδιαίτερα δυσχερές να προσαρμοστούν απαρχαιωμένες, ενδεχομένως, μέθοδοι. Μία από τις σημαντικότερες συνεισφορές της EVA ήταν να φέρει στο φως το γεγονός ότι τα ίδια κεφάλαια έχουν ένα κόστος το οποίο, πιθανότατα, να μην ήταν άμεσα εμφανές ή να μην είχε εξεταστεί για διαφορετικούς λόγους στο παρελθόν. Το κεντρικό μήνυμα της τεχνικής και αυτό που χρειάζεται να κατανοήσουν τα εταιρικά στελέχη είναι ότι δεν είναι απόλυτα ορθό να υπάρχει ένα θετικό καθαρό εισόδημα ή ένα ορισμένο επίπεδο των κερδών ανά μετοχή. Αντιθέτως, οι εταιρίες χρειάζεται να κερδίζουν αρκετά για να καλύψουν το κόστος του χρέους και το κόστος ευκαιρίας της μετοχής πριν καν ξεκινήσει να δημιουργεί αξία.

Στην ανάλυση που πραγματοποιήθηκε για την Procter & Gamble διαπιστώθηκε μία επιβράδυνση στην δημιουργία αξίας και την οικονομική εξάπλωση της επιχείρησης, γεγονός που οφείλεται σε σημαντικά γεγονότα που επηρέασαν άμεσα κορυφαίους παράγοντες για τον υπολογισμό της αξίας, όπως το επενδυμένο κεφάλαιο και το λειτουργικό κέρδος μετά φόρων.

7.2 Κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

Η παρούσα διπλωματική εργασία αποτελεί μια προσπάθεια ολοκληρωμένης μελέτης του υπολογισμού της οικονομικής προστιθέμενης αξίας για τις εταιρίες. Είναι γεγονός ότι η εν λόγω μέθοδος αποτελεί μια νέα εισήγηση στην ελληνική πραγματικότητα. Διαπιστώνεται, λοιπόν, η ανάγκη για πραγματοποίηση περισσότερων μελετών που θα συμβάλλουν στην καλύτερη συσχέτιση της μεθόδου με τα ελληνικά δεδομένα και αφετέρου στην εξοικείωση των ελληνικών εταιριών με τις σύγχρονες τεχνικές.

Με αφετηρία, λοιπόν, την εν λόγω μελέτη θα μπορούσε να γίνει διεύρυνση της έρευνας σε διαφορετικές ενότητες και σκέλη, Για παράδειγμα, θα ήταν ενδιαφέρον να στραφεί κανείς στον υπολογισμό της αξίας μιας επιχείρησης συνδυάζοντας διαφορετικές μεθόδους όπως EVA και SVA, οι οποίες, ωστόσο, διαθέτουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά. Θα μπορούσε, επίσης, να προσδιοριστεί ανάμεσα σε ομάδες επιχειρήσεων που ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Ακόμη, με αφορμή τη δυσμενή οικονομική κατάσταση της Ελλάδος θα μπορούσε η μελέτη να επεκταθεί στον ελληνικό χώρο και να αναζητηθούν επιχειρήσεις που ενδεχομένως να έχουν υιοθέτησει την χρήση της οικονομικής προστιθέμενης αξίας. Έτσι, παρακολουθώντας τα αποτελέσματα αυτών πριν και μετά την μετάβαση, η σύγκριση των στοιχείων θα κατέληγε σε ένα αρκετά ενδιαφέρον αποτέλεσμα που θα προσδιόριζε την επιτυχία της μεθόδου στην ελληνική αγορά.

Βιβλιογραφία

1. Economic value added as a management tool, Evonomics website
2. Stern Stewart website
3. Economic value added and the measurement of financial performance, McGraw Hill Higher Education website
4. Principles of corporate finance, 7th edition, Brealey R.A., S.C. Myers, McGraw Hill 2003
5. The managerial performances evaluation through the economic value added, paper by M.I. Pantea, V. Munteanu, D. Gligor, D. Sopoian, European Research Studies Volume XI Issue (4) 2008
6. EVA The real key to creating wealth, Al Ehrbar
7. The quest for value, G. Bennett Steart, III
8. Concept in strategic management and business policy, Whellen T.L, J.D. Hunger 2008
9. The utilization of value – based management: An empirical analysis, H.E. Ryan Jr, E.A. Trahan
10. Maximising shareholder value, achieving clarity in decision – making, D.Stratovic, S. Cooper, M. Davis, Technical report 2004
11. Economic value added: A review of the theoretical and empirical literature, A. Worthington, T. West 2001
12. Investment valuation 1st edition A. Damodaran, John Wiley & Sons Inc 2001
13. Cost of capital estimation and applications 1st edition S.Pratt, John Wiley & Sons Inc 1998
14. Χρηματοοικονομική διοίκηση – Αποφάσεις επενδύσεων, Γ.Αρτίκης, εκδόσεις Interbooks 2002