

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου
Σχολή: Οικονομικών Επιστημών & Διοίκησης
Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών
Διοίκηση, Τεχνολογία, Ποιότητα

Μεταπτυχιακή Διατριβή



Αξιολόγηση Επενδύσεων Σε Συνθήκες Βεβαιότητας.

Μελέτη Περίπτωσης: Αξιολόγηση Νέας Επιχειρηματικής Πρότασης Μέσω Των Βασικών Μεθόδων Αξιολόγησης

Μιλλόσι Μαρσέλα

Επιβλέπων Καθηγητής

Γεωργόπουλος Αντώνιος

Μάϊος 2021

Ανοικτό Πανεπιστήμιο Κύπρου

Σχολή: Οικονομικών Επιστημών & Διοίκησης

Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών

Διοίκηση, Τεχνολογία, Ποιότητα

Μεταπτυχιακή Διατριβή

Αξιολόγηση Επενδύσεων Σε Συνθήκες Βεβαιότητας.
Μελέτη Περίπτωσης: Αξιολόγηση Νέας Επιχειρηματικής Πρότασης Μέσω
Των Βασικών Μεθόδων Αξιολόγησης

Μιλλόσι Μαρσέλα

Επιβλέπων Καθηγητής
Γεωργόπουλος Αντώνιος

Η παρούσα μεταπτυχιακή διατριβή υποβλήθηκε προς μερική εκπλήρωση των
απαιτήσεων για απόκτηση μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών στη Διοίκηση,
Τεχνολογία, Ποιότητα
από τη Σχολή Οικονομικών Επιστημών & Διοίκησης
του Ανοικτού Πανεπιστημίου Κύπρου.

Μάϊος 2021

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην πτυχιακή διπλωματική που ακολουθεί, αναλύονται οι βασικοί πυλώνες της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Συγκεκριμένα, παρατίθεται μία ενδελεχής βιβλιογραφική αναφορά επί των βασικών επενδυτικών διαδικασιών που αφορά το σύνολο των επενδυτών και εταιρειών. Βασικός σκοπός αποτελεί η αναλυτική παρουσίαση των βασικών μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων, σε συνθήκες βεβαιότητας, καθώς και των κριτηρίων αποδοχής, των βασικών χαρακτηριστικών και των πλεονεκτημάτων και αδυναμιών, αναφορικά με τις ορθολογικές και μη ορθολογικές μεθόδους αξιολόγησης.

Επιπρόσθετα, μέσω της κάτωθι πτυχιακής, επιδιώκεται να αναλυθούν οι πηγές χρηματοδότησης επενδύσεων και τα αντίστοιχα κόστη δανεισμού, τα οποία θα συνθέσουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου των επιχειρήσεων. Συν τοις άλλοις, πραγματοποιείται ανάλυση της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης, παραθέτοντας τις βασικότερες θεωρίες που έχουν αναπτυχθεί, καθώς και στη Μερισματική Πολιτική, στοχεύοντας να παρατεθεί η σημαντικότητα των δυο χρηματοοικονομικών πυλώνων, σχετικά με την διασφάλιση μελλοντικής κερδοφορίας για τις εταιρείες, μέσω της επενδυτικής διαδικασίας. Στο συγκεκριμένο κομμάτι, παρατίθεται σειρά θεωρημάτων, μέσω της διεθνούς βιβλιογραφίας, αναφορικά με την εύρεση της βέλτιστης Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και της επίδρασης της Μερισματικής Πολιτικής επί της αξίας των εταιρειών.

Στο πρακτικό πλαίσιο, παρουσιάζεται μία μελέτη περίπτωσης μίας νέας, εικονικής επιχειρηματικής πρότασης, που στοχεύει να προωθήσει ένα καινοτόμο συσκευασμένο προϊόν υψηλής διάρκειας ανάλωσης. Αναλύονται διεξοδικά όλα τα εκτιμώμενα οικονομικά της στοιχεία, με σκοπό να αξιολογηθεί η επενδυτική της πρόταση, μέσω των βασικών μεθόδων που αναλύθηκαν στο θεωρητικό πλαίσιο.

Τελειώνοντας, παρατίθενται τα βασικά οικονομικά συμπεράσματα που ανακύπτουν από την προαναφερθείσα επενδυτική αξιολόγηση και συγκεκριμένα επιχειρηματικά σχόλια.

Λέξεις Κλειδιά: Αξιολόγηση Επενδύσεων, Διαχρονική Αξία Χρήματος, Χρηματοδότηση Επενδύσεων, Μερισματική Πολιτική, Κεφαλαιακή Διάρθρωση.

ABSTRACT

In the master thesis that follows, the main pillars of Financial Management are analyzed. Specifically, there is a thorough bibliographic report on the basic investment processes that concerns all investors and companies. The main purpose is the detailed presentation of the basic methods of investment evaluation, in conditions of certainty, as well as the acceptance criteria, the main characteristics and the advantages and disadvantages, regarding the rational and non-rational evaluation methods.

In addition, through the following dissertation, it is sought to analyze the sources of investment financing and the corresponding borrowing costs, which will compose the Average Weighted Cost of Capital of companies. In addition, the Capital Structure is analyzed, listing the main theories that have been developed, as well as the Dividend Policy, aiming to highlight the importance of the two financial pillars, in ensuring future profitability for companies, through the investment process. In this section, a number of theorems are presented, through the international literature, regarding the finding of the optimal Capital Structure and the effect of Dividend Policy on the value of companies.

In the practical context, a case study of a new, virtual business proposal is presented, which aims to promote an innovative packaged product with a high consumption period. All its estimated financial data are analyzed in detail, in order to evaluate its investment proposal, through the basic methods analyzed in the theoretical framework.

Finally, the main financial conclusions arising from the aforementioned investment evaluation and specific business comments are presented.

Key words: Investment Evaluation, Time Value of Money, Financing, Dividend Policy, Capital Structure.

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ:

Η παρούσα διπλωματική εργασία εκπονήθηκε στα πλαίσια του προγράμματος μεταπτυχιακών σπουδών «Διοίκηση, Τεχνολογία, Ποιότητα» , του Ανοιχτού Πανεπιστημίου της Κύπρου.

Για την συγγραφή αυτής θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Γεωργόπουλο Αντώνιο, ο οποίος με στήριξε αδιάκοπα, μέσω των συμβουλών, των παρατηρήσεων και διορθώσεών του, προκειμένου να ολοκληρώσω με επιτυχία την διπλωματική μου εργασία.

Επίσης ένα μεγάλο ευχαριστώ οφείλω στην οικογένειά μου, η οποία με μεγάλωσε πιστεύοντας σε εμένα και ενθαρρύνοντάς με να τολμώ πάντοτε να ονειρεύομαι και να προσπαθώ να εκπληρώνω τα όνειρά μου. Τέλος, θα ήθελα να ευχαριστήσω το σύνολο των καθηγητών, οι οποίοι με στήριξαν και με βοήθησαν να εξελιχθώ σε καλύτερη φοιτήτρια και άνθρωπο.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	4
ABSTRACT	5
ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	6

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Εισαγωγή.....	12
1.1 Εισαγωγή στις Επενδύσεις.....	13-15
1.2 Προϋπολογισμός Επενδύσεων και Διαχρονική Αξία του Χρήματος.....	16
1.3 Χαρακτηριστικά Ταμειακών Ροών.....	17
1.4 Κόστος Ευκαιρίας Επενδύσεων.....	18
1.5 Απόδοση και Κίνδυνος Επενδύσεων.....	19-20
1.5.1 Απόδοση Επενδύσεων.....	20
1.5.2 Κίνδυνος Επενδύσεων.....	20-21

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

2.1 Εισαγωγή στην Αξιολόγηση Επενδύσεων	22
2.2 Ορθολογικές Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων.....	22-23
2.2.1 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value).....	23-24
2.2.2 Προσεγγίσεις Υπολογισμού Καθαρών Ταμειακών Ροών.....	24-25
2.2.3 Κριτήριο Αποδοχής Επένδυσης μέσω Κ.Π.Α.....	25-27
2.2.4 Πλεονεκτήματα Εφαρμογής ΚΠΑ	27
2.2.5 Μειονεκτήματα και Αδυναμίες Εφαρμογής Κ.Π.Α.....	28
2.3.1 Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης και Κριτήριο Αποδοχής.....	28-30
2.3.2 Διαδικασίες Υπολογισμού Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης.....	30-31
2.3.3 Πλεονεκτήματα Εφαρμογής Ε.Β.Α	31
2.3.4 Μειονεκτήματα και Αδυναμίες Εφαρμογής Ε.Β.Α	31-32
2.4.1 Βασικοί Πυλώνες Σύγκρισης Κ.Π.Α και Ε.Β.Α.....	32-34

2.4.2 Συμπεράσματα Σύγκρισης Κ.Π.Α και Ε.Β.Α.....	35
2.5.1 Μέθοδος Ετήσιας Ισοδύναμης Χρηματοροής.....	35-36
2.6.1 Μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας (Profitability Index).....	36-37
2.7 Μη Ορθολογικές Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων.....	37
2.7.1 Μέθοδος Μέσης Λογιστικής Απόδοσης.....	37
2.7.1.1 Πλεονεκτήματα και Αδυναμίες Μέσης Λογιστικής Απόδοσης.....	38
2.7.2 Μέθοδος Περιόδου Αποπληρωμής (Payback Period).....	38-39
2.7.2.1 Πλεονεκτήματα και Αδυναμίες Μεθόδου Αποπληρωμής.....	39-41

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΠΗΓΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ

3.1 Εισαγωγή.....	42
3.2 Βασικές Αρχές και Σκοπός Χρηματοδότησης	42-43
3.3 Κατηγορίες Πηγών Χρηματοδότησης	43-44
3.3.1 Ίδιες Πηγές Χρηματοδότησης	44
3.3.1.1 Κοινές Μετοχές και Κόστος Δανεισμού	45
3.3.1.2 Προνομιούχες Μετοχές και Κόστος Δανεισμού.....	45-46
3.3.1.3 Παρακρατηθέντα Κέρδη και Κόστος Δανεισμού.....	46
3.3.2 Ξένες Πηγές Χρηματοδότησης.....	46
3.3.2.1 Τραπεζικός Δανεισμός και Κόστος Δανεισμού.....	47
3.3.2.2 Ομολογιακός Δανεισμός και Κόστος Δανεισμού.....	47-48
3.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου.....	48-49
3.5 Βασικές Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης.....	49
3.5.1 Θεωρία Modigliani & Miller Χωρίς Φόρους.....	49-50
3.5.2 Θεωρία Modigliani & Miller Με Φόρους	50-52
3.5.3 Θεωρία αντιστάθμισης (Trade-off theory).....	52

3.5.4 Θεωρία ιεράρχησης (Pecking order theory).....	52
3.5.5 Θεωρία σηματοδότησης (Signaling theory).....	53
3.5.6 Θεωρία Market -Timing.....	53

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

4.1 Εισαγωγή στη Μερισματική Πολιτική.....	54-61
4.2 Βασικές Προσεγγίσεις Μερισματικής Πολιτικής.....	54-55
4.3 Σκοπός και Σημαντικότητα Μερισματικής Πολιτικής.....	55-56
4.4 Βασικά Θεωρήματα Προσέγγισης Αλληλεπίδρασης Μ.Π στην Οικονομική Αξία των Εταιρειών	57
4.4.1 Θεωρία της Μη Σχετικότητας Μερισματικής Πολιτικής (M &M).....	57-58
4.4.2 Θεωρίες Έναντι της Θεωρίας των M & M	58-59
4.4.2.1 Θεωρία του Lintner.....	59
4.4.2.2 Θεωρία του «Καλύτερα Πέντε και στο Χέρι.....	59-60
4.4.2.3 Θεωρία της Φορολογικής Διαφοροποίησης.....	60-61

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ

5.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ: Αξιολόγηση Νέας Επενδυτικής Πρότασης Συσκευασμένων Τροφίμων με Υψηλή Διάρκεια Μέχρι την Ανάλωση.....	62
5.2 Μέθοδοι Αξιολόγησης και Κριτήρια Αποδοχής.....	63
5.3.1 Εργαλείο Εφαρμογής Επιχειρηματικού Σχεδίου.....	64
5.3.2 Ανάλυση Δαπανών Ίδρυσης και Εγκατάστασης.....	64-65
5.3.3 Ανάλυση Εκτιμώμενων Σταθερών και Μεταβλητών Δαπανών ανά Έτος...65-66	
5.3.4 Ανάλυση Εκτιμώμενων Πηγών Χρηματοδότησης Αρχικού Κεφαλαίου Επένδυσης.....	67-68
5.3.5 Σύνθεση Εκτιμώμενου Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου	69-70
5.3.6 Ανάλυση Δανειακών Υποχρεώσεων και Διαδικασία Απόσβεσης Δανείων..71-72	
5.3.7 Επίδραση Λήψης Νέου Δανείου επί της Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων...73	
5.3.8 Ανάλυση Εκτιμώμενων Πωλήσεων και Κόστους Πωληθέντων ανά Έτος...74-75	

5.3.9 Εκτίμηση Αναγκαίου Κεφαλαίου Κίνησης ανά Έτος.....	76-77
5.3.10 Εκτίμηση Ταμειακών Ροών ανά Έτος.....	78-79
5.3.11 Εκτίμηση Αποτελεσμάτων ανά Έτος και Μερισματική Πολιτική.....	80-82
5.3.12 Αποτελέσματα Μεθόδων Αξιολόγησης Επένδυσης.....	83

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6:

6.1 Συμπεράσματα.....	84-85
6.2 Περιορισμοί της Έρευνας.....	85-86
6.3. Προτάσεις Για Μελλοντική Έρευνα.....	86

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	87-89
-------------------	-------

ΕΙΣΑΓΩΓΗ:

Στη σύγχρονη εποχή, όπου το στοιχείο των επενδύσεων αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της επιχειρηματικής δραστηριότητας του συνόλου των εταιρειών, η εύρεση και χρηματοδότηση των κατάλληλων επενδυτικών προγραμμάτων αποτελεί τον βασικό γνώμονα των επιχειρήσεων που αποσκοπούν στη μεγιστοποίηση του πλούτου τους και την εξασφάλιση της μακροχρόνιας βιωσιμότητάς τους.

Στην πτυχιακή εργασία που ακολουθεί, επιχειρείται μία ενδελεχής ανάλυση των κυριότερων μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων, καθώς και τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε μεθόδου. Εν συνεχεία, αναλύεται η διαδικασία χρηματοδότησης και κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιλεγμένων επενδυτικών προγραμμάτων, αποσκοπώντας να προσδιοριστεί το κόστος χρηματοδότησης και συνάμα η προσέγγιση του καταλληλότερου μίγματος χρηματοδότησης.

Επιπρόσθετα, πραγματοποιείται ενδεδειγμένη αναφορά στην Μερισματική Πολιτική, καθώς και στις πιθανές επιδράσεις της επί της αξίας των εταιρειών και των μετόχων που την απαρτίζουν.

Για την εκπόνηση της πτυχιακής εργασίας, χρησιμοποιήθηκε μια σειρά βιβλιογραφικών αναφορών και πηγών, τόσο ελληνικών όσο και διεθνών, αναφορικά με πληροφορίες και θεωρήματα που εστιάζουν στους βασικούς πυλώνες χρηματοδότησης. Βασικός σκοπός αποτελεί η ενδεδειγμένη διερεύνηση στη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων, στους τρόπους και πηγές χρηματοδότησής τους, καθώς και στην επίδραση του πυλώνα της μερισματικής πολιτικής.

Επιπροσθέτως, η εν λόγω πτυχιακή στοχεύει στην εφαρμογή και αξιολόγηση των βασικών μεθόδων αξιολόγησης σε μία νέα επιχειρηματική πρόταση, μέσω της οποίας επιδιώκεται η δημιουργία ενός νέου συσκευασμένου προϊόντος διατροφής, το συγκριτικό πλεονέκτημα του οποίου, θα είναι η μεγαλύτερη χρονική διάρκεια μέχρι την ανάλωση. Μέσω του εκτιμώμενου επιχειρηματικού σχεδίου και της εφαρμογής των μεθόδων, θα εξαχθούν τα απαραίτητα οικονομικά συμπεράσματα, αναφορικά με την αποδοχή ή απόρριψη της εν λόγω επενδυτικής πρότασης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: Επενδύσεις

1.1 Εισαγωγή στις Επενδύσεις

Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής διοίκησης, βασικός σκοπός του συνόλου των επενδυτών (εταιρείες, θεσμικοί και ιδιώτες επενδυτές), αποτελεί η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων και της αξίας της εταιρείας, σε συνδυασμό με την ελαχιστοποίηση του ρίσκου που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν (Ηρειώτης και Βασιλείου, 2004).

Κατά τη διαδικασία επίτευξης του ανωτέρω στόχου, το σύνολο των επενδυτικών ομάδων, επιδιώκει την εύρεση και επιλογή των καταλληλότερων επενδυτικών προγραμμάτων, τη σύνθεση του βέλτιστου τρόπου χρηματοδότησής τους και συνάμα τη χάραξη της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής, ανά περίπτωση εταιρείας.

Αναφερόμενοι στον όρο “επένδυση”, η Χρηματοοικονομική επιστήμη εστιάζει στη δέσμευση κεφαλαίων σε τρέχουσα βάση, για ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα, η οποία αναμένεται να προσδώσει επιπλέον κερδοφορία στο απώτερο μέλλον. Παρατηρείται μια σειρά επενδυτικών επιλογών, καθώς μία εταιρεία έχει τη δυνατότητα να επενδύσει τόσο σε υλικά και άυλα περιουσιακά στοιχεία (εξοπλισμός, καινοτομίες, εμπορεύματα), όσο και σε χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία (μετοχές, ομολογίες, αμοιβαία κεφάλαια, προθεσμιακά συμβόλαια, Δικαιώματα, Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης, Χρηματιστηριακούς Δείκτες).

Οι επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία, βάσει του σκοπού που εξυπηρετούν, διακρίνονται σε:

- Υποχρεωτικές προτάσεις επενδύσεων (mandatory proposals), η ύπαρξη και πραγματοποίηση των οποίων, κρίνεται επιτακτική για την εξασφάλιση της λειτουργικής βιωσιμότητας της εταιρείας.
- Προτάσεις επενδύσεων για επέκταση και αντικατάσταση υπαρχουσών παγίων στοιχείων (replacement & expansion proposals), οι οποίες αξιολογούνται και προκρίνονται προς υλοποίηση, σε μεταγενέστερες χρονικές περιόδους και δεδομένου ότι η εταιρεία βρίσκεται στην ώριμη περίοδο της, με ικανοποιητικούς δείκτες κερδοφορίας και ρευστότητας.

Μία πολύ σημαντική κατηγοριοποίηση των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία διαχωρίζει τις επενδύσεις σε αμοιβαίως αποκλειόμενες και ανεξάρτητες. Συγκεκριμένα,

- Ανεξάρτητες είναι οι επενδύσεις (independent proposals) που η πραγματοποίηση και πρόκριση της μίας δε συνεπάγεται αποκλεισμό ή απόρριψη μίας άλλης.
- Αμοιβαίως αποκλειόμενες (mutually exclusive proposals) καλούνται εκείνες όπου η αποδοχή της μίας αποκλείει την πραγματοποίηση της άλλης. Συγκεκριμένα, η τελευταία κατηγορία επενδυτικών αποφάσεων, αφορά, κυρίως, περιπτώσεις όπου η ενδιαφερόμενη εταιρεία χαρακτηρίζεται από κεφαλαιακό περιορισμό και διαθέτει συγκεκριμένο προϋπολογισμό προς επενδύσεις (capital budgeting). Το σύνολο των επενδυτικών αποφάσεων είναι ορθό να βασίζεται σε ενδελεχή ανάλυση και εκτίμηση των πλεονεκτημάτων και μειονεκτημάτων και να προσαρμόζονται ανάλογα τόσο του χρονικού ορίζοντα όσο και του κινδύνου που ενέχουν.

Οι εταιρείες πραγματοποιούν επενδύσεις μέσω της τοποθέτησης κεφαλαίων τους σε ενεργητικά στοιχεία, σκοπεύοντας να τα διατηρήσει για μακροπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα.

Σε πρωταρχικό στάδιο, πριν την αξιολόγηση μιας επενδυτικής πρότασης, η εκάστοτε εταιρεία οφείλει να οριοθετήσει τον προϋπολογισμό επενδύσεων, προκειμένου να επιτύχει τον επιθυμητό σχεδιασμό και την καταλληλότερη κατανομή των κοστών, εξόδων και δαπανών που απαιτούνται για την υπό εξέταση επένδυση. Κατά τη διαδικασία σύνθεσης του προϋπολογισμού,

οι εταιρείες είναι πιθανό να απευθυνθούν στις διαθέσιμες πηγές χρηματοδότησης, προκειμένου να εξασφαλίσουν τους απαραίτητους οικονομικούς πόρους για την πραγματοποίηση της νέας επενδυτικής πρότασης. Οι πηγές χρηματοδότησης θα επεξηγηθούν αναλυτικά στη συνέχεια της διπλωματικής εργασίας. Συγκεκριμένα, όμως, ένα ποσοστό των απαραίτητων κεφαλαίων χρηματοδότησης πρόκειται να χρηματοδοτηθεί μέσω των Ιδίων Κεφαλαίων, δηλαδή μέσω της χρηματοδότησης των ενδιαφερόμενων μετόχων. Επομένως, η μερισματική πολιτική που θα ακολουθήσει η εταιρεία, αναφορικά με το ποσοστό των κερδών της που σκοπεύει να διανείμει στους μετόχους της, αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της χρηματοδοτικής πολιτικής για την εκάστοτε εταιρεία.

Εν συνεχεία, η εταιρεία θα πρέπει να εκτιμήσει τις μελλοντικές ταμειακές ροές που δύναται να αποφέρει η επενδυτική επιλογή, οι οποίες θα προέλθουν από την πιθανή πραγματοποίηση του επενδυτικού έργου. Ακολουθεί η διαδικασία αξιολόγησης της επενδυτικής πρότασης, μέσω των μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων, ενώ σημαντικό κομμάτι αποτελεί η συνεχής επανεξέταση των εκτιμήσεων των ταμειακών ροών του εν λόγω προγράμματος.

Συμπερασματικά, τα οικονομικά στελέχη των εταιρειών, καταπιάνονται με τις διαδικασίες που αφορούν τη λήψη των κατάλληλων επενδυτικών αποφάσεων, αναφορικά με το μίγμα επενδύσεων, τρόπων χρηματοδότησης και μερισματικής πολιτικής με γνώμονα να καταθέσουν τις βέλτιστες δυνατές προτάσεις για την χάραξη της επενδυτικής πολιτικής της εταιρείας που εκπροσωπούν.

Στο γράφημα που ακολουθεί αποτυπώνονται τα βασικά βήματα που οφείλει να ακολουθήσει ένας οικονομικός σύμβουλος, κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων.



Γράφημα 1: Διαδικασία Αξιολόγησης Επενδύσεων: (Γ., Πολυχρονόπουλος, 2017).

1.2 Προϋπολογισμός Επενδύσεων και Διαχρονική Αξία του Χρήματος

Οι μελλοντικές καθαρές ταμειακές ροές που προβλέπονται για κάθε προτεινόμενο επενδυτικό πρόγραμμα, διαδραματίζουν κομβικό ρόλο στον τρόπο σχεδιασμού και κατανομής του προϋπολογισμού της εταιρείας, αναφορικά με τις επενδυτικές της διαδικασίες και αποφάσεις. Τα μελλοντικά ποσά της επένδυσης, αποτελούν κεντρικό σημείο αναφοράς της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Εδώ, κρίνεται απαραίτητο να αναφερθεί η έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος, σύμφωνα με την οποία, ένα χρηματικό ποσό που επενδύεται σήμερα, χαρακτηρίζεται από υψηλότερη χρησιμότητα (utility) και αξία (value) συγκριτικά με ένα ίδιο χρηματικό ποσό στο μέλλον. (Dagoumas A., 2007).

Με άλλα λόγια, ο βασικός πυλώνας της διαχρονικής αξίας του χρήματος εστιάζει στην προσδοκία ότι μία νομισματική μονάδα, σε παρόντες όρους, θα αξίζει περισσότερο στο απώτερο μέλλον, με την προϋπόθεση ότι επενδυθεί και θα έχει μια ορισμένη απόδοση. Επομένως, το σύνολο των εταιρειών, βάσει του εκτιμώμενου προϋπολογισμού κεφαλαίων, επιδιώκουν να επενδύσουν σήμερα ένα κεφάλαιο (Αρχικό κόστος επένδυσης), αποσκοπώντας να εξασφαλίσουν υψηλότερες μελλοντικές ταμειακές ροές, με βασικό σκοπό την επίτευξη του υψηλότερου δυνατού κέρδους.

Αξίζει να τονιστεί ότι η διαχρονική αξία του χρήματος έχει ισχύ στην περίπτωση όπου, λόγω χάρη, στην περίπτωση επένδυσης κεφαλαίων σε ένα τραπεζικό λογαριασμό, τα επιτόκια κατάθεσης ή δανεισμού δεν είναι μηδενικά ή αρνητικά. Συγκεκριμένα, στην περίπτωση αυτή, δε βρίσκει εφαρμογή η διαχρονική αξία του χρήματος, καθώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές θα είναι ίσες ή μικρότερες της αξίας της παρούσας επένδυσης, αντιστοίχως.

1.3 Χαρακτηριστικά Ταμειακών Ροών

Όπως προαναφέρθηκε, ο ρόλος των Ταμειακών Ροών κατά τη διαδικασία διαμόρφωσης του προϋπολογισμού επενδύσεων, κρίνεται ιδιαίτερος σημαντικός, επομένως, αξίζει να τονιστούν τα βασικά χαρακτηριστικά που διέπουν τις αποφάσεις των εταιρειών, αναφορικά με τις Ταμειακές Ροές των υπό εξέταση επενδύσεων.

Αρχικά, είναι προφανές ότι το ύψος και η μελλοντική στιγμή καταγραφής και πραγματοποίησης των Ταμειακών Ροών, λαμβάνονται πολύ σοβαρά υπόψιν κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων. Γενικότερα, οι εταιρείες επιδιώκουν υψηλές μελλοντικές ροές, αναλογικά με το αρχικό κόστος επένδυσης που απαιτείται για την πραγματοποίηση του επενδυτικού προγράμματος.

Επιπρόσθετα, η μελλοντική χρονική στιγμή κρίνεται εξίσου σημαντική, καθώς βασική επιδίωξη αποτελεί η όσο το δυνατόν πιο άμεση εξασφάλιση των εν λόγω ταμειακών ροών. Συγκεκριμένα, όσο μεγαλύτερος είναι ο χρονικός ορίζοντας μίας επένδυσης, τόσο χαμηλότερη θα είναι η παρούσα αξία των εκτιμώμενων μελλοντικών Ταμειακών Ροών. Η παρούσα αξία των μελλοντικών αυτών ποσών, εξαρτάται αντιστρόφως, από το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή το ποσοστό απόδοσης της αγοράς, που «θυσιάζεται», προκειμένου να επιλεγεί η υπό εξέταση επένδυση. Για τον λόγο αυτό, κρίνεται απαραίτητο οι μελλοντικές Ταμειακές Ροές να βασίζονται και να προεξοφλούνται επί του κόστους ευκαιρίας της αγοράς και όχι βάσει του ιστορικού ή παρελθοντικού κόστους. Συν τοις άλλοις, οι εταιρείες αποσκοπούν στις πρόσθετες ταμειακές ροές που συνεπάγονται από το επενδυτικό πρόγραμμά, ενώ σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και η φορολόγηση, με άμεση συνέπεια, να λαμβάνονται υπόψιν οι Ταμειακές Ροές μετά Φόρων, καθώς ο φόρος αποτελεί επιπλέον ταμειακή εκροή, η οποία θα πρέπει να μη παραλειφθεί.

1.4 Κόστος Ευκαιρίας Επενδύσεων

Οι ενδιαφερόμενοι μέτοχοι των εταιρειών, είναι διατεθειμένοι να συμμετέχουν στο κόστος χρηματοδότησης των επενδυτικών προγραμμάτων που εξετάζονται και αξιολογούνται από τις εταιρείες. Από τη μεριά τους, βασικός σκοπός των μετόχων, βάσει της ορθολογικότητας που πρέπει να τους διέπει, είναι να επενδύσουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους σήμερα, λαμβάνοντας τις επιδιωκόμενες εγγυήσεις αναφορικά με τη καταγραφή κι εξασφάλιση του επιθυμητού επιπέδου μελλοντικής απόδοσης, μέσω της επένδυσης που τείνει να επιλεγεί.

Είναι προφανές το γεγονός ότι οι μέτοχοι θα επιδιώξουν να επενδύσουν τα χρήματά τους σε εκείνες τις επενδύσεις, οι οποίες θα τους προσφέρουν τις υψηλότερες δυνατές αποδόσεις, συγκριτικά με το σύνολο των επενδύσεων που κυκλοφορούν στην αγορά. Επομένως, οι επιλογές τους βασίζονται στην έννοια του κόστους ευκαιρίας του χρήματος (opportunity cost of money), με την προαναφερθείσα απαιτούμενη απόδοση των μετόχων να αποτελεί το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων για την εταιρεία που δανείζεται τα χρήματά τους. Με άλλα λόγια, το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου αποτυπώνει την εναλλακτική υψηλότερη απόδοση, την οποία είναι δυνατό να επιτύχει ο εκάστοτε επενδυτής, επενδύοντας σε οποιαδήποτε διαφορετική επένδυση, με την προϋπόθεση ότι χαρακτηρίζεται από ορθολογικότητα και διαθέτει πλήρη γνώση της διαθέσιμης επενδυτικής πληροφόρησης. Επομένως, η απόδοση που οφείλει να αντανakλά το επενδυτικό πρόγραμμα κάθε εταιρείας θα πρέπει να υπερβαίνει ή να ισούται με την υψηλότερη δυνατή απόδοση που προσφέρουν παρεμφερή επενδυτικά προγράμματα, με παρόμοια χαρακτηριστικά και επίπεδα κινδύνου. Για τον λόγο αυτό, το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου αποτελεί την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση, εκ μέρους των ενδιαφερόμενων επενδυτών (Brealey, R., Stewart, M. & Franklin, A., 2013).

Το κόστος Ιδίων Κεφαλαίων, σε συνδυασμό με τα επιπρόσθετα κόστη δανεισμού της εταιρείας, συνθέτουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, η ενδελεχής ανάλυση του οποίου, θα πραγματοποιηθεί κατά τις επόμενες ενότητες της εργασίας.

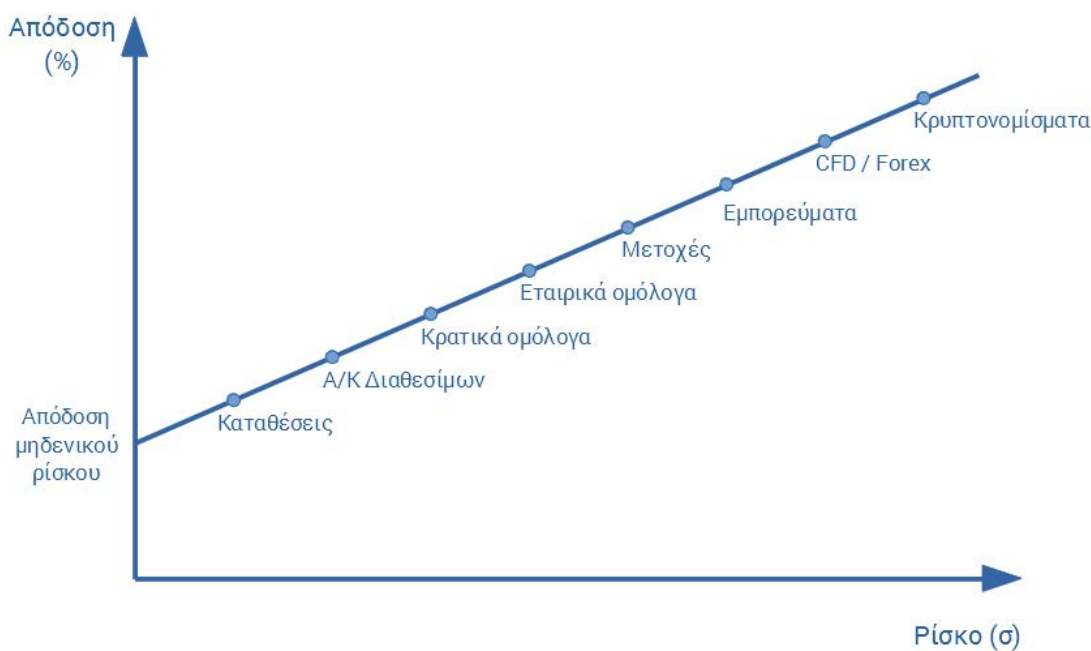
Εν κατακλείδι, οι εταιρείες τείνουν να προκρίνουν εκείνες τις επενδυτικές προτάσεις, οι οποίες συνδυάζουν το βέλτιστο μίγμα προϋπολογισμού (κόστη επένδυσης), εκτιμήσεων αναφορικά με τις μελλοντικές Ταμειακές Ροές (έσοδα επένδυσης) και κοστών δανεισμού, προκειμένου να προταθούν εκείνες οι επενδύσεις που θα προσδώσουν τις καλύτερες αποδόσεις (κερδοφορία) τόσο για την εταιρεία όσο και για το σύνολο των ενδιαφερόμενων επενδυτών που σκοπεύουν να συμμετάσχουν στη διαδικασία χρηματοδότησης.

1.5 Απόδοση και Κίνδυνος Επενδύσεων

Στα πλαίσια της επενδυτικής διαδικασίας και ανάλυσης, το σύνολο των ορθολογικών επενδυτών επιδιώκουν να τοποθετήσουν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους, σε εκείνες τις επενδυτικές επιλογές που αναμένεται να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις (κερδοφορία). Από την άλλη σκοπιά, οι περισσότερες επενδύσεις σε περιουσιακά στοιχεία, ενέχουν κίνδυνο, δηλαδή, την πιθανότητα οι προβλέψεις και οι εκτιμήσεις των οικονομικών αναλυτών κι επενδυτών να διαφέρουν από τις πραγματοποιηθείσες αποδόσεις. Κρίνεται φανερό ότι όσο υψηλότερο κίνδυνο είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν οι επενδυτές, τόσο υψηλότερες αποδόσεις θα απαιτούν, προκειμένου να ανταμειφθούν, αναλογικά του επιπέδου κινδύνου που διατρέχουν. Η σχέση μεταξύ απόδοσης-κινδύνου είναι θετική, με άλλα λόγια, υψηλότερες αποδόσεις συνεπάγονται υψηλότερη έκθεση σε κίνδυνο, ενώ επενδύσεις που υπόσχονται μικρότερες και ασφαλέστερες αποδόσεις θα συνδέονται με χαμηλότερα επίπεδα κινδύνου.

Οι επενδυτές διαθέτουν σειρά επενδυτικών επιλογών, ανάλογα του ρίσκου που επιδιώκουν να αναλάβουν. Για παράδειγμα, η κατηγορία επενδυτών που αποστρέφονται τον κίνδυνο, τείνουν να επενδύουν τα κεφάλαιά τους σε επενδύσεις με ελάχιστο ή μικρό κίνδυνο (τραπεζικές καταθέσεις, κρατικά ομόλογα, αμοιβαία κεφάλαια), ενώ επενδυτές που επιδιώκουν την ανάληψη υψηλότερου επιπέδου κινδύνου, προτιμούν να επενδύουν σε μετοχές, εμπορεύματα και σε κρυπτονομίσματα (bitcoin, ethereum), αποσκοπώντας στην καταγραφή υψηλότερων και γρηγορότερων αποδόσεων.

Παρακάτω, παρατίθεται ένα διάγραμμα αναφορικά με τη σχέση απόδοσης και κινδύνου, των βασικών επενδυτικών επιλογών, το οποίο παραθέτει τη θετική, γραμμική σχέση μεταξύ των δύο μεταβλητών.



Διάγραμμα 1: Σχέση Απόδοσης και Κινδύνου επενδυτικών επιλογών (Ηρειώτης & Βασιλείου, 2005).

Η συνύπαρξη διαφορετικών περιουσιακών στοιχείων παρέχει τη δυνατότητα κατασκευής χαρτοφυλακίων, που θα χαρακτηρίζονται από την βέλτιστη σχέση απόδοσης-κινδύνου. Η θεωρία χαρτοφυλακίου αποτελεί θεμελιώδη άξονα στη θεωρία της χρηματοοικονομικής επιστήμης, με την πρώτη και σημαντικότερη προσέγγιση να λαμβάνει χώρα το 1952, από τον Markowitz (Markowitz H., 1952).

Στο άρθρο του Markowitz, παρουσιάζεται ένα υπόδειγμα κατασκευής αποτελεσματικών χαρτοφυλακίων, εστιάζοντας στην διαμόρφωση του «άριστου χαρτοφυλακίου», δηλαδή εκείνου που χαρακτηρίζεται από την βέλτιστη δυνατή σχέση απόδοσης-κινδύνου. Θέτοντάς το σε πιο απλοϊκή βάση, ο Markowitz, υποστήριξε ότι βασική επιδίωξη κάθε ορθολογικού επενδυτή αποτελεί η μεγιστοποίηση της αναμενόμενης απόδοσης για κάθε επίπεδο κινδύνου ή η ελαχιστοποίηση του κινδύνου για κάθε επίπεδο απόδοσης.

1.5.1 Απόδοση Επενδύσεων

Σε ό,τι αφορά την πρώτη συνιστώσα, η έννοια της απόδοσης (return) αναφέρεται στην επιστροφή κεφαλαίου που επιτυγχάνεται, μέσω μίας οποιασδήποτε επένδυσης, σε μία δεδομένη χρονική περίοδο. Ουσιαστικά, η απόδοση αντανάκλα την κερδοφορία που καταγράφει ο εκάστοτε επενδυτής, μέσω της διακράτησης της επένδυσής του, εκφραζόμενη σε ποσοστιαία βάση. Στην περίπτωση που ο επενδυτής ενδιαφέρεται να υπολογίσει τη μέση απόδοση επένδυσης ή επενδύσεων που έχει διακρατήσει για μακροχρόνια διάρκεια, κρίνεται χρήσιμη η εφαρμογή του αριθμητικού μέσου όρου (μέση απόδοση).

Στο σημείο αυτό, κρίνεται απαραίτητο να τονιστούν και διευκρινιστούν οι διαφορετικές ερμηνείες που είναι δυνατό να λάβει η έννοια της απόδοσης. Αρχικά, η πραγματοποιηθείσα ή ιστορική απόδοση (realized ή historical return) αντανάκλα την πραγματική απόδοση μίας επένδυσης, εντός μίας συγκεκριμένης περιόδου. Επιπρόσθετα, η αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση (expected ή ex ante return) αντιπροσωπεύει την απόδοση που εκτιμάται και προβλέπεται ότι θα επιτευχθεί από τον επενδυτή στο απώτερο μέλλον, η οποία είναι πιθανό να διαφέρει από την προαναφερθείσα πραγματική απόδοση. Συν τοις άλλοις, η απαιτούμενη απόδοση (required return), αναφέρεται στην ελάχιστη απόδοση που απαιτούν οι ενδιαφερόμενοι από την υπό εξέταση επένδυση, προκειμένου να επιλέξουν να επενδύσουν τον πλούτο τους σε αυτήν.

1.5.2 Κίνδυνος Επενδύσεων

Πέρα από την απόδοση, ο επενδυτής οφείλει να ασχοληθεί αναλυτικά και με μεθοδικότητα, αναφορικά με τον αντίστοιχο κίνδυνο που εκτίθεται, μέσω της ανάληψης των επενδυτικών επιλογών του. Από την σκοπιά της Χρηματοοικονομικής επιστήμης, ως «κίνδυνος» ορίζεται η πιθανότητα το πραγματικό επενδυτικό αποτέλεσμα να διαφέρει από το εκτιμώμενο και αναμενόμενο, που προέβλεψε ο ενδιαφερόμενος επενδυτής, σε πρότερο χρονικό σημείο.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται χρήσιμο να τονιστεί η ειδοποιός διαφορά μεταξύ κινδύνου (risk) και αβεβαιότητας, με τον κίνδυνο να οριοθετείται στην αβεβαιότητα των τελικών αποτελεσμάτων των επενδυτικών επιλογών, με δεδομένη την ακριβή εκτίμηση των πιθανοτήτων των εναλλακτικών εν δυνάμει αποτελεσμάτων. Στην αντίπερα όχθη, η αβεβαιότητα δεν είναι δυνατόν να προβλεφθεί, εκτιμηθεί και κατ'επέκταση να ελαχιστοποιηθεί μέσω της προσέγγισης της έννοιας των πιθανοτήτων. (Knight, F.H., 1921).

Βασιζόμενοι στο κοινώς αποδεκτό γεγονός ότι το σύγχρονο οικονομικό περιβάλλον χαρακτηρίζεται από συνθήκες αβεβαιότητας, με τις χρηματαγορές να επηρεάζονται από πολλαπλές μεταβολές (πληθωριστικές τάσεις, οικονομικοί κύκλοι, μισθοί, φορολογία, επιτόκια αγοράς, μερίδια αγοράς, κόστη πωλήσεων), καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι ανακύπτουν δυσχέρειες και αβεβαιότητα, κατά τη διαδικασία εύρεσης, αξιολόγησης και τελικής επιλογής των κατάλληλων επενδύσεων (Gitman L.J., 2005).

Προκειμένου να επιτευχθεί, η όσο δυνατόν, αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση της αβεβαιότητας των επενδυτικών επιλογών, το σύνολο των επιχειρήσεων και επενδυτών, θα πρέπει να ακολουθήσουν μία διαδικασία προσδιορισμού ενός συνόλου δυνητικών αποδόσεων, το οποίο και πρόκειται να λάβουν από την υπό εξέταση επένδυση. Ουσιαστικά, να κατασκευαστούν μελλοντικά σενάρια εξέλιξης της γενικής συνθήκης της οικονομίας, να υπολογίσουν μία αναμενόμενη μέση τιμή και εν συνεχεία, να ορίσουν και τα επίπεδα κινδύνου που είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν, βάσει μεταβλητότητας από τη μέση τιμή αποδόσεων. Ουσιαστικά, το επίπεδο κινδύνου προκύπτει από την απόσταση των δυνητικών αποδόσεων κάθε σεναρίου από την αναμενόμενη μέση τιμή, η οποία αντανακλά τον σταθμικό μέσο όρο του συνόλου των δυνητικών αποδόσεων της υπό εξέταση επένδυσης. Όσο χαμηλότερες προκύπτουν οι προαναφερθείσες αποκλίσεις, τόσο χαμηλότερος είναι και ο κίνδυνος που αντιμετωπίζει ο εκάστοτε επενδυτής και αντιστρόφως. Το βασικό εργαλείο μέτρησης του κινδύνου αποτελεί η διακύμανση (variance) και η τυπική απόκλιση (Standard deviation), τα οποία εκφράζουν, με απόλυτο τρόπο, τη διασπορά των δυνητικών αποτελεσμάτων γύρω από τη μέση τιμή, ενώ μία σχετική μέτρηση του κινδύνου πραγματοποιείται μέσω του συντελεστή μεταβλητότητας (coefficient variability), μέσω του οποίου, μετράται ο κίνδυνος ανά μονάδα αναμενόμενης απόδοσης κάθε επένδυσης.

Εν κατακλείδι, οι διαδικασίες που συνδέονται με την πρόβλεψη, εκτίμηση, αποφυγή και τελικώς την αντιμετώπιση και ελαχιστοποίηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου (risk minimization), αποτελούν επιτακτικό σκοπό κάθε επενδυτή, κατά τη διαδικασία σχηματισμού του βέλτιστου χαρτοφυλακίου επενδύσεων (Markowitz H., 1959).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Αξιολόγηση Επενδύσεων

2.1 Εισαγωγή στην Αξιολόγηση Επενδύσεων

Στη συγκεκριμένη ενότητα, θα επιχειρηθεί να αναφερθούν και ερμηνευτούν τα βασικά χρηματοοικονομικά εργαλεία που έχουν ανακύψει τις τελευταίες δεκαετίες, όπου μέσω της χρήσης και εφαρμογής τους, το σύνολο των επενδυτικών ομάδων κατορθώνει να αξιολογεί τις διαθέσιμες επενδυτικές επιλογές και ευκαιρίες που παρουσιάζονται, ανά πάσα στιγμή, στις αγορές.

Κάθε κατηγορία επενδύσεων ενέχει τα δικά της χαρακτηριστικά, επομένως και η κατάλληλη εφαρμογή μεθόδου αξιολόγησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, για την εξαγωγή όσο το δυνατό πιο αξιόπιστων συμπερασμάτων.

Τα βασικά κριτήρια διαχωρισμού και κατηγοριοποίησης των συγκεκριμένων μεθόδων είναι εάν λαμβάνουν υπόψιν τον κίνδυνο και τη διαχρονική αξία του χρήματος. Στα πλαίσια της εν λόγω πτυχιακής εργασίας, θα θεωρηθεί δεδομένο ότι ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου και οι πρόσθετες ταμειακές ροές που προκύπτουν από τα επενδυτικά προγράμματα και αναφέρθηκαν στην πρώτη ενότητα, θεωρούνται δεδομένα και πραγματοποιούνται κάτω από συνθήκες βεβαιότητας. Επομένως, ειδική αναφορά θα πραγματοποιηθεί στα κριτήρια αξιολόγησης που δε λαμβάνουν υπόψιν τον κίνδυνο και θα κατηγοριοποιηθούν βάσει του κριτηρίου της διαχρονικής αξίας του χρήματος.

Οι μέθοδοι αξιολόγησης χωρίζονται στις ορθολογικές και μη-ορθολογικές μεθόδους, με τις πρώτες να λαμβάνουν και τις δεύτερες να μη λαμβάνουν υπόψιν την έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος, αντίστοιχα. Αναφορικά με το προαναφερθέν κριτήριο, μια μέθοδος αξιολόγησης χαρακτηρίζεται από ορθολογικότητα όταν η χρήση και η εφαρμογή της, λαμβάνει άμεσα υπόψιν:

- Το αρχικό κόστος που απαιτείται να εκταμειωθεί για την απόκτηση της επένδυσης.
- Τη διάρθρωση των Καθαρών Ταμειακών Ροών.
- Την εφαρμογή του κόστους ευκαιρίας του κεφαλαίου που απαιτείται για τη διαδικασία προεξόφλησης των συγκεκριμένων μελλοντικών ροών.

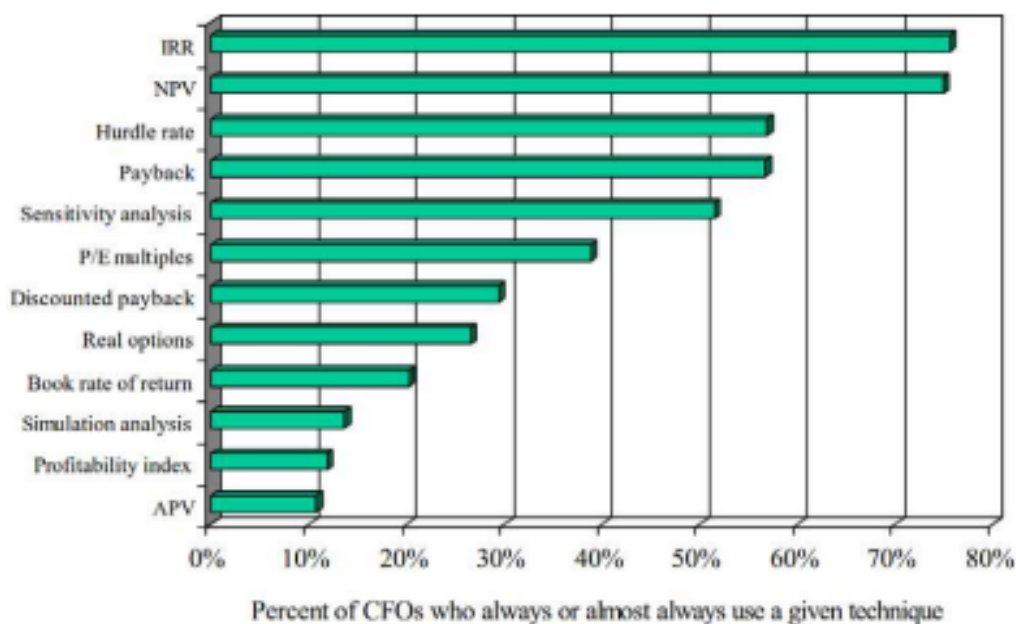
Η χρήση μίας ορθολογικής μεθόδου οδηγεί στο συμπέρασμα εάν η αποδοχή μιας υπό εξέτασης επενδυτικής πρότασης, θα προκαλέσει αύξηση της αξίας της εταιρείας και κατ'επέκταση και του πλούτου των μετόχων της.

2.2 Ορθολογικές Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων

Κατά το πρώτο σκέλος της τρέχουσας ενότητας, θα πραγματοποιηθεί αναλυτική περιγραφή των σημαντικότερων ορθολογικών μεθόδων και συγκεκριμένα: Της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Κ.Π.Α.), του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Ε.Β.Α.), της Ετήσιας Ισοδύναμης Χρηματοροής και του Δείκτη Αποδοτικότητα, αναλύοντας τα βασικά χαρακτηριστικά αναφορικά με την εφαρμογή τους, καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους, ανά περίπτωση. Εν συνεχεία, στο δεύτερο σκέλος θα αναφερθούν οι κυριότερες μη - ορθολογικές μέθοδοι και

συγκεκριμένα αυτή της Μέσης Λογιστικής Απόδοσης και της Περιόδου Αποπληρωμής ή Επανείσπραξης.

Παρακάτω, παρατίθεται ένα ενδεικτικό γράφημα των σημαντικότερων μεθόδων αξιολόγησης καθώς και τα αντίστοιχα ποσοστά χρήσης τους από τους οικονομικούς συμβούλους Αμερικανικών εταιρειών, με τη μέθοδο του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (IRR), Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV), Περιόδου Επανείσπραξης (Payback Period) και της Ανάλυσης Ευαισθησίας (Sensitivity Analysis) να ξεχωρίζουν.



Γράφημα 2: Ποσοστά Χρήσης Μεθόδων Αξιολόγησης από Αμερικανικές Εταιρείες (Graham, J.R & Harvey C.R., 2001).

2.2.1 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας (Net Present Value)

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV Net Present Value) αποτελεί ίσως το βασικότερο ορθολογικό εργαλείο αξιολόγησης επενδύσεων και χρησιμοποιείται σε ευρεία κλίμακα από τα οικονομικά στελέχη των εταιρειών. Όπως προαναφέρθηκε, λαμβάνει υπόψιν την έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος και συγκεκριμένα προεξοφλεί το σύνολο των αναμενόμενων μελλοντικών Καθαρών Ταμειακών Ροών, με το αντίστοιχο προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς. Για τον λόγο αυτό, η συγκεκριμένη μέθοδος αποτιμάται «εξωγενώς», καθώς στον αλγεβρικό τύπο υπολογισμού εφαρμόζεται το κόστος ευκαιρίας της αγοράς. Στο σημείο αυτό, αξίζει να τονιστεί ότι λαμβάνεται η βασική υπόθεση πως το προεξοφλητικό

επιτόκιο θα παραμένει σταθερό, καθ'όλη την οικονομική ζωή των υπό εξέταση επενδυτικών σχεδίων.

Σύμφωνα με τη βιβλιογραφία, η Καθαρή Παρούσα Αξία αντιπροσωπεύει το άθροισμα των παρούσων αξιών του συνόλου των μελλοντικών ταμειακών εισροών και εκροών, κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου. Η λογική είναι να αποτιμηθεί σε παρούσα βάση, το σύνολο των μελλοντικών ποσών και να συγκριθεί με το αρχικό κόστος επένδυσης, που πραγματοποιεί η εταιρεία σήμερα, προκειμένου να αποκτήσει την υπό εξέταση επένδυση.

Η αλγεβρική εφαρμογή της φόρμουλας υπολογισμού της Καθαρής Παρούσας Αξίας είναι η ακόλουθη:

$$ΚΠΑ = \sum_{t=1}^N \frac{KTP_t}{(1+i)^t} - K_0$$

Όπου:

- KTP_t αντιπροσωπεύει την Καθαρή Ταμειακή Ροή που αναμένεται να πραγματοποιηθεί τη χρονική στιγμή t , μετά την αφαίρεση των φόρων.
- i αντιπροσωπεύει το προεξοφλητικό επιτόκιο ή κόστος ευκαιρίας, βάσει του οποίου αποτιμώνται οι Καθαρές Ταμειακές Ροές στο παρόν.
- K_0 αποτελεί το αρχικό κόστος που εκταμιεύει η εταιρεία, σε παρόντες όρους, για την πραγματοποίηση της επένδυσης.

Σε ό,τι αφορά το επιτόκιο προεξόφλησης των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, ουσιαστικά αυτό αντιπροσωπεύει και αντιπροσωπεύεται από την απόδοση που προσφέρει το σύνολο των εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών που διαπραγματεύονται στην αγορά. Αυτό συνεπάγεται ότι στην περίπτωση που απορρίψει μία υπό εξέταση επένδυση, η εταιρεία έχει τη δυνατότητα να επενδύσει το κεφάλαιο που σκόπευε να χρηματοδοτήσει επί αυτού, σε μία οποιαδήποτε εναλλακτική επένδυση, αποκομίζοντας την ίδια απόδοση.

2.2.2 Προσεγγίσεις Υπολογισμού Καθαρών Ταμειακών Ροών

Σχετικά με τις Καθαρές Ταμειακές Ροές, υπενθυμίζεται το γεγονός ότι υπολογίζονται μετά την αφαίρεση των φόρων, προτού ενσωματωθούν στον τύπο εύρεσης της Κ.Π.Α. της επένδυσης. Γενικώς, έχουν αναπτυχθεί δυο διαφορετικές προσεγγίσεις υπολογισμού των Κ.Τ.Ρ μετά φόρων. Ειδικότερα, η πρώτη προσέγγιση υποδηλώνει ότι η φορολογική ελάφρυνση-εξοικονόμηση από τόκους λαμβάνεται υπόψιν κατά τον τελικό υπολογισμό των Κ.Τ.Ρ, με το ενδεδειγμένο επιτόκιο προεξόφλησης που θα εφαρμοστεί να είναι το επιτόκιο δανεισμού (κόστος δανεισμού- K_δ).

Το κόστος δανεισμού δε θα προσαρμοστεί στην φορολογική εξοικονόμηση των τόκων καθώς έχει ήδη ληφθεί υπόψιν κατά τον υπολογισμό των Κ.Τ.Ρ. μετά φόρων.

Ο αλγεβρικός τύπος υπολογισμού της Κ.Π.Α. βάσει της πρώτης προσέγγισης είναι ο ακόλουθος:

$$\sum_{i=1}^n \frac{KTP_n \text{ μετά φόρων}}{(1+\kappa\delta \text{ προ φόρων})^n} - K_0$$

Σύμφωνα με την πρώτη προσέγγιση, οι Κ.Τ.Ρ μετά φόρων υπολογίζονται βάσει της ακόλουθης διαδικασίας για μία επιχείρηση:

- Φορολογητέα Κέρδη (ΦΚ) = ΚΤΡ προ φόρων – Αποσβέσεις – Τόκοι (1)
- Φόροι = Φορολογητέα Κέρδη (ΦΚ) × Φορολογικός Συντελεστής (ΦΣ) (2)
- ΚΤΡ μετά φόρων = ΚΤΡ προ φόρων – Φόροι (3)
 Στα πλαίσια της δεύτερης προσέγγισης, οι Κ.Τ.Ρ μετά φόρων υπολογίζονται, αγνοώντας το γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν για φορολογικούς λόγους, με τη διαδικασία υπολογισμού να διαμορφώνεται ως εξής:
- Φορολογητέα Κέρδη (ΦΚ) = ΚΤΡ προ φόρων – Αποσβέσεις (1)
- Φόροι = Φορολογητέα Κέρδη (ΦΚ) × Φορολογικός Συντελεστής (ΦΣ) (2)
- ΚΤΡ μετά φόρων = ΚΤΡ προ φόρων – Φόροι (3)

Επιπροσθέτως, το κόστος δανεισμού (κ.δ) μέσω της εν λόγω μεθόδου προσαρμόζεται προς τα κάτω (μειώνεται), εξαιτίας της φορολογικής εξοικονόμησης των τόκων που δεν έχουν ληφθεί υπόψιν.

Συμπερασματικά, ο αλγεβρικός τύπος υπολογισμού της Κ.Π.Α. της επένδυσης διαμορφώνεται ως εξής:

$$\frac{\sum_{i=1}^n \text{ΚΤΡ μετά φόρων}}{(1+\kappa.\delta \text{ μετά φόρων})^n} - K_0$$

2.2.3 Κριτήριο Αποδοχής Επένδυσης μέσω Κ.Π.Α

Στα πλαίσια της βασικής επιδίωξης των επενδυτών περί μεγιστοποίησης του πλούτου τους, κρίνεται προφανές ότι θα προκριθούν εκείνες οι επενδυτικές επιλογές που αντιπροσωπεύουν την υψηλότερη κερδοφορία. Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας οδηγεί σε απόλυτους αριθμούς, δηλαδή εκφράζεται σε χρηματικές μονάδες (ευρώ), επομένως το κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης μίας επενδυτικής επιλογής είναι η σύγκριση της ΚΠΑ με το μηδέν.

Συγκεκριμένα, στην περίπτωση όπου η ΚΠΑ είναι θετική (ΚΠΑ > 0), η υπό εξέταση επένδυση προκρίνεται προς πραγματοποίηση, καθώς οι Ταμειακές Ροές του προγράμματος αποδίδουν μία επιπλέον απόδοση της απαιτούμενης απόδοσης (κόστος ευκαιρίας), που επιδιώκουν οι μέτοχοι, προκειμένου να συμμετάσχουν στη χρηματοδότηση της επένδυσης. Επομένως, μία τέτοια επενδυτική επιλογή πρόκειται να οδηγήσει σε αύξηση της αξίας της εταιρείας, η οποία αποτυπώνεται από άνοδο της τιμής της στο «ταμπλό» του Χρηματιστηρίου και κατ'επέκταση στην αύξηση του πλούτου των μετόχων της.

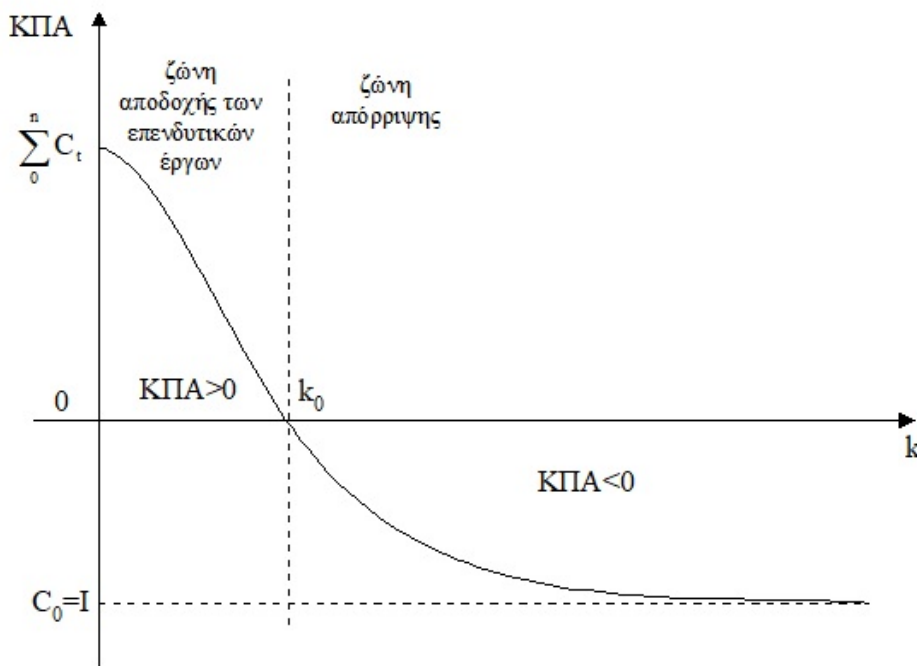
Σε αντίθετη περίπτωση, εάν οι οικονομικοί σύμβουλοι της εταιρείας αξιολογήσουν μία υπό εξέταση επένδυση και καταλήξουν σε αρνητική Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ < 0), τότε κρίνεται επιτακτική η απόρριψη της συγκεκριμένης επενδυτικής πρότασης, καθώς το σύνολο της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών δεν υπερβαίνει την αξία του αρχικού

κόστους επένδυσης. Με άλλα λόγια, η επένδυση κοστίζει περισσότερο από όσο αξίζει και στην περίπτωση όπου λαθεμένα καταστεί αποδεκτή, θα οδηγήσει σε μείωση τόσο της αξίας της εταιρείας όσο και του πλούτου των μετόχων, οδηγώντας σε καταγραφή ζημιών.

Καταλήγοντας, στην περίπτωση όπου η Καθαρή Παρούσα Αξία υπολογιστεί ως μηδενική ή κατά προσέγγιση μηδενική ($KPA = 0$), τότε η εν λόγω επένδυση καλείται ως οριακή, καθώς αξίζει όσο κοστίζει. Εφόσον τα οικονομικά στελέχη μιας εταιρείας αποδεχτούν μια οριακή επένδυση, αυτό θα έχει ως άμεση συνέπεια να αυξηθεί το μέγεθος αλλά όχι η χρηματιστηριακή αξία, η οποία παραμένει στα ίδια επίπεδα.

Εύκολα διαπιστώνει κανείς την αρνητική σχέση μεταξύ Καθαρής Παρούσας Αξίας και προεξοφλητικού επιτοκίου, καθώς χαμηλά επίπεδα επιτοκίων συνεπάγονται υψηλές Καθαρές Παρούσες Αξίες, ενώ υψηλά επιτόκια προεξόφλησης οδηγούν σε χαμηλές και πιθανόν αρνητικές Καθαρές Παρούσες Αξίες.

Η προαναφερθείσα αρνητική σχέση Κ.Π.Α- επιτοκίων και το κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης ενός επενδυτικού έργου, επεξηγούνται καλύτερα μέσω του κάτωθι διαγράμματος:



Διάγραμμα 2: Σχέση Καθαρής Παρούσας Αξίας και προεξοφλητικού επιτοκίου (Ηρειώτης και Βασιλείου, 2004).

Στο σημείο αυτό, αξίζει να τονιστεί η βασική κατηγοριοποίηση των επενδύσεων σε πάγια περιουσιακά στοιχεία και συγκεκριμένα στις ανεξάρτητες και αμοιβαίως αποκλειόμενες επενδύσεις. Στην περίπτωση όπου μία εταιρεία δεν αντιμετωπίζει κεφαλαιακό περιορισμό,

κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων, τότε οι επενδύσεις καλούνται «ανεξάρτητες», με την αποδοχή της μίας να μη συνεπάγεται την απόρριψη κάποιων άλλων. Είναι σαφές, λοιπόν, ότι στην περίπτωση των ανεξάρτητων επενδύσεων, θα συμπεριληφθεί το σύνολο των επενδυτικών προτάσεων που οδήγησαν σε θετική Καθαρή Παρούσα Αξία.

Στην αντίπερα όχθη, εάν πρόκειται για «αμοιβαίως αποκλειόμενες» επενδύσεις, δηλαδή, η πραγματοποίηση της μίας αποκλείει την ταυτόχρονη πραγματοποίηση κάποιων άλλων, τότε οι οικονομικοί Σύμβουλοι θα προκρίνουν εκείνη την επένδυση που αντανακλά την υψηλότερη Καθαρή Παρούσα Αξία, συγκριτικά με τις υπόλοιπες, εφόσον σε πρώτο στάδιο, έχουν αξιολογήσει κάθε επενδυτική πρόταση, μεμονωμένα.

2.2.4 Πλεονεκτήματα Εφαρμογής Κ.Π.Α

Τα στατιστικά στοιχεία των τελευταίων δεκαετιών αποδεικνύουν την ευρεία χρήση της μεθόδου αξιολόγησης επενδύσεων της Καθαρής Παρούσας Αξίας, από το σύνολο των οικονομικών συμβούλων των εταιρειών. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την ανάλυση των Graham, G.R και Harvey C.R, αξιολογώντας έναν πολύ μεγάλο αριθμό αμερικανικών εταιρειών, κατέληξαν στο στατιστικό στοιχείο ότι άνω του 70% του συνόλου των οικονομικών αναλυτών εφαρμόζουν πάντα, ή σχεδόν πάντα, τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας, κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων (Graham, G.R & Harvey C.R, 2001).

Γίνεται αντιληπτό το γεγονός ότι η εφαρμογή της εν λόγω μεθόδου αξιολόγησης, συνεπάγεται ορισμένα πολύ σημαντικά πλεονεκτήματα και τα οποία συνοψίζονται παρακάτω:

Καταρχάς, πρόκειται για κατηγορία ορθολογικής μεθόδου αξιολόγησης, καθώς λαμβάνει υπόψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος. Αυτό σημαίνει ότι ακολουθεί τη διαδικασία προεξόφλησης και αποτίμησης των μελλοντικών ταμειακών ροών, υπολογίζοντας την οικονομική τους αξία, σε παρόντες όρους.

Επιπρόσθετα, η μέθοδος εφαρμογής της κρίνεται ως αρκετά απλή διαδικασία, με το δεδομένο όμως, ότι τόσο το προεξοφλητικό επιτόκιο όσο και οι μελλοντικές ταμειακές ροές, χαρακτηρίζονται από συνθήκες βεβαιότητας της γενικής οικονομίας.

Συν τοις άλλοις, το αριθμητικό αποτέλεσμα της Καθαρής Παρούσας αξίας είναι εκφρασμένο σε χρηματικές, απόλυτες μονάδες, επομένως είναι και απλοϊκό και άμεσο να ενημερωθούν οι ενδιαφερόμενες επενδυτικές ομάδες, αναφορικά με τα επίπεδα κερδοφορίας των υπό εξέταση επενδυτικών σχεδίων. Επομένως, συνεπάγεται ότι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας αποτελεί το μοναδικό χρηματοοικονομικό εργαλείο αξιολόγησης το οποίο και χρησιμοποιεί την έννοια της προστιθέμενης αξίας.

Εν συνεχεία, λαμβάνει υπόψιν το προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς, επομένως η προεξόφληση των ταμειακών ροών πραγματοποιείται σε «εξωγενής» βάση κι επιπρόσθετα λαμβάνει υπόψιν την οικονομική διάρκεια της επένδυσης. Σημαντικό δεδομένο αποτελεί το γεγονός ότι χρησιμοποιεί καθαρές ταμειακές ροές και όχι καθαρά κέρδη, με αποτέλεσμα να λαμβάνει υπόψιν τον πραγματικό χρόνο πραγματοποίησης των εσόδων της επένδυσης.

Τέλος, συμβάλλει στον βασικό στόχο μεγιστοποίησης των κερδών μίας επιχείρησης, καθώς η αποδοχή μίας επένδυσης με θετική Κ.Π.Α συνεπάγεται αύξηση της αξίας, της χρηματιστηριακής τιμής της εταιρείας και κατ'έκταση του πλούτου των μετόχων της.

2.2.5 Μειονεκτήματα και Αδυναμίες Εφαρμογής Κ.Π.Α

Παρ'όλη την ευρεία χρήση κατά την αξιολόγηση επενδύσεων, η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας ενέχει κάποιες αδυναμίες και μειονεκτήματα, τα οποία οφείλουν οι οικονομικοί σύμβουλοι των εταιρειών και οι ανεξάρτητοι επενδυτές να λαμβάνουν σοβαρά υπόψιν τους, προκειμένου να μειώσουν την πιθανότητα εξαγωγής επισφαλών συμπερασμάτων. Ξεκινώντας, η Κ.Π.Α στηρίζεται στην υπόθεση ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο παραμένει σταθερό καθ'όλη τη διάρκεια της επένδυσης, γεγονός που κρίνεται μη ρεαλιστικό, ειδικότερα σε περιπτώσεις επενδύσεων μακροπρόθεσμης διάρκειας. Τα επιτόκια της αγοράς όχι μόνο δε παραμένουν σε σταθερή βάση, αλλά συνεχώς μεταβάλλονται, επηρεαζόμενα από τις γενικές και τρέχουσες συνθήκες που επικρατούν στις αγορές.

Επιπλέον μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι οι οικονομικοί σύμβουλοι οφείλουν να εκτιμούν τις μελλοντικές ταμειακές ροές μετά φόρων, διαδικασία η οποία ενέχει αρκετές δυσκολίες, καθώς οι συνθήκες της αγοράς μεταβάλλονται σε συνεχή και αδιάκοπη βάση, αντιμετωπίζοντας τόσο συστημικούς (κίνδυνος αγοράς, επιτοκίων) όσο και μη συστημικούς κινδύνους (πανδημία), με αποτέλεσμα, οι εκτιμήσεις να αποκλίνουν από τις πραγματοποιηθείσες ταμειακές ροές.

Συν τοις άλλοις, δεν είναι η ενδεδειγμένη μέθοδος αξιολόγησης επενδύσεων με διαφορετική διάρκεια ζωής (n), αλλά η ετήσια ισοδύναμη χρηματοροή που θα αναλυθεί παρακάτω. Επιπρόσθετα, προβλήματα ανακύπτουν και σε περίπτωση όπου η εταιρεία αξιολογεί επενδυτικά προγράμματα με διαφορετικό προεξοφλητικό επιτόκιο και συνάμα η ακριβής εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών που απαιτείται, κρίνεται δυσχερής και ουσιαστικά ανέφικτη, όσο περισσότερο απομακρύνεται η διαδικασία πρόβλεψης από το σήμερα.

Τέλος, παρουσιάζονται δυσκολίες εξαγωγής αξιόπιστων οικονομικών ερμηνειών σε περιπτώσεις επενδυτικών σχεδίων με σημαντικές διαφορές στο αρχικό κόστος επένδυσης (K_0). Το τελευταίο μειονέκτημα το αντιμετωπίζει με πιο αξιόπιστο τρόπο η μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας, η οποία, επίσης, θα αναλυθεί στη συνέχεια της εν λόγω ενότητας (Βασιλείου, Β. & Ηρειώτης, Ν., 2015).

2.3.1 Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης και Κριτήριο Αποδοχής (Internal Rate of Return)

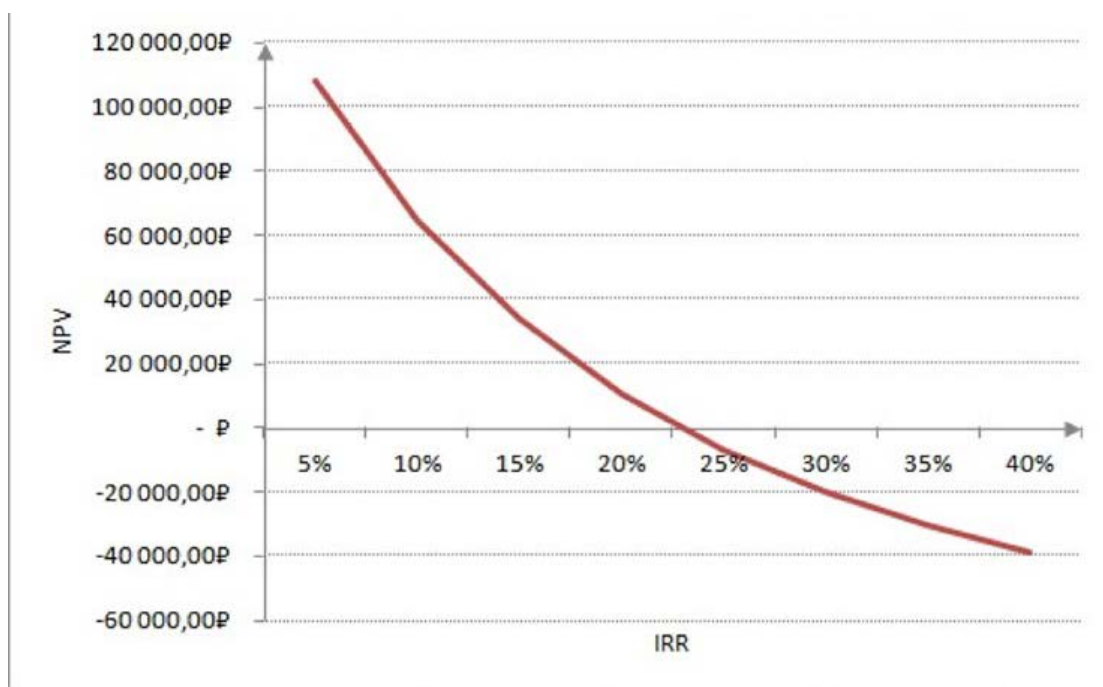
Μια εξίσου σημαντική μέθοδος αξιολόγησης επενδύσεων αποτελεί η εφαρμογή του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης. Η μέθοδος του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Internal Rate of Return-I.R.R.) οδηγεί στην εύρεση εκείνου του προεξοφλητικού επιτοκίου, το οποίο αντανakλά την απόδοση μιας μακροχρόνιας επένδυσης, εξισώνοντας το σύνολο της παρούσας αξίας των αναμενόμενων μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, με το αρχικό πραγματοποιηθέν κόστος της εκάστοτε επένδυσης. Ουσιαστικά, αντιπροσωπεύει εκείνο το επιτόκιο το οποίο μηδενίζει την Καθαρή Παρούσα Αξία της υπό εξέταση επένδυσης κι επομένως, κρίνεται απαραίτητος ο υπολογισμός και η χρήση της Καθαρής Παρούσας Αξίας. Μεταφράζοντάς το από τη σκοπιά της επιχείρησης, αποτελεί το μέγιστο επιτόκιο που είναι διατεθειμένη να καταβάλλει ως απόδοση, προκειμένου να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα

κεφάλαια για την πραγματοποίηση και χρηματοδότηση ενός επενδυτικού προγράμματος. (Adamidis A.L., 2008).

Εφόσον ο Ε.Β.Α είναι εκείνη η απόδοση ή οποία μηδενίζει την Κ.Π.Α μίας επένδυσης, ο αλγεβρικός τύπος της προκύπτει από την κάτωθι διαδικασία:

$$Κ.Π.Α = 0 \Leftrightarrow \sum_{t=1}^N \frac{KTPt}{(1+EBA)^t} - K_0 = 0$$

Για επιτόκια προεξόφλησης μικρότερα από τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης, συνεπάγονται Θετικές Καθαρές Παρούσες Αξίες και αντιστρόφως. Στο παρακάτω διάγραμμα αποτυπώνεται η σχέση Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης για ένα υπό εξέταση επενδυτικό πρόγραμμα:



Διάγραμμα 3: Σχέση Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Αδαμίδης, Α.Δ., 2008).

Μέσω της εφαρμογής και εύρεσης του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, οι εταιρείες διαθέτουν στην κατοχή τους ένα επιπρόσθετο χρηματοοικονομικό εργαλείο αξιολόγησης επενδυτικών προγραμμάτων. Στα πλαίσια της επίτευξης του βασικού επενδυτικού σκοπού, δηλαδή της μεγιστοποίησης του πλούτου των μετόχων και της αξίας της εταιρείας, οι οικονομικοί σύμβουλοι συγκρίνουν τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης της υπό εξέταση επένδυσης με την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που επιζητούν οι μέτοχοι, προκειμένου να αποφασίσουν να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους προς χρηματοδότηση (κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου).

Στην περίπτωση όπου ο Ε.Β.Α υπερβαίνει την απαιτούμενη απόδοση των μετόχων, τότε η επένδυση προκρίνεται προς πραγματοποίηση, καθώς αναμένεται να προσδώσει επιπλέον

κερδοφορία τόσο για την εταιρεία, αυξάνοντας το μέγεθος και την χρηματιστηριακή της αξία, όσο και τον πλούτο των μετόχων, καθώς το πλεόνασμα που απομένει από την αποπληρωμή της επένδυσης, διατίθεται προς τους μετόχους. Εφόσον μία επένδυση οδηγήσει σε Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης μικρότερο της απαιτούμενης απόδοσης, τότε η εν λόγω επενδυτική πρόταση κρίνεται ως μη συμφέρουσα και οφείλει να απορριφθεί, καθώς σε αντίθετη περίπτωση, θα προξενήσει ζημίες για την εταιρεία, μειώνοντας τόσο την χρηματιστηριακή της αξία όσο και τον πλούτο των μετόχων. Τέλος, στην περίπτωση όπου ο Ε.Β.Α είναι ίσος ή κατά προσέγγιση ίσος με το ποσοστό της απαιτούμενης απόδοσης, τότε η επένδυση κρίνεται ως «οριακή» και η εταιρεία είναι αδιάφορη ως προς την αποδοχή της ή μη, καθώς αξιολόγησε ουσιαστικά μία επένδυση, η οποία αξίζει όσο κοστίζει, αυξάνοντας το μέγεθός της αλλά όχι συνάμα την αξία της και τον πλούτο των μετόχων της, εφόσον την προκρίνει προς πραγματοποίηση.

2.3.2 Διαδικασίες Υπολογισμού Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης

Τα βήματα υπολογισμού του Ε.Β.Α εξαρτώνται από τον υπολογισμό της μεθόδου τη Κ.Π.Α., επομένως ο οικονομικός σύμβουλος κάθε εταιρείας θα πρέπει να προσδώσει ιδιαίτερη σημασία στα ακόλουθα επενδυτικά στοιχεία του υπό εξέταση έργου:

Αρχικά, καθορίζεται το ύψος του αρχικού κόστους επένδυσης, που απαιτείται να εκταμιευτεί, σήμερα, για την πραγματοποίηση της επένδυσης. Εν συνεχεία, ακολουθείται η όσο δυνατόν ακριβέστερη εκτίμηση των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών μετά φόρων που αναμένεται να προσδώσει η επένδυση, καθ'όλη τη διάρκεια της οικονομικής της ζωής. Επιπρόσθετα, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει το προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς (κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου/απαιτούμενη απόδοση), που θα αποτελέσει το κριτήριο σύγκρισης και αποδοχής. Εφόσον πραγματοποιηθούν τα προαναφερθέντα βήματα, ακολουθεί η διαδικασία μηδενισμού της Καθαρής Παρούσας Αξίας, προκειμένου να υπολογιστεί ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης, με την τελική σύγκριση με το προεξοφλητικό επιτόκιο να ολοκληρώνει τη διαδικασία της συγκεκριμένης μεθόδου.

Όπως γίνεται αντιληπτό, η διαδικασία υπολογισμού του Ε.Β.Α δε συνεπάγεται ιδιαίτερη απλότητα, με τους οικονομικούς αναλυτές να διαθέτουν στην κατοχή τους μία σειρά μεθόδων που τους παράσχει η Χρηματοοικονομική ανάλυση. Ο πρώτος τρόπος προκύπτει από την χρησιμοποίηση της εντολής “RATE” στο EXCEL, μέθοδος η οποία θα εφαρμοστεί και στην μελέτη περίπτωσης της εικονικής εταιρείας, στο τελευταίο σκέλος της συγκεκριμένης πτυχιακής εργασίας. Επιπροσθέτως, στα ακαδημαϊκά πλαίσια προτείνεται και η μέθοδος των «διαδοχικών προσεγγίσεων» ή «τυχαίων σφαλμάτων», κατά τον υπολογισμό της οποίας, χρησιμοποιούνται εναλλακτικά επιτόκια, μέχρι να εντοπιστεί εκείνο το επιτόκιο, το οποίο θέτει την Καθαρή Παρούσα Αξία της επένδυσης ίση με το μηδέν.

Μια επιπρόσθετη διαδικασία αποτελεί ο ορισμός δύο τυχαίων επιτοκίων, συνήθως ενός αρκετά χαμηλού και αντιστοίχως ενός αρκετά υψηλού. Σε πρώτο βήμα, υπολογίζονται οι Καθαρές Παρούσες Αξίες των δύο επιτοκίων, με την Κ.Π.Α του χαμηλού επιτοκίου να οδηγεί σε θετική Κ.Π.Α και του αντίστοιχου υψηλού επιτοκίου, σε αρνητική. Όσο υψηλότερο/χαμηλότερο είναι το επιτόκιο της επιλογής, τόσο χαμηλότερη/υψηλότερη θα προκύπτει η Καθαρή Παρούσα Αξία, αποτυπώνοντας την αρνητική σχέση μεταξύ αξίας και επιτοκίων. Εφόσον έχουν οριστεί και υπολογιστεί με ορθό τρόπο τα προαναφερθέντα, αντικαθίστανται στον κάτωθι τύπο, η

εφαρμογή του οποίου, θα οδηγήσει στην, κατά προσέγγιση, εκτίμηση του E.B.A της επενδυτικής πρότασης:

$$E.B.A. = R_1 + \frac{R_2 - R_1}{KPA_1 + |KPA_2|} \times KPA_1$$

- R_1 = Χαμηλό προεξοφλητικό επιτόκιο.
- R_2 = Υψηλό προεξοφλητικό επιτόκιο.
- KPA_1 = Καθαρή Παρούσα Αξία χαμηλού προεξοφλητικού επιτοκίου.
 $|KPA_2|$ = Απόλυτη τιμή Καθαρής Παρούσας Αξίας υψηλού προεξοφλητικού επιτοκίου.

2.3.3 Πλεονεκτήματα Εφαρμογής E.B.A

Παρά το γεγονός ότι ο υπολογισμός του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης αποτελεί μία επίπονη διαδικασία, τα στατιστικά στοιχεία των τελευταίων δεκαετιών, την κατατάσσουν ως την πλέον διαδεδομένη και ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδο αξιολόγησης επενδύσεων, καθώς περίπου το 75% των εταιρειών, έχει χρησιμοποιήσει την εν λόγω μέθοδο, κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων (Graham, G.R & Harvey C.R, 2001).

Ξεκινώντας, το βασικό της κοινό πλεονέκτημα με τη μέθοδο της Κ.Π.Α είναι ότι λαμβάνει υπόψιν την έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος, καθώς προεξοφλεί τις μελλοντικές ταμειακές ροές του προγράμματος. Βέβαια, η αποτίμηση πραγματοποιείται όχι «εξωγενώς», όπως στην Καθαρή Παρούσα Αξία, που χρησιμοποιεί ως προεξοφλητικό επιτόκιο το επιτόκιο της αγοράς, αλλά εν αντιθέσει, «ενδογενώς», καθώς ο ίδιος ο Εσωτερικός Βαθμός της επένδυσης, χρησιμοποιείται για την αποτίμηση.

Επιπρόσθετα, όπως και η Κ.Π.Α., χρησιμοποιεί και λαμβάνει πλήρως υπόψιν της το σύνολο των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών μετά φόρων του επενδυτικού προγράμματος. Ένα συγκριτικό πλεονέκτημα είναι ότι κρίνεται ως ιδιαίτερα δημοφιλής στον επιχειρηματικό και επενδυτικό κόσμο, καθώς ένα ποσοστό, όπως ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης, είναι ευκολότερο να εξηγηθεί και ερμηνευθεί προς τις ενδιαφερόμενες επενδυτικές ομάδες. Συν τοις άλλοις, ένα βασικό πλεονέκτημα προέρχεται από το κριτήριο αποδοχής του E.B.A, το οποίο είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο. Όπως προαναφέρθηκε, η σύγκριση του με το επιτόκιο της αγοράς λαμβάνει χώρα μετά τον υπολογισμό του αντίστοιχου E.B.A., επομένως δεν απαιτείται, η εκ των προτέρων, διαμόρφωση και καθορισμός του εν λόγω επιτοκίου.

Τέλος, ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης είναι δυνατό να χαρακτηριστεί ως ένα μέτρο ασφαλείας, καθώς μέσω της χρήσης του, επιτυγχάνεται η εισχώρηση της σχέσης απόδοσης και κινδύνου, αναφορικά με την υπό εξέταση επένδυση. Για παράδειγμα, ο οικονομικός σύμβουλος, έχοντας υπολογίσει τον E.B.A μίας επένδυσης και γνωρίζοντας την απαιτούμενη απόδοση, στην περίπτωση όπου παρατηρηθεί σημαντική ποσοστιαία διαφορά μεταξύ τους, έχει το επιπρόσθετο πλεονέκτημα να πραγματοποιήσει κάποια μικρή λάθος εκτίμηση, καθώς, όπως έγινε αντιληπτό, η διαδικασία υπολογισμού του είναι άκρως απαιτητική.

2.3.4 Μειονεκτήματα και Αδυναμίες Εφαρμογής E.B.A

Η χρήση της συγκεκριμένης μεθόδου αξιολόγησης επενδύσεων παρουσιάζει ορισμένες δυσκολίες και μειονεκτήματα, δυσχεραίνοντας το έργο των οικονομικών συμβούλων των

επιχειρήσεων. Καταρχάς, όπως προαναφέρθηκε, η διαδικασία τελικού υπολογισμού του E.B.A. συνεπάγεται αρκετή πολυπλοκότητα και δυσκολίες. Σε ορισμένες περιπτώσεις, η επίλυση μπορεί να οδηγήσει στην εύρεση πολλαπλών Εσωτερικών Βαθμών Απόδοσης, προξενώντας σύγχυση και αντικρουόμενα συμπεράσματα. Επιπρόσθετα, η εν λόγω μέθοδος εκφράζει τη σχετική και όχι την απόλυτη συνεισφορά και απόδοση των επενδυτικών προγραμμάτων, καθώς είναι εκφρασμένη σε ποσοστιαία βάση, σε αντίθεση με την Καθαρή Παρούσα Αξία που συνεπάγεται χρηματικές μονάδες. Ένα κοινό μειονέκτημα με την Κ.Π.Α αποτελεί το γεγονός ότι απαιτούνται ποιοτικές εκτιμήσεις των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών, μία διαδικασία που εμπεριέχει κινδύνους αποκλίσεων.

Συν τοις άλλοις, ένα ιδιαίτερος σημαντικό πρόβλημα είναι δυνατό να ανακύψει όταν αξιολογούνται μη συμβατικές επενδύσεις, δηλαδή επενδύσεις που παρουσιάζουν εναλλαγές προσήμων στις καθαρές ταμειακές ροές τους. Η εναλλαγή προσήμων πιθανόν να οφείλεται στο είδος και τη φύση του επενδυτικού προγράμματος, καθώς ορισμένα ενδέχεται να δημιουργούν αρνητικές ταμειακές ροές, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ζωής τους. Αυτό, συνεπακόλουθα, οδηγεί στην εύρεση περισσότερων του ενός E.B.A., με άμεσο αποτέλεσμα τη δημιουργία συγχύσεων σχετικά με το ποια λύση είναι η ορθή. Στην περίπτωση των αμοιβαίως αποκλειόμενων επενδύσεων, μία παγίδα της εφαρμογής του E.B.A. αποτελεί το γεγονός ότι είναι πιθανό να οδηγήσει σε λαθεμένα επενδυτικά συμπεράσματα, εξαιτίας του γεγονότος ότι η εν λόγω μέθοδος παραβλέπει, σε ορισμένες περιπτώσεις, το μέγεθος του επενδυτικού προγράμματος, δηλαδή το ύψος του αρχικού κόστους επένδυσης. Εν συνεχεία, ορισμένες χρηματοροές είναι δυνατό να οδηγήσουν σε μηδενική Καθαρή Παρούσα Αξία, με δύο διαφορετικούς Εσωτερικούς Βαθμούς Απόδοσης.

Προβλήματα ανακύπτουν και στην περίπτωση όπου δεν παρατηρείται ένα μοναδικό και ενιαίο κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου στην αγορά. Στα πλαίσια της εφαρμογής του E.B.A., λαμβάνεται η υπόθεση ότι τα προεξοφλητικά επιτόκια παραμένουν αμετάβλητα, καθ' όλη τη διάρκεια της οικονομικής ζωής του έργου. Η προαναφερθείσα υπόθεση οδηγεί στο δεδομένο ότι τα κεφάλαια του επενδυτικού προγράμματος, επανεπενδύονται με τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης της επένδυσης και όχι με το προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς, με την συγκεκριμένη παραδοχή να χαρακτηρίζεται ως μη ρεαλιστική. (Καραθανάσης, Γ., 2001).

2.4.1 Βασικοί Πυλώνες Σύγκρισης Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης

Η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης αποτελούν τις δύο ορθολογικές μεθόδους που εφαρμόζονται ευρέως, από τη μεγαλύτερη πλειοψηφία των εταιρειών και ενδιαφερόμενων επενδυτών. Στην περίπτωση που η εφαρμογή τους οδηγεί στην ίδια απόφαση σχετικά με την αξιολόγηση μίας επένδυσης, τότε υπάρχει η δυνατότητα χρησιμοποίησης οποιασδήποτε εκ των δύο. Εάν, όμως υπάρχουν περιπτώσεις αξιολόγησης ή επιλογής επενδύσεων όπου η χρήση των δύο μεθόδων οδηγεί σε αντικρουόμενες αποφάσεις, τότε ο οικονομικός σύμβουλος των εταιρειών θα πρέπει να γνωρίζει ποια από τις δύο είναι πιο αξιόπιστη. Από την ανάλυση και περιγραφή της εφαρμογής τόσο της Κ.Π.Α όσο και του E.B.A. μπορούν να εξαχθούν οι βασικοί πυλώνες επί των οποίων παρατηρούνται σημαντικές διαφορές μεταξύ των δύο μεθόδων αξιολόγησης και οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται σοβαρά υπόψιν.

Η πρώτη ειδοποιός διαφορά έγκειται στον κεντρικό πυλώνα προεξοφλητικού επιτοκίου που εφαρμόζουν, αντιστοίχως. Στην περίπτωση της Καθαρής Παρούσας Αξίας, το προεξοφλητικό επιτόκιο, βάσει του οποίου αποτιμώνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές, προσδιορίζεται «εξωγενώς», δηλαδή στην αγορά κεφαλαίου (κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου). Εν αντιθέσει, στην περίπτωση του E.B.A, το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης αποτελείται από τον ίδιο τον E.B.A της επένδυσης, δηλαδή προσδιορίζεται «ενδογενώς», εξαρτώμενο από το ύψος και τον χρόνο πραγματοποίησης του συνόλου των μελλοντικών ταμειακών ροών του επενδυτικού προγράμματος.

Η δεύτερη διαφοροποίηση ανακύπτει από τη μονάδα μέτρησης και έκφρασης των τελικών αποτελεσμάτων των δυο μεθόδων και εστιάζει στο πρόβλημα του μεγέθους. Συγκεκριμένα, η Καθαρή Παρούσα Αξία εκφράζεται με απόλυτο τρόπο (χρηματικές μονάδες), σε αντίθεση με τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης, ο οποίος αναπαράγει ένα ποσοστό (σχετική μέτρηση). Ως αποτέλεσμα, όταν οι επενδύσεις μπορούν να επιτύχουν υψηλή απόδοση στην αγορά κεφαλαίου, μία δεδομένη μελλοντική ΚΤΡ έχει μικρότερη αξία από ότι εάν το επίπεδο επιτοκίων της αγοράς είναι χαμηλό. Αντιθέτως, ο EBA αντιπροσωπεύει ένα ποσοστό κι επομένως αδυνατεί να προσδώσει μία πλήρη εικόνα της αποδοτικότητας των επενδύσεων, αγνοώντας το μέγεθος της επένδυσης. Συμπερασματικά, λοιπόν, η μεγιστοποίηση του πλούτου της εταιρείας επιτυγχάνεται μέσω της επιλογής των κατάλληλων επενδύσεων, οι οποίες αξιολογούνται και επιλέγονται με τη μέθοδο της ΚΠΑ.

Σημαντικό κομμάτι αποτελεί το στοιχείο της εναλλαγής προσήμων, αναφορικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές των προγραμμάτων. Συγκεκριμένα, στις περισσότερες των περιπτώσεων, τα επενδυτικά προγράμματα τείνουν να μην ακολουθούν μία συγκεκριμένη και συνεχή πορεία, αναφορικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές. Θέτοντάς το σε πιο απλοϊκή βάση, άλλες χρονιές θα καταγράφονται κέρδη και άλλες ζημιές, ειδικά σε περιπτώσεις επενδυτικών σχεδίων με υψηλό βαθμό πολυπλοκότητας και μακροπρόθεσμου χρονικού ορίζοντα. Στην περίπτωση των «συμβατικών» επενδυτικών προγραμμάτων, παρατηρείται μία εναλλαγή προσήμων επί των Καθαρών Ταμειακών Ροών, επομένως, η χρήση τόσο της Κ.Π.Α όσο και του E.B.A θα οδηγήσει σε κοινές αποφάσεις. Εν αντιθέσει, όταν πρόκειται για επενδύσεις με πολλαπλές εναλλαγές προσήμων επί των Καθαρών Ταμειακών Ροών (μη συμβατικές), η χρήση του E.B.A κρίνεται επισφαλής και ενέχει σημαντικούς επενδυτικούς κινδύνους, καθώς η εφαρμογή του είναι πιθανό να οδηγήσει στην εύρεση πολλαπλών ποσοστών Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης. Για τον λόγο αυτό, στην περίπτωση των μη-συμβατικών επενδύσεων, οι οικονομικοί αναλυτές των εταιρειών, επιδιώκουν να τείνουν προς την Καθαρή Παρούσα Αξία, ως εργαλείο αξιολόγησης επενδύσεων, καθώς χαρακτηρίζεται από το συγκριτικό πλεονέκτημα ότι θα αποδώσει πάντα μία λύση, εκφρασμένη σε χρηματικές μονάδες, χωρίς να επηρεάζεται από τις εναλλαγές προσήμων.

Στο σημείο αυτό, κρίνεται σημαντικό να γίνει αναφορά σχετικά με την περίπτωση των αμοιβαίως αποκλειόμενων επενδύσεων. Συγκεκριμένα, όταν η αποδοχή μίας επένδυσης συνεπάγεται την απόρριψη άλλων επενδύσεων, οι δύο μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων είναι πιθανό να οδηγήσουν σε αντίθετες αποφάσεις, δυσχεραίνοντας την αξιοπιστία κατά τη διαδικασία τελικής αξιολόγησης επενδύσεων. Ειδικώς, οι οικονομικοί αναλυτές τείνουν να προκρίνουν τη μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας έναντι του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, λόγω του ότι η πρώτη χαρακτηρίζεται από υψηλότερη ασφάλεια και κρίνεται ως

πιο συντηρητική, ως προς τα τελικά της αποτελέσματα. Η βασική διαφορά έγκειται στο γεγονός ότι η μέθοδος της Κ.Π.Α ακολουθεί τη βασική υπόθεση ότι το σύνολο των ταμειακών ροών που υπόσχεται το επενδυτικό σχέδιο επανεπενδύονται και αποτιμώνται βάσει του κόστους ευκαιρίας κεφαλαίου της αγοράς. Από την άλλη, η διαδικασία υπολογισμού του Ε.Β.Α στηρίζεται στην υπόθεση ότι η επανεπένδυση και αποτίμηση των ταμειακών ροών πραγματοποιείται «ενδογενώς», δηλαδή με τη χρήση του ίδιου του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, ως προεξοφλητικό επιτόκιο (Αρτίκης, Γ., 2002).

Σε ό,τι αφορά το πρόβλημα του χρόνου, αυτό ανακύπτει στην περίπτωση των αμοιβαίως αποκλειόμενων επενδύσεων, όταν αυτές χαρακτηρίζονται από το ίδιο αρχικό κόστος αλλά με διαφορετική χρονική διάρθρωση των μελλοντικών ταμειακών ροών τους. Σχετικά με τον ΕΒΑ, αυτός είναι θετική συνάρτηση των ΚΤΡ και αρνητικής συνάρτησης της χρονικής διάρθρωσης των επενδύσεων. Αυτό σημαίνει ότι υπάρχει η πιθανότητα να έχουμε δύο επενδύσεις με το ίδιο αρχικό κόστος κεφαλαίου, την ίδια χρονική διάρκεια αλλά διαφορετική κατανομή των αναμενόμενων χρηματοροών, διαχρονικά. Ο ΕΒΑ της επένδυσης με το μικρότερο συνολικό κέρδος μπορεί να είναι μεγαλύτερος από τον αντίστοιχο ΕΒΑ της επένδυσης με το μεγαλύτερο συνολικό κέρδος. Από την άλλη, εάν το επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά κεφαλαίου είναι χαμηλό, η ΚΠΑ μπορεί να μας δώσει διαφορετική ιεράρχηση επενδύσεων, συγκριτικά με τον Ε.Β.Α.

Παρακάτω, παρατίθεται ένας πίνακας με τις διαφορές της Καθαρής Παρούσας Αξίας και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, με πιο συνοπτικό τρόπο:

Καθαρή Παρούσα Αξία	Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης
Εκφράζεται σε χρηματικούς όρους.	Εκφράζεται σε ποσοστιαίους όρους.
Προεξοφλείται εξωγενώς μέσω του επιτοκίου της αγοράς.	Υπολογίζεται ενδογενώς.
Δεν επηρεάζεται από την εναλλαγή προσήμων των Κ.Τ.Ρ.	Επηρεάζεται από την εναλλαγή προσήμων των Κ.Τ.Ρ.
Οδηγεί σε μία λύση.	Είναι πιθανό να οδηγήσει σε πολλαπλές λύσεις.
Κριτήριο σύγκρισης είναι το 0 (ευρώ).	Κριτήριο σύγκρισης είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς.
Υποθέτει ότι οι Κ.Τ.Ρ επανεπενδύονται με το προεξοφλητικό επιτόκιο.	Υποθέτει ότι η επανεπένδυση των Κ.Τ.Ρ γίνεται με τον Ε.Β.Α.
Λαμβάνει υπόψιν το αρχικό κόστος επένδυσης K_0 .	Δε λαμβάνει υπόψιν το αρχικό κόστος επένδυσης K_0 .

Πίνακας 1: Διαφορές Καθαρής Παρούσας Αξίας και Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Ηρειώτης και Βασιλείου, 2015).

2.4.2 Συμπεράσματα Σύγκρισης Κ.Π.Α και Ε.Β.Α

Βάσει των βασικών τους διαφορών, μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι μεταξύ της ΚΠΑ και του ΕΒΑ, οι οικονομικοί σύμβουλοι των εταιρειών δείχνουν προτίμηση προς τη μέθοδο της ΚΠΑ, καθώς σε πολλές των περιπτώσεων η μέθοδος του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης είναι πιθανό να οδηγήσει σε παραπλανητικές επενδυτικές αποφάσεις, ενώ η Κ.Π.Α κρίνεται ως πιο αξιόπιστη και συντηρητική. Συγκεκριμένα, Η Κ.Π.Α λαμβάνει υπόψιν το αρχικό κόστος επένδυσης, τη χρονική διάρθρωση, το ύψος των μελλοντικών ταμειακών ροών και το κόστος ευκαιρίας που αντιπροσωπεύεται από το προεξοφλητικό επιτόκιο της αγοράς. Αντιθέτως, ο Ε.Β.Α δεν έχει σχεδιαστεί ώστε να αποτελεί κριτήριο επιλογής μίας υπό εξέταση επένδυσης, καθώς αφενός αγνοεί το ύψος του αρχικού κόστους επένδυσης και αφετέρου αγνοεί το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή τη βέλτιστη, δυνατή απόδοση που εν δυνάμει μπορεί να επιτευχθεί μέσω οποιασδήποτε εναλλακτικής επένδυσης στην αγορά.

Τελειώνοντας, είναι κοινώς αποδεκτό το γεγονός ότι τόσο οι εταιρείες όσο και το σύνολο των επενδυτών, τείνουν να αντιμετωπίζουν με μεγαλύτερη «θέρμη» τα αποτελέσματα της μεθόδου της Κ.Π.Α, μέσω της οποίας αντλούν άμεση και απτή πληροφόρηση κερδοφορίας και προστιθέμενης αξίας. Αντιθέτως, τα ποσοστά απόδοσης που συνεπάγονται τα αποτελέσματα της μεθόδου του Ε.Β.Α., έρχονται σε δεύτερο πλάνο για τους επενδυτές, που προτιμούν να εκφράζεται η πιθανότητα κερδοφορίας τους, σε απόλυτες, χρηματικές μονάδες.

2.5.1 Μέθοδος Ετήσιας Ισοδύναμης Χρηματοροής

Συνεχίζοντας την ανάλυση των κυριότερων ορθολογικών μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων, μια επιπλέον μέθοδος αποτελεί η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή, η διαδικασία εύρεσής της ακολουθεί την αντίστροφη λογική της διαδικασίας υπολογισμού της Καθαρής Παρούσας Αξίας.

Σε πολλές περιπτώσεις των επενδυτικών δραστηριοτήτων τους, οι επιχειρήσεις έρχονται αντιμέτωπες με ποικίλες επενδυτικές προτάσεις, οι οποίες, να μεν χαρακτηρίζονται από ίδιο κόστος κεφαλαίου (προεξοφλητικό επιτόκιο), διαφέρουν, όμως ως προς τη διάρκεια της οικονομικής ζωής τους. Σε τέτοιες περιπτώσεις, η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας, δε συνεπάγεται ποιοτικής εφαρμογής, καθώς κρίνεται δύσκολο έως και ανέφικτο να συγκριθούν επενδύσεις με διαφορετική διάρκεια. Σε αυτό το πεδίο, βρίσκει εφαρμογή και υψηλότερη χρησιμότητα, η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή, η οποία αποτελεί ουσιαστικά μια ράντα προεξόφλησης. Γενικά, όταν υπολογίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία μίας υπό εξέταση επένδυσης, εκφράζονται οι μελλοντικές, ετήσιες Καθαρές Ταμειακές Ροές ως ένα εφάπαξ χρηματικό ποσό, εκφρασμένο σε τρέχουσες (παρούσες) τιμές, που προκύπτει μέσω της διαδικασίας αποτίμησης. Σε συγκεκριμένες περιπτώσεις, είναι χρήσιμο και απαιτούμενο να μετατραπεί μία σημερινή επένδυση σε μία ισοδύναμη ράντα μελλοντικών εισπράξεων. Η ράντα που προκύπτει μέσω αυτής της διαδικασίας ονομάζεται στα χρηματοοικονομικά ως «Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή» και είναι ικανή για την κάλυψη μίας κεφαλαιουχικής επένδυσης, συμπεριλαμβανομένου του κόστους κεφαλαίου της εν λόγω επένδυσης, κατά τη διάρκεια της οικονομικής ζωής της.

Συμπερασματικά, λοιπόν, η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή, επιλύει το πρόβλημα σύγκρισης επενδύσεων διαφορετικού χρονικού ορίζοντα, ακολουθώντας την αντίστροφη διαδικασία,

συγκριτικά με την Κ.Π.Α., δηλαδή, όχι αποτιμώντας το σύνολο των ταμειακών ροών στο παρόν, αλλά μεταφέροντας την αξία τους στο μέλλον (Δράκος, Α., 2014).

Από την άλλη, η εφαρμογή της συνεπάγεται τον υπολογισμό μελλοντικών εισπράξεων στο μέλλον, με τη βασική υπόθεση ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο παραμένει αμετάβλητο. Αυτό ενέχει σημαντικές δυσκολίες καθώς αφενός απαιτούνται άπειρες επαναλήψεις προκειμένου να υπολογιστούν οι ταμειακές ροές των επενδύσεων στο άπειρο και αφετέρου η υπόθεση του σταθερού προεξοφλητικού επιτοκίου τείνει να χαρακτηρίζεται ως μη ρεαλιστική. Τέλος, η ανάλυση δυσχεραίνει σε περιπτώσεις όπου οι μελλοντικές ταμειακές ροές δεν είναι ισόποσες, δηλαδή δεν αντιπροσωπεύουν μία σταθερή, διηνεκή ράντα.

2.6.1 Μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας (Profitability Index)

Μία προέκταση της μεθόδου της Καθαρής Παρούσας Αξίας αποτελεί η μέθοδος του Δείκτη Αποδοτικότητας ή Κερδοφορίας (Profitability Index (PI) or Benefit-Cost Ratio) που υπολογίζεται ως ο λόγος κερδοφορίας ανά κόστος επενδυτικού σχεδίου και συγκεκριμένα ως ο δείκτης της παρούσας αξίας των μελλοντικών ταμειακών ροών προς το αρχικό κόστος επένδυσης. Επομένως, γίνεται αντιληπτό το γεγονός ότι ο υπολογισμός της εν λόγω μεθόδου, προϋποθέτει την εφαρμογή της Καθαρής Παρούσας Αξίας, σε πρότερο στάδιο. Δεδομένου, λοιπόν, του αρχικού κόστους εκταμίευσης και της Κ.Π.Α., ο αλγεβρικός τύπος υπολογισμού του Δείκτη Αποδοτικότητας είναι ο κάτωθι:

$$\text{Δείκτης Αποδοτικότητας Επένδυσης} = \frac{\sum_{t=1}^N \frac{KTP_t}{(1+i)^t}}{K_0}$$

- KTP_t = Καθαρή Ταμειακή Ροή ανά έτος
- K_0 = Αρχικό Κόστος Επένδυσης
- $\sum_{t=1}^N \frac{KTP_t}{(1+i)^t}$ = Καθαρή Παρούσα Αξία
- N = Οικονομική Διάρκεια Επένδυσης

Στην περίπτωση που ο δείκτης αποδοτικότητας είναι ίσος ή μεγαλύτερος της μονάδας ($\Delta.A > 1$), η υπό εξέταση επενδυτική πρόταση κρίνεται αποδεκτή, ενώ αν κυμαίνεται κάτω της μονάδας απορρίπτεται ($\Delta.A < 1$). Στην ουσία, καταλήγει στα ίδια συμπεράσματα με την μέθοδο της Κ.Π.Α. σε ό,τι αφορά το κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης των επενδυτικών προγραμμάτων. Σε περιπτώσεις, όμως, εξέτασης πολλαπλών επενδυτικών προγραμμάτων, ενέχεται η πιθανότητα οι δύο αυτές μέθοδοι να οδηγήσουν σε αντικρουόμενα αποτελέσματα.

Σε γενικές γραμμές, σε περιπτώσεις αμοιβαίων αποκλειόμενων επενδύσεων, τείνει να προτιμάται η κατάταξη των επενδυτικών προγραμμάτων βάσει της Καθαρής Παρούσας Αξίας τους. Αντιθέτως, η μέθοδος του Δείκτη αποδοτικότητας βρίσκει εφαρμογή σε περιπτώσεις αμοιβαίων αποκλειόμενων επενδύσεων, με ίδια διάρκεια ζωής και ίδιο επίπεδο κινδύνου, αλλά προτιμάται ειδικώς σε περιπτώσεις κεφαλαιακών περιορισμών από την πλευρά της εταιρείας. Σε καταστάσεις κεφαλαιακών περιορισμών, η χρήση της Κ.Π.Α είναι δυνατό να οδηγήσει σε παραπλανητικές αποφάσεις. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας δεν έχει σχεδιαστεί για να λαμβάνει υπόψη περιορισμούς σε κεφάλαια. Στην εν λόγω

περίπτωση, η εταιρεία διαθέτει συγκεκριμένο προϋπολογισμό (capital budget) για επενδύσεις, επομένως επιδιώκει να επιλέγει εκείνο τον συνδυασμό επενδύσεων που της παρέχει τον υψηλότερο δείκτη κερδοφορίας. Ουσιαστικά, οι επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούν επενδύσεις που συνεισφέρουν υψηλότερες αξίες ανά μονάδα επενδυόμενου κεφαλαίου, ικανοποιώντας παράλληλα και τον περιορισμό σε επενδυόμενα κεφάλαια.

2.7 Μη Ορθολογικές Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδύσεων

Στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής ανάλυσης, έχουν αναπτυχθεί και σχεδιαστεί κάποια επιπρόσθετα εργαλεία αξιολόγησης, τα οποία όμως παρουσιάζουν ορισμένα σοβαρά προβλήματα αξιοπιστίας και αποτελεσματικότητας. Το βασικό τους πρόβλημα επαφίεται στο δεδομένο ότι δε λαμβάνουν υπόψιν την έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος, επομένως, δεν εφαρμόζουν κάποιο προεξοφλητικό επιτόκιο, για τη διαδικασία αποτίμησης και προεξόφλησης των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών των επενδυτικών προγραμμάτων.

Στην τρέχουσα ενότητα, λαμβάνει χώρα ο προσδιορισμός των δυο βασικότερων μεθόδων αξιολόγησης της συγκεκριμένης κατηγορίας, αυτή της Μέσης Λογιστικής Περιόδου και της Περιόδου Επανεξοπλισμού ή Αποπληρωμής.

2.7.1 Μέθοδος Μέσης Λογιστικής Απόδοσης

Μία από τις μη ορθολογικές μεθόδους αξιολόγησης που εφαρμόζεται στα πλαίσια των εταιρικών επενδυτικών διαδικασιών αποτελεί η Μέση Λογιστική Περίοδος ή Απόδοση (Average Rate of Return or Accounting Rate of Return-ARR). Στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία, αναφέρεται και ως απόδοση απασχολούμενου κεφαλαίου (Return on Capital Employed).

Στην πράξη, υπολογίζεται ως ο λόγος του μέσου ετήσιου καθαρού εισοδήματος, όπως προσδιορίζεται από τις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης, προς το αντίστοιχο κόστος επένδυσης του σχεδίου που εξετάζεται:

$$\text{Μέση Λογιστική Απόδοση} = \frac{\text{ΜΕΣΟ ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ}}{\text{ΜΕΣΟ ΚΟΣΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ}}$$

Σε ό,τι αφορά τη διαδικασία αποδοχής ή απόρριψης, συγκρίνεται η Μέση Λογιστική Απόδοση κάθε επενδυτικού προγράμματος, με μία ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που έχει τεθεί εκ των προτέρων από την εταιρεία. Κρίνεται προφανές ότι στην περίπτωση που η Μέση Λογιστική Απόδοση υπερβαίνει τον ελάχιστο επιθυμητό στόχο της εταιρείας, το επενδυτικό πρόγραμμα προκρίνεται ως αποδεκτό, ενώ σε αντίθετη περίπτωση απορρίπτεται ως μη επικερδές.

2.7.1.1 Πλεονεκτήματα και Αδυναμίες Χρήσης Μεθόδου Μέσης Λογιστικής Απόδοσης

Αναφορικά με τα θετικά σημεία της εν λόγω μεθόδου αξιολόγησης, σε αυτά περιλαμβάνεται το γεγονός ότι χαρακτηρίζεται από ιδιαίτερη απλότητα και σαφήνεια, τόσο κατά τη διαδικασία υπολογισμού όσο και μεταβίβασης, επεξήγησης και κατανόησης από το σύνολο του ενδιαφερόμενου επενδυτικού κόσμου. Επιπροσθέτως, λαμβάνει υπόψιν της το σύνολο των ταμειακών ροών που διέπουν την οικονομική ζωή των επενδυτικών σχεδίων. Συν τοις άλλοις, τα αποτελέσματά της προσδίδουν μία σαφή αποτύπωση της αξίας μιας επενδυτικής πρότασης, μέσω του υπολογισμού ενός ποσοστού, το οποίο αποτελεί «σήμανση» καταλληλότητας της υπό εξέταση πρότασης, καθώς πραγματοποιείται άμεση σύγκριση με την απαιτούμενη απόδοση που έχει θέσει ως επιθυμητό στόχο η εκάστοτε εταιρεία.

Στον αντίλογο, η συγκεκριμένη μέθοδος αξιολόγησης έχει δεχθεί έντονη κριτική από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές, εγείροντας εύλογα ερωτήματα, αναφορικά με την ποιοτική συνεισφορά της, κατά την αξιολόγηση επενδύσεων. Αρχικώς, όπως ισχύει και για κάθε μη ορθολογική μέθοδο, δε λαμβάνει υπόψιν της την έννοια της διαχρονικής αξίας του χρήματος, καθώς παρέχει την ίδια βαρύτητα στα καθαρά κέρδη κάθε έτους, χωρίς να τα προεξοφλεί με το επιτόκιο της αγοράς, ώστε να εκτιμήσει τα καθαρά, λογιστικά αποτελέσματα κάθε μελλοντικού έτους, σε παρούσα βάση. Συνεπώς, δε λαμβάνει καθόλου υπόψιν τη διάρκεια και τη χρονική αξία μιας υπό εξέταση επένδυσης. Επιπρόσθετα, η εφαρμογή των λογιστικών αποτελεσμάτων κάθε έτους, συνεπάγεται ότι η εταιρεία δε λαμβάνει υπόψιν την έννοια του κόστους ευκαιρίας των υπό επένδυση κεφαλαίων της. Το συγκεκριμένο οδηγεί στο μειονέκτημα ότι η Μέση Λογιστική Απόδοση κάθε επενδυτικού προγράμματος, δεν είναι δυνατόν να συγκριθεί με το αντίστοιχο κόστος των ξένων (δανειακών κεφαλαίων της).

2.7.2 Μέθοδος Περιόδου Αποπληρωμής (Payback Period)

Η συγκεκριμένη μη ορθολογική μέθοδος αξιολόγησης επενδύσεων συναντάται στην ακαδημαϊκή βιβλιογραφία και με παρεμφερείς ονομασίες, όπως Χρόνος Επανάκτησης Κεφαλαίου, Χρόνος Απόσβεσης Κεφαλαίου και Περίοδος Επανείσπραξης Κεφαλαίου (Βασιλείου, Β. & Ηρειώτης, Ν., 2015).

Ειδικότερα, μέσω της εφαρμογής του κριτηρίου επανείσπραξης, οι οικονομικοί σύμβουλοι των εταιρειών κατορθώνουν να αντλήσουν πληροφόρηση, αναφορικά με τη μελλοντική χρονική στιγμή, κατά την οποία, η υπό εξέταση επένδυση θα αποφέρει το αρχικό κόστος που επενδύθηκε, σε παρόντες όρους. Με άλλα λόγια, αντανακλά τον αριθμό των χρονικών περιόδων που πρέπει να περάσουν, μέχρις ότου το σωρευτικό άθροισμα των μελλοντικών ταμειακών ροών να εξισωθεί με το αρχικό κόστος εκταμίευσης. Αναφορικά με τη χρησιμότητα υπολογισμού της Περιόδου Αποπληρωμής, σκοπός των εταιρειών αποτελεί να εντοπίσουν εκείνα τα επενδυτικά προγράμματα, τα οποία, θα αποσβέσουν το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης, κατά το συντομότερο χρονικό διάστημα. Σε ό,τι αφορά τη διαδικασία εύρεσης της Περιόδου Αποπληρωμής, σε αρχικό στάδιο, η εκάστοτε εταιρεία θέτει μια υποκειμενική απαιτούμενη χρονική περίοδο επανείσπραξης του αρχικού κεφαλαίου, το οποίο διαφέρει από εταιρεία σε

εταιρεία, ανάλογα των στόχων, του μεγέθους και των προοπτικών της, ανά περίπτωση και περίοδο.

Σχετικά με την τιμή του κριτηρίου της απαιτούμενης περιόδου που θέτει η εταιρεία, ο καθορισμός της επηρεάζεται από σειρά παραγόντων, με τους σημαντικότερους να συνοψίζονται στα κάτωθι:

Ο πρώτος εστιάζει στην έννοια του κόστους ευκαιρίας εναλλακτικών επενδυτικών επιλογών, με δεδομένη περίοδο αποπληρωμής. Κρίνεται προφανές ότι το σύνολο των ορθολογικών επενδυτών, πρόκειται να δείξει επενδυτική προτίμηση σε εκείνες τις προτάσεις, οι οποίες θα υπόσχονται μικρότερες ή ίσες περιόδους αποπληρωμής που του προσφέρονται εκείνη τη χρονική στιγμή από τις εναλλακτικές προτάσεις που εξετάζει. Επιπρόσθετα, σημαντικό ρόλο διαδραματίζει και το επίπεδο κινδύνου-ρίσκου που ενέχει η κάθε επένδυση. Σε περιπτώσεις επενδυτικών επιλογών που ενέχουν υψηλά επίπεδα κινδύνου, ο ενδιαφερόμενος επενδυτής θα επιδιώξει η περίοδος αποπληρωμής να μην είναι μακροπρόθεσμη, θέτοντας σε κίνδυνο να απωλέσει το επενδυτικό του κεφάλαιο. Αντιθέτως, σε περιπτώσεις επενδύσεων που ενέχουν χαμηλά επίπεδα κινδύνου, όπως λόγου χάρη, τα κρατικά ομόλογα ή τα Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου, ο επενδυτής είναι περισσότερο ελαστικός, αναφορικά με τη χρονική διάρκεια της Περιόδου Αποπληρωμής. Τέλος, ίσως ο σημαντικότερος παράγοντας αποτελεί το ύψος των επιτοκίων δανεισμού και τα επίπεδα πληθωρισμού που ισχύουν στη γενική αγορά της οικονομίας. Για παράδειγμα, κατά την τελευταία δεκαετία της οικονομικής κρίσης και ύφεσης στην Ελλάδα (2009-...), τα επιτόκια δανεισμού και ο ρυθμός μεταβολής του πληθωρισμού ακολουθεί συνεχώς αυξανόμενη πορεία, με άμεση απόρροια, οι εταιρείες και οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές να επιλέγουν επενδυτικές προτάσεις, με όσο το δυνατό χαμηλότερη Περίοδο Αποπληρωμής.

Στην περίπτωση που η περίοδος επενδύσεως που εκτιμήθηκε είναι μικρότερη από τη μέγιστη περίοδο που έχει τεθεί, το επενδυτικό έργο κρίνεται αποδεκτό, ενώ αν υπερβαίνει τη μέγιστη περίοδο, απορρίπτεται. Είναι προφανές ότι σε περιπτώσεις ταυτόχρονης αξιολόγησης πολλαπλών επενδυτικών προγραμμάτων, προκρίνεται εκείνη η επένδυση η οποία επιτρέπει την επανένδυσή του αρχικού κόστους στο συντομότερο, συγκριτικά, χρονικό διάστημα.

2.7.2.1 Πλεονεκτήματα και Αδυναμίες Περιόδου Αποπληρωμής

Από την σκοπιά της χρησιμότητας της Περιόδου Αποπληρωμής, εξάγεται το συμπέρασμα ότι ο υπολογισμός της συνεπάγεται μία άκρως απλοϊκή διαδικασία, η οποία είναι ξεκάθαρα κατανοητή, τόσο για τις εταιρείες όσο και για το σύνολο των επενδυτών. Αυτό συμβαίνει, διότι, τα βήματα υπολογισμού απαιτούν πολύ βασικά οικονομικά δεδομένα, και συγκεκριμένα, το αρχικό κόστος επένδυσης, η οικονομική διάρκεια και οι μελλοντικές ταμειακές ροές της εκάστοτε επενδυτικής πρότασης, καθώς και ο ορισμός της απαιτούμενης χρονικής περιόδου, που θα αποτελέσει το κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης. Επιπροσθέτως, σε αντίθεση με τις προαναφερθείσες ορθολογικές μεθόδους αξιολόγησης, δεν απαιτούνται ιδιαίτερος μακροχρόνιες εκτιμήσεις, αναφορικά με τις αναμενόμενες Καθαρές Ταμειακές Ροές. Από τη μεριά τους, οι εταιρείες εφαρμόζουν τη συγκεκριμένη μέθοδο καθώς αποτελεί μία «σήμανση»

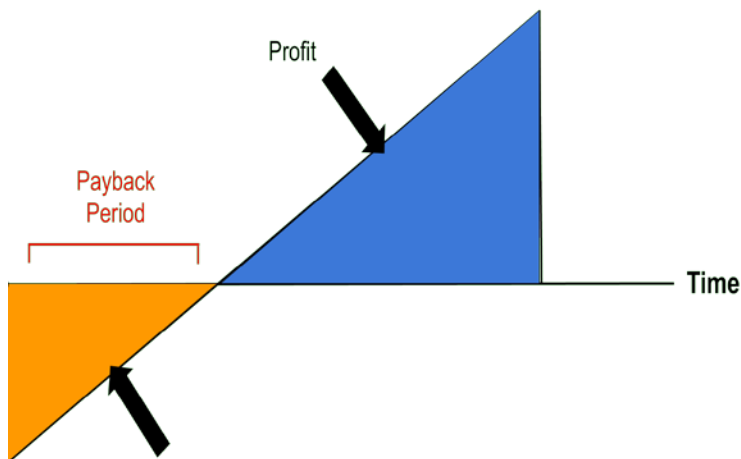
του επιπέδου ρευστότητάς τους. Συγκεκριμένα, σε περιόδους όπου οι εταιρείες έρχονται αντιμέτωπες με χαμηλά επίπεδα ρευστότητας και υψηλούς ταμειακούς κύκλους και ταμειακά κενά, κρίνεται ιδιαίτερος χρήσιμο να επιλέγουν επενδυτικά προγράμματα που αναμένεται να αποσβέσουν το αρχικό κεφάλαιο επένδυσης, όσο πιο σύντομα γίνεται.

Επιπρόσθετα, η οριοθέτηση της χρονικής στιγμής όπου μία επένδυση θα βγει στο «νεκρό σημείο» της, (Break Even Point), δηλαδή, σε ποιο έτος, το αρχικό κόστος επένδυσης θα εξισωθεί με τις μελλοντικές ταμειακές ροές, αποτελεί σήμανση του κινδύνου που αντιπροσωπεύει η εκάστοτε επενδυτική πρόταση. Συνεχίζοντας, η εφαρμογή της συγκεκριμένης μεθόδου είναι δυνατό να πραγματοποιηθεί παράλληλα και ταυτοχρόνως με τις υπόλοιπες μεθόδους αξιολόγησης, με τα κριτήρια και αποτελέσματά της να μην επηρεάζουν τη διαδικασία των άλλων μεθόδων. Καταλήγοντας, βρίσκει εφαρμογή και προτιμάται σε περιόδους ιδιαίτερης πολιτικής αστάθειας και σε περιπτώσεις επενδύσεων που χαρακτηρίζονται από βραχυχρόνια τεχνολογική απαξίωση.

Παρ'όλα αυτά, στα πλαίσια της Χρηματοοικονομικής βιβλιογραφίας, η συγκεκριμένη μέθοδος αξιολόγησης έχει δεχθεί έντονη κριτική, παρουσιάζοντας βασικές αδυναμίες που τείνουν να την καθιστούν ως προβληματική. Αρχικά, η βασική της αδυναμία έγκειται στον λόγο που την χαρακτηρίζει ως μη ορθολογική, δηλαδή ότι δε λαμβάνει υπόψη της τη διαχρονική αξία του χρήματος. Συγκεκριμένα, δε χρησιμοποιεί κάποιο προεξοφλητικό επιτόκιο, προκειμένου να αποτιμήσει το σύνολο των μελλοντικών ροών του προγράμματος, στο σήμερα. Στο σημείο αυτό, αξίζει να αναφερθεί ότι υπάρχει και η προ εξοφλημένη μέθοδος Περιόδου Αποπληρωμής, η οποία λαμβάνει υπόψη τη διαχρονική προσαρμογή της αξίας και προεξοφλεί τις μελλοντικές ταμειακές ροές με το ενδεδειγμένο κόστος κεφαλαίου.

Επιπρόσθετο μειονέκτημα αποτελεί το γεγονός ότι δε συνυπολογίζει τις μελλοντικές ταμειακές ροές του προγράμματος που έπονται της χρονικής Περιόδου Αποπληρωμής που υπολογίστηκε. Θέτοντάς το πιο απλοϊκά, εάν λόγου χάρη, μια εταιρεία αξιολογεί μια επενδυτική πρόταση, συνολικής οικονομικής ζωής πέντε ετών και η Περίοδος Αποπληρωμής εκτιμήθηκε στα δύο έτη, η εν λόγω μέθοδος δε συνυπολογίζει τις ταμειακές ροές του τρίτου, τέταρτου και πέμπτου έτους. Το προαναφερθέν, είναι πιθανό να οδηγήσει σε παραπλανητικά συμπεράσματα, καθώς, στις περισσότερες των επενδύσεων, τα υψηλότερα ποσά κερδοφορίας καταγράφονται, κατά τα τελευταία οικονομικά έτη, που η υπό εξέταση επένδυση έχει εισέλθει στο στάδιο ωρίμανσης.

Το προηγούμενο μειονέκτημα κρίνεται πολύ σημαντικό, για τον λόγο αυτό παρατίθεται ένα επεξηγηματικό χρονοδιάγραμμα, αναφορικά με την περίοδο επενδύσεως και τα κέρδη του επενδυτικού σχεδίου που δε λαμβάνονται υπόψη, μετά την περίοδο επανείσπραξης που υπολογίστηκε από μία εταιρεία:



Χρονοδιάγραμμα 4: Περίοδος Επανεξίσπραξης και μη υπολογίσιμο κέρδος μετά την ημερομηνία επανεξίσπραξης (Βασιλείου, Β. & Ηρειώτης, Ν., 2015).

Τα προβλήματα οξύνονται σε περιπτώσεις όπου η εταιρεία δυσκολεύεται να προβλέψει και να ορίσει με ακρίβεια το απαιτούμενο ύψος του αρχικού κόστους επένδυσης, με αποτέλεσμα να δημιουργούνται προβλήματα, κατά τη διαδικασία ορισμού του κριτηρίου της απαιτούμενης περιόδου.

Συμπερασματικά, λοιπόν, η μέθοδος της Περιόδου Αποπληρωμής, είναι ορθό να εφαρμόζεται, κυρίως, ως ένα εργαλείο πρώτης διαλογής και κατηγοριοποίησης των επενδυτικών προτάσεων και όχι τελικής έγκρισης αποδοχής ή απόρριψης, καθώς χαρακτηρίζεται από σημαντικά προβλήματα, οδηγώντας σε υψηλή πιθανότητα μη ορθολογικών επενδυτικών συμπερασμάτων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: Πηγές Χρηματοδότησης και Κεφαλαιακή Διάρθρωση

3.1 Εισαγωγή

Στο συγκεκριμένο κεφάλαιο, θα επιχειρηθεί μια ενδελεχής προσέγγιση τόσο στις πηγές χρηματοδότησης και τα αντίστοιχα κόστη δανεισμού, όσο και στη σημαντικότητα χάραξης της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης του συνόλου των εταιρειών. Ξεκινώντας με τις πηγές χρηματοδότησης, μετά το στάδιο του προϋπολογισμού επενδύσεων κεφαλαίου και της αξιολόγησης και έγκρισης του συνόλου των επενδυτικών προγραμμάτων, η εκάστοτε εταιρεία οφείλει να αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι εν λόγω επενδυτικές επιλογές της.

Βασικός γνώμονας αποτελεί η χρηματοδότηση εκείνων των επενδυτικών προγραμμάτων που αφενός θα μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετόχων κι αφετέρου θα ελαχιστοποιήσουν το κόστος κεφαλαίου που θα ανακύψει από τις διάφορες πηγές χρηματοδότησης που είναι δυνατόν να απευθυνθεί η εταιρεία.

3.2 Βασικές Αρχές και Σκοπός Χρηματοδότησης

Οι μέθοδοι και οι πηγές χρηματοδότησης αποτελούν υποκειμενική διαδικασία για το σύνολο των εταιρειών, επηρεάζοντας, σε σημαντικό βαθμό, τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Η πραγματοποίηση των επενδυτικών επιλογών που προτάθηκαν προς αποδοχή και εκτέλεση, απαιτεί ανάγκη κεφαλαιακής χρηματοδότησης, με τα εν λόγω κεφάλαια να είναι δυνατό να προέρχονται από διαφορετικές πηγές χρηματοδότησης.

Οι ανάγκες χρηματοδότησης εφαρμόζονται για τη διασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας και της ικανοποιητικής ρευστότητας, καθ'όλη τη διάρκεια του οικονομικού έτους. Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής διοίκησης, η διαδικασία της χρηματοδότησης διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην εξασφάλιση πόρων για χρηματοοικονομικές επενδύσεις.

Σύμφωνα με τους Ηρειώτου & Βασιλείου, οι βασικές αρχές που διέπουν τη διαδικασία της χρηματοδότησης, μπορούν να συνοψιστούν στις κάτωθι:

- Η αρχή της αποδοτικότητας
- Η αρχή της ρευστότητας
- Η αρχή της ασφάλειας
- Η αρχή της ανεξαρτησίας

Από την σκοπιά των εξόδων κάλυψης και αποπληρωμής των πηγών χρηματοδότησης, κάθε μεμονωμένη πηγή συνεπάγεται και αντίστοιχο κόστος δανεισμού, το οποίο εσωмίζεται η εταιρεία και θα πρέπει να καταβάλλει προς τις ομάδες δανεισμού, προκειμένου να κριθεί ικανή η χρηματοδότησή της. Τα συγκεκριμένα κόστη δανεισμού, αναλογικά των ποσοστών συμμετοχής επί της συνολικής ανάγκης χρηματοδότησης, συνθέτουν το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (Weighted Average Capital Cost/ W.A.C.C.), το οποίο διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, κατά τη διαδικασία αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων. Ουσιαστικά, το

Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου αποτελεί το κομβικό κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης ενός επενδυτικού σχεδίου, καθώς, κρίνεται ορθολογικό να προκρίνονται επενδύσεις όπου αντανακλούν αναμενόμενες αποδόσεις που υπερβαίνουν το κόστος χρηματοδότησής τους. (Smart et al., 2003).

Η σημαντικότητα του καθορισμού του κατάλληλου μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου κρίνεται από το γεγονός ότι ουσιαστικά θα αποτελέσει εκείνο το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα εφαρμοστεί για την προεξόφληση των μελλοντικών καθαρών ταμειακών ροών, δηλαδή για τον υπολογισμό της Καθαρής Παρούσας Αξίας των υπό εξέταση επενδύσεων. Συν τοις άλλοις, αποτελεί το κριτήριο σύγκρισης με τα αντίστοιχα ποσοστά εσωτερικού βαθμού απόδοσης των επενδύσεων και τέλος είναι δυνατό να εφαρμοστεί ως κριτήριο επίτευξης των χρηματοοικονομικών στόχων που έχουν τεθεί από τη διοίκηση της εταιρείας.

3.3 Κατηγορίες Πηγών Χρηματοδότησης

Η εταιρεία, στην προσπάθειά της να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση των επενδυτικών επιλογών της, έχει τη δυνατότητα να στραφεί σε μια σειρά πηγών χρηματοδότησης, οι οποίες προέρχονται είτε από το εσωτερικό της επιχείρησης είτε όχι. Συγκεκριμένα, μία εταιρεία μπορεί να χρηματοδοτηθεί «εκ των έσω», πουλώντας ποσοστά ιδιοκτησίας της σε ενδιαφερόμενους επενδυτές, μέσω της έκδοσης νέων ή προνομιούχων μετοχών, είτε «εκ των έξω», απευθυνόμενη σε δανειστές, όπως η σύναψη τραπεζικών και έκδοση ομολογιακών δανείων. Στη χρηματοοικονομική θεωρία, η πρώτη κατηγορία πηγών χρηματοδότησης καλείται «Ίδια Κεφάλαια», ενώ η δεύτερη «Ξένα Κεφάλαια», αντιστοίχως.

Ουσιαστικά, η έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης (Capital Structure) προκύπτει από το μείγμα Ιδίων και Ξένων κεφαλαίων, το οποίο επιλέγει να συνθέσει η εκάστοτε εταιρεία, για τη διαδικασία της επενδυτικής χρηματοδότησης.

Παρακάτω, ακολουθεί ενδελεχής ανάλυση των δυο πηγών χρηματοδότησης, αφού αρχικώς, παρατεθεί ένας πίνακας με τη σύγκριση μεταξύ Ιδίων και Ξένων κεφαλαίων για την εταιρεία:

Ίδια Κεφάλαια	Ξένα Κεφάλαια
Οι επενδυτές Ιδίων Κεφαλαίων είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν υψηλότερα επίπεδα κινδύνου.	Οι δανειστές Ξένων κεφαλαίων αποφεύγουν τους κινδύνους.
Απώλεια μέρους κυριότητας.	Καμία απώλεια κυριότητας.
Αυξάνουν το κόστος κεφαλαίου.	Μειώνουν το κόστος κεφαλαίου.
Έχουν μικρότερες απαιτήσεις ταμειακών ροών.	Αυξάνουν τις απαιτήσεις ταμειακών ροών.
Δεν απαιτείται να εξοφληθούν.	Απαιτείται να εξοφληθούν.
Μειώνουν την αποδοτικότητα του κεφαλαίου.	Αυξάνουν την αποδοτικότητα του κεφαλαίου, εφόσον η αποδοτικότητα του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος δανεισμού.

Πίνακας 2: Σύγκριση Ιδίων και Ξένων Κεφαλαίων (Δράκος Α, 2016).

3.3.1 Ίδιες Πηγές Χρηματοδότησης

Στην κατηγορία των Ιδίων Κεφαλαίων, οι εταιρείες διαθέτουν σειρά επιλογών χρηματοδότησης, με τις σημαντικότερες κατηγορίες να αποτελούν: το Μετοχικό Κεφάλαιο, το οποίο συνεπάγεται το κεφάλαιο που εισέφεραν οι μέτοχοι της εταιρείας, κατά τη διαδικασία ίδρύσεως και η Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου (ΑΜΚ), μέσω της οποίας, η εταιρεία εκδίδει νέες κοινές και προνομιούχες μετοχές, αποσκοπώντας να προσελκύσει νέους, ενδιαφερόμενους μετόχους. Εν συνεχεία, τα παρακρατηθέντα ή αδιανέμητα κέρδη, που αποτελούν κομμάτι των συνολικών κερδών της κάθε λογιστικής χρήσης, τα οποία παραμένουν στην καθαρή περιουσία της εταιρείας για μελλοντικές επενδύσεις και δε διανέμονται προς το μετοχικό κοινό. Επιπρόσθετα, τα λεγόμενα Κεφάλαια Επιχειρηματικών Συμμετοχών (Venture Capital), που παρέχονται από εταιρείες επιχειρηματικού κεφαλαίου σε νεοσύστατες, νεοφυείς εταιρείες (start ups), είτε σε αναδυόμενες εταιρείες, που εκτιμάται από την αγορά ότι θα προσδώσουν υψηλή μελλοντική ανάπτυξη και αλματώδη κερδοφορία.

Στις ενότητες που ακολουθούν, θα αναλυθούν οι βασικότερες κατηγορίες ιδίων πηγών χρηματοδότησης, με ειδική αναφορά, τόσο στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους όσο και στα αντίστοιχα κόστη δανεισμού και τις διαδικασίες υπολογισμού τους. Στο σημείο αυτό, κρίνεται χρήσιμο να τονιστεί το γεγονός ότι, αναφορικά με τα κόστη δανεισμού των εν λόγω πηγών χρηματοδότησης, αυτά είναι κοινά τόσο προ φόρων όσο και μετά φόρων, καθώς, δεν επιδέχονται φορολογικών ελαφρύνσεων, όπως στα αντίστοιχα κόστη δανειακής χρηματοδότησης που ακολουθούν. Αυτό συμβαίνει διότι τα παρακρατηθέντα κέρδη, οι κοινές και προνομιούχες μετοχές προέρχονται από το καθαρό αποτέλεσμα της τελευταίας οικονομικής και λογιστικής χρήσης της εταιρείας, στο οποίο έχει ήδη συμπεριληφθεί ο φόρος εισοδήματος.

3.3.1.1 Κοινές Μετοχές και Κόστος Δανεισμού

Ο άμεσος τρόπος αύξησης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity /R.O.E) συνεπάγεται της έκδοσης νέων κοινών μετοχών της (Common Stocks).

Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις τείνουν να προτιμούν τον έμμεσο τρόπο των παρακρατηθέντων κερδών, συγκριτικά με την έκδοση νέων μετοχών, καθώς η δεύτερη διαδικασία χαρακτηρίζεται από υψηλά κόστη έκδοσης και διάθεσης, ενώ επιπρόσθετα, πιθανόν να αποτελέσει αρνητική σήμανση για τους επενδυτές, οι οποίοι, πιθανό να αντιδράσουν αμυντικά, επιφυλακτικά και σε ορισμένες περιπτώσεις και αρνητικά. Το τελευταίο συμβαίνει λόγω της δυσχέρειας να υπολογίσουν και να εκτιμήσουν το κόστος των νεοεκδιδόμενων κοινών μετοχών.

Αναφορικά με το κόστος μετοχικού κεφαλαίου, ουσιαστικά, αντικατοπτρίζει την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση εκ μέρους των ενδιαφερόμενων επενδυτών, προκειμένου να ανταμειφθούν για τα επίπεδα κινδύνου που αναλαμβάνουν, μέσω της αγοράς των κοινών μετοχών που εκδίδονται από την εκάστοτε εταιρεία.

Σε ό,τι αφορά τον τρόπο υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, έχουν αναπτυχθεί πολλές μέθοδοι, τα σημαντικότερα εξ αυτών να είναι τα ακόλουθα: Το υπόδειγμα προεξοφλημένων ταμειακών ροών ή μερισμάτων, η μέθοδος ανταμοιβής κινδύνου και το υπόδειγμα αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model/CAPM), όπου σύμφωνα με την εμπειρική έρευνα του Bruner (1999), αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο στους κόλπους του επιχειρηματικού κόσμου.

3.3.1.2 Προνομιούχες Μετοχές και Κόστος Δανεισμού

Επιπλέον τρόπος χρηματοδότησης ιδίων κεφαλαίων αποτελεί η έκδοση προνομιούχων μετοχών (Preffered Stocks). Οι επιχειρήσεις, μέσω της έκδοσης της προαναφερθείσας κατηγορίας μετοχών, υποχρεούνται να πληρώνουν ένα σταθερό, πρώτο μέρισμα στους κατόχους τους, το οποίο υπολογίζεται ως ποσοστό επί της ονομαστικής αξίας της προνομιούχου μετοχής, κατά τη στιγμή της έκδοσής της.

Από την σκοπιά του επενδυτή, η επένδυση σε προνομιούχες μετοχές συνεπάγεται συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι των κατόχων κοινών μετοχών, το οποίο προέρχεται από το γεγονός ότι θα πληρωθούν το μέρισμα που δικαιούνται με σειρά προτεραιότητας, ενώ στο αρνητικό σενάριο της πτώχευσης και εκκαθάρισης της εταιρείας, είναι εκείνοι που θα αποζημιωθούν πρώτοι, συγκριτικά με τους κοινούς μετόχους. Η έκδοση προνομιούχων μετοχών, παρουσιάζει ιδιαίτερη προτίμηση σε χώρες όπως το Ηνωμένο Βασίλειο και τις Η.Π.Α., καθώς οι εταιρείες που δραστηριοποιούνται εκεί, «τάζουν» στους επενδυτές υψηλό πρώτο μέρισμα. Αντιθέτως, σε χώρες όπως η Ελλάδα, οι εταιρίες παρέχουν χαμηλό πρώτο μέρισμα στις προνομιούχες μετοχές (ελάχιστο νομοθετημένο πλαφόν το 6% της ονομαστικής αξίας), με αποτέλεσμα οι επενδυτές να μη δείχνουν το αντίστοιχο επενδυτικό ενδιαφέρον.

Από την εταιρική σκοπιά, η έκδοση προνομιούχων μετοχών δεν αποτελεί προτεραιότητα, καθώς τα κόστη έκδοσης και διάθεσης κρίνονται υψηλότερα ακόμα και από τα αντίστοιχα κόστη τραπεζικού δανεισμού ενώ οι κάτοχοι υψηλών ποσοστών προνομιούχων μετοχών έχουν τη δυνατότητα να συμμετέχουν στον διαχειριστικό έλεγχο της εταιρείας.

Σχετικά με τον υπολογισμό του κόστους των προνομιούχων μετοχών, ακολουθείται η διαδικασία διηνεκούς ράντας, καθώς οι εισροές για τον κάτοχο είναι προκαθορισμένες και σταθερές επ'άπειρον, με το αντίστοιχο κόστος δανεισμού προνομιούχων μετοχών να προκύπτει από τον λόγο του ετήσιου, σταθερού, πρώτου μερίσματος προς την πραγματική Ταμειακή Εισροή ανά προνομιούχο μετοχή.

3.3.1.3 Παρακρατηθέντα Κέρδη και Κόστος Δανεισμού

Ο έμμεσος τρόπος χρηματοδότησης επενδύσεων μέσω των ιδίων κεφαλαίων κάθε εταιρείας αποτελεί η χρήση των παρακρατηθέντων ή αδιανέμητων κερδών της τελευταίας οικονομικής χρήσης. Αποφασίζεται η παρακράτηση των καθαρών κερδών και επανεπένδυσής τους σε νέες επενδύσεις, με τα συγκεκριμένα κεφαλαιακά κέρδη να παραμένουν στα πλαίσια της εταιρείας, χωρίς να διανέμονται στους μετόχους της. Στο σημείο αυτό, εισάγεται η έννοια του κόστους ευκαιρίας, καθώς η επιχείρηση οφείλει να πετύχει αποδόσεις από την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών ίση ή μεγαλύτερη από τις αντίστοιχες αποδόσεις που θα πετύχαιναν οι μέτοχοι, στην περίπτωση επένδυσης του μερισματικού κεφαλαίου τους σε οποιαδήποτε εναλλακτική επένδυση αντίστοιχου ρίσκου που κυκλοφορεί στην αγορά. Ουσιαστικά, οι αποδόσεις που είναι δυνατόν να επιτύχουν οι μέτοχοι, συνάδουν με τις αποδόσεις που θα πραγματοποιούσαν μέσω της επένδυσής τους σε νέες μετοχές, Συμπερασματικά, λοιπόν, το κόστος παρακρατηθέντων κερδών αντιπροσωπεύεται από το αντίστοιχο κόστος των κοινών μετοχών της.

3.3.2 Ξένες Πηγές Χρηματοδότησης

Στην περίπτωση όπου οι ίδιες πηγές χρηματοδότησης δεν καθίστανται επαρκείς ή συμφέρουσες για τη συνολική χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων, η εκάστοτε εταιρεία διαθέτει την επιλογή εύρεσης και επιλογής εξωτερικών πηγών χρηματοδότησης. Συγκεκριμένα, οι βασικότερες κατηγορίες ξένων πηγών δανεισμού είναι οι εξής: Τραπεζικός δανεισμός, Έκδοση Ομολογιακού δανείου, η χρηματοδοτική μίσθωση και το Bulk και Full Service Factoring (Πρακτόρευση Τιμολογίων Εισπρακτέων).

Αναφορικά με τα επιμέρους κόστη ξένου δανεισμού, συνήθως, είναι χαμηλότερα, συγκριτικά με τα αντίστοιχα κόστη των Ιδίων Κεφαλαίων. Παρ'όλα ταύτα, όμως, οι εταιρείες, μέσω της υψηλότερης χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δηλαδή, της χρήσης μεγαλύτερης αναλογίας Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια, έρχεται αντιμέτωπη με τον κίνδυνο «δυσπραγίας» για τους μετόχους της, καθώς, ενέχει υψηλότερη πιθανότητα αθέτησης των δανειακών της υποχρεώσεων, με άμεση συνέπεια, να μειώνεται η πιστοληπτική της ικανότητα στις αγορές δανεισμού. Παρακάτω, παρατίθενται οι βασικότερες κατηγορίες Ξένων πηγών Χρηματοδότησης, αυτή του τραπεζικού και ομολογιακού δανεισμού. Αναφορικά με τα κόστη δανεισμού, κρίνεται σημαντικό να τονιστεί στο συγκεκριμένο σημείο ότι ο δανεισμός συνεπάγεται χρεωστικούς τόκους, για τους οποίους, η εταιρεία που λαμβάνει το δάνειο δικαιούται φορολογική εξοικονόμηση τόκων. Επομένως, οι εταιρείες ενδιαφέρονται για το τελικό κόστος δανεισμού μετά φόρων, δηλαδή, εφόσον ληφθεί υπόψιν και η προαναφερθείσα φορολογική εξοικονόμηση. (Δράκος, Α., 2017).

3.3.2.1 Τραπεζικός Δανεισμός και Κόστος Δανεισμού

Ο οικονομικός σύμβουλος της εταιρείας, στην αρχή του οικονομικού έτους, κατασκευάζει έναν προϋπολογισμό απαιτούμενων δανειακών κεφαλαίων, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν οι επιλεγμένες επενδύσεις. Κλασική πηγή χρηματοδότησης αποτελεί η διαδικασία σύναψης και χορήγησης τραπεζικών δανείων, με το αντίστοιχο κόστος κεφαλαίου να αντιπροσωπεύεται από τα τραπεζικά επιτόκια δανεισμού. Τα εν λόγω επιτόκια διαμορφώνονται από τα αντίστοιχα τραπεζικά ιδρύματα και διαφέρουν από έτος σε έτος και από επιχείρηση σε επιχείρηση, καθώς διαμορφώνονται από τις συνθήκες που επικρατούν στις αγορές και την οικονομία, από την πιστοληπτική ικανότητα των επιχειρήσεων καθώς και από τη διάρκειά δανεισμού (βραχυχρόνια, μακροχρόνια τραπεζική χρηματοδότηση).

Σχετικά με τον υπολογισμό του κόστους τραπεζικού δανεισμού (K_{TD}), το συγκεκριμένο κόστος ανακύπτει από τον λόγο των εξόδων του δανείου (Τόκοι Χρεωστικοί) προς το αρχικό ποσό χορηγούμενου δανείου, ενώ όπως προαναφέρθηκε, συνεπάγονται φορολογικής ελάφρυνσης, επομένως οποιαδήποτε επιχείρηση καταφεύγει σε τραπεζικό δανεισμό, δικαιούται φορολογικής εξοικονόμησης τόκων.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την επίσημη ιστοσελίδα της Τράπεζας της Ελλάδος, κατά τη λήξη του έτους του 2020, τα αντίστοιχα επιτόκια δανεισμού, ανά κατηγορία επιχειρήσεων, συνοψίζονται στα ακόλουθα:

Τα μέσα επιτόκια των επιχειρηματικών και επαγγελματικών δανείων χωρίς καθορισμένη διάρκεια, κυμαίνονται στο 4,50% και 6,73%, αντιστοίχως.

Το μέσο επιτόκιο των επιχειρηματικών δανείων με συγκεκριμένη διάρκεια και κυμαινόμενο επιτόκιο, προς μικρομεσαίες επιχειρήσεις κυμαίνεται στο 3,11%.

Αναφορικά με το κριτήριο του ύψους των χορηγούμενων δανείων, το μέσο επιτόκιο για δάνεια μέχρι 250.000 ευρώ, διαμορφώνεται στο 4,55 %, για δάνεια από 250.001 έως 1.000.000 ευρώ, στο 3,11% και για δάνεια άνω του ενός εκατομμυρίου ευρώ, στο 2,42%.

Πίνακας 3: Επιτόκια δανεισμού Δεκεμβρίου 2020 (Τράπεζα της Ελλάδος).

3.3.2.2 Ομολογιακός Δανεισμός και Κόστος Δανεισμού

Σε περιπτώσεις ανάγκης μακροχρόνιας χρηματοδότησης, η επιχείρηση εκδίδει ομολογιακά δάνεια διάρκειας ίσης με την αντίστοιχη διάρκεια της οικονομικής ζωής του επενδυτικού σχεδίου που επιδιώκει να χρηματοδοτήσει. Τα ομολογιακά δάνεια (Bonds) στην ουσία αποτελούν διαδικασία έκδοσης χρέους, όπου υπόσχονται σταθερά (και μεταβλητά σε ορισμένες περιπτώσεις) εισοδήματα στους κατόχους τους.

Τα εισοδήματα αυτά αποτελούνται από τα λεγόμενα κουπόνια ή τοκομερίδια (Coupons), τα οποία προκαθορίζονται και υπολογίζονται από το γινόμενο της ονομαστικής αξίας (Face Value/ F.V) και του επιτοκίου έκδοσης της ομολογίας. Επιπρόσθετα στοιχεία που χαρακτηρίζουν μία ομολογία, είναι η διάρκεια της, η οποία είναι μακροχρόνια (από έξι μήνες έως και 99 έτη) και η απόδοση στη λήξη (Yield To Maturity), που αντιπροσωπεύει το επιτόκιο της αγοράς που προεξοφλούνται οι μελλοντικές ταμειακές ροές των ομολογιών. Οι εκδότες ενός ομολογιακού δανείου (εταιρεία – δανειζόμενος), πουλάνε σήμερα την ομολογία στους ενδιαφερόμενους επενδυτές (Ομολογιούχοι – δανειστές), εισπράττοντας την εύλογη αξία της ομολογίας και υπόσχονται την πληρωμή σταθερών, προκαθορισμένων κουπονιών στο τέλος κάθε περιόδου (συνηθέστερα ανά εξάμηνο ή έτος). Επιπρόσθετη ταμειακή εισροή για τον ομολογιούχο αποτελεί η είσπραξη της ονομαστικής αξίας (ή τιμή εξόφλησης), κατά την ημερομηνία λήξης της εν λόγω ομολογίας (maturity).

Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι οι κάτοχοι ομολογιών ουσιαστικά αποτελούν δανειστές χρέους χωρίς να έχουν τη διαχειριστική συμμετοχή επί της εταιρείας κι επομένως, ούτε δικαίωμα ψήφου στο Διοικητικό Συμβούλιο. Συν τοις άλλοις, η απόδοση στη λήξη αντιπροσωπεύει την απαιτούμενη απόδοση των ομολογιούχων και ουσιαστικά αποτελεί το κόστος κεφαλαίου ομολογιών για την εταιρεία. Στο ίδιο πλαίσιο, με τον τραπεζικό δανεισμό, το κόστος ομολογιακού δανεισμού περικλείεται από φορολογική ελάφρυνση, η οποία θα πρέπει να συνυπολογίζεται, κατά τη διαδικασία υπολογισμού του κόστους ομολογιακού δανείου.

3.4 Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (W.A.C.C.)

Στην προηγούμενη ενότητα αναλύθηκε ενδελεχώς η εκτίμηση και ο υπολογισμός των επιμέρους κοστών τόσο της ίδιας όσο και της ξένης χρηματοδότησης της εταιρείας. Τα εν λόγω κόστη κεφαλαίου πρόκειται να συνθέσουν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση από το σύνολο των δανειστών της. Βασικός στόχος κάθε εταιρείας αποτελεί η επίτευξη της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης, δηλαδή εκείνο το μείγμα χρηματοδότησης που θα συμβάλει στην μεγιστοποίηση της αξίας της και την ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού της. Αξίζει να τονιστεί ότι ο στόχος αυτός πρέπει να χαρακτηρίζεται από μακροχρόνια διάρκεια, όσο ανέφικτο και αν ορίζεται κάτι τέτοιο. Επομένως, κρίνεται σημαντική η διαδικασία ορισμού των αναλογιών δανεισμού μεταξύ ίδιας και ξένης χρηματοδότησης. Τα ποσοστά συμμετοχής ομολογιακών-τραπεζικών δανείων, παρακρατηθέντων κερδών και μετοχών, σε συνδυασμό με τα αντίστοιχα κόστη δανεισμού, χρησιμοποιούνται για να συνθέσουν το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης. Επιπροσθέτως, επισημαίνεται το γεγονός ότι το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου αποτελεί οριακό συντελεστή δανεισμού, αντικατοπτρίζοντας το τρέχον κόστος δανεισμού και όχι τα αντίστοιχα κόστη δανεισμού παρελθόντων οικονομικών ετών. Συγκεκριμένα, ορίζεται ως εξής:

$$W.A.C.C. = W_D \times K_D \times (1-T) + W_{PS} \times K_{PS} + W_{CS} \times K_{CS}$$

- W_D = Ποσοστό συμμετοχής δανειακών κεφαλαίων.
- K_D = Κόστος δανειακών κεφαλαίων.

- W_{PS} = Ποσοστό συμμετοχής προνομιούχων μετοχών.
- K_{PS} = Κόστος προνομιούχων μετοχών.
- W_{CS} = Ποσοστό συμμετοχής κοινών μετοχών.
- K_{CS} = Κόστος κοινών μετοχών.
- T = Οριακός Φορολογικός Συντελεστής.

3.5 Βασικές Θεωρίες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

Ο χρηματοοικονομικός πυλώνας της κεφαλαιακής διάρθρωσης αναφέρεται στη σχέση και αναλογία Ιδίων και Ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εταιρεία, αναφορικά με τη διαδικασία χρηματοδότησης των επενδυτικών επιλογών της. Σύμφωνα με τον Δράκο Α., εξάγεται το συμπέρασμα ότι βασικός σκοπός των εταιρειών αποτελεί η επιλογή εκείνου του μίγματος Ιδίων και Ξένων κεφαλαίων που ελαχιστοποιούν το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης και μεγιστοποιούν την αξία της και κατ'επέκταση τον πλούτο των μετόχων της.

Από τα τέλη της δεκαετίας του 1950, σειρά οικονομολόγων και αναλυτών επιχείρησαν να προσεγγίσουν την έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης, με βασικούς γνώμονες την εννοιολογική σημασία και προσέγγιση της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης και συνάμα την αλληλεπίδραση της κεφαλαιακής διάρθρωσης τόσο με την αξία όσο και με το συνολικό κόστος κεφαλαίου των εταιρειών. Παρακάτω, παρατίθενται ονομαστικά τα σημαντικότερα θεωρήματα που αναπτύχθηκαν περί κεφαλαιακής διάρθρωσης, κατά χρονολογική σειρά, η ενδελεχής ανάλυση των οποίων, ακολουθεί στην τελευταία ενότητα του τρέχοντος κεφαλαίου:

- Η θεωρία των Modigliani & Miller χωρίς την ύπαρξη φορολογίας.
- Η θεωρία των M & M με την ύπαρξη φορολογίας.
- Το μοντέλο αντιστάθμισης (Trade – Off Model).
- Η θεωρία ιεράρχησης (Pecking Order Theory).
- Η θεωρία αντιπροσώπευσης (Agency Cost Theory).
- Η θεωρία σηματοδότησης (Signaling Theory).
- Η θεωρία Market Timing.

3.5.1 Θεωρία Modigliani & Miller Χωρίς Φόρους

Η πρώτη απόπειρα προσέγγισης της σχέσης κεφαλαιακής διάρθρωσης και αξίας εταιρείας και κόστους κεφαλαίου χρονολογείται το 1958, όπου οι οικονομολόγοι Modigliani & Miller ανέπτυξαν μία θεωρία, σύμφωνα με την οποία, η τιμή της μετοχής (ή η αξία μίας εταιρείας) καθώς και το κόστος κεφαλαίου που αντιμετωπίζει είναι ανεξάρτητη από την κεφαλαιακή διάρθρωση που εφαρμόζει. Η εν λόγω θεωρία έχει δεχθεί έντονες κριτικές εξαιτίας των πολλαπλών και συνάμα περιοριστικών υποθέσεων, επί των οποίων έχει στηριχθεί. Οι βασικές υποθέσεις περιγράφονται κάτωθι:

- Απουσία φόρων.
- Απουσία κινδύνου και μεταβλητότητας των μελλοντικών ταμειακών ροών.
- Απουσία χάσματος συμφερόντων μεταξύ διοικητών και μετόχων.
- Ύπαρξη τέλειων αγορών χωρίς κόστη συναλλαγών.
- Κοινό χωρίς κίνδυνο επιτόκιο τόσο για επιχειρήσεις όσο και για επενδυτές (risk free rate, απουσία χρηματοοικονομικού κινδύνου).
- Απουσία κινδύνου αθέτησης υποχρεώσεων (default risk).

Στηριζόμενοι στην ανωτέρω υποθέσεις, κατέληξαν σε δύο βασικά συμπεράσματα. Στο πρώτο σκέλος, εκτιμούν ότι η μελλοντική κερδοφορία και κατ'επέκταση η αξία και η τιμή της μετοχής μίας εταιρείας, εξαρτώνται αποκλειστικά από τις επενδυτικές και διοικητικές αποφάσεις της και όχι από τον τρόπο χρηματοδότησης. Με άλλα λόγια, υποστηρίζουν ότι η αξία της εταιρείας επηρεάζεται από τον λειτουργικό κίνδυνο - λειτουργική μόχλευση (business risk - operating leverage) και όχι από τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο - χρηματοοικονομική μόχλευση (financial risk - financial leverage).

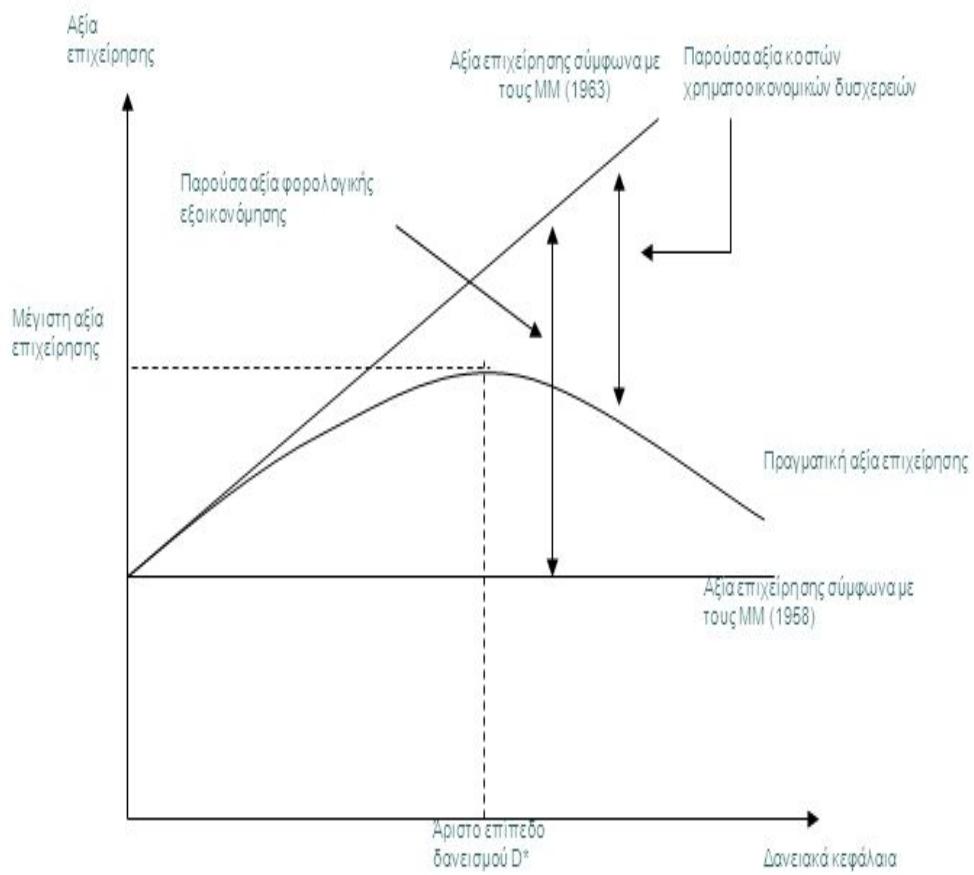
Σαν δεύτερο σκέλος, υποστηρίζουν ότι η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, δηλαδή η αυξημένη χρήση δανειακών κεφαλαίων, πρόκειται να οδηγήσει σε αύξηση του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου και ταυτόχρονα στην αύξηση των κερδών ανά μετοχή. Αυτές οι δυο αντίρροπες δυνάμεις εξισορροπώνται, με άμεση απόρροια το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (W.A.C.C.) να παραμένει αμετάβλητο.

Συμπερασματικά, το θεώρημα καταλήγει στην υπόθεση ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση επηρεάζει τα κέρδη ανά μετοχή και το κόστος μετοχικού κεφαλαίου, ενώ η αξία της επιχείρησης και το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου παραμένουν αμετάβλητα.

3.5.2 Θεωρία Modigliani & Miller με Φόρους

Συμπεριλαμβάνοντας τον φόρο στην ανάλυσή τους, η θεωρία των Modigliani & Miller καταλήγει σε διαφορετικά συμπεράσματα, συγκριτικά με την θεωρία που στηρίζεται στην απουσία φόρων. Συγκεκριμένα, καταλήγουν στο γενικό συμπέρασμα ότι η αξία και το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης εξαρτάται από το μίγμα κεφαλαιακής διάρθρωσης που ακολουθεί. Υποστηρίζεται η άποψη ότι η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί ξένα κεφάλαια στην κεφαλαιακή της διάρθρωση θα ισούται με την αντίστοιχη αξία μιας εταιρείας που δε χρησιμοποιεί ίδια κεφάλαια, αυξανόμενη, όμως, κατά την παρούσα αξία της φορολογικής εξοικονόμησης από τόκους που δικαιούται λόγω της χρήσης δανειακών κεφαλαίων. Συν τοις άλλοις, υποστηρίζουν ότι η αυξημένη χρηματοοικονομική μόχλευση των εταιρειών που υπερδανείζονται, θα οδηγήσει αναπόφευκτα, μεν, στην αύξηση του κόστους μετοχικού κεφαλαίου, συγκριτικά μικρότερη, δε, από την περίπτωση απουσίας φόρων, καθώς η συγκεκριμένη αύξηση μειώνεται από την προαναφερθείσα φορολογική εξοικονόμηση από τόκους.

Παρακάτω, ακολουθεί ένα διάγραμμα προσέγγισης της βέλτιστης κεφαλαιακής διάρθρωσης μίας εταιρείας, ενσωματώνοντας τις προσεγγίσεις των δυο θεωριών των MM:



Διάγραμμα 5: Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Modigliani & Miller, 1958)

Η θεωρία των Modigliani & Miller βρήκε αρκετούς υποστηρικτές αλλά συνάμα ακόμα περισσότερους οικονομολόγους, οι οποίοι εναντιώθηκαν και άσκησαν σημαντική κριτική, καθώς υποστήριξαν ότι οι βασικές υποθέσεις, στις οποίες στηρίχθηκε η εν λόγω θεωρία, κρίνονται ιδιαίτερος περιοριστικές κι επομένως τα συμπεράσματα είναι δυνατό να κριθούν ως μη ρεαλιστικά.

3.5.3 Θεωρία Αντιστάθμισης (Trade – Off Theory)

Η θεωρία της αντιστάθμισης (trade-off theory) υποδηλώνει ότι ο βαθμός στον οποίον οι επιχειρήσεις χρηματοδοτούν με ξένα κεφάλαια τα περιουσιακά τους στοιχεία εξαρτάται, πρώτον από το φορολογικό όφελος της χρήσης ξένων κεφαλαίων (φορολογική εξοικονόμηση τόκων) και δεύτερον από το κόστος χρήσης ξένων κεφαλαίων (τόκοι έξοδα). Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, το βέλτιστο επίπεδο κεφαλαιακής διάρθρωσης – χρηματοδοτικής μόχλευσης εντοπίζεται στο σημείο, κατά το οποίο, το οριακό όφελος της φορολογικής εξοικονόμησης από τόκους εξισορροπείται με το οριακό κόστος της χρήσης ξένων κεφαλαίων.

Σύμφωνα με τον Miller (1977), οι επιχειρήσεις έχουν έναν στόχο για το δείκτη χρέους προς ίδια κεφάλαια, ο οποίος εξαρτάται από την εξισορρόπηση μεταξύ φορολογικής ελάφρυνσης και πληρωμής τόκων για τη ξένη χρηματοδότηση. Σύμφωνα με τη θεωρία της αντιστάθμισης, υπάρχει θετική σχέση μεταξύ χρηματοδοτικής μόχλευσης και κερδοφορίας των επιχειρήσεων, επομένως η αξία της επιχείρησης επηρεάζεται από το μίγμα κεφαλαιακής διάρθρωσης που ακολουθεί.

3.5.4 Θεωρία Ιεράρχησης (Pecking Order Theory)

Η θεωρία της ιεράρχησης (Pecking – order theory) υποστηρίζει ότι οι εταιρείες τείνουν να ακολουθούν ιεραρχικές προτιμήσεις σχετικά με την κεφαλαιακή τους διάρθρωση. Ειδικότερα, οι εταιρείες προτιμούν, πρωτίστως, να χρησιμοποιούν τα κεφάλαια που εσωτερικώς δημιουργούνται για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων τους και μετέπειτα επιλέγουν τη χρήση ξένων κεφαλαίων ή την έκδοση νέου χρέους. Ειδικότερα, πρώτα οι εταιρείες επιλέγουν να χρηματοδοτηθούν μέσω των ιδίων κεφαλαίων τους, από την παρακράτηση κερδών και τυχόντων αποθεματικών που ανακύπτουν από τις παρελθούσες λογιστικές χρήσεις. Εάν απαιτούνται επιπλέον χρηματοδοτικοί πόροι, επιλέγουν τη χρήση ξένων κεφαλαίων (π.χ. τον τραπεζικό δανεισμό), ενώ εάν και πάλι απαιτηθούν επιπρόσθετα κεφάλαια, ως τελευταία επιλογή έχουν την έκδοση νέου χρέους (π.χ. την έκδοση νέων μετοχών).

Η λογική της συγκεκριμένης θεωρίας έγκειται στο γεγονός ότι το κόστος χρήσης αδιανέμητων κερδών είναι χαμηλότερο από το κόστος δανεισμού, το οποίο με τη σειρά του είναι χαμηλότερο από την έκδοση νέου μετοχικού κεφαλαίου. Σύμφωνα με τη θεωρία της ιεράρχησης των κεφαλαίων, αναμένεται αρνητική σχέση μεταξύ χρηματοδοτικής μόχλευσης και κερδοφορίας καθώς οι περισσότερο κερδοφόρες εταιρείες θα επιλέξουν να χρησιμοποιήσουν τα κέρδη τους για να χρηματοδοτήσουν τις ανάγκες τους και ως εκ τούτου θα έχουν χαμηλότερους δείκτες χρέους, σε σύγκριση με τις εταιρείες που δεν έχουν κέρδη και άρα θα προσφύγουν στο δανεισμό (Myers & Majluf, 1984).

3.5.5 Θεωρία Σηματοδότησης (Signaling Theory)

Η συγκεκριμένη θεωρία στηρίζεται στην υπόθεση ότι διαπιστώνεται χάσμα γνώσης και πληροφορίας μεταξύ των στελεχών και των ενδιαφερόμενων επενδυτών κάθε εταιρείας. Συγκεκριμένα, ο Ross (1977) κατέληξε στο συμπέρασμα της ύπαρξης ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information) μεταξύ διοίκησης - επενδυτών, με τα στελέχη της εταιρείας να κατέχουν σημαντικότερη και πληρέστερη πληροφόρηση σχετικά με τα εσωτερικά θέματα, τις επενδυτικές και χρηματοοικονομικές αποφάσεις και καταστάσεις της εταιρείας που εκπροσωπούν. Στο συγκεκριμένο πλαίσιο, η διοίκηση αναπτύσσει το κίνητρο να αποστέλλουν θετικές σημάνσεις προς το επενδυτικό κοινό, μέσω της επιλογής της βέλτιστης δυνατής κεφαλαιακής διάρθρωσης. Θετικές σημάνσεις, μεταφράζονται ως θετική εξέλιξη σχετικά με την αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής από τους ενδιαφερόμενους επενδυτές και αντιστρόφως.

Σε περιπτώσεις όπου η διοίκηση αναμένει μελλοντική κερδοφορία και θετικές ταμειακές ροές, επιλέγεται κεφαλαιακή διάρθρωση με αυξημένη χρήση δανειακών κεφαλαίων, συγκριτικά με τα ίδια κεφάλαια. Η αύξηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, θα οδηγήσει σε αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων (ROE Return on Equity), με την προϋπόθεση ότι τα κόστη δανεισμού δεν υπερβαίνουν την αποδοτικότητα του ενεργητικού της εκάστοτε εταιρείας (ROA-Return on Asset). Η σήμανση της αυξημένης μόχλευσης μεταφράζεται ως αισιοδοξία για μελλοντικές θετικές ταμειακές ροές, τόσο από τους διοικητές όσο και από το επενδυτικό κοινό που λαμβάνει τη συγκεκριμένη πληροφορία. Αντιθέτως, εάν αναμένονται χαμηλές κερδοφορίες ή και ζημιογόνες καταστάσεις, η εταιρεία προβαίνει σε μείωση της χρήσης των δανειακών κεφαλαίων, ακολουθώντας κεφαλαιακή διάρθρωση με χαμηλή χρηματοοικονομική μόχλευση, αποσκοπώντας στην αποφυγή των υψηλών κοστών δανεισμού.

Συνοψίζοντας, λοιπόν, ο Ross υποστηρίζει ότι οι σημάνσεις υψηλών δανειακών επιπέδων μεταφράζονται ως θετική εξέλιξη από την σκοπιά του επενδυτικού κοινού και κατ'επέκταση παρατηρείται μία θετική σχέση μεταξύ της αξίας της εταιρείας και της μόχλευσης.

3.5.6 Θεωρία Market Timing

Η πιο πρόσφατη θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης προέρχεται από τους Baker & Wurgler (2002), σύμφωνα με τους οποίους, οι εταιρίες λαμβάνουν αποφάσεις για την κεφαλαιακή τους διάρθρωση σύμφωνα με τη χρονική στιγμή της αγοράς. Δηλαδή, τα διοικητικά στελέχη παρακολουθούν τις εξελίξεις στην αγορά και λαμβάνουν απόφαση για έκδοση μετοχικού κεφαλαίου τη στιγμή που η μετοχή της εταιρείας θεωρείται υπερτιμημένη στην αγορά, ενώ λαμβάνουν την απόφαση για χρήση δανειακών κεφαλαίων τη στιγμή που η μετοχή της θεωρείται ότι είναι υποτιμημένη στη χρηματιστηριακή αγορά (Baker & Wurgler, 2002).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: Μερισματική Πολιτική

4.1 Εισαγωγή στη Μερισματική Πολιτική

Με την ολοκλήρωση των διαδικασιών αξιολόγησης και χρηματοδότησης των επιλεγμένων επενδυτικών σχεδίων, σημαντικός πυλώνας αποτελεί η χάραξη της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής που δύναται να ακολουθήσει η εκάστοτε εταιρεία. Αναφερόμενοι στον όρο «Μερισματική Πολιτική», η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία εστιάζει στη διαμόρφωση των αναγκαίων κατευθυντήριων αρχών, μέσω των οποίων, το σύνολο των εταιρειών καθορίζουν το απαιτούμενο ποσοστό παρακρατηθέντων (αδιανέμητων) κερδών και το αντίστοιχο ποσοστό, το οποίο θα διανεμηθεί προς το μετοχικό κοινό. Συγκεκριμένα, μετά την ολοκλήρωση του κάθε οικονομικού έτους, η εταιρεία, μέσω της λογιστικής κατάστασης των Αποτελεσμάτων Χρήσης, αποτυπώνει το καθαρό αποτέλεσμα μετά φόρων που κατέγραψε εντός του τελευταίου οικονομικού έτους. Από τον πυρήνα των συνολικών ετήσιων κερδών, οι εταιρείες διαθέτουν τρεις στρατηγικές διάθεσης κερδών, από τη μία έχουν τη δυνατότητα να διακρατήσουν το συνολικό ύψος των καθαρών κερδών, ως αποθεματικό, αποσκοπώντας στην εξασφάλιση της μελλοντικής βιωσιμότητάς τους, από την άλλη να διαθέσουν το σύνολο των κερδών τους ως μέρισμα στους μετόχους και τέλος και πιο σύνθητες, έναν συνδυασμό ποσοστών παρακράτησης κερδών και διανεμόμενων κερδών, όπως φαίνεται και στο ακόλουθο γράφημα:



Γράφημα 3: Επιλογές διανομής καθαρών κερδών επιχείρησης (Δράκος Α., 2009).

Αναφορικά με την ιδανική μερισματική πολιτική, αυτό αποτελεί μία προσέγγιση πλήρως υποκειμενική και μη προσεγγίσιμη, καθώς δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος κανόνας ή μία ιδανική αναλογία μεταξύ αδιανέμητων και διανεμημένων κερδών. Κάθε εταιρεία, βασιζόμενη στην επιχειρηματική στρατηγική που έχει επιλέξει να χαράξει, οφείλει να επιχειρήσει να βρει την «χρυσή τομή» μερισματικής πολιτικής που θεωρεί ότι είναι η βέλτιστη δυνατή, προκειμένου να κριθεί ως ικανοποιητική, τόσο για τους μετόχους και δικαιούχους που τη χρηματοδοτούν, όσο και για την ίδια την εταιρεία. Υπάρχουν εταιρείες που υποστηρίζουν ότι η κατάλληλη στρατηγική αποτελεί η υψηλή αποθεματοποίηση, καθώς μέσω αυτής θα μπορέσουν να διασφαλίσουν την μελλοντική αυτοχρηματοδότησή τους, ενώ στην αντίπερα όχθη, άλλες εταιρείες θεωρούν ότι ένα υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, θα αποτελέσει θετική «σήμανση» στην αγορά, αποσκοπώντας στην βελτίωση και τόνωση της φήμης και της εικόνας τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό, κατορθώνοντας να προσελκύσουν νέους επενδυτές.

4.2 Βασικές Προσεγγίσεις Μερισματικής Πολιτικής

Σύμφωνα με τον Black (1976), η μερισματική πολιτική αποτελεί τον συνδυαστικό κρίκο που ενώνει τις επιδιώξεις των εταιρειών και των μετόχων. Από την πλευρά τους, οι εταιρείες αποσκοπούν στην προσέλκυση επενδυτικού κοινού, επιδιώκοντας να εξασφαλίσουν τα απαραίτητα κεφάλαια για τη διασφάλιση της χρηματοδότησης των επενδύσεών τους. Οι μέτοχοι, με τη σειρά τους, επιδιώκουν να εναποθέσουν τα κεφάλαιά τους σε εταιρείες που τους υπόσχονται το υψηλότερο δυνατό μέρισμα ανά μετοχή. (Black, F., 1976).

Εν συνεχεία, μία άλλη κατηγορία θεωρημάτων, με τον πρώτο που κατάφερε να την τεκμηριώσει να είναι ο Bhattacharya, S. (1979), υποστηρίζει ότι η μερισματική πολιτική βασίζεται στην ασύμμετρη πληροφόρηση (asymmetric information), δηλαδή στο «χάσμα» πληροφοριών μεταξύ διοίκησης-μετόχων, θεωρώντας ότι, μέσω των μερισμάτων, επιτυγχάνεται να επιδοθεί σήμανση προς τους μετόχους σχετικά με τη μελλοντική κερδοφορία, από πλευράς διοίκησης εταιρείας. Σημαντικό κομμάτι αντιμετώπισης του προαναφερθέντος «χάσματος συμφερόντων» μεταξύ διοίκησης και μετόχων αποτελεί η χάραξη της κατάλληλης πολιτικής Εταιρικής Διακυβέρνησης.

Άμεσο συμπέρασμα της θεωρίας σηματοδότησης (information signaling theory), λοιπόν, αποτελεί ότι η αξία και η μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών συνδέεται με θετική αναλογία με τα μερίσματα που πληρώνονται προς τους μετόχους. Στην αντίπερα όχθη, άλλες θεωρίες αντικρούουν το ανωτέρω συμπέρασμα, υποστηρίζοντας ότι τα υψηλότερα μερίσματα συνεπάγονται χαμηλότερο επίπεδο εκπροσώπησης εκ μέρους των μετόχων και κατ'επέκταση χαμηλότερη αξία και κερδοφορία για την εταιρεία (Bhattacharya, S., 2007). Τα μερίσματα χρησιμοποιούνται ως «μοχλός» πίεσης εκ μέρους των μετόχων προκειμένου να περιορίσουν τις άσκοπες εταιρικές επενδύσεις, αποσκοπώντας στον έμμεσο έλεγχο του επιπέδου ταμειακής ρευστότητας των επιχειρήσεων. (Bhattacharya, S., 1979).

Επιπρόσθετα, οι εταιρείες έχουν τη δυνατότητα να μοιράσουν τα μερίσματα προς τους μετόχους τόσο με τη μορφή μετρητών όσο και μέσω της έκδοσης νέων μετοχών. Πολλές

εταιρείες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας, επιλέγουν να μοιράζουν τα μερίσματα με τη μορφή νέων μετοχών. Τέλος, σύμφωνα με τη θεωρία συμπεριφορισμού (Shefrin & Statman, 1984), υποστηρίζεται η άποψη ότι υπάρχει μία κατηγορία επενδυτών που επιθυμεί να χρησιμοποιεί τα μερίσματα ως μία σταθερή πηγή εισοδημάτων. Στη συγκεκριμένη κατηγορία ανήκουν συνταξιούχοι επενδυτές, οι οποίοι επιδιώκουν και αναζητούν μετοχές που υπόσχονται υψηλά μερίσματα.

4.3 Σκοπός και Σημαντικότητα Μερισματικής Πολιτικής

Μέσω της εύρεσης της βέλτιστης μερισματικής πολιτικής, οι εταιρείες διαμορφώνουν το κατάλληλο πεδίο, προκειμένου να επιτύχουν τον βασικό οικονομικό τους σκοπό, δηλαδή, τη μεγιστοποίηση της αξίας της εταιρείας, της αξίας των μετόχων που τη χρηματοδοτούν και με το ελάχιστο δυνατό κόστος δανεισμού. Υπάρχουν εταιρείες που υποστηρίζουν ότι η κατάλληλη στρατηγική αποτελεί η υψηλή αποθεματοποίηση, καθώς μέσω αυτής θα μπορέσει να διασφαλίσει την μελλοντική αυτοχρηματοδότησή της, ενώ στην αντίπερα όχθη, άλλες εταιρείες θεωρούν ότι ένα υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών, θα αποτελέσει θετική «σήμανση» στην αγορά, αποσκοπώντας στην βελτίωση και τόνωση της φήμης και της εικόνας τους στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Επιπρόσθετα, μια άκρως σημαντική εφαρμογή της μερισματικής πολιτικής, αποτελεί το γεγονός ότι χρησιμοποιείται από τους οικονομικούς αναλυτές, προκειμένου να υπολογιστεί η εσωτερική, εύλογη αξία των μετοχών, ανά πάσα χρονική στιγμή.

Συγκεκριμένα, οι αποδόσεις που χρησιμοποιούνται κατά τον υπολογισμό της διακύμανσης των μετοχών, συμπεριλαμβάνουν στους αντίστοιχους συντελεστές και τη μερισματική απόδοση (Dividend Yield). Ουσιαστικά, η μερισματική απόδοση αντανακλά το μέρισμα που διανέμει μία εταιρεία, εκφρασμένο ως ποσοστό της χρηματιστηριακής της αξίας στην αγορά, για μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Θέτοντας το πιο απλοϊκά, μέσω της μερισματικής απόδοσης, είναι δυνατό να αποδοθεί σε απόλυτους όρους (χρηματικές μονάδες), το κέρδος που συνεπάγεται από την επένδυση σε μία μετοχή, για κάθε μία επιπλέον χρηματική μονάδα που επενδύεται σε αυτή. Κρίνεται προφανές, ότι οι ορθολογικοί επενδυτές τείνουν να προτιμούν να εντάξουν στα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια εκείνες τις μετοχές όπου υπόσχονται τις υψηλότερες μερισματικές αποδόσεις.

Από την σκοπιά της χρηματοδότησης των εταιρειών, η σημασία της ακολουθούμενης μερισματικής πολιτικής διαδραματίζει σημαντικό ρόλο, καθώς το ποσοστό μερισμάτων επηρεάζει έμμεσα την εξωτερική χρηματοδότηση των εταιρειών (Τραπεζικά και Ομολογιακά Δάνεια). Στην περίπτωση, λόγου χάρη, που μία εταιρεία αποφασίσει να διανέμει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μερισμάτων, αυτή η στρατηγική θα οδηγήσει σε μειωμένα παρακρατηθέντα κεφάλαια προς επανεπένδυση. Άμεση απόρροια αυτού, είναι η εταιρεία να επιδιώξει να εξασφαλίσει τα απαιτούμενα κεφάλαια προς μελλοντικές επενδύσεις, μέσω έκδοσης νέων μετοχών (Αύξηση Μετοχικού Κεφαλαίου) ή έκδοσης ομολογιακού δανείου. Μέσω της στροφής προς την εξωτερική χρηματοδότηση, κρίνεται εύλογη η πιθανότητα μεταβολής του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου, με το οποίο δανείζεται κεφάλαια από τους δανειστές. Βάσει αυτού, βασικό μέλημα των εταιρειών είναι να επιτύχει μία σχετική ισορροπία και αναλογία αναφορικά με τα ποσοστά αδιανέμητων και διανεμημένων κερδών, μέσω της

διανομής ενός λογικού ποσοστού μερισμάτων, το οποίο από τη μία θα αφήνει ικανοποιημένο το μετοχικό κοινό και συνάμα, θα παραμένει ένα ικανοποιητικό ποσοστό κερδών για επανεπένδυση.

4.4 Βασικά Θεωρήματα Προσέγγισης Αλληλεπίδρασης Μερισματικής Πολιτικής στην Οικονομική Αξία των Εταιρειών

Στο σημείο αυτό, το κεντρικό ερώτημα που οφείλεται να τεθεί, είναι εάν η μερισματική πολιτική αποτελεί «μοχλό» επηρεασμού του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου δανεισμού και κατ'επέκταση της χρηματιστηριακής, οικονομικής αξίας των μετοχών της εταιρείας. Κατά τις τελευταίες δεκαετίες, έχουν δημοσιευθεί σειρά θεωρημάτων και ακαδημαϊκών αναλύσεων, ορισμένες εκ των οποίων, υποστηρίζουν ότι η μερισματική πολιτική δεν επηρεάζει την οικονομική αξία των εταιρειών, σε αντίθεση με τους υποστηρικτές της άποψης ότι η χάραξη της κατάλληλης μερισματικής πολιτικής διαδραματίζει εξέχοντα ρόλο επί της διαμόρφωσης της αξίας των εταιρειών.

Στα πλαίσια της διεθνούς βιβλιογραφίας, θα αναφερθούν οι βασικές θεωρίες, οι οποίες επιδιώκουν να απαντήσουν στο βασικό ερώτημα της αλληλεπίδρασης της μερισματικής πολιτικής στην αξία των επιχειρήσεων, με τις σημαντικότερες να είναι οι ακόλουθες:

- Η θεωρία της μη σχετικότητας του μερίσματος.
- Η θεωρία του Lintner.
- Η θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι».
- Η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης.

4.4.1 Θεωρία της Μη Σχετικότητας Μερισματικής Πολιτικής

Σε πρώτη φάση, παρατίθεται η βασικότερη και παλαιότερη θεωρία των Modigliani & Miller, ανήκοντας στην κατηγορία των ερευνητών που αντιτίθεται στην άποψη περί αλληλεπίδρασης αξίας εταιρειών και μερισματικής πολιτικής που ακολουθείται.

Σύμφωνα με τη συγκεκριμένη θεωρία, υποστηρίζεται η άποψη ότι η μερισματική πολιτική δε σχετίζεται με την αξία της μετοχής της εταιρείας και με το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου, με το οποίο δανείζεται από τους δανειστές της. Αντιθέτως, η μελλοντική κερδοφορία της επιχείρησης εξαρτάται αποκλειστικά από τις επενδυτικές και διοικητικές αποφάσεις και σε κανένα βαθμό από τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται, θεωρώντας ότι η λειτουργική μόχλευση διαδραματίζει το σημαντικότερο ρόλο για την επίτευξη του επιθυμητού επιπέδου εταιρικής κερδοφορίας.

Από την σκοπιά των επενδυτών, υποστηρίζεται η άποψη ότι οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την πραγματοποίηση των υψηλότερων δυνατών αποδόσεων, αδιαφορώντας εάν αυτή η απόδοση προέρχεται μέσω καταβολής μερισμάτων ή όχι, ενώ στην περίπτωση που ο μέτοχος διακατέχεται από ανάγκη ρευστού, η λύση είναι να ρευστοποιήσει τις παλαιές μετοχές που έχει υπό την κατοχή του. Επιπρόσθετα, οι M & M, κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι εταιρείες που χαρακτηρίζονται από σταθερή χρηματοδοτική πολιτική, στην περίπτωση που αναζητήσουν

επιπλέον χρηματοδότηση, θα πρέπει να προχωρήσουν στην έκδοση νέων μετοχών, προκειμένου να τις πουλήσουν σε νέους ενδιαφερόμενους επενδυτές. Μέσω της προαναφερθείσας διαδικασίας, οι νέοι μέτοχοι θα αποκτήσουν τις νεοεκδιδόμενες μετοχές στη νέα τιμή πώλησης, ενώ σε αντιδιαστολή, οι παλαιοί κάτοχοι μετοχών θα έχουν εισπράξει από τη μία κάποια επιπλέον μερίσματα, αλλά θα έχουν απωλέσει ένα ποσοστό συμμετοχής ίσο με το ποσοστό του μερίσματος που έχουν εισπράξει. Συμπερασματικά, καταλήγουν να είναι αδιάφοροι σε ό,τι αφορά το αυξημένο μέρισμα, αφού η επίδραση των μερισμάτων εξισορροπείται πλήρως από την αντίστοιχη επίδραση των νεοεκδιδόμενων μετοχών.

Επιπρόσθετα, η εν λόγω θεωρία μερισματικής πολιτικής, στηρίζεται στην άποψη ότι εάν διανεμηθεί υψηλότερο μέρισμα προς τους μετόχους της εταιρείας, αυτό το επιπρόσθετο μέρισμα ενδέχεται να προέλθει από εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, γεγονός που θα οδηγήσει σε υψηλότερα κόστη (τόκοι χρεωστικοί), με λογική απόρροια τη λήψη χαμηλότερου μελλοντικού μερίσματος για τους επενδυτές. Αυτό σημαίνει ότι όσο κερδίζουν σήμερα οι μέτοχοι από την καταβολή του επιπρόσθετου μερίσματος, τόσο ζημιωμένοι θα βγουν μελλοντικά, λόγω των χαμηλότερων μερισματικών εισοδημάτων, εξαιτίας των κοστών δανεισμού. (Modigliani, F. & Miller, M. (1961).

Η συγκεκριμένη θεωρία έχει δεχθεί έντονες κριτικές από το ακαδημαϊκό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, καθώς στηρίζεται σε ορισμένες υποθέσεις που λαμβάνουν χώρα σε τέλειες αγορές, γεγονός το οποίο προσδίδει μη ρεαλιστική και πραγματική υπόσταση, χαρακτηρίζοντάς το από ανελαστικότητα και αυστηρή διατύπωση.

Οι βασικές υποθέσεις, στις οποίες στηρίζεται η προαναφερθείσα μελέτη, και οι οποίες τείνουν να τη χαρακτηρίζουν ως μη εφαρμόσιμη και γενικώς αποδεκτή παρουσιάζονται παρακάτω:

- Απουσία φόρων.
- Απουσία κοστών έκδοσης, διάθεσης, συναλλαγής μετοχών.
- Απουσία ασύμμετρης πληροφόρησης διοίκησης και επενδυτών.
- Η επενδυτική πολιτική είναι πλήρως ανεξάρτητη της μερισματικής πολιτικής.
- Οι επενδυτές χαρακτηρίζονται από αδιαφορία μεταξύ των μερισματικών εισοδημάτων και των εισοδημάτων που προέρχονται από τα κεφαλαιακά κέρδη, ενδιαφερόμενοι για το συνολικό εισόδημά τους, αποκλειστικά.

4.4.2 Θεωρίες Έναντι της Θεωρίας των Modigliani & Miller

Σε αντιδιαστολή με τη θεωρία των Modigliani & Miller, ακολούθησε μια σειρά αναλυτών, οι οποίοι, μέσω των θεωρημάτων που ανέπτυξαν, υποστήριξαν ότι η μερισματική πολιτική διαδραματίζει σημαντικό ρόλο και επηρεάζει τόσο το μέσο κόστος δανεισμού όσο και την αξία της μετοχής των εταιρειών. Το βασικό τους επιχείρημα έγκειται στο γεγονός ότι τα μερίσματα ενέχουν σημαντική πληροφόρηση και επηρεάζουν τις επενδυτικές αποφάσεις των ενδιαφερόμενων επενδυτών. Παρακάτω, παρατίθενται οι τρεις βασικές θεωρίες που αναπτύχθηκαν τις τελευταίες δεκαετίες, αναφορικά με την επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην εταιρική αξία:

- Η θεωρία του Lintner.
- Η θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι».
- Η θεωρία Φορολογικής Διαφοροποίησης.

4.4.2.1 Θεωρία του Lintner

Το θεώρημα του Lintner (Lintner's Model, 1956) αποτελεί ένα οικονομικό μοντέλο που εστιάζει στον προσδιορισμό της βέλτιστης μερισματικής πολιτικής που επιδιώκει να ακολουθεί μια εταιρεία. Υποστηρίζει την αλληλεξάρτηση της αξίας της εταιρείας με την πολιτική μερισμάτων, θεωρώντας ότι οι εταιρείες πρέπει να εστιάζουν στον μακροχρόνιο και όχι βραχυχρόνιο στόχο, αναφορικά με τη μερισματική απόδοση. Το μοντέλο επικεντρώνει την ανάλυσή του στον δείκτη μερισματικών αποδόσεων (dividend payout ratio) καθώς και στο χρονικό διάστημα που απαιτείται για να μετατραπεί ένα μεταβλητό μέρισμα σε σταθερό. Μέσω της εφαρμογής του προαναφερθέντος μοντέλου, το διοικητικό συμβούλιο των εταιρειών μπορεί να αξιολογήσει με μεγαλύτερη ευκολία την αποτελεσματικότητα που προκύπτει από τη μερισματική πολιτική που ακολουθείται.

4.4.2.2 Θεωρία του «Καλύτερα Πέντε και στο Χέρι»

Η συγκεκριμένη θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» (“bird in the hand theory”) αποτελεί συνέχεια του μοντέλου του Lintner και αναπτύχθηκε από τον Gordon M.J., το 1961. Η εν λόγω θεωρία στηρίζεται στην άποψη ότι οι μέτοχοι εκλαμβάνουν τα μερισματικά εισοδήματα ως περισσότερο ασφαλή, συγκριτικά με τις κεφαλαιακές αποδόσεις που δύναται να επιτύχουν μέσω της επένδυσης στις κεφαλαιαγορές. Σε συνδυασμό με το θεώρημα του Lintner, υποστηρίζει την άποψη ότι τα μερίσματα συνεπάγονται μία σίγουρη δίοδο πληρωμής για τους μετόχους, ακόμα και σε περιπτώσεις καταγραφής εταιρικών ζημιών. Με άλλα λόγια, τα μερίσματα ενέχουν χαμηλότερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο, προσφέροντας μικρότερα αλλά πιο «βέβαια» εισοδήματα. Ως αποτέλεσμα, οι διοικήσεις των εταιρειών θα πρέπει να παρέχουν υψηλά μερίσματα προκειμένου να προσελκύσουν το επενδυτικό κοινό, εφόσον στοχεύουν στη μεγιστοποίηση της αξίας της μετοχής τους, δηλαδή οφείλουν να ακολουθήσουν έντονη μερισματική πολιτική συγκριτικά με τα κεφαλαιακά κέρδη. Το τελευταίο, υποδεικνύει τη θετική σχέση μεταξύ μερισματικών αποδόσεων και χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής, με την αξία της μετοχής της εταιρείας να ισούται με την παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων. (Gordon, M.J., 1961).

Η προαναφερθείσα σχέση τιμής μετοχής-μερισμάτων αποδεικνύεται μέσω του παρακάτω μοντέλου του Gordon και χρησιμοποιείται από τους οικονομικούς αναλυτές, κατά τη διαδικασία αποτίμησης της τρέχουσας χρηματιστηριακής αξίας τόσο στατικών (σταθερά μερίσματα στο διηνεκές) όσο και των δυναμικών (μεταβαλλόμενα μερίσματα) εταιρειών:

$$P_0 = \frac{D_1}{k-g}$$

- P_0 = Τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή μετοχής.
- D_1 = Το προσδοκώμενο μέρισμα του επόμενου έτους.
- k = Η απαιτούμενη απόδοση (κόστος κεφαλαίου των μετόχων).
- g = Ο ρυθμός μεγέθυνσης των μερισμάτων για δυναμικές επιχειρήσεις.

4.4.2.3 Θεωρία Φορολογικής Διαφοροποίησης

Η θεωρία φορολογικής διαφοροποίησης αναπτύχθηκε από τους Lintzernberger R.H. & Ramaswamy K. (1979), υποστηρίζοντας μεν, ότι η μερισματική πολιτική επηρεάζει την αξία της μετοχής μίας επιχείρησης, αντιτίθεται δε προς τη θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι». Συγκεκριμένα, υποστηρίζεται η άποψη ότι το επενδυτικό κοινό ενδιαφέρεται περισσότερο για τα εισοδήματα που προκύπτουν από τα παρακρατηθέντα κέρδη και λιγότερο από τα εισοδήματα που εξασφαλίζονται μέσω μερισμάτων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, οι εταιρείες να προωθούν περισσότερο την επανεπένδυση των παρακρατηθέντων κερδών, ασκώντας παράλληλα μία ασθενέστερη μερισματική πολιτική. Το ανωτέρω επεξηγείται μέσω της διαφορετικής φορολογικής αντιμετώπισης μεταξύ των μερισματικών εισοδημάτων και των εισοδημάτων που προέρχονται μέσω επανεπένδυσης. Συγκεκριμένα, τα μερίσματα που πρόκειται να πληρωθούν προς τους μετόχους, προέρχονται από την κατάσταση αποτελεσμάτων της τελευταίας χρήσης της εκάστοτε εταιρείας, τα οποία αποτελέσματα έχουν ήδη φορολογηθεί με σχετικά υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές, συγκριτικά με τα εισοδήματα που προκύπτουν από κέρδη κεφαλαίου. Επομένως, εξαιτίας του γεγονότος ότι τα μερίσματα φορολογούνται κάτω από αυστηρότερους φορολογικούς όρους, συγκριτικά με τα παρακρατηθέντα εταιρικά κέρδη, οι εταιρείες οφείλουν να διανέμουν το χαμηλότερο δυνατό μέρισμα προς τους μετόχους.

Ολοκληρώνοντας, η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης καταλήγει στο συμπέρασμα ότι οι επενδυτές που κατηγοριοποιούνται σε φορολογικά υψηλότερη κλίμακα τείνουν να επιλέγουν μετοχές που υπόσχονται χαμηλή μερισματική απόδοση. Αντιθέτως, επενδυτές που φορολογούνται σε χαμηλότερες κλίμακες εισοδήματος, δείχνουν ιδιαίτερη προτίμηση να επενδύσουν τα κεφάλαιά τους σε επενδύσεις που υπόσχονται υψηλές μερισματικές αποδόσεις. (Lintzerberger, R.H. & Ramaswamy, K., 1979).

Συνοψίζοντας, η θεωρία των MM υποστηρίζει τη μη σχετικότητα της μερισματικής πολιτικής επί της αξίας της μετοχής των εταιρειών, η θεωρία του «καλύτερα πέντε και στο χέρι» των Gordon & Lintner εστιάζει στη θετική σχέση μεταξύ μερισματικών αποδόσεων και αξίας της μετοχής, ενώ η θεωρία της φορολογικής διαφοροποίησης των Litzemberger & Ramaswamy, υποστηρίζει την αρνητική σχέση μεταξύ ποσοστού διανεμόμενων κερδών και αξίας μετοχής.

Παρακάτω, παρατίθεται ένα ενδεικτικό διάγραμμα των τριών βασικών θεωρημάτων περί μερισματικής πολιτικής, προκειμένου να γίνει πιο κατανοητή η επίδραση της μερισματικής πολιτικής στην τιμή μίας μετοχής, ανά θεώρημα.



Διάγραμμα 6: Σχέση τιμής μετοχής και ποσοστού διανεμομένων κερδών ανά θεώρημα (Ηρειώτης & Βασιλείου, 2004).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Μελέτη Περίπτωσης

5.1 Εισαγωγή: Αξιολόγηση Νέας Επενδυτικής Πρότασης Συσκευασμένων Τροφίμων με Μεγάλη Διάρκεια μέχρι την Ανάλωση

Η παραγωγή γευμάτων με μεγάλο χρόνο ζωής αναπτύσσεται ολοένα και περισσότερο με ταχύτετους ρυθμούς παγκόσμια, αποτελεί ανάγκη τόσο των βιομηχανιών παραγωγής τροφίμων, όσο και των καταναλωτών. Η συσκευασία σε τροποποιημένη ατμόσφαιρα χρησιμοποιήθηκε πειραματικά στις αρχές τις δεκαετίας του 1930 κατά τη μεταφορά φρούτων και νωπών κρεάτων σε περιβάλλον με αυξημένα ποσοστά διοξειδίου του άνθρακα (CO₂) από την Αυστραλία και τη Νέα Ζηλανδία στο Ηνωμένο Βασίλειο. Βασίζεται στην «τροποποίηση» της ατμόσφαιρας, δηλαδή του αέρα που περιβάλλει το τρόφιμο μέσα στη συσκευασία του. Κατά αυτό τον τρόπο οι χημικές, ενζυμικές αντιδράσεις και μικροβιολογική ανάπτυξη μπορούν να βρίσκονται υπό έλεγχο, έτσι ώστε να εξαλείφονται ή να περιορίζονται οι πιθανότητες για αλλοίωση του τροφίμου. Αυτού του είδους η τεχνολογία συσκευασίας χρησιμοποιείται μετέπειτα σε πληθώρα προϊόντων τόσο για μικροβιολογικούς λόγους αλλά παράλληλα και διατήρησης την ποιότητάς τους.

Αυτή η ανάγκη λοιπόν, υλοποιήθηκε μέσω της συσκευασίας σε τροποποιημένη ατμόσφαιρα (Modified Atmosphere). Η συσκευασία γευμάτων σε τροποποιημένη ατμόσφαιρα άλλαξε τα δεδομένα. Οι παγκόσμιες πωλήσεις έτοιμου φαγητού, σύμφωνα με άρθρο του capital τον Δεκέμβριο του 2019 (Πηγή: www.capital.gr), άγγιξαν το 2018 τα 219,69 δισ. δολάρια με την πρόβλεψη πως έως το 2025 η ετήσια ανάπτυξη να φτάσει το 4,3%, επιβεβαιώνεται ότι η συγκεκριμένη αγορά είναι ιδιαίτερα ανερχόμενη.

Τα έτοιμα φαγητά βοηθούν τους καταναλωτές στην εξοικονόμηση χρόνου και ορισμένες φορές και χρημάτων καθώς επίσης και προσπαθειών για την προετοιμασία γευμάτων. Το κυριότερο πλεονέκτημα συνίσταται στην εξασφάλιση της μεγαλύτερης διάρκειας ζωής του προϊόντος. Ενδεικτικά, ένα γεύμα μπορεί να φτάσει διάρκεια ζωής έως 28 ημέρες. Η μεγαλύτερη διάρκεια ζωής του τροφίμου ως και 50% είναι υψίστης σημασίας, καθώς επιτρέπει σε μια βιομηχανία τροφίμων να εκμεταλλευτεί τις οικονομίες κλίμακας από την ταυτόχρονη παραγωγή περισσότερων μονάδων προϊόντος, να εξαπλωθεί εμπορικά σε αγορές μακριά από την περιοχή παραγωγής, αλλά και να περιορίσει τα διαχειριστικά έξοδα ολόκληρης της αλυσίδας τροφοδοσίας και μεταφοράς, μειώνοντας παράλληλα και τις επιστροφές της. Τα γεύματα με συσκευασία τροποποιημένης ατμόσφαιρας πλέον είναι διαθέσιμα και σε super market αλλά και σε delivery, συνεπώς είναι μία τάση η οποία εξαπλώνεται και γίνεται πιο οικεία στο καταναλωτικό κοινό.

Ο νέος τρόπος ζωής ιδιαίτερα στις πόλεις όπου οι ρυθμοί της καθημερινότητας είναι έντονοι οδήγησα στην απόφαση να ασχοληθούμε με την περίπτωση επενδυτικής πρότασης με το εν λόγω εγχείρημα.

5.2 Μέθοδοι Αξιολόγησης και Κριτήρια Αποδοχής

Αναφορικά με την αξιολόγηση της επενδυτικής πρότασης, ακολουθούν τα βασικά χρηματοοικονομικά στοιχεία για την επόμενη πενταετία, η οποία πρόκειται να αξιολογηθεί μέσω των βασικών μεθόδων αξιολόγησης που αναφέρθηκαν ενδελεχώς, στη δεύτερη θεωρητική ενότητα της διπλωματικής εργασίας.

Συγκεκριμένα, θα εφαρμοστούν οι ορθολογικές μέθοδοι αξιολόγησης της Καθαρής Παρούσας Αξίας, της Ετήσιας Ισοδύναμης Χρηματοροής, του Δείκτη Αποδοτικότητας και Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, ενώ από τις μη ορθολογικές, η Περίοδος Επανείσπραξης.

Αναφορικά με τα κριτήρια αποδοχής ή απόρριψης, οι ιδρυτές της συγκεκριμένης επιχειρηματικής ιδέας, θέτουν ως κριτήριο αποδοχής της Κ.Π.Α να είναι θετική, η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή να είναι τέσσερις φορές υψηλότερη από το αρχικό κόστος επένδυσης, ο Δείκτης Αποδοτικότητας να είναι μεγαλύτερος της μονάδας, ο Ε.Β.Α να υπερβαίνει το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου που θα επέλθει από τις αντίστοιχες πηγές χρηματοδότησης και τέλος θέτουν ως απαιτούμενη περίοδος επανείσπραξης του αρχικού κόστους επένδυσης τα τρία έτη.

Πίνακας 1: Μέθοδοι Αξιολόγησης και Κριτήρια Αποδοχής

Μέθοδος Αξιολόγησης	Κριτήριο Αποδοχής
Καθαρή Παρούσα Αξία	>0 Ευρώ
Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή	>4 * Αρχικό Κόστος Επένδυσης
Δείκτης Αποδοτικότητας	>1
Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης	>Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου
Περίοδος Επανείσπραξης	<3 Έτη

5.3.1 Εργαλείο Εφαρμογής Επιχειρηματικού Σχεδίου

Το επιχειρηματικό σχέδιο της υπό διαμόρφωση εταιρείας είναι πενταετές, με έτος έναρξης το 2023 και λήξης το 2027, με την επιλογή του έτους έναρξης να μην έγινε τυχαία, καθώς οι ιδρυτές της εταιρείας επιδιώκουν να προσπεράσουν το ερχόμενο έτος (2022), εξαιτίας των αρνητικών εξελίξεων στις παγκόσμιες αγορές λόγω της πρόσφατης πανδημίας.

Αναφορικά με το μοντέλο του επιχειρηματικού σχεδίου που εφαρμόστηκε, πραγματοποιήθηκε μέσω του αναβαθμισμένου προγράμματος Financial_Plan (έκδοση 4.0. Η παρούσα έκδοση του προγράμματος Financial_Plan (έκδοση 4.0) έχει συνταχθεί από τους Γεώργιο Παπαγιαννάκη , PhD (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών) και Φιλοθέη Κόκκαλη (Γεωπονικό Πανεπιστήμιο Αθηνών), στο πλαίσιο του προγράμματος «Καινοτομία και Επιχειρηματικότητα – Αξιοποίηση της Έρευνας στο Γεωπονικό Πανεπιστήμιο Αθηνών», με επιστημονικό υπεύθυνο τον Στυλιανό Ροζάκη (Αναπληρωτή Καθηγητή του Γεωπονικού Πανεπιστημίου Αθηνών).

Το παρόν πρόγραμμα (Financial_Plan (έκδοση 4.0) αποτελεί αναβάθμιση αρχικού εργαλείου **Business Plan** που έχει αναπτυχθεί στο πλαίσιο του έργου «Μονάδα Καινοτομίας και Επιχειρηματικότητας του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών», με επιστημονικό υπεύθυνο τον Σπυρίδωνα Λιούκα (Καθηγητή – Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών), κύριους συντάκτες τον Γεώργιο Μαυρωτά (Αναπληρωτή Καθηγητή – Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο) και Δημήτριο Δαμίγο (Αναπληρωτή Καθηγητή – Εθνικό Μετσόβιο Πολυτεχνείο) και συνεργάτες τον Γεώργιο Παπαγιαννάκη , PhD (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών) και την Παναγιώτα Σαπουνά, PhD (Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών).

5.3.2 Ανάλυση Δαπανών Ίδρυσης και Εγκατάστασης

Ο Πίνακας 2 οικονομικών δεδομένων παρουσιάζει τις κατηγορίες δαπανών ίδρυσης και εγκατάστασης της εικονικής επιχειρηματικής πρότασης. Παρουσιάζονται οι κατηγορίες που συνθέτουν το συνολικό κόστος ίδρυσης και πρώτης εγκατάστασης, τα αντίστοιχα ποσά, οι συντελεστές απόσβεσης και τα ποσοστά συμμετοχής του κάθε επιμέρους στοιχείου. Παρατηρείται ότι το συνολικό κόστος ίδρυσης και πρώτης εγκατάστασης εκτιμήθηκε στο ποσό των 96.000 ευρώ, με το 45,8% να αποτελείται από τον απαραίτητο μηχανολογικό εξοπλισμό για να μπορεί η επιχείρηση να παράγει το προϊόν της, μιας και σκοπεύει να παράγει η ίδια το προϊόν, δηλαδή θα αποτελέσει μία καθετοποιημένη επιχείρηση.

Αναφορικά με τα κόστη έρευνας αγοράς ύψους 5.000 ευρώ που πραγματοποιήθηκαν, με σκοπό να γίνει μία πρώτη προσέγγιση του ενδιαφερόμενου κοινού, δε συμπεριλαμβάνονται στο κόστος επένδυσης, καθώς δε συνδέονται άμεσα με την εκάστοτε επένδυση και κρίνονται ανεξάρτητα από την τελική πραγματοποίηση ή μη της επενδυτικής πρότασης.

Πίνακας 2: Δαπάνες ίδρυσης και εγκατάστασης (Εκφρασμένα σε Ευρώ).

Περιγραφή	Κόστος (€)	Περίοδος Απόσβεσης (Ετη)	Ποσοστό Συμμετοχής
Μηχανολογικός Εξοπλισμός	44.000	20	45,8%
Ανάπτυξη Υποδομών	20.000	20	20,8%
Μεταφορικά Μέσα	10.000	10	10,4%
Δαπάνες Σύστασης	2.000		2,1%
Δαπάνες Προβολής και Προώθησης	20.000	5	20,8%
Σύνολα	96.000		100%

5.3.3 Ανάλυση Εκτιμώμενων Σταθερών και Μεταβλητών Δαπανών ανά Έτος

Στον τρίτο πίνακα, αναλύονται οι συνολικές εκτιμώμενες δαπάνες ανά έτος, για τα επόμενα πέντε έτη. Παρατίθενται αναλυτικά οι βασικές κατηγορίες σταθερών και λειτουργικών εξόδων, βάσει των τρεχουσών τιμών και κοστών στην αγορά (Απρίλιος 2021).

Συγκεκριμένα, κατά το πρώτο έτος λειτουργίας (2023), οι συνολικές σταθερές και μεταβλητές δαπάνες ανέρχονται σε 142.990€, για το 2024 σε 132.390€, για το 2025 σε 141.970€, ενώ για τα δύο τελευταία έτη σε 144.670€ και 143.570€, αντιστοίχως.

Σε γενικές γραμμές, παρατηρείται μια σταθερότητα καθ'όλη τη διάρκεια της πενταετίας, αναφορικά με τα σταθερά και λειτουργικά κόστη που πρόκειται να αντιμετωπίσει η επιχείρηση, γεγονός που αποτελεί θετική σήμανση για τη μελλοντική πορεία και την αποφυγή αρνητικών εξελίξεων ως προς την ετήσια λειτουργικότητα και εν δυνάμει κερδοφορία της.

Πίνακας 3: Δαπάνες ανά Έτος (Εκφρασμένα σε Ευρώ)

Κατηγορίες Δαπανών ανά Έτος	2023	2024	2025	2026	2027
ΔΑΠΑΝΕΣ ΠΡΟΣΩΠΙΚΟΥ					
Εργατικά	53.640	53.640	59.000	59.000	59.000
Αμοιβές Τρίτων(Λογιστής, Νομικός Σύμβουλος)	3.600	3.600	3.960	3.960	3.960
ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ					
ΕΥΔΑΠ	300	300	300	300	300
ΔΕΗ	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Τηλέφωνο	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Ενοίκιο	36.000	36.000	36.000	39.600	39.600
Αναλώσιμα	10.000	10.000	11.000	11.000	11.000
ΔΑΠΑΝΕΣ ΜΕΤΟΦΟΡΩΝ					
Ασφάλεια	400	400	400	400	400
Τέλη Κυκλοφορίας	550	550	550	550	550
Καύσιμα	3.600	3.600	3.960	3.960	3.960
ΔΑΠΑΝΕΣ ΠΡΟΩΘΗΣΗΣ					
Διαφήμιση	2.500	3.300	4.000	3.100	2.000
Συμμετοχή σε Εμπορικές Εκθέσεις	2.000	0	0	0	0
Website	1.000	0	0	0	0
ΛΟΙΠΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ					
Subscriptions	8.400	0	0	0	0
ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ					
Πρώτες Ύλες	18.000	18.000	19.800	19.800	19.800
Σύνολο Δαπανών	142.990	132.390	141.970	144.670	143.570

5.3.4 Ανάλυση Εκτιμώμενων Πηγών Χρηματοδότησης Αρχικού Κεφαλαίου Επένδυσης

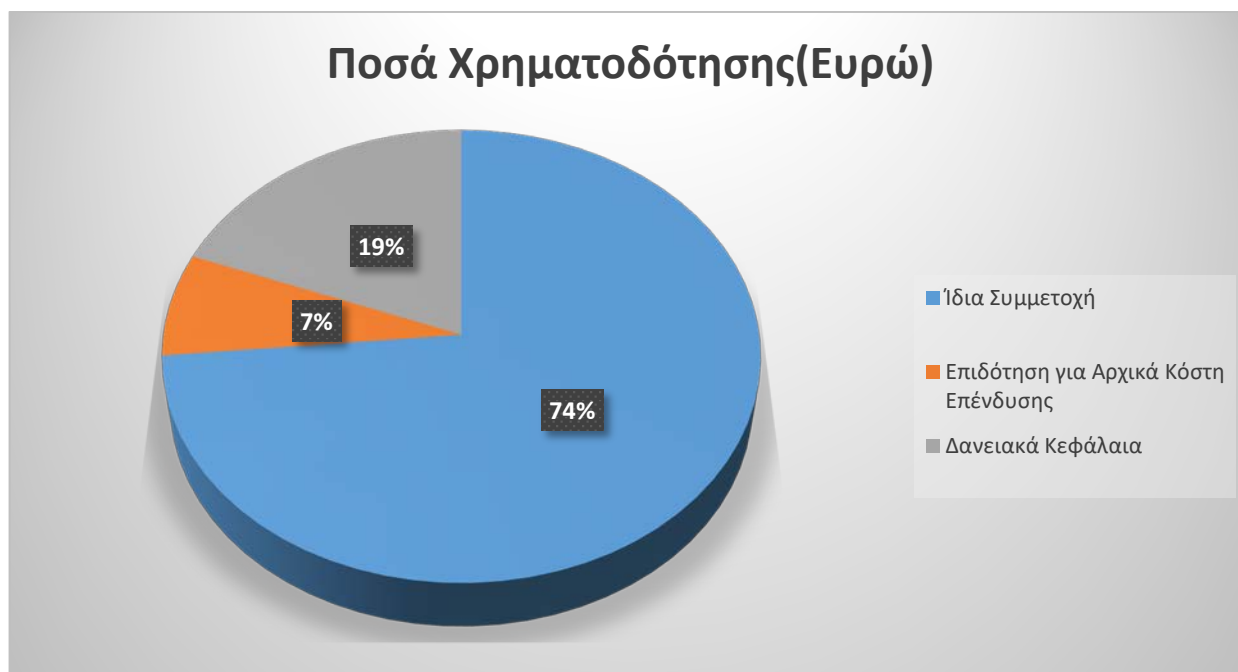
Εν συνεχεία, παρατίθενται τα οικονομικά στοιχεία αναφορικά με τις πηγές χρηματοδότησης του επιχειρηματικού σχεδίου, οι οποίες θα συνθέσουν και το Μέσο Σταθμικό Κόστος Δανεισμού της. Συγκεκριμένα, το συνολικό ύψος ανάγκης χρηματοδότησης εκτιμάται στις 136.000 ευρώ, με το 74%, να προέρχεται από Ίδια Συμμετοχή των ιδρυτικών μελών, το 19% από Ξένα Κεφάλαια και συγκεκριμένα ένα τραπεζικό δάνειο πενταετίας, σταθερού τοκοχρεολυσίου και ποσού 26.000 ευρώ. Τέλος, το υπόλοιπο 7% πρόκειται να προέλθει από επιδοτήσεις για Αρχικά Κόστη Επένδυσης μέσω αντίστοιχων προγραμμάτων Ε.Σ.Π.Α για νεοφυείς επιχειρηματικές προτάσεις, συνολικού ύψους 10.000 ευρώ. (Πίνακας 4).

Παρατηρείται ότι επιχειρείται ένα μίγμα χρηματοδότησης, το οποίο αποτελείται, κυρίως, από τοποθέτηση Ιδίων Κεφαλαίων, με τον Δείκτη Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια να είναι αρκετά χαμηλότερος της μονάδας. Αυτό σημαίνει ότι η υπό διαμόρφωση εταιρεία επιδιώκει να μην στηριχτεί τόσο πολύ σε ξένο δανεισμό, εξαιτίας των πιθανών αναταράξεων που είναι δυνατό να προκληθούν στον πιστωτικό τομέα, λόγω της πρόσφατης πανδημίας, με αποτέλεσμα να δημιουργηθούν δυσχέρειες, κατά τη διαδικασία δανειακής αποπληρωμής.

Πίνακας 4 : Συνολικό Αρχικό Κεφάλαιο Χρηματοδότησης (Εκφρασμένα σε Ευρώ)

Πηγές Χρηματοδότησης	Ποσά Χρηματοδότησης (€)	Ποσοστά Συμμετοχής ανά Πηγή Χρηματοδότησης (%)
Ίδια Συμμετοχή	100.000	74%
Venture Capitals/Business Angels	0	0%
Επιδότηση για Αρχικά Κόστη Επένδυσης	10.000	7%
Δανειακά Κεφάλαια	26.000	19%
Σύνολα	136.000	100%

Γράφημα 4: Ποσοστά Πηγών Χρηματοδότησης Επιχειρηματικού Σχεδίου



5.3.5 Σύνθεση Εκτιμώμενου Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου

Στον Πίνακα 5, βάσει των ποσοστών συμμετοχής και των κοστών δανεισμού των πηγών χρηματοδότησης, υπολογίζεται το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, με το οποίο αναμένεται να δανειστεί, αποτελώντας και το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο για την εύρεση της Καθαρής Παρούσας Αξίας του υπό εξέταση επενδυτικού προγράμματος.

Αναφορικά με τα επιμέρους κόστη επένδυσης οι ιδιοκτήτες και χρηματοδότες της εταιρείας επιθυμούν απαιτούμενη απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων ύψους 8%, ενώ το κόστος του τραπεζικού δανείου ανέρχεται στο 4,80% προ φόρων. Σύμφωνα με τις πρόσφατες ανακοινώσεις της Τράπεζας της Ελλάδος για τα μεσοσταθμικά επιτόκια δανεισμού βραχυπρόθεσμων δανείων, αυτά ανέρχονται στο 4,63%, επομένως εφαρμόστηκε κόστος τραπεζικού δανεισμού στο 4,80%. Σημαντικό κομμάτι αποτελεί το γεγονός ότι οι εταιρείες που απευθύνονται στον Ξένο δανεισμό, δικαιούνται φορολογικής εξοικονόμησης τόκων, για τον λόγο αυτό απαιτείται ο υπολογισμός του κόστους τραπεζικού δανεισμού μετά φόρων, όπου στην συγκεκριμένη ανάλυση θα χρησιμοποιηθεί φορολογικός συντελεστής ύψους 20%.

Τελειώνοντας, σχετικά με τις επιχορηγήσεις για τα αρχικά κόστη μέσω του διαγωνισμού ΕΣΠΑ, πρέπει να τονιστεί ότι το κόστος δανεισμού κρίνεται μηδενικό, καθώς δε πρόκειται για δανεισμό αλλά επιχορήγηση – δωρεά προς την υπό διαμόρφωση εταιρεία, επομένως δεν επηρεάζει τον υπολογισμό του Μέσου Σταθμικού Κόστους με το οποίο και δανείζεται.

Πίνακας 5: Κόστη Πηγών Χρηματοδότησης (Εκφρασμένα σε ποσοστιαία βάση)

Κατηγορίες Πηγών Χρηματοδότησης	Κόστος Πηγών Χρηματοδότησης
Ίδια Κεφάλαια - Ίδια Συμμετοχή	8,00%
Επιδότηση για Αρχικό Κόστος Επένδυσης	0,00%
Ξένα Κεφάλαια - Δανειακή Συμμετοχή	4,80%
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	6,80%

Γράφημα 5: Σύνθεση Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου Επιχειρηματικού Σχεδίου



5.3.6 Ανάλυση Δανειακών Υποχρεώσεων και Διαδικασία Απόσβεσης Δανείων

Πέρα από το αρχικό δάνειο ύψους 26.000 ευρώ, επιτοκίου 4,80%, η υπό διαμόρφωση εταιρεία εκτιμά ότι απαιτείται ένα επιπρόσθετο δάνειο ύψους 30.000 ευρώ και επιτοκίου 5,00%, με ημερομηνία λήψης την 01/01/2025. Ο λόγος αναγκαιότητας λήψης του δανείου έγκειται στο γεγονός ότι η εταιρεία εκτιμά ότι κατά την έναρξη του τρίτου έτους λειτουργίας της, η παραγωγική της δραστηριότητα θα έχει αυξηθεί παραπάνω από 10%, επομένως επιδιώκει να καλύψει ταμειακά κενά και προβλήματα ρευστότητας από τη μία και από την άλλη εκτιμά ότι η αποδοτικότητα του ενεργητικού της (ROA) θα είναι αρκετά υψηλότερη, συγκριτικά με το κόστος τραπεζικού δανεισμού (5,00%), γεγονός το οποίο θα οδηγήσει στην αύξηση της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων της (ROE).

Παρακάτω, παρατίθεται η πλήρης ανάλυση των δεδομένων των δυο δανείων, με την αντίστοιχη διαδικασία αποπληρωμής τους. (Πίνακες 6-8).

Πίνακας 6: Οικονομικά Στοιχεία Δανειακών Υποχρεώσεων

Στοιχεία Δανείων	Δάνειο 1	Δάνειο 2
Ποσό Δανείου (€)	26.000	30.000
Ετήσιο Επιτόκιο (%)	4,80%	5,00%
Περίοδος Αποπληρωμής (Ετη)	5	5
Ημερομηνία Λήψης	01/01/2023	01/01/2025
Αριθμός Πληρωμών (Μέσα στο Έτος)	2	2
Πληρωμή (Τοκοχρεολύσιο)	2.955,40	3.427,76
Αριθμός Πληρωμών (Συνολικά)	10	10
Συνολικός Τόκος	3.553,98	4.277,63
Συνολικό Ποσό Αποπληρωμής	29.553,98	34.277,63

Πίνακας 7: Απόσβεση – Αποπληρωμή Δανείου 1 (Εκφρασμένα σε Ευρώ)

Αποπληρωμή Δανείου 1	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Τοκοχρεολύσιο	0	2.955,40	5.910,80	5.910,80	5.910,80	5.910,80
Χρεολύσιο	0	2.331,40	4.832,00	5.066,72	5.312,84	5.570,92
Τόκοι	0	624,00	1.078,80	844,08	597,96	339,88
Υπόλοιπο Δανείου	0	23.668,60	18.836,60	13.769,89	8.457,05	2.886,13

Πίνακας 8: Απόσβεση – Αποπληρωμή Δανείου 2 (Εκφρασμένα σε Ευρώ)

Αποπληρωμή Δανείου 2	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Τοκοχρεολύσιο	0	0	0	3.427,76	6.855,53	6.855,53
Χρεολύσιο	0	0	0	2.677,76	5.558,03	5.839,41
Τόκοι	0	0	0	750,00	1.297,49	1.016,12
Υπόλοιπο Δανείου	0	0	0	27.322,24	21.764,21	15.924,80

5.3.7 Επίδραση Λήψης Νέου Δανείου Επί της Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Στο σημείο αυτό, αξίζει να τονιστεί το γεγονός ότι η χρηματοδότηση μέσω βραχυπρόθεσμου δανείου, κατά το τρίτο έτος λειτουργίας (30.000 ευρώ), οδήγησε σε ευεργετικά αποτελέσματα για την κερδοφορία της εταιρείας, αφού οδήγησε σε αυξανόμενα κέρδη. Επομένως, εξάγεται το συμπέρασμα ότι η απόδοση των Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) θα αυξάνεται μετά το 2025, καθώς η αυξημένη χρηματοοικονομική μόχλευση (δανεισμός) οδήγησε σε αύξηση του πλούτου των Ιδίων Κεφαλαίων της.

Η προαναφερθείσα ευεργετική επίδραση του δανείου των 30.000 ευρώ επί της αποδοτικότητας των Ιδίων Κεφαλαίων της υπό διαμόρφωση εταιρείας, επεξηγείται μέσω του πίνακα 9, όπου ο δείκτης αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων καταγράφει σημαντική άνοδο μετά το 2024 και τη λήψη του δανείου. Συγκεκριμένα, το 2025 ανέρχεται σε 27,8%, το 2026 σε 32,7% και το 2027 σε 34%.

Πίνακας 9: Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων ανά Έτος (Εκφρασμένα σε ποσοστιαία βάση)

Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων (Return on Equity) = Καθαρά Κέρδη/Ιδια Κεφάλαια	2023	2024	2025	2026	2027
ROE	-8,5%	11%	27,8%	32,7%	34%

5.3.8 Ανάλυση Εκτιμώμενων Πωλήσεων και Κόστους Πωληθέντων ανά Έτος

Στο συγκεκριμένο κομμάτι παρατίθεται η τιμολογιακή πολιτική και η διαμόρφωση του εκτιμώμενου κόστους πωληθέντων που δύναται να ακολουθήσει η εταιρεία κατά την επόμενη πενταετία.

Σε γενικές γραμμές, οι στρατηγικές διαμόρφωσης των τιμών διαμορφώνονται από τον βαθμό αντίδρασης των καταναλωτών στις επικρατούσες τιμολογιακές συνθήκες και αποτελούν άμεση συνάρτηση του βαθμού ανταπόκρισης του καταναλωτή, του κόστους παραγωγής και του υπάρχοντος ανταγωνισμού. Μέσω της αξιοποίησης των στοιχείων από την έρευνα αγοράς που πραγματοποιήθηκε από την εταιρεία, υπήρξαν άκρως θετικές σημάνσεις για το νέο προϊόν, τόσο από την πλευρά των ατομικών καταναλωτών όσο και από τις ξενοδοχειακές μονάδες, που θα αποτελέσουν τον κύριο αγοραστή. Επιπρόσθετα, μελετώντας τόσο τις τιμές των ανταγωνιστών όσο και το εκτιμώμενο κόστος πωληθέντων της εταιρείας, αποφασίστηκε μία σταθερή τιμολογιακή πολιτική, κατά τα πρώτα δυο έτη, ύψους 6 ευρώ ανά τεμάχιο και μία αύξηση της τιμής κατά 16%, κατά τα επόμενα τρία έτη, με το προϊόν να τιμολογείται προς 7 ευρώ ανά τεμάχιο.

Από την εκτίμηση των πωλούμενων μονάδων ανά έτος, η εταιρεία εκτιμά ότι θα πουλάει 24.000 τεμάχια κατά το πρώτο έτος λειτουργίας της, με τις πωλήσεις της να αυξάνονται κατά 10% ανά έτος.

Παρακάτω, παρατίθενται οι αναλυτικές πωλήσεις και το αντίστοιχο κόστος πωληθέντων ανά έτος. Στον Πίνακα 10, προσδιορίζονται οι συνολικές πωλήσεις του 2023 σε 144.000 ευρώ, του 2024 σε 156.000 ευρώ, το 2025 εκτιμάται να ξεπεράσει τις 200.000 ευρώ, ενώ κατά τα τελευταία δυο έτη του επιχειρηματικού σχεδίου, η εταιρία εκτιμά ότι θα είναι η δυναμική της περίοδο, με τον ετήσιο τζίρο να υπολογίζεται στις 241.920 ευρώ και 290.500 ευρώ, κατά το 2026 και 2027, αντιστοίχως.

Πίνακας 10: Εγχώριες Εκτιμώμενες Πωλήσεις Προϊόντος ανά Έτος (Εκφρασμένα σε Ευρώ).

Υπηρεσίες	2023		2024		2025		2026		2027	
Προϊόν	6,00€	24.000 Τεμάχια	6,00€	26.000 Τεμάχια	7,00€	28.800 Τεμάχια	7,00€	34.560 Τεμάχια	7,00€	41.500 Τεμάχια
Συνολικές Πωλήσεις ανά Έτος	144.000€		156.000€		201.600€		241.920€		290.500€	

Συνεχίζοντας, το κόστος πωληθέντων, εκτιμάται στο 1 ευρώ ανά τεμάχιο, για τα πρώτα δυο έτη και σε αύξηση κατά 100% και συγκεκριμένα στα 2 ευρώ ανά τεμάχιο, κατά την τελευταία τριετία του επιχειρηματικού σχεδίου. Παρατηρείται ότι το κόστος πωληθέντων κρίνεται αρκετά χαμηλό, γεγονός το οποίο εξασφαλίζεται από τη φύση της υπό διαμόρφωση εταιρείας, η οποία θα αποτελεί μια καθετοποιημένη εταιρεία, η οποία θα παράγει η ίδια το προϊόν της, επομένως τα σταθερά της κόστη (μηχανολογικός εξοπλισμός, υποδομές, μεταφορικά μέσα) θα είναι πολύ υψηλότερα.

Αναφορικά με το κόστος πωληθέντων ανά έτος (Πίνακας 11), εκτιμάται σε 24.000 ευρώ και 26.000 ευρώ, κατά την πρώτη διετία τιμολόγησης προς 6 ευρώ, ενώ για την επόμενη τριετία εκτιμάται προς 57.600 ευρώ, 69.300 ευρώ κι 83.000 ευρώ, με την εταιρεία να τιμολογεί τότε το προϊόν της προς 7 ευρώ.

Πίνακας 11: Εκτιμώμενο Κόστος Πωληθέντων προϊόντος ανά Έτος (Εκφρασμένα σε Ευρώ).

Υπηρεσίες	2023		2024		2025		2026		2027	
Προϊόν	1,00€	24.000 Τεμάχια	1,00€	26.000 Τεμάχια	2,00€	28.800 Τεμάχια	2,00€	34.560 Τεμάχια	2,00€	41.500 Τεμάχια
Συνολικό Κόστος Πωληθέντων ανά Έτος	24.000€		26.000€		57.600€		69.300€		83.000€	

5.3.9 Εκτίμηση Αναγκαίου Κεφαλαίου Κίνησης ανά Έτος

Η ορθολογική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, είναι μείζονος σημασίας για την εταιρεία, καθώς διασφαλίζει την βραχυ-μεσοπρόθεσμη ρευστότητα και εξασφαλίζοντας την μακροπρόθεσμη λειτουργία της, λειτουργώντας ευεργετικά επί της απόδοσης των απασχολούμενων και ιδίων κεφαλαίων της.

Η δημιουργία ενός θετικού κεφαλαίου κίνησης υπονοεί τη δέσμευση χρημάτων για την χρηματοδότηση των αναγκών της εταιρείας. Ο τρόπος προσδιορισμού των αναγκών χρηματοδότησης βασίζεται στην εκτίμηση του Ταμειακού Κύκλου της εταιρείας., ο οποίος μετρά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί μεταξύ της πληρωμής των προμηθευτών ή τους παρέχοντες εργασία και την είσπραξη χρημάτων από την πώληση του προϊόντος προς τους πελάτες.

Παρακάτω, παρατίθενται οι βασικές παράμετροι υπολογισμού του κεφαλαίου κίνησης, εκφρασμένα σε ημερολογιακές ημέρες (Πίνακας 12), καθώς και ο υπολογισμός του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης που εκτιμήθηκε ανά έτος (Πίνακας 13).

Πίνακας 12: Παράμετροι Υπολογισμού Αναγκαίου Κεφαλαίου Κίνησης (Εκφρασμένα σε ημέρες).

Περιγραφή	Ημέρες
Ημέρες Αποθέματος Α Υλών	90
Ημέρες Αποθέματος Εμπορευμάτων	60
Ημέρες Αποθέματος Έτοιμων Προϊόντων	60
Ημέρες Κάλυψης Λειτουργικών Εξόδων	60
Ημέρες Πίστωσης Πελατών	120
Ημέρες Πίστωσης Προμηθευτών	120

Συγκεκριμένα, εκτιμάται ότι κατά τον πρώτο χρόνο λειτουργίας της (2023), η εταιρεία απαιτείται να διαθέτει περίπου 70.000 ευρώ για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, λίγο πάνω από 70.000 ευρώ κατά το 2024, ενώ κατά την τελευταία τριετία, παρατηρείται αύξηση του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης σε 87.990 ευρώ το 2025, πάνω από 100.000 ευρώ το 2026 και περίπου 117.000 ευρώ το 2027, γεγονός λογικό, καθώς κατά την τελευταία διετία η εταιρεία εκτιμά ότι θα πραγματοποιήσει τις μεγαλύτερες δραστηριότητές της, επομένως και υψηλότερες υποχρεώσεις και υψηλότερη ανάγκη κεφαλαίου κίνησης.

Πίνακας 13: Υπολογισμός Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων (Εκφρασμένα σε ευρώ)

Λογαριασμοί	2023	2024	2025	2026	2027
Αποθέματα Α Υλών	4.438	4.438	4.882	4.882	4.882
Αποθέματα Εμπορευμάτων	0	0	0	0	0
Αποθέματα Έτοιμων Προϊόντων	2.959	2.959	3.255	3.255	3.255
Αναγκαία Διαθέσιμα	20.546	18.804	20.083	20.527	20.346
Πιστώσεις προς Πελατεία	47.342	51.288	66.279	79.535	95.507
Πιστώσεις Προμηθευτών	(5.918)	(5.918)	(6.510)	(6.510)	(6.510)
Αναγκαίο Κεφάλαιο Κίνησης	69.368	71.571	87.990	101.689	117.480

5.3.10 Εκτίμηση Ταμειακών Ροών ανά Έτος

Στο στάδιο αυτό, συνδυάζοντας όλα τα προηγούμενα, παρουσιάζονται οι συνολικές εκτιμώμενες ταμειακές ροές πριν τη χρηματοδότηση του επιχειρηματικού σχεδίου για την επόμενη πενταετία. Συγκεκριμένα, βάσει των τελικών αποτελεσμάτων του Πίνακα 14 που ακολουθεί, παρατηρούμε ότι η επενδυτική πρόταση πρόκειται να οδηγήσει σε αρνητικές ταμειακές ροές προ χρηματοδότησης, κατά τα πρώτα δυο έτη λειτουργίας και συγκεκριμένα, 48.436 ευρώ (2023) και 32.708 ευρώ (2024). Κατά το τέλος του τρίτου έτους (2025), η εταιρεία κατορθώνει να είναι οριακή (230 ευρώ), ενώ κατά τα τελευταία δυο έτη του επιχειρηματικού σχεδίου, οι ταμειακές ροές προ χρηματοδότησης γίνονται κατά πολύ θετικές (64.906 ευρώ και 167.042 ευρώ, αντιστοίχως), γεγονός που προμηνύει την καταγραφή υψηλών κερδοφοριών για το 2026 και 2027.

Πίνακας 14: Προβλεπόμενες Ταμειακές Ροές (Εκφρασμένα σε Ευρώ)

Έτος	2022	2023	2024	2025	2026	2027
ΑΠΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	0	(48.436)	15.728	32.937	64.676	102.136
Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων και Αποσβέσεις	0	1.010	23.610	59.630	97.250	146.930
Τόκοι Έξοδα και Δικαιώματα Εκμετάλλευσης	0	(624)	(1.079)	(1.594)	(1.895)	(1.356)
Φόρος Εισοδήματος	0	0	(2.858)	(9.959)	(17.423)	(27.466)
Αύξηση Αποθεμάτων	0	(7.397)	0	(740)	0	0
Αύξηση Εισπρακτέων	0	(47.342)	(3.945)	(14.992)	(13.256)	(15.972)
Αύξηση Πληρωτέων	0	5.918	0	592	0	0
ΑΠΟ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ						
Αύξηση Παγίων	0	0	0	0	0	0
ΑΠΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΕΣ	0	23.669	(4.832)	22.256	(10.871)	(11.410)
Μερίσματα	0	0	0	0	0	0
Αύξηση Δανειών	0	23.669	(4.832)	22.256	(10.871)	(11.410)
Ίδια Συμμετοχή	100.000	0	0	0	0	0
Δαπάνες Ίδρυσης	(86.000)	0	0	0	0	0
Καθαρές Ετήσιες Ταμειακές Ροές	0	(24.767)	10.896	55.193	53.805	90.726
Σωρευτικές Ταμειακές Ροές	14.000	(10.767)	129	55.322	109.127	199.853
Ελεύθερες Ταμειακές Ροές Προ Δανεισμού	0	(48.436)	15.728	32.937	64.676	102.136
Σωρευτικές Ελεύθερες Ταμειακές Ροές Προ Χρηματοδότησης	0	(48.436)	(32.708)	230	64.906	167.042

5.3.11 Εκτίμηση Αποτελεσμάτων ανά Έτος και Μερισματική Πολιτική

Σε τελευταίο στάδιο, παρατίθενται οι Καταστάσεις Αποτελεσμάτων κάθε λογιστικής χρήσης, για τα έτη 2023-2027 (Πίνακας 15). Συγκεκριμένα, αναμένεται ότι κατά το πρώτο έτος λειτουργίας (2023), το αποτέλεσμα μετά φόρων οδηγεί σε ζημία της τάξεως των 7.856€, ενώ για τα επόμενα τέσσερα έτη, αναμένονται κέρδη μετά φόρων. Συγκεκριμένα, 11.432€ για το 2024, 39.835€ για το 2025, και οι μεγάλες κερδοφορίες αποτυπώνονται κατά τα δυο τελευταία έτη. Συγκεκριμένα, 69.690€ και 109.866€, κατά το 2026 και 2027, αντιστοίχως.

Εν συνεχεία, τονίζεται ότι ακολουθήθηκε σταθερός φορολογικός συντελεστής ύψους 20% για όλη την πενταετία, ενώ αναμένεται να ακολουθηθεί μηδενική μερισματική πολιτική. Συγκεκριμένα, επειδή η επιχειρηματική πρόταση είναι εικονική και δεν είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο, οι μέτοχοι της εταιρείας αποτελούνται από τα ιδρυτικά της στελέχη, αποφασίζοντας τη μηδενική διανομή μερισμάτων και το 100% των καθαρών αποτελεσμάτων να είναι αδιανέμητα κέρδη και να επανεπενδύονται από την εταιρεία σε μελλοντικές επενδύσεις (Πίνακας 16).

Έτη	2023	2024	2025	2026	2027
Λογαριασμοί					
Σύνολο Κύκλου Εργασιών	144.000	156.000	201.600	241.920	290.500
Κόστος Πωληθέντων	(18.000)	(18.000)	(19.800)	(19.800)	(19.800)
Μεικτό Αποτέλεσμα Εκμετάλλευσης	126.000	138.000	181.800	222.120	270.700
Δαπάνες Προσωπικού	(57.240)	(57.240)	(62.960)	(62.960)	(62.960)
Λειτουργικές Δαπάνες	(49.300)	(49.300)	(50.300)	(53.900)	(53.900)
Δαπάνες Μεταφοράς	(4.550)	(4.550)	(4.910)	(4.910)	(4.910)
Δαπάνες Προώθησης	(5.500)	(3.300)	(4.000)	(3.100)	(2.000)
Λοιπές Δαπάνες	(8.400)	0	0	0	0
Αποτέλεσμα Προ Τόκων, Φόρων και Αποσβέσεων	1.010	23.610	59.630	97.250	146.930
Αποσβέσεις	(8.242)	(8.242)	(8.242)	(8.242)	(8.242)
Αποτέλεσμα Προ Τόκων και Φόρων	(7.232)	15.368	51.388	89.008	138.688
Τόκοι Δανείων	(624)	(1.079)	(1.594)	(1.895)	(1.356)
Αποτέλεσμα Προ Φόρων	(7.856)	14.290	49.794	87.113	137.332
Φόρος Εισοδήματος	0	(2.858)	(9.959)	(17.423)	(27.466)
Αποτέλεσμα Μετά Φόρων	(7.856)	11.432	39.835	69.690	109.866
Μερίσματα	0	0	0	0	0
Αποθεματικά	(7.856)	11.432	39.835	69.690	109.866

Πίνακας 15: Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης (Εκφρασμένα σε Ευρώ).

Πίνακας 16: Παράμετροι Υπολογισμού Καταστάσεων Αποτελεσμάτων Χρήσης
(Εκφρασμένα σε Ποσοστιαία Βάση).

	2023	2024	2025	2026	2027
Φορολογικός Συντελεστής	20%	20%	20%	20%	20%
Ποσοστό Αδιανέμητων Κερδών (Αποθεματικά)	100%	100%	100%	100%	100%
Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών (Μερίσματα)	0%	0%	0%	0%	0%

5.3.12 Αποτελέσματα Μεθόδων Αξιολόγησης Επένδυσης

Το σημαντικότερο κομμάτι αποτελεί η αξιολόγηση της επενδυτικής πρότασης μέσω των προτεινόμενων μεθόδων, με τα αποτελέσματα ανά μέθοδο να αποτυπώνονται στον Πίνακα 17.

Βάσει των κριτηρίων που έχουν εκ των προτέρων τεθεί από τα ιδρυτικά στελέχη, η Καθαρή Παρούσα Αξία, η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή και ο Εσωτερικός Βαθμός απόδοσης υποδεικνύουν την αποδοχή της επιχειρηματικής ιδέας, ενώ ο Δείκτης Αποδοτικότητας και ο η Περίοδος Επανείσπραξης, την απόρριψή της.

Κρίνεται προφανές ότι η ταυτόχρονη εφαρμογή των μεθόδων αξιολόγησης επενδύσεων, δεν οδηγεί πάντα σε ταυτόσημες αποφάσεις, με την αναλυτικότερη περιγραφή και εξαγωγή των βασικών επενδυτικών συμπερασμάτων να αναφέρονται στο τελευταίο κεφάλαιο της εν λόγω διπλωματικής που ακολουθεί.

Πίνακας 17: Αποτελέσματα Αξιολόγησης Επένδυσης Μέσω των Βασικών Μεθόδων (Εκφρασμένα σε Ευρώ και σε Ποσοστιαία Βάση).

Έτη	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Καθαρές Ταμειακές Ροές (Κ.Τ.Ρ)	(86.000)	(24.767)	10.896	55.193	53.805	90.726
Σωρευτικές Ταμειακές Ροές	(86.000)	(110.767)	(99.871)	(44.678)	9.127	99.853
Παρούσα Αξία Κ.Τ.Ρ.	(86.000)	(23.190)	9.553	45.307	41.356	65.294
Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου	6,80%					
Καθαρή Παρούσα Αξία	52.320€	>0€	ΑΠΟΔΟΧΗ			
Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή	951.391 €	>544.000€	ΑΠΟΔΟΧΗ			
Δείκτης Αποδοτικότητας	0,3847	<1	ΑΠΟΡΡΙΨΗ			
Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης	18,54%	>6,80%	ΑΠΟΔΟΧΗ			
Περίοδος Αποπληρωμής	4,01 Έτη	>3Έτη	ΑΠΟΡΡΙΨΗ			

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΣΥΝΟΨΗ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

6.1 Συμπεράσματα

Μέσω της αναλυτικής εφαρμογής των χρηματοοικονομικών στοιχείων, ο οικονομικός σύμβουλος της εταιρείας κατέληξε στο γεγονός ότι τόσο μέσω του κριτηρίου της Καθαρής Παρούσας Αξίας, της Ετήσιας Ισοδύναμης Χρηματοροής, όσο και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης, η επιχειρηματική πρόταση κρίνεται ως αποδεκτή.

Συγκεκριμένα, σύμφωνα με το κριτήριο της Καθαρής Παρούσας Αξίας (Κ.Π.Α), η εν λόγω επιχειρηματική ιδέα θα πετύχει θετική Κ.Π.Α. και συγκεκριμένα 52.320€, σε ορίζοντα πενταετίας. Το συγκεκριμένο αποτέλεσμα προήλθε μέσω της διαδικασίας προεξόφλησης των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών της επόμενης πενταετίας, μειωμένο κατά το αρχικό κόστος επένδυσης. Ως επιτόκιο προεξόφλησης, εφαρμόστηκε το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου, ύψους 6,80%, με το οποίο πρόκειται να δανειστεί η εταιρία από τους δανειστές της.

Αυτό σημαίνει ότι η $Κ.Π.Α > 0$, επομένως η επένδυση κρίνεται ως αποδεκτή, με αποτέλεσμα να αυξήσει την αξία της υπό διαμόρφωση εταιρείας και κατ'επέκταση τον πλούτο των μετόχων της, εφόσον αξίζει περισσότερο από όσο κοστίζει.

Στο ίδιο μήκος κύματος, και η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή, υπολογίστηκε στο ύψος των 951.391€, αντανakλώντας την μελλοντική αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών, υπολογιζόμενα στο διηνεκές. Το κριτήριο αποδοχής της επιχειρηματικής πρότασης επιτυγχάνεται, καθώς οι μέτοχοι της υπό διαμόρφωση εταιρείας έχουν θέσει ως στόχο η Ετήσια Ισοδύναμη Χρηματοροή να ξεπερνά το αρχικό κόστος επένδυσης (136.000 ευρώ) κατά τέσσερις φορές.

Αναφορικά με το κριτήριο αξιολόγησης του Εσωτερικού βαθμού απόδοσης (Ε.Β.Α), το επιχειρηματικό σχέδιο θα επιτύχει ποσοστό Ε.Β.Α της τάξεως του 18,54%. Ουσιαστικά, αντιπροσωπεύει εκείνο το μοναδικό προεξοφλητικό επιτόκιο που μηδενίζει την Καθαρή Παρούσα Αξία της επένδυσης. Για να διαπιστωθεί εάν η επένδυση θα κριθεί ως αποδεκτή, θα πρέπει να συγκριθεί ο Ε.Β.Α με το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου. Το τελευταίο αναφέρεται, ουσιαστικά, στο μέσο κόστος με το οποίο δανείζεται η επιχείρηση και υπολογίστηκε ότι ανέρχεται το 6,80%. Εφόσον, ο Ε.Β.Α υπερβαίνει το μέσο σταθμικό κόστος (18,54% > 6,80%), η επένδυση κρίνεται αποδεκτή, καθώς η εσωτερική απόδοση της εν λόγω επενδυτικής πρότασης υπερβαίνει, κατά πολύ, την απαιτούμενη απόδοση των δανειστών της.

Αναφορικά με τον Δείκτη Αποδοτικότητας, τα αποτελέσματά του οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι ιδρυτές θα πρέπει να απορρίψουν την επενδυτική πρόταση, καθώς ο λόγος της Καθαρής Παρούσας Αξίας προς το αρχικό κόστος επένδυσης απέχει, κατά πολύ από την μονάδα, που είχαν θέσει εκ των προτέρων ως κριτήριο αποδοχής. Ο Δείκτης Αποδοτικότητας ανέρχεται σε 0,3847 ή 38,47%, δηλαδή αποδίδει μόλις 38,47% επί της αξίας του αρχικού ποσού επένδυσης.

Θέτοντάς το πιο απλά, η εταιρεία θα πρέπει να πληρώσει 136.000 ευρώ αρχικό κόστος επένδυσης, για να τις αποδώσει 52.320 ευρώ, σε παρόντες όρους, σε πλάνο πενταετίας, γεγονός το οποίο δε συνεπάγεται υψηλή αποδοτικότητα, με τις περισσότερες εταιρείες να επιδιώκουν να αποδέχονται επενδυτικά προγράμματα με Δείκτη Αποδοτικότητας, τουλάχιστον ίσο με τη μονάδα, δηλαδή να καταγράφουν διπλάσια κερδοφορία, σε παρόντες όρους, συγκριτικά με το απαιτούμενο αρχικό κόστος επένδυσης.

Τέλος, η περίοδος επανείσπραξης αναφέρεται σε ποιο έτος η επιχειρηματική ιδέα θα λάβει πίσω το αρχικό κόστος επένδυσης. Συγκεκριμένα, η περίοδος επανείσπραξης ανέρχεται στα 4,01, κατά προσέγγιση. Η απαιτούμενη περίοδος αποπληρωμής που είχαν αρχικώς θέσει τα στελέχη της υπό διαμόρφωση επιχειρηματικής πρότασης, ήταν τα τρία έτη. Εξαιτίας του γεγονότος ότι η περίοδος επανείσπραξης υπερβαίνει χρονικά το κριτήριο αποδοχής που έχει τεθεί, οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι η επιχειρηματική πρόταση θα πρέπει να απορριφθεί. Στο σημείο αυτό, κρίνεται απαραίτητο να τονιστεί ότι το κριτήριο της μεθόδου επανείσπραξης δεν αποτελεί ορθολογική μέθοδο αξιολόγησης επενδύσεων (όπως η Κ.Π.Α κι ο Ε.Β.Α) καθώς από τη μία δε λαμβάνει υπόψιν τη διαχρονική αξία του χρήματος και συνάμα δεν δίνει σημασία στις Καθαρές Ταμειακές ροές που ακολουθούν μετά (δηλαδή για το έτος 2027), όπου και εκτιμάται ότι θα καταγραφούν και τα υψηλότερα καθαρά κέρδη, της τάξεως των 109.866€.

Συμπερασματικά, μέσω των αποτελεσμάτων των βασικών μεθόδων αξιολόγησης, η συγκεκριμένη επιχειρηματική πρόταση πρέπει να γίνει αποδεκτή, καθώς θα οδηγήσει στην επιλογή μίας επένδυσης που θα οδηγήσει σε αύξηση της αξία της υπό διαμόρφωση εταιρείας και του πλούτου των ιδιοκτητών της.

Παρ'όλα ταύτα όμως, εξαιτίας της ύφεσης και της υψηλής αβεβαιότητας που επικρατεί και αναμένεται να επικρατήσει και στο απώτερο μέλλον, εξαιτίας των συνεπειών της πρόσφατης πανδημίας, απαιτείται η όσο δυνατόν ακριβέστερη εκτίμηση και των συνθηκών αβεβαιότητας, προκειμένου οι εκτιμήσεις να είναι όσο το δυνατόν ακριβέστερες και πιο κοντά στις πραγματικές αποδόσεις που δύναται να καταγραφούν.

6.2 Περιορισμοί Της Έρευνας

Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούν οι εν δυνάμει περιορισμοί της έρευνας οι οποίοι είναι:

- Το προϊόν εστιάζει σε εργαζόμενους με πιο υψηλά εισοδήματα.
- Απευθύνεται σε εργαζόμενους οι οποίοι δεν έχουν ευέλικτο ωράριο ή εργάζονται, αρκετές ώρες οι οποίες περιορίζουν τον ελεύθερο χρόνο για μαγείρεμα.
- Το προϊόν ωφελεί οικονομικά, δηλαδή είναι λιγότερο κοστοβόρο σε σύγκριση με το μαγείρεμα στο σπίτι του ίδιου φαγητού, σε οικογένειες δύο ατόμων είτε άτομα που

ζουν μόνα τους. Το γεγονός αυτό περιορίζει το κομμάτι της αγοράς στην οποία απευθύνεται.

- Η έρευνα έγινε κάτω από συνθήκες βεβαιότητας,, δηλαδή δεν συμπεριλήφθηκε η έννοια των κινδύνων και του πληθωρισμού.

6.3 Προτάσεις Για Μελλοντική Έρευνα

Για μελλοντική έρευνα προτείνεται να δημιουργηθεί και να εξελιχθεί το προϊόν σε μεγαλύτερη διάρκεια μέχρι την ανάλωση ώστε να αυξηθούν οι πιθανότητες πώλησης του προϊόντος και να περιοριστεί το ποσοστό «χαμένου χρόνου ζωής» στην αλυσίδα μεταφοράς από τον παραγωγό στο ράφι του σημείου πώλησης. Προτείνεται να ερευνηθεί η περίπτωση στοχοποίησης μεγαλύτερου μέρους της αγοράς του καταναλωτικού κοινού για παράδειγμα δημιουργία προϊόντων που αφορούν αθλητές, βρέφη, γεύματα βασισμένα σε είδος διατροφής όπως οι χορτοφάγοι κ.ο.κ_Ακόμη, πιθανή επιδίωξη να γίνεται εξαγωγή του προϊόντος. Τέλος, θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί ενσωμάτωση του κινδύνου και της ης αβεβαιότητας για πιο ακριβή και αξιόπιστα αποτελέσματα.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνόγλωσση Βιβλιογραφία

Αποστολόπουλος, Ι., (2012). Ειδικά Θέματα Χρηματοδοτικής Διοικήσεως. Εκδόσεις: Σταμούλη.

Αρτίκης, Γ., (2002). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Αποφάσεις Επενδύσεων. Εκδοτικός Οίκος: Interbooks.

Βασιλείου, Β. & Ηρειώτης, Ν., (2015). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Θεωρία και Πρακτική. Εκδοτικός οίκος: Rosili.

Δράκος, Α., (2017). Χρηματοδοτική Διοίκηση. Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Εκδόσεις: Τμήμα Μάρκετινγκ και Τηλεπικοινωνιών.

Καραθανάσης, Γ., (2001). Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Διοικητική. Εκδόσεις: Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο.

Ξενόγλωσση Βιβλιογραφία

Asimakopoulos, P., (2007). Signaling With Mandatory Dividends: The Case of the Greek Stock Market. Journal: University of Piraeus. Vol. 1, pp. 1-26.

Baker, M. & Wurgler, J. (2002). Market Timing & Capital Structure. Source: The Journal of Finance. pp. 1-32.

Bhattacharya, S., (1979). Imperfect Information, Dividend Policy, and “The Bird in the Hand” Fallacy. Source: The Bell Journal of Economics, 10. pp. 259-270.

Black, F., (1976). The Dividend Puzzle. Source: Journal of Portfolio Management. pp. 5-8.

Brigham, E.F. & Ehrhardt, M.C., (2005). Financial Management. Theory and Practice. : 13th Edition.

Brown L.D. & Rozeff M.S., (1978), Univariate Time – Series Models of Quarterly Accounting Earnings per Share: A Proposed Model. Source: Journal of Accounting Research. Vol. 17, No 1. pp. 179-189.

Dagoumas, A., (2007). Key Concepts for Investment and Value for Money. University of Peiraius.

- Gitman, L.J., (2005). Principles of Managerial Finance Brief: 7th Edition.
- Graham, J.R. & Harver, C.R., (2001). The Theory and Practice of Corporate Finance. Evidence from the Field. Source: Journal of Financial Economics. pp. 187-243.
- Gordon, M.J., (1959). Dividends, Earnings and Stock Prices. Source: The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1. pp. 99-105.
- Jensen, C.M. & Meckling, W.H., (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Source: Journal of Financial Economics. pp. 305-360.
- Knight, F.H., (1921). Risk, Uncertainty and Profit. Iowa City: Houghton Mifflin Iowa City: Houghton Mifflin Company. pp. 682-690.
- Lintner, J., (1956). Lintner's Model. Distribution of Incomes of Corporations among Dividends, Retained Earnings and Taxes. Source: The American Economic Review, Vol. 46, No.2, pp. 97-113.
- Lintzerberger, R.H. & Ramaswamy, K., (1979). The Effects of Dividends on Common Stock Prices and Tax Effects. Source: Journal of Financial Economics. Vol.7, Issue. 2, pp. 163-195.
- Markowitz H., (1959). Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. John Wiley and Sons, New York.
- Miller, M.H., (1977). Debt and Taxes. Source: The Journal of Finance. pp. 261-275.
- Modigliani, F. & Miller, M., (1952). The Cost of Capital. Corporation Finance and Theory of Investment. Source: The American Economic Review, Vol.48, No.3, pp. 261-297.
- Modigliani, F. & Miller, M., (1961). Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Source: The Journal of Business, Vol.34, No.4, pp. 411-433.
- Mossin, J., (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market. Source: Econometrica, Vol. 34, pp. 768-783.
- Myers, C. & Majluf, S., (1984). The Capital Structure Puzzle. Source: The Journal of Finance, Vol. 39, Issue 3, pp. 574-592.
- Ross, S.A., (1977). The Determination of Financial Structure. The Incentive-Signalling Approach. Source: Bell Journal of Economics, Vol.8, pp. 23-40.
- Sharpe, W.F., (1964). Capital Asset Prices. A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. Source: The Journal of Finance, Vol. 19, No. 3, pp. 425-442.

Shefrin, M.H. & Statman, A. (1988). The Behavioral Life-Cycle Hypothesis. Source: Wiley Online Library, Vol.26, Issue.4, pp. 609-643.

Ηλεκτρονική Βιβλιογραφία

<https://www.bankofgreece.gr/enimerosi/grafeio-tyroy/anzhthshenhmerwsewn/enhmerwseis?announcement=ef215b15-8477-4597-83ee-7b79a4c181c1>

<https://www.Capital.gr>

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2006/02/09/beyond-irrelevance>