

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΔΥΤΙΚΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΒΑΣΗ ΑΞΙΑΣ (VALUE BASED MANAGEMENT):
ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΤΕΚΜΗΡΙΩΣΗ, ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ
ΚΑΙ ΜΕΛΕΤΕΣ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ



ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ:

ΑΡΚΟΥΜΑΝΗ ΟΛΓΑ
ΝΑΣΙΟΥ ΕΥΑΓΓΕΛΙΑ
ΤΡΟΒΙΑΣ ΜΙΧΑΗΛ

ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ:
ΖΑΧΟΥΡΗΣ ΠΑΡΗΣ

ΠΑΤΡΑ 2017

ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία θα ασχοληθούμε με το θέμα της διοίκησης μιας επιχείρησης με βάση την αξία.

Αν δούμε από μια πιο σφαιρική οπτική μεριά το θέμα αυτό θα λέγαμε πως η διοίκηση βάσει αξίας επικεντρώνεται στην βελτίωση της λήψης αποφάσεων σε όλα τα επίπεδα ενός οργανισμού ή μιας επιχείρησης.

Εφόσον η διοίκηση βάσει αξίας εφαρμοστεί σωστά δημιουργεί πολύ μεγάλα οφέλη για την επιχείρηση. Ακολουθείται στην ουσία η αναδιάρθρωση της επιχείρησης με σκοπό την μέγιστη αξία, και αυτό συμβαίνει σε συνεχή βάση. Σημαντική και επικερδής θεωρείται η επιχείρηση που δημιουργεί μεγάλη αξία.

Η θεωρία αυτή διοίκησης έχει υψηλό αντίκτυπο και τα πλεονεκτήματά της εντοπίζονται στην βελτιωμένη οικονομική απόδοση.

Βέβαια η διοίκηση βάσει αξίας δεν είναι μία απλή διαδικασία αλλά εσωκλείει ποικίλους κινδύνους και παγίδες και δεν είναι λίγες οι επιχειρήσεις που αποφασίζουν να καθορίσουν την αξία μόνο σε περίπτωση πώλησης της ή συγχώνευσής της με κάποια άλλη επιχείρηση.

Η διοίκηση με βάση την αξία εφαρμόζεται σε πολλά επίπεδα και σε διάφορους τομείς σε μία επιχείρηση ή σε έναν οργανισμό.

Στα έξι λοιπόν κεφάλαια που ακολουθούν θα προσπαθήσουμε πολύ αναλυτικά να περιγράψουμε τα όσα λιτά παρουσιάστηκαν στις παραπάνω γραμμές.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Στην εργασία αυτή ασχοληθήκαμε με το θέμα της διοίκησης των επιχειρήσεων βάσει αξίας.

Στο ξεκίνημα της εργασίας αυτής γίνεται μια μικρή εισαγωγή στο θέμα ενώ στο πρώτο κεφάλαιο περιγράφουμε την οργάνωση και την διοίκηση της επιχείρησης, αναλύοντας την έννοια της επιχείρησης, αλλά και του χρηματοοικονομικού προγραμματισμού και του μανάτζμεντ.

Στο επόμενο κεφάλαιο περιγράφεται ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης καθώς επίσης κι η διαδικασία της αποτίμησης της επιχείρησης.

Στο τρίτο κεφάλαιο δίνονται οι αρχές της μεθόδου της διοίκησης βάσει αξίας ενώ στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύονται οι διαδικασίες διαχείρισης της μεθόδου αυτής καθώς επίσης και ποιες είναι οι παραδοσιακές και σύγχρονες μέθοδοι μέτρησης της αξίας.

Στο πέμπτο κεφάλαιο παρουσιάζονται τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της μεθόδου αυτής ενώ στο έκτο κεφάλαιο υπάρχει πρακτική εφαρμογή με αριθμητικά δεδομένα.



ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε τον καθηγητή μας και εισηγητή της παρούσης εργασίας κo Ζαχούρη Πάρη , για την βοήθεια και την υποστήριξη που μας παρείχε καθόλη την διάρκεια συγγραφή της εργασίας αυτής.

Επίσης σημαντικό για εμάς είναι να εκφράσουμε την ευγνωμοσύνη μας προς τις οικογένειες μας για την συμπαράστασή τους προς εμάς καθόλη την διάρκεια των σπουδών μας.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΕΙΣΑΓΩΓΗ	1
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 ^ο Η ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	3
1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	3
1.2 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	4
1.3 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΥ	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 ^ο : Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ	8
2.1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ	8
2.2 Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗ ΤΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ	8
2.3 Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ	12
2.4 Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗ ΤΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ	13
2.5 ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ	14
2.6 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	15
2.7 ΕΙΔΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	16
2.8 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	19
2.9 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ	34
3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	34
3.2 ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ	36
3.3 Η ΝΟΟΤΡΟΠΙΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ	37
3.4 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΚΑΙ ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ	39
3.4 Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ	40
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 ^ο Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ	44
4.1 ΟΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΥΤΗΣ	44
4.2 ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ	45
4.3 ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ	47

4.4 ΑΡΙΘΜΗΤΙΚΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ	48
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5 ^ο ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ	56
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 ^ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	66
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	70

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η επιχείρηση αποτελεί ένα στοιχείο της κοινωνίας μας, το ίδιο σημαντικό με την οικογένεια. Το μεγαλύτερο μέρος των ανθρώπων διαθέτει το ένα τρίτο περίπου από το χρόνο του στις επιχειρήσεις. Τα προϊόντα ή οι υπηρεσίες που καταναλώνονται προέρχονται από αυτές. Επίσης η απασχόληση και το εισόδημα των περισσότερων ανθρώπων καθώς και η εξέλιξη της οικονομίας κάθε χώρας εξαρτάται από τις επιχειρήσεις.

Η επιχείρηση αποτελεί ασφαλώς μια κοινωνική οργάνωση, ξεχωρίζει όμως από αυτή, γιατί συνδέεται με την έννοια του "επιχειρείν" ή της επιχειρηματικότητας. Πρακτικά, η έννοια αυτή:

- **Πρώτο**, σημαίνει το συνδυασμό των συντελεστών παραγωγής με σκοπό τη δημιουργία υλικών αγαθών ή υπηρεσιών.
- **Δεύτερο**, εμπεριέχει το στοιχείο της εισαγωγής και εφαρμογής καινοτομιών.
- **Τρίτο**, εμπεριέχει το στοιχείο του κινδύνου, που σημαίνει ότι κάθε επιχειρούμενος συνδυασμός συντελεστών παραγωγής μπορεί να αποτύχει στο σκοπό του.

Η επιχείρηση αποτελεί μια παραγωγική - οικονομική μονάδα, με την έννοια ότι συνδυάζει και αξιοποιεί τους συντελεστές παραγωγής (εργασία, κεφάλαιο, γνώση, τεχνολογία κτλ.), προκειμένου να παράγει προϊόντα ή υπηρεσίες, με σκοπό τη διάθεση τους μέσω του μηχανισμού της αγοράς στους καταναλωτές.

Αποτελεί, δηλαδή, την οργάνωση που παράγει πλούτο, με την έννοια των αγαθών με τα οποία ικανοποιούνται ανθρώπινες ανάγκες. Ταυτόχρονα όμως συμμετέχει σε κάθε οικονομική δραστηριότητα, αφού, προκειμένου για παράδειγμα να παράγει, παίζει τους ρόλους του επενδυτή, του καταναλωτή, του αποταμιευτή, του δανειζόμενου, κτλ.

Η κάθε επιχείρηση έχει ως στόχο την μεγιστοποίηση του κέρδους, ή αλλιώς την μεγιστοποίηση του πλούτου της. Για να επιτύχει τον στόχο της αυτόν θα πρέπει να επιλεγθεί από τα στελέχη της κάθε επιχείρησης η κατάλληλη προσέγγιση στην διοίκηση της επιχείρησης.

Η διοίκηση με βάση την αξία είναι μία δημοφιλής μέθοδος. Το σκεπτικό της μεθόδου αυτής είναι το εξής: η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τις μελλοντικές χρηματοροές της. Η αξία σε μία επιχείρηση δημιουργείται κυρίως όταν η επιχείρηση επενδύσει κεφάλαια με απόδοση μεγαλύτερη από ότι το κόστος της επένδυσης. Η διοίκηση με βάση την αξία προχωράει ένα βήμα πιο πέρα το σκεπτικό αυτό εστιάζοντας κυρίως στο πως η επιχείρηση θα χρησιμοποιήσει την αξία αυτή ούτως ώστε να ληφθούν οι κατάλληλες λειτουργικές, στρατηγικές και καθημερινές αποφάσεις.



ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο Η ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ Η ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

1.1 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η χρηματοοικονομική διοίκηση μιας επιχείρησης συνδέεται με αποφάσεις χρηματοδότησης επιχειρήσεων και επενδυτικών προγραμμάτων, αποφάσεις πολιτικής της διανομής του μερίσματος και επενδυτικές αποφάσεις, που όλα αυτά ως απώτερο σκοπό έχουν την μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και των μετόχων της.

Τρία πεδία αποφάσεων έρχονται να καθορίσουν την χρηματοοικονομική διοίκηση:

Η χρηματοοικονομική διοίκηση περιλαμβάνει τρία πεδία αποφάσεων.

- επενδυτικές αποφάσεις

Θα πρέπει από την διοίκηση μιας επιχείρησης να παρθούν αποφάσεις σχετικά με το που η επιχείρηση θα επενδύσει, ποιο θα είναι το ποσό και πότε θα πρέπει να γίνει η επένδυση και επίσης εάν θα πρέπει οι ήδη υπάρχουσες επενδύσεις να συνεχίσουν να γίνονται.

- χρηματοδοτικές αποφάσεις

Είναι σαφές πως για κάθε επενδυτική απόφαση θα πρέπει να υπάρχει και μία απόφαση για τον τρόπο πληρωμής της επένδυσης. Άρα η κάθε διοίκηση θα πρέπει όχι μόνο να σχεδιάζει τις μελλοντικές επενδύσεις αλλά και τα μέσα της χρηματοδότησης των επενδύσεων. Οπότε θα πρέπει να βρεθούν και οι κατάλληλες πηγές χρηματοδότησης.

- έλεγχος μετρητών

Η διαδικασία του ελέγχου των μετρητών κρίνεται παραπάνω από απαραίτητη γιατί έτσι διασφαλίζεται ότι η επιχείρηση θα έχει ανά πάσα στιγμή επαρκή μετρητά για να καλύψει τις ανάγκες της.

Οι αποφάσεις χρηματοδότησης αναφέρονται στην άριστη κεφαλαιακή δομή (capital structure) της επιχείρησης σε όρους ενεργητικού και παθητικού. Οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής σχετίζονται με τη μορφή με την οποία διανέμεται μέρος των κερδών στους μετόχους. Οι επενδυτικές αποφάσεις έχουν να κάνουν με τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από τις χρηματοοικονομικές αγορές (αγορές χρήματος και κεφαλαίου – money markets και capital markets, αντίστοιχα) σε παραγωγικές δραστηριότητες της επιχείρησης. η χρηματοοικονομική διοίκηση συνίσταται σε τρεις (3) αλληλοσυνδεόμενες περιοχές της χρηματοοικονομικής επιστήμης, τα πορίσματα και τα εργαλεία τους:

Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, που αναφέρονται στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ως *διαμεσολαβητές*, στην ανάπτυξη μιας ρυθμιστικής αρχιτεκτονικής των αγορών στο διεθνοποιημένο περιβάλλον, το ρόλο και τον τρόπο λειτουργίας των αγορών, τη συμβολή τους στην οικονομική ανάπτυξη, καθώς και τη μελέτη των αγορών χρεογράφων (μετοχές, ομολογίες, αγορές παραγώγων προϊόντων).

Διαχείριση Επενδύσεων, που αναφέρεται στον τρόπο λήψης αποφάσεων για την κατανομή επενδύσεων ιδιωτικών, θεσμικών και συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε αγορές και προϊόντα και τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους στο πλαίσιο της σχέσης απόδοση-κίνδυνος.

Χρηματοοικονομική Διοίκηση (ή business finance), η οποία είναι ευρύτερη των προηγούμενων δυο κατευθύνσεων και, είναι σημαντική σε κάθε τύπο επιχείρησης συμπεριλαμβανομένων των οργανισμών κοινής ωφέλειας (σχολεία, Πανεπιστήμια, νοσοκομεία, κλπ), των πιστωτικών ιδρυμάτων (τράπεζες), των χρηματοοικονομικών εταιριών και οργανισμών (χρηματιστηριακές εταιρίες-ΑΧΕΠΕΥ, εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων-ΑΕΔΑΚ, εταιρίες παροχής επενδυτικών υπηρεσιών-ΕΠΕΥ, εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου-ΕΕΧ, συνταξιοδοτικά ταμεία-Pension Funds), των βιομηχανικών εταιριών και το λιανικό εμπόριο.¹

1.2 Ο ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑΤΙΣΜΟΣ

Ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός είναι υψίστης σημασίας για την ομαλή λειτουργία και ανάπτυξη μιας επιχείρησης

Ο προγραμματισμός των χρηματοδοτικών αναγκών της επιχείρησης, προϋποθέτει τη χρηματοοικονομική ανάλυση των στοιχείων της επιχείρησης και το συντονισμό των δυνατοτήτων και αδυναμιών της. Για την ανάλυση αυτή της χρηματοοικονομικής κατάστασης

¹ Κιόχος Α. Π- Δρ Παπανικολάου Δ. Γ, 2001.,Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

της επιχείρησης θα πρέπει να χρησιμοποιηθούν οικονομικά στοιχεία και μεγέθη τα οποία θα προέλθουν από τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και συγκεκριμένα από τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσης.

Βέβαια για την καλύτερη αξιολόγηση της τρέχουσας κατάστασης της επιχείρησης βοηθά η ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών, οι οποίοι δύναται να συνδέσουν τα στοιχεία του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης.

Σκοπός λοιπόν του οικονομικού προγραμματισμού είναι να καθοριστεί η οικονομική δράση της επιχείρησης ούτως ώστε να επιτευχθεί το μέγιστο δυνατό κέρδος.

Η επιχειρηματική δράση όμως είναι ένα σύνθετο φαινόμενο γιατί αποτελείται από πολλές λειτουργίες οι οποίες λειτουργούν σε διάφορα οργανωτικά επίπεδα και πολλά τμήματα πχ(τμήμα παράγωγης επιχειρήσεων).

Άρα όταν θέλουμε να οργανώσουμε την επιχειρηματική δράση και να πετύχουμε τα καλύτερα αποτελέσματα δηλαδή να πετύχουμε τον μέγιστο στόχο πρέπει να όλες οι ενέργειες του εργοστασιακού δυναμικού να κινηθούν σε ορισμένες τιμές(δηλαδή τις ενέργειες μέσα στην επιχείρηση από τεχνολογία και την οργάνωση της συγκεκριμένης επιχείρησης κάθε φορά που προγραμματίζεται ώστε να προσδιοριστούν αριθμητικά οι 2 όροι και συγκεκριμένα οι προϋποθέσεις για να παραχθεί το έργο και οι μονάδες από το έργο μ αυτές τις προϋποθέσεις).και επειδή οι λειτουργίες αυτές εκτελούνται από ορισμένα πρόσωπα θα πρέπει να εξασφαλιστεί η βεβαιότητα ότι τα πρόσωπα θα κινηθούν υπό τις «τιμές».

Σκοπός λοιπόν του οικονομικού προγραμματισμού είναι η επιδίωξη επίτευξης των στόχων της επιχείρησης, γι αυτό πρέπει α) να προσδιοριστούν οι «τιμές» β) να εξασφαλιστεί η πραγματοποίησή τους». Σχετικά με το πρώτο ζήτημα, πρέπει να προσδιοριστεί σε τι τιμή θα πραγματοποιήσει το έργο του ο υπεύθυνος ενός τομέα και όλων των τομέων μαζί της επιχειρηματικής δράσης. Πιο συγκεκριμένα πόσο έργο χρειάζεται να παραχθεί και σε αξία.

Παρατηρείται όμως μια δυσκολία γιατί το οικονομικό αποτέλεσμα σαν δείκτης οικονομικότητας προκύπτει αν συνισταμένη της συνολικής επιχειρηματικής δράσης ενώ ο προγραμματισμός προσδιορίζει τις λειτουργίες της καθεμιάς από τις επιμέρους συνιστώσες αυτής της δράσης.

Για να έχουμε το μέγιστο κέρδος για μια επιχειρηματική λειτουργία πρέπει να δούμε τον «βαθμό απασχολήσεως» της δράσης της σε συνδυασμό με την δράση όλων των άλλων επιχειρηματικών λειτουργιών έχει σαν αποτέλεσμα να πραγματοποιεί η επιχείρηση το σκοπό

της, δηλαδή το μέγιστο κέρδος. Άρα για να πετύχουμε σκόπιμα το μέγιστο κέρδος πρέπει να προσδιορίσουμε για την μελλοντική επιχειρηματική δράση τον βαθμό απασχόλησής, με άλλα λόγια να δώσουμε στην επιχειρηματική λειτουργία μια τιμή έτσι ώστε ο συνδυασμός των τιμών να μας δώσει το μέγιστο κέρδος προσδιορισμός αυτός καλύπτει την τεχνολογική άποψη της επιχείρησης ακολουθώντας ορισμένους κανόνες τεχνολογίας, έχει τη δυνατότητα να παράγει ένα προϊόν.

Εν κατακλείδι ο σκοπός του οικονομικού προγραμματισμού είναι αρχικά να προκαθορισθεί για κάθε τομέα της επιχειρηματικής δράσης βαθμός απασχόλησης που θα φέρει στην επιχείρηση το μέγιστο κέρδος και επίσης να προσδιορισθεί ο υπευθύνος για την εκτέλεση του προγράμματος.

1.3 ΟΙ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΕΣ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ο προγραμματισμός:

Είναι η διαδικασία με την οποία καθορίζονται οι στόχοι της επιχείρησης, προβλέπεται η μελλοντική εξέλιξη των μεταβλητών του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης και επίσης προσδιορίζονται οι τρόποι και οι ενέργειες και τα μέσα με τα οποία θα γίνει η επίτευξη των στόχων. Ο προγραμματισμός δηλαδή περιλαμβάνει τον καθορισμό των στόχων, τη διαμόρφωση των στρατηγικών και πολιτικών και επίσης τα λειτουργικά προγράμματα δράσης.

Η οργάνωση:

Είναι η διαδικασία με την οποία το σύνολο των εργασιών που απαιτούνται για την επίτευξη των στόχων της επιχείρησης ταξινομείται σε επιμέρους καθήκοντα, κατανέμεται στους κατάλληλους εργαζόμενους και διατίθενται οι κατάλληλοι πόροι. Άρα απαραίτητη σε μία επιχείρηση είναι μια συγκεκριμένη δομή και λειτουργική διάρθρωση.

Η διεύθυνση:

Η διεύθυνση αφορά τη σωστή διοίκηση του ανθρώπινου παράγοντα. Είναι, δηλαδή, η καθοδήγηση, η ενθάρρυνση και η ενεργοποίηση του ανθρώπινου δυναμικού της επιχείρησης

για την καλύτερη δυνατή επίτευξη των στόχων τόσο μακροχρόνια όσο και βραχυχρόνια. Η λειτουργία της διεύθυνσης ξεπερνά τα όρια της απλής έκδοσης οδηγιών και εντολών από τα ανώτερα προς τα κατώτερα στελέχη της επιχείρησης.

Αποτελεσματική διεύθυνση σημαίνει και αποτελεσματική επικοινωνία μεταξύ των μελών μιας επιχείρησης. Πολλά προβλήματα μέσα στην επιχείρηση δημιουργούνται από έλλειψη επικοινωνίας. Η συνεχής πληροφόρηση που απαιτείται σήμερα για την εκτέλεση των βασικών δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης καθιστά την επικοινωνία απαραίτητο εργαλείο της αποτελεσματικής διεύθυνσης.

Ο Έλεγχος:

Είναι η συστηματική παρακολούθηση των ενεργειών των διάφορων μελών της επιχείρησης, για την εξακρίβωση και τη διόρθωση τυχόν αποκλίσεων από τους στόχους που έχουν τεθεί. Υπάρχουν πολλοί τρόποι με τους οποίους μπορεί να γίνει ο έλεγχος και ο σχεδιασμός του κατάλληλου συστήματος ελέγχου. Η λειτουργία του ελέγχου δεν είναι ανεξάρτητη από τη λειτουργία του προγραμματισμού. Οι δύο λειτουργίες είναι ή θα πρέπει να είναι οργανικά δεμένες. Η ανάπτυξη των κριτηρίων ελέγχου δεν μπορεί να είναι αποκομμένη από τους στόχους που έχουν τεθεί κατά τη διαδικασία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο : Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΙ Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ

2.1 ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ

Υπάρχουν πολλές μέθοδοι αποτίμησης της Αξίας μιας εταιρείας και διαφορετικές εταιρείες χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους. Συνήθως οι εδραιωμένες εταιρείες μετρούν την Αξία τους βάσει των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους, της φήμης που έχουν δημιουργήσει και της τεχνογνωσίας που έχουν αποκτήσει. Αντίθετα οι αναπτυσσόμενες εταιρείες δίνουν μεγαλύτερο βάρος στην δυναμική τους και στα περιθώρια ανάπτυξης τους και καθορίζουν την Αξία τους βάση των υφιστάμενων πωλήσεων και των εκτιμήσεων μελλοντικών κερδών.

Για να μπορέσει η διοίκηση μιας εταιρείας να χρησιμοποιήσει την Αξία σαν εργαλείο ανάπτυξης και βελτίωσης, ο καθορισμός της δεν είναι παρά το πρώτο βήμα. Το κλειδί είναι η μετατροπή των αποτελεσμάτων και των δεδομένων σε χρήσιμες πληροφορίες που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να βελτιωθεί η εταιρεία.

Και ενώ υπάρχουν πολλοί εκτιμητές οι οποίοι μπορούν να «καθορίσουν» την Αξία μιας εταιρείας στο ποσό που επιθυμεί ο επιχειρηματίας, ένας καλός εκτιμητής θα λειτουργήσει περισσότερο σαν σύμβουλος, αξιολογώντας αντικειμενικά την επιχείρηση και δίνοντας κατευθύνσεις και συμβουλές για το πώς να βελτιωθεί η αξία της.

2.2 Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ- ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ

Ο καθορισμός της αξίας μιας εταιρείας μέσω των μεθόδων αυτών συντελείται μέσω της εκτίμησης της αξίας του ενεργητικού της. Αυτές οι παραδοσιακά χρησιμοποιούμενες μέθοδοι στηρίζονται στην αρχή ότι η αξία της εταιρείας έγκειται κατά βάση στον ισολογισμό της.

Οι μέθοδοι οι οποίες στηρίζονται στον Ισολογισμό καθορίζουν την αξία μιας εταιρείας από μια στατική άποψη, και δεν λαμβάνουν υπόψη τη μελλοντική εξέλιξη της εταιρείας ή τη

διαχρονική αξία του χρήματος. Επιπλέον, δεν λαμβάνουν υπόψη άλλους παράγοντες που δεν εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις, όπως, για παράδειγμα, την τρέχουσα κατάσταση της επιχείρησης, την αποδοτικότητα των ανθρώπινων πόρων, τα οργανωτικά πλεονεκτήματα ή προβλήματα, τυχόν συμβάσεις κ.λπ., παράγοντες οι οποίοι επηρεάζουν επίσης την αξία μιας εταιρείας.

Μερικές από αυτές τις μεθόδους είναι: η λογιστική αξία, η προσαρμοσμένη λογιστική αξία, η ρευστοποιήσιμη αξία και η πραγματική αξία. Γενικά, η αποτίμηση βάσει στοιχείων ενεργητικού είναι ένα χρήσιμο σημείο εκκίνησης στην αποτίμηση μίας εταιρείας.

Η επισκόπηση του Ενεργητικού μιας προς αποτίμηση εταιρείας υποβοηθείται γενικά απαντώντας στις παρακάτω ερωτήσεις:

- Οικόπεδα και κτίρια:

Έχει αποκτηθεί η κυριότητα τους ή είναι μισθωμένα;

Για πόσο καιρό υπάρχει η μίσθωση;

Έχουν επανεκτιμηθεί πρόσφατα;

- Εγκαταστάσεις και μηχανολογικός εξοπλισμός:

Έχει η εταιρεία αντικαταστήσει τον μηχανολογικό εξοπλισμό;

Πόσο παλιός είναι ο μηχανολογικός εξοπλισμός;

- Λοιπά πάγια:

Τι περιλαμβάνουν;

Πώς έχουν αποτιμηθεί;

- Αποθέματα:

Τι περιλαμβάνουν;

Είναι οι ημέρες παραμονής των αποθεμάτων υψηλότερες από τον μέσο όρο του κλάδου; (Αυτό μπορεί να είναι ένα δείγμα αναποτελεσματικότητας ή ότι η εταιρεία έχει απαξιωμένα αποθέματα τα οποία δεν έχουν διαγραφεί ή οι εμπορικές σχέσεις με τους πελάτες απαιτούν να προσφέρονται αποθέματα σε παρακαταθήκη).

- Πελάτες:

Τι περιλαμβάνουν;

Ειδικότερη ανάλυση των Εμπορικών απαιτήσεων, των Λοιπών χρεωστών, των προκαταβολών, των Πελατών-Χρεωστών που λήγουν μετά από ένα έτος.

Είναι οι μέρες είσπραξης των απαιτήσεων της εταιρείας υψηλότερες από τον μέσο όρο του κλάδου; (Αυτό μπορεί να αποτελεί μια αντανάκλαση της αναποτελεσματικότητας της διοίκησης ή μπορεί να σημαίνει ότι η εταιρεία δεν έχει διαγράψει τις επισφαλείς απαιτήσεις της ή οι εμπορικές σχέσεις με τους πελάτες απαιτούν να προσφέρονται μακρύτερες περίοδοι αποπληρωμής.)

- Πιστωτές:

Τι περιλαμβάνουν;

Πόσο είναι το χρέος;

Είναι εξασφαλισμένο; Με τι;

Ποιο είναι το σχέδιο αποπληρωμών;

Δεν μπορούμε να βρούμε απαντήσεις σε όλα τα ερωτήματα, και ειδικά για το ποια πάγια της εταιρείας αξίζουν, καθώς κάποιος άλλος μπορεί να είχε άλλη άποψη. Ωστόσο, προσδιορίζουμε την αξία των παγίων της εταιρείας και όχι τι αξίζει η εταιρεία.

Λογιστική Αξία (Book value)

Η λογιστική αξία μιας εταιρείας ή η καθαρή της θέση είναι η αξία των ιδίων κεφαλαίων των μετόχων (ΚΘ) που αναφέρεται στον ισολογισμό (μετοχικό κεφάλαιο και αποθεματικά). Η αξία αυτή είναι και η διαφορά μεταξύ του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού (Ε) και του παθητικού (Π), δηλαδή το πλεόνασμα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων και των δικαιωμάτων της εταιρείας επί του συνόλου των χρεών της προς τρίτους. Ο προσδιορισμός της βασίζεται στη λογιστική ταυτότητα: $E = \Pi + ΚΘ$ ή $ΚΘ = E - \Pi$

Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία (Adjusted value)

Η μέθοδος αυτή επιδιώκει να ξεπεραστούν οι αδυναμίες που εμφανίζονται όταν τα καθαρά κριτήρια της λογιστικής και κυρίως των «σταθερών και ιστορικών τιμών» εφαρμόζονται στην αποτίμησή τους. Όταν οι αξίες των περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων προσαρμόζονται στην αγοραία αξία τους, λαμβάνεται η προσαρμοσμένη καθαρή αξία.

Ρευστοποιήσιμη Αξία (Liquidation value)

Είναι η αξία της εταιρείας η οποία προκύπτει μετά την εκκαθάριση της. Στη διαδικασία της εκκαθάρισης πωλούνται τα στοιχεία του ενεργητικού και εξοφλούνται οι υποχρεώσεις της εταιρείας. Η ρευστοποιήσιμη αξία υπολογίζεται με την αφαίρεση των εξόδων εκκαθάρισης της επιχείρησης (αποζημιώσεις απόλυσης μισθωτών, φορολογικές δαπάνες και άλλα τυπικά έξοδα εκκαθάρισης) από την προσαρμοσμένη καθαρή θέση.

Η χρησιμότητα αυτής της μεθόδου περιορίζεται σε μια πολύ συγκεκριμένη κατάσταση, δηλαδή στην περίπτωση όπου η εταιρεία αγοράστηκε με σκοπό τη ρευστοποίηση της σε μεταγενέστερη ημερομηνία. Ωστόσο, αυτό αντιπροσωπεύει πάντα την ελάχιστη αξία της εταιρείας, καθώς η αξία μιας επιχείρησης, που υποτίθεται ότι συνεχίζει να λειτουργεί, είναι μεγαλύτερη από την αξία ρευστοποίησης της.

Πραγματική Αξία (Substantial value)

Η πραγματική ή ουσιαστική αξία αντιπροσωπεύει την επένδυση που πρέπει να γίνει για να σχηματιστεί μια εταιρεία με τις ίδιες συνθήκες με αυτής της εταιρείας που αποτιμάται. Μπορεί, επίσης, να ορίζεται ως η αξία αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων, αν υποθεθεί ότι η εταιρεία συνεχίζει να λειτουργεί, σε αντίθεση με την αξία ρευστοποίησής τους. Κανονικά, η πραγματική αξία δεν περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που δεν χρησιμοποιούνται για τις εργασίες της εταιρείας (μη χρησιμοποιούμενες εκτάσεις, συμμετοχές σε άλλες εταιρείες κλπ.).

Τρεις τύποι ορίζουν συνήθως την πραγματική αξία:

- Μεικτή πραγματική αξία: Αυτή είναι η αξία του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (Σύνολο Ενεργητικού) σε τιμή αγοράς
- Καθαρή πραγματική αξία: Είναι η μεικτή πραγματική αξία μείον τις υποχρεώσεις της εταιρείας.
- Μειωμένη μεικτή πραγματική αξία: Αυτή είναι η μεικτή πραγματική αξία μειωμένη μόνο κατά την αξία των Ξένων Κεφαλαίων

2.3 Ο ΚΑΘΟΡΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΗΣ

Σε αντίθεση με τις μεθόδους βάσει του ισολογισμού, οι μέθοδοι αυτές βασίζονται στα αποτελέσματα της εταιρείας. Επιδιώκουν να προσδιοριστεί η αξία της εταιρείας μέσω του μεγέθους των κερδών, των μερισμάτων, των πωλήσεων ή άλλων αριθμοδεικτών. Υπάρχουν δύο διαφορετικοί δρόμοι για να προσεγγίσουμε την αποτίμηση εταιρειών η οποία στηρίζεται στα κέρδη:

- η αποδοτικότητα του κεφαλαίου,
- ο Αριθμοδείκτης τιμή προς κέρδη.

Η αποδοτικότητα του κεφαλαίου

Κάθε εταιρεία επιθυμεί να βελτιώσει την απόδοση του απασχολούμενου κεφαλαίου. Έτσι δεν θα επιθυμούσε μια εξαγορά που το μειώνει. Αυτό σημαίνει ότι η αποδοτικότητα του κεφαλαίου είναι πιθανό να είναι ένα από τα κύρια κριτήρια εξαγοράς, και επομένως θα πρέπει να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση της εταιρείας. Εάν μελετάμε την αγορά εταιρείας, λαμβάνουμε τα κέρδη μετά από φόρους, καθώς εξετάζουμε και τη φορολογική επίπτωση της απόκτησης και πώς θα μπορούσε αυτή να επιδράσει στα κέρδη. Αυτό σημαίνει ότι οι περισσότερες εταιρείες χρησιμοποιούν μία απόδοση επί του απασχολούμενου κεφαλαίου μετά τους φόρους, εφαρμόζοντας μία απόδοση στόχο επί του κεφαλαίου σαν ποσοστό επί των κερδών της πιθανολογούμενης εξαγοράς, προκειμένου να προσδιορίσουν ένα εύρος τιμών της εξαγοράς.

Ο Αριθμοδείκτης τρέχουσα τιμή/κέρδη (P/E) ανά μετοχή (για εισηγμένες εταιρείες)

Αυτή είναι η άλλη μέθοδος αποτίμησης βάσει κερδών. Χρησιμοποιεί τους P/E Αριθμοδείκτες των αναφερόμενων εταιρειών και τους εφαρμόζει στην ενδεχόμενη εξαγορά. Συχνά είναι ένας χρήσιμος οδηγός για την τιμή την οποία οι υφιστάμενοι ιδιοκτήτες της εταιρείας προσδοκούν να εισπράξουν από την πώλησή της.

Η χρήση του δείκτη P/E ως σημείου αναφοράς πρέπει να συνεξεταστεί με το πρόβλημα του εντοπισμού συναφών εταιρειών με συναφείς προσδοκίες ανάπτυξης (Οι προσδοκίες ανάπτυξης είναι σημαντικές, καθώς αντανακλούν την τιμή και συνεπώς τον δείκτη P/E.). Συνεχίζοντας το προηγούμενο παράδειγμα, εάν μία συναφής εταιρεία είχε έναν δείκτη P/E , οι

ιδιοκτήτες μπορεί να αναμένουν να εισπράξουν 14 φορές τα τρέχοντα κέρδη, π.χ. 700.000.000. Ωστόσο, αυτό υπερβαίνει το μέγιστο ποσό που προτείνεται από το κριτήριο της απόδοσης του κεφαλαίου. Αυτό σημαίνει ότι οι ιδιοκτήτες της εταιρείας μπορεί να προσδοκούν να εισπράξουν περισσότερα για την επιχείρηση από αυτά που η εταιρεία είναι έτοιμη να δώσει

Πολλαπλασιαστές πωλήσεων (Sales multiples)

Αυτή η μέθοδος αποτίμησης, η οποία χρησιμοποιείται σε ορισμένες επιχειρήσεις, δίνει τον υπολογισμό της αξίας μιας εταιρείας πολλαπλασιάζοντας τις πωλήσεις της με έναν αριθμό ή πολλαπλασιαστή. Η αναλογία τιμή / πωλήσεις μπορεί να χωριστεί σε δύο ακόμη αναλογίες: $\text{Τιμή} / \text{Πωλήσεις} = (\text{τιμή} / \text{κέρδη}) \times (\text{κέρδη} / \text{πωλήσεις})$

Ο πρώτος λόγος (τιμή / κέρδη) είναι το P/E και ο δεύτερος (κέρδη / πωλήσεις) είναι συνήθως γνωστός ως συντελεστής καθαρού κέρδους. Προκειμένου να χρησιμοποιηθεί η μέθοδος των πολλαπλασιαστών πωλήσεων για την αποτίμηση μιας εταιρείας, απαιτείται ουσιαστικά ο προσδιορισμός της μέσης αναλογίας του επιθυμητού πολλαπλασιαστή για τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η εταιρεία. Είναι κοινή πρακτική για την αποτίμηση, π.χ. μιας οινοποιίας, να πολλαπλασιάζουμε τις ετήσιες πωλήσεις της με έναν αριθμό, π.χ. 2, ανάλογα με την κατάσταση της αγοράς.

2.4 Η ΑΞΙΑ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΣΥΝΑΡΤΗΣΗ ΤΟΥ ΒΑΘΜΟΥ ΕΠΙΚΙΝΔΥΝΟΤΗΤΑΣ ΤΗΣ

Ανεξάρτητα από το αντικείμενο δραστηριότητας μιας επιχείρησης, από τα πάγια στοιχεία της, από τη φήμη της ή από τη δυναμική της, υπάρχει ένας παράγοντας που παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της τελικής Αξίας: **το ρίσκο (ή επιχειρηματικός κίνδυνος)**. Όσο χαμηλότερη η επικινδυνότητα της επιχείρησης (με όλους τους άλλους παράγοντες να παραμένουν σταθεροί), τόσο υψηλότερη η εκτίμηση της Αξίας. Πολύ λογικά για έναν εξωτερικό αγοραστή υψηλό ρίσκο σημαίνει χαμηλότερη τιμή αγοράς, καθώς, εκτός από την εταιρεία "αγοράζει" και σημαντικό ποσό...αβεβαιότητας όσον αφορά την επένδυση του.

Ένας από τους βασικούς εμπειρικούς τρόπους για να καθοριστεί ο βαθμός επικινδυνότητας μιας εταιρείας- πέρα από το εξωτερικό περιβάλλον- είναι οι ανθρώπινοι πόροι και συγκεκριμένα, το management. Εάν ένας επενδυτής ενδιαφέρεται για τη μακροπρόθεσμη αξία μιας εταιρείας, θα πρέπει να αναζητήσει σε αυτήν μια ικανή ομάδα management και όχι μια προσωποκεντρική εταιρεία. Μια εταιρεία που βασίζεται πολύ σε ένα άτομο δεν μπορεί να έχει υψηλή αξία, καθώς η όποια επιτυχία της εταιρείας δεν μπορεί να έχει διαχρονικότητα και επομένως την δυναμική που είναι απαραίτητη.

Ένας επίσης συνήθης τρόπος καθορισμού του βαθμού επικινδυνότητας είναι και η «ποικιλία» μιας εταιρείας, σε διάφορα επίπεδα. Όπως η ύπαρξη ενός μόνο ικανού στελέχους μπορεί να επηρεάσει την αξία της εταιρείας, έτσι και ο περιορισμένος αριθμός πελατών (έστω και μεγάλων) επιδρά αρνητικά στην αξία της εταιρείας καθώς αυξάνεται η επικινδυνότητα της. Η ποικιλία όμως αναφέρεται και στο προϊόντικό μίγμα και στο εύρος υπηρεσιών που προσφέρονται. Σε γενικές γραμμές η ποικιλία (μέσα σε συγκεκριμένα όρια) βοηθά την εταιρεία να είναι λιγότερο τρωτή και να μπορεί να ανταποκρίνεται με ευελιξία στις εξελίξεις της αγοράς. Τέλος, η ποικιλία αφορά σε σειρά παραγόντων όπως η διαχρονική δυνατότητα προσαρμογής της εταιρείας στα νέα δεδομένα της αγοράς, ο βαθμός πιστότητας των πελατών, η αγοραστική δύναμη, η διατήρηση του ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος σε μεταβαλλόμενες συνθήκες κ.ά.

2.5 ΕΝΕΡΓΕΙΕΣ ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Αντικειμενικός σκοπός της κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της συνολικής της αξίας ή αλλιώς η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της.

Για να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός θα πρέπει όλα τα στελέχη της χρηματοοικονομικής διοίκησης της επιχείρησης να εκτελέσουν με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τις λειτουργίες που είναι σχετικές με τις εξής επιχειρηματικές αποφάσεις:

- Τις επενδύσεις
- Την χρηματοδότηση
- Τον χρηματοοικονομικό προγραμματισμό.

Σχετικά με την κατεύθυνση των επενδύσεων, τα χρηματοοικονομικά κεφάλαια τοποθετούνται στις δύο κατηγορίες στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης, πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία, ανάλογα με τον προορισμό και την δυνατότητα ρευστοποίησής τους. Βέβαια πάντα ο στόχος είναι τα κεφάλαια να επενδυθούν με τρόπο που να οδηγεί στην μεγιστοποίηση της απόδοσής τους.

Όσον αφορά στην χρηματοδότηση της επιχείρησης, δύο είναι οι πηγές της: τα ίδια κεφάλαια και τα ξένα κεφάλαια. Τα ίδια κεφάλαια είναι το μετοχικό κεφάλαιο και τα κέρδη εις νέο και το αποθεματικό. Τα ξένα κεφάλαια ανάλογα με την διάρκεια της υποχρέωσης διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα.

Αφού υπάρχει η γνώση της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης ακολουθεί ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός, όπου επιχειρείται αρχικά να βρεθούν τα δυνατά και αδύνατα σημεία στο εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, αλλά επίσης και να εντοπιστούν ευκαιρίες και απειλές του εξωτερικού περιβάλλοντος της επιχείρησης.

2.6 ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Κάθε περιουσιακό στοιχείο είτε είναι οικονομικό είτε είναι πραγματικό έχει μία αξία. Το κλειδί για επιτυχημένη επένδυση και διαχείριση αυτών των περιουσιακών στοιχείων έγκειται στην κατανόηση όχι μόνο τι είναι η τιμή αλλά και στις πηγές των τιμών. Κάθε περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποτιμηθεί αλλά κάποια περιουσιακά στοιχεία είναι πολύ πιο εύκολο να αποτιμηθούν από κάποια άλλα και οι λεπτομέρειες της αποτίμησης ποικίλουν από περίπτωση σε περίπτωση².

Έτσι, η αποτίμηση ενός μεριδίου ακίνητου περιουσιακού στοιχείου απαιτεί διαφορετικές πληροφορίες και ακολουθεί διαφορετική μορφή από την αποτίμηση μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο. Αυτό που προκαλεί έκπληξη ωστόσο δεν είναι οι διαφορές στις τεχνικές αποτίμησης των μετοχών αλλά ο βαθμός ομοιότητας στις βασικές αρχές. Υπάρχει αναμφισβήτητα αβεβαιότητα που σχετίζεται με την αποτίμηση.

² Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων, INTERBOOKS, 2002

Συχνά η αβεβαιότητα προέρχεται από το περιουσιακό στοιχείο που αποτιμάται, αν και το μοντέλο αποτίμησης μπορεί να προστεθεί σε αυτή την αβεβαιότητα. Η αξία μιας επιχείρησης διέπεται από την σχέση κινδύνου – απόδοσης. Η αξία μιας επιχείρησης είναι συνάρτηση του εισοδήματος (απόδοση) που θα επιτύχουμε από την λειτουργία της επιχείρησης και του κινδύνου (του ρίσκου) ότι το αναμενόμενο εισόδημα θα επιτευχθεί.

Άσχετα με το μέγεθος της επιχείρησης και το ποιος είναι ο αγοραστής οτιδήποτε αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση και μειώνει το ρίσκο του αγοραστή, αυξάνει το τίμημα.

2.7 ΕΙΔΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΣΧΕΤΙΚΑ ΜΕ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Η αποτίμηση δεν είναι ούτε η επιστήμη που μερικοί υποστηρικτές της την κάνουν να είναι ούτε ο στόχος αναζήτησης για την πραγματική αξία που οι ιδεαλιστές θα θέλανε να γίνει. Τα μοντέλα που χρησιμοποιούμε στην αποτίμηση μπορεί να είναι ποσοτικά, αλλά οι εισροές αφήνουν μεγάλα περιθώρια για υποκειμενικές κρίσεις. Έτσι, η τελική τιμή που παίρνουμε από αυτά τα μοντέλα είναι επηρεασμένες από την προκατάληψη που φέρνουμε στη διαδικασία. Στην πραγματικότητα, σε πολλές αποτιμήσεις, η τιμή πρώτα διαμορφώνεται και η αποτίμηση ακολουθεί.

Η προφανής λύση είναι να εξαλειφθεί κάθε προκατάληψη πριν την έναρξη μιας αποτίμησης, αλλά αυτό είναι πιο εύκολο στα λόγια παρά στην πράξη. Λαμβάνοντας υπόψη την έκθεση που έχουμε στην εξωτερική πληροφόρηση, αναλύσεις και απόψεις για μια επιχείρηση, είναι απίθανο ότι θα ξεκινήσουμε τις περισσότερες αποτιμήσεις χωρίς κάποια προκατάληψη.

Υπάρχουν δύο τρόποι για τη μείωση της μεροληψίας στη διαδικασία.

Η πρώτη είναι να αποφευχθεί η λήψη ισχυρών δημοσίων θέσεων στην αξία μιας επιχείρησης πριν η αποτίμηση ολοκληρωθεί. Σε πάρα πολλές περιπτώσεις, η απόφαση σχετικά με το αν μια επιχείρηση είναι κάτω ή πάνω της αποτίμησης προηγείται της πραγματικής αξίας, που οδηγεί σε σοβαρά προκατειλημμένη ανάλυση.

Το δεύτερο είναι να ελαχιστοποιηθεί το στοίχημα που έχουμε για το αν η επιχείρηση είναι κάτω ή πάνω της αποτίμησης, πριν από την αξιολόγηση.

Θεσμικές ανησυχίες παίζουν επίσης ρόλο στον προσδιορισμό της έκτασης της μεροληψίας στην αποτίμηση. Για παράδειγμα, είναι ένα αναγνωρισμένο γεγονός ότι με την έρευνα της καθαρής θέσης από τους αναλυτές είναι πιο πιθανό να αγοράσουν την έκδοση αντί να πουλήσουν τις συστάσεις, ώστε να είναι πιο πιθανό να βρουν τις επιχειρήσεις που πρέπει να υποτιμώνται από τις υπερεκτιμημένες. Αυτό μπορεί να αποδοθεί εν μέρει στις δυσκολίες που αντιμετωπίζουν στο να αποκτήσουν πρόσβαση και τη συλλογή πληροφοριών σχετικά με τις επιχειρήσεις που έχουν εκδώσει να πωλούν συστάσεις και με την πίεση που αντιμετωπίζουν από τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων, μερικοί από τους οποίους μπορεί να έχουν μεγάλες θέσεις στο χρηματιστήριο. Τα τελευταία χρόνια, η τάση αυτή έχει επιδεινωθεί από την πίεση επί των ιδίων κεφαλαίων της έρευνας μετοχών από τους αναλυτές να παραδώσει την επενδυτική τραπεζική των επιχειρήσεων.

Όταν η χρήση της αποτίμησης γίνεται από τρίτο πρόσωπο, θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν οι μεροληψίες των αναλυτών για την αποτίμηση πριν ληφθούν αποφάσεις για την αποτίμηση. Για παράδειγμα, η αυτό-αποτίμηση η οποία γίνεται από μια εταιρία για μια εξαγορά είναι πιθανόν να είναι θετικά προκατειλημμένη. Αν και αυτό δεν κάνει την αποτίμηση ανάξια υποδηλώνεται ότι η ανάλυση θα πρέπει να αντιμετωπίζεται με σκεπτικισμό.

Η τιμή που λαμβάνεται από οποιοδήποτε μοντέλο αποτίμησης επηρεάζεται από τη συγκεκριμένη επιχείρηση, καθώς και από τις πληροφορίες που υπάρχουν σε όλη την αγορά.

Κατά συνέπεια, η τιμή θα αλλάζει καθώς νέες πληροφορίες θα αποκαλύπτονται. Με δεδομένη τη συνεχή ροή πληροφοριών σε χρηματοπιστωτικές αγορές, η αποτίμηση που γίνεται σε μια εταιρία παλιώνει γρήγορα, και θα πρέπει να ενημερωθεί ώστε να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες πληροφορίες. Αυτή η πληροφορία μπορεί να είναι ειδική για την επιχείρηση, επηρεάζοντας έναν ολόκληρο τομέα ή να τροποποιεί τις προσδοκίες για όλες τις επιχειρήσεις στην αγορά. Το πιο κοινό παράδειγμα εταιρικών πληροφοριών είναι μια έκθεση πάνω στην αύξηση των κερδών που περιέχει ειδήσεις όχι μόνο για τις επιδόσεις της επιχείρησης κατά το πλέον πρόσφατο χρονικό διάστημα, αλλά το πιο σημαντικό, σχετικά με το επιχειρηματικό μοντέλο που η εταιρεία έχει υιοθετήσει.

Ακόμη και στο τέλος της πιο προσεκτικής και λεπτομερής αποτίμησης, θα υπάρχει αβεβαιότητα για τους τελικούς αριθμούς επηρεασμένοι από τις υποθέσεις που κάνουμε για το μέλλον της επιχείρησης και της οικονομίας. Δεν είναι ρεαλιστικό να περιμένουμε ή να απαιτούμε απόλυτη βεβαιότητα στην αποτίμηση, δεδομένου ότι οι ταμειακές ροές και τα προεξοφλητικά επιτόκια εκτιμώνται με σφάλμα.

Αυτό σημαίνει επίσης ότι θα πρέπει να δώσεις στον εαυτό σου ένα εύλογο περιθώριο για λάθος στη διατύπωση συστάσεων σχετικά με τη βάση των αποτιμήσεων.

Ο βαθμός ακρίβειας στις εκτιμήσεις είναι πιθανό να διαφέρει σημαντικά μεταξύ των επενδύσεων. Η αποτίμηση μιας μεγάλης και ώριμη εταιρεία, με μεγάλη οικονομική ιστορία, συνήθως θα είναι πολύ πιο ακριβής από την αποτίμηση του μια νέα εταιρεία, σε έναν τομέα που βρίσκεται σε αναταραχή. Εάν αυτή η εταιρεία τυγχάνει να λειτουργεί σε μια αναδυόμενη αγορά, με επιπρόσθετη διαφωνία σχετικά με το μέλλον της αγοράς που αναμοχλεύεται, η αβεβαιότητα μεγεθύνεται.

Πολλοί επενδυτές και αναλυτές χρησιμοποιούν την αβεβαιότητα σχετικά με το μέλλον ή την απουσία στοιχείων κάτι που δικαιολογεί να μην κάνουν πλήρεις αποτιμήσεις. Στην πραγματικότητα, όμως, το αποτέλεσμα αποτίμησης είναι μεγαλύτερο σε αυτές τις επιχειρήσεις.

Μπορεί να φαίνεται προφανές ότι κάνοντας ένα μοντέλο πιο ολοκληρωμένο και σύνθετο πρέπει να δώσουμε καλύτερες αποτιμήσεις, αλλά δεν είναι απαραίτητως έτσι. Καθώς τα μοντέλα γίνονται πιο σύνθετα, ο αριθμός των εισροών που απαιτείται για την αποτίμηση μια επιχείρηση αυξάνεται, φέρνοντας μαζί του την πιθανότητα λαθών εισαγωγής. Τα προβλήματα αυτά επιδεινώνονται όταν τα μοντέλα γίνουν τόσο περίπλοκα ώστε να γίνουν «μαύρα κουτιά», όπου οι αναλυτές θρέφουν σε αριθμούς από την μια πλευρά και από την άλλη πλευρά προκύπτουν εκτιμήσεις. Αρκετά συχνά την ευθύνη την παίρνει το μοντέλο και όχι ο αναλυτής όταν αποτυγχάνει σε μια αποτίμηση.

Εμμέσως η πράξη της αποτίμησης είναι η υπόθεση ότι οι αγορές κάνουν λάθη και μπορούμε να βρούμε αυτά τα λάθη, χρησιμοποιώντας συχνά πληροφορίες ότι δεκάδες χιλιάδες άλλοι επενδυτές μπορούν να έχουν πρόσβαση. Έτσι, το επιχείρημα, ότι εκείνοι που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αναποτελεσματικές θα πρέπει να περνούν το χρόνο τους και τους πόρους τους

στην αξιολόγηση, ενώ εκείνοι που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποτελεσματικές θα πρέπει να λάβουν την τιμή της αγοράς ως την καλύτερη εκτίμηση της αξίας, κάτι που φαίνεται να είναι λογικό.

Η δήλωση αυτή, όμως, δεν αντανακλά τις εσωτερικές αντιφάσεις και στις δύο θέσεις. Εκείνοι που πιστεύουν ότι οι αγορές είναι αποδοτικές μπορεί να εξακολουθούν να αισθάνονται ότι η αποτίμηση έχει κάτι να προσφέρει, ειδικά όταν καλούνται να εκτιμήσουν την επίδραση της αλλαγής στον τρόπο που μια επιχείρηση λειτουργεί ή να κατανοήσουμε γιατί οι τιμές της αγοράς μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου.

Επιπλέον, δεν είναι σαφές το πώς οι αγορές θα γίνουν πιο αποτελεσματικές στην πρώτη θέση, αν οι επενδυτές δεν προσπαθούν να βρουν κάτω και πάνω από τα αποθέματα την αποτίμηση και του εμπορίου σε αυτές τις αποτιμήσεις.

Με άλλα λόγια, η προϋπόθεση για αποτελεσματικότητα αγοράς φαίνεται να είναι με την ύπαρξη εκατομμυρίων επενδυτών που πιστεύουν ότι οι αγορές δεν είναι.

2.8 ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η επιτυχία μιας εταιρείας μετριέται από την αξία της. Πολλοί επιχειρηματίες δεν γνωρίζουν την πραγματική αξία της εταιρείας τους και ασχολούνται με αυτήν μόνον όταν αναγκαστούν να το κάνουν (π.χ. σε περίπτωση εξαγοράς ή συγχώνευσης) αλλά, ακόμα και τότε, συνηθίζουν να καταφεύγουν σε εμπειρικούς τρόπους εκτίμησης³.

Στην κατηγορία των «μικρών επιχειρήσεων» ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης είναι πρακτικά σχεδόν άγνωστη. Όμως η γνώση είναι δύναμη, οπότε η γνώση της καθαρής αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πως μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

³ www.olaentaxis.gr/εξειδικευμένες-υπηρεσίες/αποτίμηση-επιχειρήσεων/

Η αποτίμηση μιας εταιρίας είναι εκ φύσεως μια πολύπλοκη διαδικασία που απαιτεί γνώση της αγοράς, αναλυτικές ικανότητες καθώς και κριτική ικανότητα. Κατά τις περιόδους οικονομικής ύφεσης, οι απόπειρες αποτίμησης μιας εταιρίας δυσχεραίνονται περαιτέρω για πολλούς λόγους⁴.

Ανεξάρτητα από το αντικείμενο δραστηριότητας μιας επιχείρησης, από τα πάγια στοιχεία της, από τη φήμη της ή από τη δυναμική της, υπάρχει ένας παράγοντας που παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στον καθορισμό της τελικής αξίας: το ρίσκο ή αλλιώς επιχειρηματικός κίνδυνος. Όσο χαμηλότερη η επικινδυνότητα της επιχείρησης (με όλους τους άλλους παράγοντες να παραμένουν σταθεροί), τόσο υψηλότερη η εκτίμηση της αξίας.

Σε περιπτώσεις αποτιμήσεων επιχειρήσεων, η αξία υπολογίζεται ως η συνισταμένη του τιμήματος που ένας υποψήφιος αγοραστής είναι διατεθειμένος να πληρώσει και του τιμήματος που ο πωλητής είναι διατεθειμένος να δεχθεί προκειμένου να πουλήσει τις μετοχές του.

Ο προσδιορισμός του τιμήματος αυτού γίνεται με την παραδοχή ότι καμία από τις δυο πλευρές δεν είναι εξαναγκασμένη να προβεί σε αγορά ή πώληση και ότι και οι δυο έχουν ικανοποιητική γνώση των στοιχείων των δραστηριοτήτων της επιχείρησης και της κατάστασης της αγοράς στη δεδομένη χρονική περίοδο.

Για τον προσδιορισμό της αξίας χρησιμοποιούνται πολλές μέθοδοι αποτίμησης, ευρύτερα διαδεδομένες και διαφορετικές επιχειρήσεις χρησιμοποιούν διαφορετικές μεθόδους.

Συνήθως οι εδραιωμένες επιχειρήσεις μετρούν την αξία τους βάσει των πάγιων περιουσιακών στοιχείων τους, της φήμης που έχουν δημιουργήσει και της τεχνογνωσίας που έχουν αποκτήσει. Αντίθετα οι αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις δίνουν μεγαλύτερο βάρος στην δυναμική τους και στα περιθώρια ανάπτυξης τους και καθορίζουν την αξία τους βάση των υφιστάμενων πωλήσεων και των εκτιμήσεων μελλοντικών κερδών.

Αν εξαιρέσουμε τις εταιρείες που έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, οι οποίες μπορούν να καθορίζουν την Αξία τους ανά πάσα στιγμή απλώς ρίχνοντας μια ματιά στην κεφαλαιοποίηση τους, οι περισσότερες εταιρείες δεν γνωρίζουν την πραγματική Αξία τους. Ιδίως στον χώρο του franchise όπου οι περισσότερες επιχειρήσεις ανήκουν στην κατηγορία των «μικρών

⁴ Aswath Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for Determining of any Asset, second editini, 2002

επιχειρήσεων» ο καθορισμός της αξίας της επιχείρησης είναι μία πρακτική σχεδόν άγνωστη. Όμως η γνώση είναι δύναμη, οπότε η γνώση της καθαρής Αξίας μιας εταιρείας και των παραγόντων που την διαμορφώνουν, αποτελεί σημαντικό εργαλείο και ένδειξη για το που βρίσκεται η εταιρεία και κυρίως για το πως μπορεί μακροπρόθεσμα να βελτιωθεί.

Τόσο η υποτίμηση της Αξίας μιας εταιρείας, όσο και η υπερτίμηση της μπορεί να δημιουργήσουν σημαντικά προβλήματα στην διαχείριση της. Μια υπερτίμηση μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολική αισιοδοξία για τις δυνάμεις της εταιρείας (ακόμη και σε περιόδους που η αγορά δεν τα πάει και τόσο καλά) και οι όποιες προσπάθειες πώλησης της εταιρεία μάλλον θα είναι χωρίς αποτέλεσμα, καθώς οι επενδυτές δεν θα είναι διατεθειμένοι να καταβάλουν ένα ποσό που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματική Αξία της εταιρείας. Με τον ίδιο τρόπο η υποτίμηση της αξίας μιας εταιρείας μπορεί να οδηγήσει σε λάθος κινήσεις και σε εσφαλμένη αξιολόγηση των ενεργειών που έχουν πραγματοποιηθεί έως τώρα, για να μην αναφέρουμε την περίπτωση της πώλησης της εταιρείας σε τιμή χαμηλότερη της πραγματικής...

Επίσης ο καθορισμός της Αξίας μιας εταιρείας θα πρέπει να είναι μια συνεχής διαδικασία και όχι απλώς ο καθορισμός μιας τιμής σε κάποια χρονική περίοδο. Πολλές εταιρείες αυξάνουν την αξία τους από έτος σε έτος, ενώ άλλες, ακόμη και επιτυχημένες που ξεκινάνε δυνατά και καταλαμβάνουν ηγετική θέση στον κλάδο τους, μπορεί σταδιακά να χάσουν σημαντικό κομμάτι της Αξίας τους.

Έτσι, πολλοί επιχειρηματίες αξιολογούν την Αξία της εταιρείας τους κάθε έτος. Άλλες πάλι φορές και εφόσον δεν έχουν συμβεί σημαντικές αλλαγές στην λειτουργία της εταιρείας, αλλά και της αγοράς στην οποία κινείται η εταιρεία, χρησιμοποιούν παλαιότερες εκτιμήσεις προσαρμόζοντας τες στα νέα δεδομένα. Με αυτό τον τρόπο διατηρούν μια καλή αντίληψη της Αξίας της εταιρείας και της δύναμης της, με αποτέλεσμα να έχουν την ικανότητα να χρησιμοποιήσουν πιο αποτελεσματικά τους πόρους της επιχείρησης. Ιδίως σε περιπτώσεις που μια εταιρεία εξετάζει το χρηματοοικονομική δομή της και τη δυνατότητα δανεισμού, η γνώση της Αξίας μπορεί να βοηθήσει σημαντικά στην λήψη της σωστής απόφασης, καθώς ο επιχειρηματίας γνωρίζει σε ποιο βαθμό έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις του δανείου, αλλά και να διαπραγματευτεί τους όρους και να επιλέξει τη μορφή του δανεισμού που θα λειτουργήσει ως μοχλός υπεραπόδοσης των Ιδίων Κεφαλαίων και της Αξίας της επιχείρησης.

Είναι πολλές οι περιπτώσεις στις οποίες ο υπολογισμός της Αξίας μιας επιχείρησης είναι απαραίτητος, πέρα από την περίπτωση της πώλησης. Για παράδειγμα όταν ένας συνεταιίρος φεύγει και θέλει να πουλήσει το μερίδιό του, σε περίπτωση θανάτου οπότε οι συγγενείς θα θέλουν να γνωρίζουν τι κομμάτι της επιχείρησης τους αναλογεί, σε περίπτωση διαζυγίου, κ.ο.κ. Επίσης σε περιπτώσεις εταιρειών franchise είναι συχνό το φαινόμενο της πώλησης εταιρικών καταστημάτων σε franchisees ή ακόμη και η αγορά από τον franchisor, franchised καταστημάτων τα οποία δεν πάνε καλά λόγω ελλιπούς διαχείρισης. Αυτά και άλλα πολλά πιθανά σενάρια έχουν έναν κοινό παρανομαστή: απαιτείται ένας **συγκεκριμένος αριθμός** για να λυθεί ένα **πρόβλημα**.

Η αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη προκειμένου να γίνει η εξαγορά εταιρικού μεριδίου ή συγχώνευση της με κάποια άλλη επιχείρηση. Συχνά, η αποτίμηση γίνεται και για την ενημέρωση των μετόχων μιας εταιρίας. Οι συνηθέστεροι χρησιμοποιούμενοι τρόποι/μέθοδοι αποτίμησης επιχειρήσεων είναι οι εξής⁵:

- ΜΕΘΟΔΟΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΗΣ ΘΕΣΗΣ:

Είναι από τις παλαιότερες μεθόδους καθορισμού της Αξίας μιας επιχείρησης και είναι απλή. Σύμφωνα με την μέθοδο της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης, η Αξία μιας επιχείρησης είναι ίση με τα ίδια Κεφάλαια της, όπως αυτά εμφανίζονται στον Ισολογισμό της.

Συγκεκριμένα, από το Ενεργητικό (ταμείο, εγκαταστάσεις, πελάτες κ.ο.κ) αφαιρείται το παθητικό (δάνεια, χρέη κ.ο.κ) και έχετε μια εικόνα της περιουσιακής θέσης. Η μέθοδος αυτή έχει πολλά μειονεκτήματα, καθώς η απλή καταμέτρηση της περιουσίας μιας εταιρείας δεν συνυπολογίζει την έννοια της υπεραξίας, τα άυλα δηλαδή περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.

Η προσαρμογή της Καθαρής Περιουσιακής Αξίας σε παράγοντες όπως η φήμη, η τεχνογνωσία, η πιστότητα των πελατών, η σύμβαση franchise, η περιοχή αποκλειστικότητας κ.ά δίνει μια καλύτερη εικόνα αλλά ακόμη και έτσι αποτελεί φτωχό εργαλείο αξιολόγησης, ιδιαίτερα στον σημερινό επιχειρηματικό κόσμο όπου η Αξία πολλών εταιρειών βασίζεται περισσότερο σε άυλα παρά σε υλικά στοιχεία. Το πλεονέκτημα της μεθόδου είναι ότι ο υπολογισμός της είναι ιδιαίτερα απλός και μπορεί να πραγματοποιηθεί από τον καθένα χωρίς ειδικές γνώσεις.

⁵ <http://www.deltaconsulting.gr/ypiresies/ekponisi-oikonomotexnikon-meleton/meletes-apotimisis-epixeiriseon>

- ΑΞΙΑ ΡΕΥΣΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ή ΑΝΤΙΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ:

Δεν είναι τόσο παλιά μέθοδος όσο η Καθαρή Περιουσιακή Αξία, αλλά αρκετά παλιά επίσης. Η λογική που ακολουθείται είναι απλή: εάν χρειαζόταν **σήμερα** να ρευστοποιήσετε όλα τα υπάρχοντα της εταιρείας πόσα μετρητά θα εισπράττατε. Η μέθοδος αυτή στην ουσία είναι ένα στιγμιότυπο της τρέχουσας αξίας της εταιρείας σας. Μια παραλλαγή της μεθόδου είναι το κόστος αντικατάστασης, πόσο δηλαδή θα σας κόστιζε να (ξανά)αγοράσετε όλα τα περιουσιακά στοιχεία που διαθέτετε εάν ξεκινούσατε την επιχείρηση από την αρχή. Όπως και η Καθαρή Περιουσιακή Αξία, η μέθοδος ρευστοποίησης ή αντικατάστασης βασίζεται σε σημαντικό βαθμό σε μια παλαιότερη φιλοσοφία η οποία θεωρούσε ότι οι εταιρείες αξίζουν τόσο, όσο τα πάγια στοιχεία τους.

- MULTIPLE MODELS:

Είναι μια μέθοδος που χρησιμοποιείται σε σημαντικό βαθμό, καθώς η εφαρμογή της είναι ιδιαίτερα απλή. Για να την καθορίσετε, χρησιμοποιείτε ως βασικό στοιχείο τα κέρδη της εταιρείας σας και τα πολλαπλασιάζετε με το ηλίκο P/E (Αγοραία τιμή μετοχής/ Κέρδος ανά μετοχή) παρόμοιων εταιρειών που είναι εισηγμένες στο χρηματιστήριο. Το συγκεκριμένο μοντέλο έχει πολλά μειονεκτήματα. Καταρχάς σημαντικό μειονέκτημα είναι η αστάθεια του συγκεκριμένου ηλίκου καθώς μπορεί να είναι αυξημένο ή μειωμένο βάσει συγκεκριμένων και εποχιακών γεγονότων όπως για παράδειγμα το λανσάρισμα μιας νέας σειράς προϊόντων. Επιπλέον η χρήση των υφιστάμενων πωλήσεων δεν λαμβάνει υπόψη την δυναμική της εταιρείας. Ιδίως δε για μικρές επιχειρήσεις, οι πωλήσεις και τα κέρδη μπορεί να παρουσιάζουν διακυμάνσεις για αρκετά χρόνια. Με την συγκεκριμένη μεθοδολογία μπορείτε να έχετε μια ικανοποιητική εικόνα της Αξίας της εταιρείας σας μόνον εφόσον οι πωλήσεις και τα κέρδη ακολουθούν μια σχετικά σταθερή πορεία.

- ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΞΙΑ (COMPARATIVE VALUE):

Είναι μια τεχνική που χρησιμοποιείται πολύ από τους μεσίτες: Για να αιτιολογήσουν την τιμή ενός ακινήτου συνήθως παρουσιάζουν στον πελάτη τα ποσά έναντι των οποίων πωλήθηκαν

άλλα σπίτια της περιοχής. Με τον ίδιο τρόπο μπορείτε να καθορίσετε και την αξία της επιχείρησής σας. Η δυσκολία σε αυτήν την περίπτωση είναι ότι οι πληροφορίες για τις αγοραπωλησίες μεταξύ εταιρειών δεν δημοσιεύονται και συχνά είναι δύσκολο να βρεθούν. Βεβαίως μπορείτε να μάθετε κάποια στοιχεία ή να προχωρήσετε και σε λεπτομερή εξέταση των εταιρειών που θα χρησιμοποιήσετε σαν βαρόμετρο. Εντούτοις η πρακτική αυτή δεν είναι η πλέον ενδεδειγμένη. Αν για παράδειγμα κατά μέσο όρο η αξία μιας επιχείρησης στον χώρο της εστίασης είναι ίση προς το 40% των πωλήσεων της εταιρείας, γιατί θα πρέπει να αξιολογήσετε τόσο και τη δική σας επιχείρηση, εάν έχετε ένα καλό σημείο, πιστούς πελάτες, εάν τηρείτε όλους τους κανόνες καθαριότητας, εάν έχετε καλά εκπαιδευμένο προσωπικό, άμογη εξυπηρέτηση, ένα πολύ καλό προϊόν, ισχυρή παρουσία στην αγορά κ.ά.

- Η ΜΕΘΟΔΟΣ ΤΗΣ ΥΠΕΡΠΡΟΣΟΔΟΥ:

Η μέθοδος αυτή προχωρεί ένα βήμα παραπέρα από την Καθαρή Περιουσιακή Θέση λαμβάνοντας υπόψη το σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον. Σημείο αφετηρίας της μεθόδου είναι η ιδέα πως η αξία μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών στοιχείων της. Η επιπλέον αυτή αξία ονομάζεται **υπεραξία** και οφείλεται στο γεγονός ότι το κεφάλαιο της επιχείρησης εξασφαλίζει μεγαλύτερες αποδόσεις από το τραπεζικό επιτόκιο. Συγκεκριμένα η Αξία της επιχείρησης με την συγκεκριμένη μέθοδο καθορίζεται ως το άθροισμα της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης (όπως καθορίστηκε προηγουμένως) και της παρούσας υπερπροσόδου. Τι είναι όμως η υπερπρόσοδος; η διαφορά, σε ετήσια βάση, των οργανικών εσόδων της επιχείρησης και του τόκου του απασχολούμενου κεφαλαίου. **Πιο απλά** η μέθοδος αυτή ζητάει να καθορίσετε μια επιθυμητή απόδοση για τα Ιδία Κεφάλαια σας (το ποσό που έχετε επενδύσει στην επιχείρηση). Έστω και ένα Ευρώ κέρδος πάνω από την συγκεκριμένη απόδοση θεωρείται υπερπρόσοδος. Αν λοιπόν αυτά τα θετικά ποσά αναχθούν στο σήμερα και προστεθούν στην Καθαρή Περιουσιακή Θέση καθορίζουν την Αξία μιας επιχείρησης.

- ΜΕΘΟΔΟΣ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ:

Αποτελεί από τις πλέον αποδεκτές μεθόδους αξιολόγησης μιας εταιρείας και σίγουρα από τις πλέον αξιόπιστες. Δεν υπολογίζει απλά την αξία των πάγιων περιουσιακών στοιχείων μιας

εταιρείας, αλλά θεωρεί ότι η καθιέρωση της επιχείρησης στην αγορά, η απόκτηση φήμης και πελατείας, οι συνέργιες κ.ά αυξάνουν σε σημαντικό βαθμό την Αξία.

Η Αξία μιας επιτυχημένης επιχείρησης είναι πολλές φορές μεγαλύτερη από το άθροισμα των περιουσιακών της στοιχείων ενώ για πολλές επιχειρήσεις τα κέρδη ενός χρόνου και μόνο μπορούν να είναι μεγαλύτερα από την συνολική αξία των περιουσιακών της στοιχείων.

Έχει γίνει ήδη φανερό ότι η μέθοδος της Καθαρής Περιουσιακής Θέσης αποτελεί ανεπαρκής μέθοδο αξιολόγησης. Φαίνεται ακόμη πως το πλέον κατάλληλο μέτρο για τη μέτρηση της Αξίας μιας εταιρείας, είναι τα ίδια της τα κέρδη και η δυναμική της. Έτσι η απόδοση των προηγούμενων χρόνων μιας εταιρείας μπαίνει σε δεύτερο ρόλο- προηγείται η ακριβής ανάλυση των περιθωρίων κέρδους, των χρεών και δανείων, της φορολογίας, του κόστους του προσωπικού και των προϊόντων και του βαθμού ανάπτυξης των πωλήσεων.

Η μέθοδος είναι σχετικώς περίπλοκη και χρειάζεται μεγάλη δόση αντικειμενικότητας όσον αφορά τον καθορισμό της δυναμικής της εταιρείας σας. Σύμφωνα λοιπόν με την μέθοδο των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, η Αξία μιας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε καθορισμένο χρονικό διάστημα συν την παρούσα Αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του συγκεκριμένου χρονικού ορίζοντα.

Το κύριο μειονεκτήματα της μεθόδου είναι ότι η εκτίμηση των ταμειακών πλεονασμάτων μιας επιχείρησης είναι μια δυσχερής υπόθεση με υψηλό βαθμό επικινδυνότητας, καθώς κανείς δεν μπορεί να προβλέψει τις συνθήκες που θα επικρατούν τόσο στην εταιρεία, όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον.

Παρόλα αυτά η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ταμειακών Ροών χρησιμοποιείται σε μεγάλη έκταση, καθώς αναγνωρίζει ότι οι επιχειρήσεις είναι ζωντανοί οργανισμοί, ανεξαρτήτως των περιουσιακών στοιχείων που τις αποτελούν και επιπλέον στηρίζεται στις αναμενόμενες αποδόσεις και όχι στις αποδόσεις παρελθόντων ετών.

Η μέθοδος των Προεξοφλημένων Ελεύθερων Ταμειακών Ροών βασίζεται στην παραδοχή ότι η αξία μιας επιχείρησης προκύπτει από την προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγει μέσω της καθημερινής και συνεχούς λειτουργίας της. Για την εφαρμογή της μεθόδου καταρτίζονται Ισολογισμοί, Καταστάσεις Αποτελεσμάτων Χρήσης και Καταστάσεις

Ταμειακών Ροών με βάση τις προβλέψεις διαφόρων μεγεθών (π.χ. πωλήσεων, επενδύσεων κλπ) για την προσεχή πενταετία, όπως αυτές εκτιμήθηκαν από τους αρμόδιους της Εταιρείας.

Ανάλογα με τη λειτουργική δραστηριότητα, της προς αποτίμηση, Εταιρείας υπάρχουν κυρίως δύο προσεγγίσεις: προεξόφληση ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της Εταιρείας (Free Cash Flows to the Firm) ή προς τους μετόχους (Free Cash Flows to Equity). Ως ελεύθερες ταμειακές ροές προς την εταιρεία ορίζονται οι ροές που απομένουν αφού καλυφθούν οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, σε επενδύσεις, σε πάγιο εξοπλισμό καθώς και σε χρηματοοικονομικές επενδύσεις και συμμετοχές.

Στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους θα πρέπει να καλυφθούν επιπλέον των ανωτέρω οι τόκοι και η εξόφληση των δανείων της Εταιρείας. Για τον υπολογισμό των ροών απαιτούνται επομένως επιμέρους αναλύσεις τόσο των εσόδων, εξόδων και των κεφαλαιουχικών επενδύσεων όσο και της κεφαλαιακής δομής και των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης της Εταιρείας.

Η ανάλυση εσόδων περιλαμβάνει πρόβλεψη εσόδων από τις πωλήσεις των προϊόντων της Εταιρείας. Σε αυτή την ανάλυση λαμβάνονται υπόψη οι εξελίξεις της αγοράς, οι συνθήκες ανταγωνισμού, οι μεταβολές του νομικού πλαισίου λειτουργίας τους κλπ. Η ανάλυση κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις του ελάχιστου απαιτούμενου κεφαλαίου κίνησης, των προϋπολογιζόμενων εξόδων για επενδύσεις κεφαλαίου κλπ.

Η ανάλυση κεφαλαιακής δομής περιλαμβάνει επί μέρους αναλύσεις της παρούσας δομής κεφαλαίου και του κόστους κεφαλαίου όπως καθορίζεται από το κόστος κάθε επιμέρους στοιχείου του κεφαλαίου (δάνεια, ίδια κεφάλαια κλπ) και από τους αντίστοιχους παράγοντες συστηματικού και μη συστηματικού κινδύνου.

Με βάση τα αποτελέσματα των παραπάνω αναλύσεων, διενεργείται πρόβλεψη των ελεύθερων ταμειακών ροών που προκύπτουν από τη λειτουργία της επιχείρησης για το χρονικό ορίζοντα που προκαθορίστηκε και οι οποίες προεξοφλούνται με το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο (Μ.Σ.Κ.Κ.) στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς το σύνολο της εταιρείας, είτε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων στην περίπτωση των ελεύθερων ταμειακών ροών προς τους μετόχους.

Επιπρόσθετα, υπολογίζεται η παρούσα αξία των ελεύθερων ταμειακών ροών που ακολουθούν μετά από το τέλος του χρονικού διαστήματος για το οποίο γίνονται οι προβλέψεις (υπολειμματική αξία).

Η τελική αξία της Εταιρείας προκύπτει από την άθροιση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών της περιόδου πρόβλεψης και της υπολειμματικής αξίας της Εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης. Η αξία των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας προκύπτει εάν από την αξία της εταιρείας αφαιρεθεί η αγοραία αξία των υφιστάμενων δανείων της εταιρείας κατά την ημερομηνία αποτίμησης.

Ο υπολογισμός της υπολειμματικής αξίας περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της ταμειακής ροής που παράγει η εταιρεία μετά το τέλος της περιόδου για την οποία γίνονται συγκεκριμένες προβλέψεις και μπορεί να υπολογιστεί με διάφορους τρόπους. Ο καθορισμός του προεξοφλητικού επιτοκίου εξαρτάται από το εάν οι ταμειακές ροές που προεξοφλούνται είναι πριν την εξυπηρέτηση του καθαρού δανεισμού της εταιρείας, οπότε εφαρμόζεται το Μ.Σ.Κ.Κ. ή άλλως εφαρμόζεται η προεξόφληση με το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου.

Το κόστος μετοχικού κεφαλαίου εκφράζει την ελάχιστη απόδοση που θα απαιτούσε ένας επενδυτής προκειμένου να αποκτήσει μετοχές στην εταιρεία. Το κόστος αυτό εκτιμήθηκε με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ή «CAMP») βάσει της ακόλουθης σχέσης:

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

K_e : το κόστος μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας

R_f : η απόδοση μηδενικού (άνευ) κινδύνου B : ο συντελεστής κινδύνου β (beta coefficient)

$R_m - R_f$: η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς

Η μέθοδος CAPM είναι από τις πιο διαδεδομένες και επιστημονικά τεκμηριωμένες μεθόδους υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου για την αποτίμηση επιχειρήσεων.

Απόδοση Άνευ Κινδύνου (R_f)

Ως απόδοση άνευ κινδύνου θεωρείται η ελάχιστη άνευ κινδύνου απόδοση την οποία θα απαιτούσε ένας λογικός επενδυτής από μία επένδυση σε ευρώ. Την απόδοση αυτή θεωρείται ότι προσφέρουν τα ομόλογα του Ελληνικού Δημοσίου (ΟΕΔ) διάρκειας αντίστοιχης με εκείνη

της προς αποτίμηση επένδυσης. Προκειμένου για μια μακροχρόνια επένδυση, όπως είναι η επένδυση σε μετοχές μιας μη εισηγμένης στο χρηματιστήριο Εταιρείας, συνήθως επιλέγεται το μετά φόρων σταθερό επιτόκιο έκδοσης του δεκατετούς ΟΕΔ.

Προσαύξηση Κινδύνου Κεφαλαιαγοράς (Rm)

Σύμφωνα με την οικονομική θεωρία, ένας επενδυτής που τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε μετοχές μιας Εταιρείας μπορεί δικαιολογημένα να απαιτεί μια αυξημένη απόδοση σε σχέση με αυτή των ανωτέρω κρατικών ομολόγων ή άλλης επένδυσης μηδενικού κινδύνου, ως αποζημίωση για το υψηλότερο ρίσκο που αναλαμβάνει. Η ποσοτικοποίηση της διαφοράς αυτής είναι γνωστή ως προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς (Rm). Η προσαύξηση κινδύνου κεφαλαιαγοράς εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, ο σημαντικότερος εκ των οποίων σχετίζεται με τις αποδόσεις του συνόλου της κεφαλαιαγοράς και τη γενικότερη κατάσταση της οικονομίας. Μελέτες που αναλύουν αντίστοιχες αγορές των ΗΠΑ, μεταξύ των οποίων και η μελέτη της Ibbotson Associates, χρησιμοποιώντας διαφορετικές μεθόδους συλλογής και ανάλυσης στατιστικών στοιχείων, καταλήγουν σε προσαύξηση κινδύνου η οποία κυμαίνεται μεταξύ 4% και 6%. Βάσει των ανωτέρω και σταθμίζοντας τόσο τις ιδιαιτερότητες της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς όσο και τις πρόσφατες οικονομικές εξελίξεις στις διεθνείς κεφαλαιαγορές, εκτιμούμε ότι η προσαύξηση του κινδύνου που αρμόζει στην φύση των προς αποτίμηση εταιρειών και τους σκοπούς της παρούσας έκθεσης ανέρχεται στο 5%.

Συντελεστής Κινδύνου β (beta coefficient)

Σε σχέση με την μέτρηση του κινδύνου που αναλαμβάνει ένας επενδυτής, τοποθετώντας τα κεφάλαιά του στις μετοχές μιας Εταιρείας, απαιτείται επιπλέον προσαρμογή στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου η οποία εκφράζεται από τον συντελεστή βήτα (β). Ο συντελεστής β ενσωματώνει στο κόστος μετοχικού κεφαλαίου παράγοντες κινδύνου που σχετίζονται με τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται μία εταιρεία. Ειδικότερα, ο εν λόγω συντελεστής αποτελεί ένα στατιστικό μέτρο ποσοτικής απεικόνισης του κινδύνου μιας επένδυσης σε σχέση με την αγορά στο σύνολό της, καθώς υποδηλώνει την ευαισθησία της απόδοσης μιας συγκεκριμένης μετοχής στις διακυμάνσεις της αγοράς. Συγκεκριμένα, συντελεστής β μεγαλύτερος της μονάδας (>1) αποτελεί ένδειξη ότι η επένδυση εμπεριέχει μεγαλύτερο κίνδυνο από ότι η αγορά στο σύνολό της, ενώ συντελεστής β μικρότερος της μονάδας (<1) αναμένει απόδοση μεγαλύτερη από την απόδοση μιας μετοχής με μικρότερο κίνδυνο ($\beta < 1$).

Παρούσα αξία στο Διηνεκές

Όπως προαναφέραμε η τελική αξία μιας επιχείρησης προσδιορίζεται από την ακόλουθη σχέση: Αξία Επιχείρησης = Παρούσα Αξία Μελλοντικών Ταμειακών Ροών + Παρούσα Αξία στο διηνεκές (υπολειμματική αξία).

Η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών ροών μιας εταιρείας υπολογίζεται κατά την προεξόφληση των ταμειακών ροών μιας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου για την οποία υπάρχουν συγκεκριμένες προβλέψεις. Η παρούσα αξία στο διηνεκές εκφράζει το ύψος του κεφαλαίου το οποίο ένας επενδυτής θα ήταν διατεθειμένος να επενδύσει σε μια εταιρεία, προκειμένου να απολαμβάνει το σύνολο των μελλοντικών ταμειακών ροών που θα προκύψουν μετά το πέρας της ανωτέρω περιόδου των προβλέψεων. Ο προσδιορισμός των μελλοντικών αυτών εσόδων προϋποθέτει την εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης μιας εταιρείας στο διηνεκές, λαμβάνοντας υπόψη τη δυναμική και τις προοπτικές της.

Για την περίοδο αυτή, οι αποσβέσεις, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης της εταιρείας αναπροσαρμόζονται έτσι ώστε να εκφράζουν τα αποτελέσματα που πραγματοποιεί μια εταιρεία σε κατάσταση ισορροπίας και ωρίμανσης των εργασιών της.

Παρούσα Αξία των Μελλοντικών Ταμειακών Ροών (περιόδου προβλέψεων) + Παρούσα Αξία στο Διηνεκές = Αξία Επιχείρησης + Παρούσα Αξία Συμμετοχών + Πλεόνασμα Πάγια/Υποχρεώσεις + Αγοραία Αξία Διαθεσίμων / Δανεισμού = Συνολική Αξία Επιχείρησης.

Επισημαίνεται ότι οι συμμετοχές της εταιρείας αποτιμώνται χωριστά με κάποια από τις μεθόδους ανάλογα με την περίπτωση και η αξία τους προστίθεται στην τελική αξία όπως έχει υπολογιστεί με την παραπάνω μέθοδο.

Ανάλυση Ευαισθησίας

Η αξία μιας εταιρείας όπως προκύπτει βάσει της μεθόδου προεξοφλημένων ελεύθερων ταμειακών ροών, εξετάζεται για την ευαισθησία των αποτελεσμάτων, ώστε να βρεθεί η μεταβολή των βασικών παραδοχών που περιλαμβάνονται στο χρηματοοικονομικό μοντέλο.

Οι μεταβλητές που εξετάζονται και τα περιθώρια μεταβολών τους εξαρτώνται από τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της, προς αποτίμηση, εταιρείας.

2.9 ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Παρά τη μέχρι τώρα εντύπωση που πιθανόν να έχει δοθεί, η δυσκολία μιας αποτίμησης δεν εστιάζεται στον τρόπο εύρεσης και εφαρμογής των όποιων μεθόδων επιλέξαμε, όσο κυρίως στην ικανότητα πρόβλεψης του μέλλοντος.

Αυτό που αποτιμούμε στην πράξη είναι: το επιχειρηματικό concept, τις στρατηγικές επιλογές της εταιρείας, την τοποθέτηση των προϊόντων της στην αγορά, τις προοπτικές της και τους κινδύνους της. Όλα αυτά αποτυπώνονται με αριθμούς, που μάλιστα θα πρέπει να προβλεφθούν.

Οι εταιρίες συνήθως παρουσιάζουν τις προοπτικές τους θετικές, προβλέποντας ανοδικές επιδόσεις για το μέλλον. Παρακάτω παρουσιάζονται εννέα πιθανές «παγίδες» στις οποίες πέφτουν οι αναλυτές και οι επιχειρηματίες και που κατά την τελευταία πενταετία έγιναν η αιτία για μεγάλες απώλειες στο Χρηματιστήριο της Αθήνας.

1) Διάψευση της ανάπτυξης της αγοράς:

Προβλέψεις για μεγάλους ρυθμούς ανάπτυξης της αγοράς, χωρίς όμως κάτι τέτοιο να επιβεβαιωθεί στην πράξη. Κλασικό παράδειγμα αποτέλεσε η λεγόμενη νέα οικονομία, η ζήτηση της οποίας αυξήθηκε με μέτριους ρυθμούς την περίοδο 2000-2005, διαψεύδοντας τις αρχικά πολύ υψηλότερες προσδοκίες. Μεταξύ των «θυμάτων» της υπόθεσης, υπήρξαν κυρίως εταιρίες πληροφορικής και μέσων μαζικής ενημέρωσης.

2) Επέκταση εκτός σε νέους τομείς δραστηριότητας:

Η επιτυχία σε έναν τομέα δραστηριοποίησης, σε συνδυασμό με την εύκολη πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου έδωσε κατά το παρελθόν τη δυνατότητα στις εταιρίες να επεκταθούν και σε

νέους τομείς δραστηριότητας, κίνηση ωστόσο, που στις περισσότερες των περιπτώσεων συνοδεύτηκε από αποτυχία.

Εκτός από το real estate, οι εταιρίες επενδύσεων, οι κατασκευαστικές εταιρίες, τα venture capitals, αλλά και οι μειοψηφικές τοποθετήσεις σε άλλες εταιρίες, αποδείχθηκαν στην πλειονότητα των περιπτώσεων ως «ταμιακές τρύπες», που διεκόπησαν μέσω πωλήσεων σε πολύ χαμηλότερες τιμές.

3) Οι μικρές εταιρίες, που ατυχώς προσπάθησαν να μεγαλώσουν:

Πολλές εταιρίες μεγάλωσαν σε σύντομο χρονικό διάστημα, μετατρέπόμενες σε ομίλους, άλλοτε μέσω πλειοψηφικών εξαγορών άλλων επιχειρήσεων και άλλοτε μέσω συγχωνεύσεων. Κύριος στόχος ήταν η δημιουργία και εκμετάλλευση οικονομικών κλίμακας (μεγέθους) αλλά και η εκμετάλλευση συνεργιών κυρίως στα μέτωπα των προμηθειών και των σταυροειδών πωλήσεων. Στις περισσότερες των περιπτώσεων, οι κινήσεις αυτές δεν ευτύχησαν, για διάφορους λόγους: η έλλειψη ικανών στελεχών και η αδυναμία συνεννόησης μεταξύ των επιχειρηματιών που συνεργάζονταν, δεν έκανε δυνατή την αποκόμιση ωφελειών, με αποτέλεσμα οι περισσότερες συμμαχίες να διαλυθούν με την πάροδο του χρόνου.

4) Μαζική αύξηση της προσφοράς

Απέναντι σε μια σημαντική αύξηση της ζήτησης, η προσφορά αυξήθηκε πολύ περισσότερο, με αποτέλεσμα όχι μόνο οι εταιρίες να μην καρπωθούν επιπλέον οφέλη, αλλά και να υποχρεωθούν σε χαμηλότερες επιδόσεις. Κλασικά παραδείγματα των τελευταίων ετών ήταν ο κλάδος των ιδιωτικών κλινικών, (δημιουργία πάρα πολλών πολυτελών κλινικών, σε μια περίοδο που η ζήτηση ήταν μεν αυξητική, αλλά ο μεγαλύτερος πελάτης των ιδιωτικών κλινικών οι ασφαλιστικές εταιρίες αντιμετώπισαν σοβαρά οικονομικά προβλήματα). Αγορές όπου είχαμε συνδυασμό υπερβολικής αύξησης της προσφοράς με πτώση της ζήτησης ήταν αυτές των χρηματιστηριακών εταιριών, των media και των εταιριών διαχείρισης χαρτοφυλακίου.

5) Λάθος μοντέλο ανάπτυξης:

Οι προβλέψεις για την ανάπτυξη της αγοράς επιβεβαιώνονται, αλλά το μοντέλο ανάπτυξης της εταιρίας αποδεικνύεται λανθασμένο, προκειμένου να εκμεταλλευτεί τις επιχειρηματικές ευκαιρίες που αναδύονται και να μετατρέψει την αυξημένη ζήτηση σε τζίρο και κέρδη. Ενδεικτική περίπτωση των τελευταίων ήταν η περίπτωση των αλυσίδων πληροφορικής, με το «ναυάγιο» αρκετών εξ αυτών, ή τις «περιπέτειες» άλλων (Microland, Multirama, One Way, Big City), σε αντίθεση με το Πλαίσιο που αναπτύχθηκε με αλματώδεις ρυθμούς.

Το λάθος των αλυσίδων πληροφορικής ήταν η μεγαλύτερη έμφαση που έδωσαν στις πωλήσεις προς πελάτες (b2c) αντί στις πωλήσεις προς επιχειρήσεις (b2b) καθώς και η προσπάθεια εγγύτητας με τον πελάτη (πολύ μεγάλος αριθμός μικρών καταστημάτων) χωρίς όμως η εγγύτητα να συνδυάζεται με σωστό μίγμα εξυπηρέτησης και ποικιλίας. Ένα άλλο μοντέλο που συζητείται στις μέρες μας στο λιανικό εμπόριο (ηλεκτρικές συσκευές, super markets, καταστήματα παιχνιδιών, κ.λπ.), είναι το αν θα πρέπει να επιλέγονται τα μικρά καταστήματα σε κεντρικά σημεία μέσα στις πόλεις, ή τα υπερ-καταστήματα σε κομβικά σημεία εντός ή εκτός πόλης.

6) Δραστική συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους

Οι προβλεπόμενοι ρυθμοί αύξησης της ζήτησης επιβεβαιώνονται, αλλά αυτό γίνεται με ταυτόχρονη συρρίκνωση των περιθωρίων κέρδους στον κλάδο, με αποτέλεσμα τα κέρδη να αυξηθούν πολύ λιγότερο από τις αρχικές προβλέψεις. Αυτό έγινε π.χ. στον κλάδο των κατασκευαστικών εταιριών, όπου ο συνδυασμός αύξησης έργων και συρρίκνωσης περιθωρίου κέρδους, ωφέλησε λίγες μόνο επιχειρήσεις του κλάδου κατά την τελευταία πενταετία και που όταν η ροή των έργων περιορίστηκε, πολλές εταιρίες του κλάδου αντιμετώπισαν σοβαρά προβλήματα.

7) Προβλέψεις με βάση το ανοδικό σημείο μιας κυκλικής αγοράς:

Πολλοί κλάδοι χαρακτηρίζονται από κυκλική δραστηριότητα, όπου τριετείς έως πενταετείς περίοδοι ανάπτυξης διακόπτονται από περιόδους κάμψης, για να επακολουθήσει ανάκαμψη, κ.ο.κ. Η ατυχής επιλογή του αναλυτή είναι να θεωρήσει ως έτος βάσης μια χρονιά που η

εταιρία διάγει την ανοδική φάση του κύκλου της, χωρίς να συνεκτιμήσει ότι επίκειται και η καθοδική πλευρά της κυκλικής πορείας.

8) Προβλέψεις με βάση λανθασμένη εικόνα του παρόντος:

Η εταιρία λειτουργεί ήδη με σοβαρά διαρθρωτικά προβλήματα και πολλές φορές μάλιστα, μέρος των κερδών της είναι αποτέλεσμα λογιστικών χειρισμών. Σε τέτοιες περιπτώσεις, είναι θέμα χρόνου η επιδείνωση των αποτελεσμάτων της εταιρίας και η απαξίωση της μετοχής της στο ταμπλό του χρηματιστηρίου.

9) Περιβάλλον οικονομικής δυσπραγίας

Οι επιπτώσεις του άρχισαν να γίνονται ορατές, κυρίως μετά τη λήξη των Ολυμπιακών Αγώνων. Όλα δείχνουν ότι θα υπάρξουν σαφείς επιπτώσεις στην εγχώρια οικονομία κατά την προσεχή διετία, με το ρυθμό ανάπτυξης να «προσγειώνεται» σε χαμηλότερα επίπεδα, το πραγματικό εισόδημα των μισθωτών να απειλείται και το επίπεδο ανεργίας να ανεβαίνει εκ νέου σε επίπεδα ανώτερα του 10%. Ο συνδυασμός των παραπάνω ενδεχομένως να φρενάρει τους ρυθμούς ανάπτυξης των εταιριών που κατά κύριο λόγο απευθύνονται στην εγχώρια αγορά.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

3.1 ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μια πληθώρα νέων προσεγγίσεων διαχείρισης για τη βελτίωση της οργανωτικής απόδοσης: συνολική διαχείριση της ποιότητας, επίπεδες οργανώσεις, ενδυνάμωση, συνεχής βελτίωση, ανασχεδιασμό, την οικοδόμηση της ομάδας, και ούτω καθεξής. Πολλοί έχουν καταφέρει, αλλά πολλοί λίγοι έχουν αποτύχει. Συχνά η αιτία της αποτυχίας ήταν οι στόχοι που ήταν ασαφείς ή δεν είναι σωστά ευθυγραμμισμένοι με απώτερο στόχο τη δημιουργία αξίας.

Η διαχείριση που βασίζεται σε αξίες (VBM) αντιμετωπίζει αυτό το πρόβλημα κατά μέτωπο. Παρέχει μια ακριβή και σαφή μέτρηση αξίας πάνω στην οποία μπορεί να οικοδομηθεί μια ολόκληρη οργάνωση.

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά στην δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Μπορούμε επομένως να πούμε απλά ότι η αξία της επιχείρησης είναι η ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος για τους μετόχους της.

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδη, τώρα και στο μέλλον, εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, άλλους εσωτερικούς και άλλους εξωτερικούς. Επειδή η επιχείρηση είναι ένας οργανισμός μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, οι ικανότητες της να λειτουργήσει αποδοτικά μέσα στο επιχειρησιακό περιβάλλον και να παράγει κέρδη είναι στενά συνδεδεμένη με:

α) τους ανθρώπους της

β) τις δομές και τα συστήματά της

γ) τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσή της

δ) τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει

δ) τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη.

Τα παραπάνω άυλα στοιχεία μαζί με μία σειρά από εξωτερικούς παράγοντες όπως:

α) το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου,

β) ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και

γ) το μακροοικονομικό περιβάλλον,

διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδη ή αλλιώς την αξία της.

Όλα οι παραπάνω παράγοντες αντανακλούν θετικά ή αρνητικά στην ικανότητά της να παράγει κέρδη και αποδόσεις στους μετόχους της και διαμορφώνουν την αξία της. Επιπλέον επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται με το χρόνο είναι σαφές ότι η αξία μία επιχείρησης στο χρόνο μεταβάλλεται. Όλα αυτά κάνουν σαφές ότι η αξία της επιχείρησης σχετίζεται περισσότερο με την ικανότητά της να παράγει κέρδη παρά με την σημερινή της περιουσία. (Στην πραγματικότητα η αξία της είναι η μέγιστη μεταξύ της καθαρής της περιουσίας της (Ενεργητικό μείον Παθητικό) και της αξίας των μελλοντικών της κερδών.

Τα παραπάνω εξηγούν γιατί μία επιχείρηση ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, παρόλα αυτά μπορεί να έχει μία σημαντική αξία αφού οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την αξία εξακολουθούν να υπάρχουν και διασφαλίζουν τις προοπτικές και την μελλοντική πορεία της επιχείρησης⁶.

Είναι προφανές ότι για την εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης πρέπει να γίνει εκτίμηση των παραγόντων εκείνων που συνθέτουν την αξία της και οι οποίοι είναι συνήθως άυλοι. Σε αυτή πρέπει να συμπεριληφθεί, η ανάλυση της συγκεκριμένης αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και οι προοπτικές της, να εξετασθούν οι βασικοί ανταγωνιστές και να αναλυθούν τα οικονομικά τους στοιχεία, και τέλος να συνεκτιμηθούν διάφοροι άλλοι καθοριστικοί παράγοντες όπως το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι πιθανές κυκλικές διακυμάνσεις, η συσχέτιση με την παγκόσμια οικονομία και άλλοι πολλοί.

Η σκέψη πίσω από την «διοίκηση βάσει αξίας» είναι απλή.

Η αξία μιας εταιρείας καθορίζεται από προεξόφληση των μελλοντικών ταμειακών ροών της. Η αξία δημιουργείται μόνο όταν οι εταιρείες επενδύουν κεφάλαια σε αποδόσεις που υπερβαίνουν το κόστος του κεφαλαίου. Η διοίκηση βάσει αξίας επεκτείνει αυτές τις έννοιες,

⁶ <http://dealsanddeals.eu/deals-blog/?tag=discounted-cash-flow>

εστιάζοντας στο πώς οι εταιρείες τις χρησιμοποιούν για να πάρουν τόσο μεγάλες στρατηγικές και καθημερινές επιχειρησιακές αποφάσεις.

Η ορθή εκτέλεση, είναι μια προσέγγιση για τη διαχείριση που ευθυγραμμίζει συνολικά τις προσδοκίες της εταιρείας, αναλυτικές τεχνικές και διαδικασίες διαχείρισης να επικεντρωθεί λήψη αποφάσεων διαχείρισης για τις βασικές κινητήριες δυνάμεις της αξία.

3.2 ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

Η διοίκηση βάσει αξίας επικεντρώνεται στην καλύτερη λήψη αποφάσεων σε όλα τα επίπεδα σε έναν οργανισμό.

Ζητά από τους διαχειριστές να χρησιμοποιούν μετρήσιμες απόδοσης τιμές για τη λήψη καλύτερων αποφάσεων. Συνεπάγεται έτσι η σωστή διαχείριση του ισολογισμού, καθώς και της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσης , καθώς η εξισορρόπηση μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων προοπτικών.

Όταν η διοίκηση βάσει αξίας υλοποιείται καλά, φέρνει τεράστια οφέλη.

Όταν η διοίκηση βάσει αξίας λειτουργεί καλά, τότε οι διαδικασίες διαχείρισης ενός οργανισμού παρέχουν βοήθεια σε όλους τους φορείς λήψης αποφάσεων σε όλα τα επίπεδα και με τη σωστή ενημέρωση και κίνητρα για τη λήψη αποφάσεων που δημιουργείται αξία για την επιχείρηση.

Το πρώτο βήμα είναι να τεθεί η μεγιστοποίηση της αξίας ως απώτερος οικονομικός στόχος για μια εταιρεία. Παραδοσιακά μέτρα οικονομικής απόδοσης, όπως τα κέρδη ή τα κέρδη της ανάπτυξης, δεν είναι πάντα καλά πληρεξούσια για τη δημιουργία αξίας.

Για επικεντρωθεί η διοίκηση της εταιρείας πιο άμεσα στην δημιουργία αξίας, θα πρέπει να θέσουν στόχους όσον αφορά την παρούσα αξία των ταμειακών ροών, καθώς οι ταμειακές ροές είναι το πιο άμεσο μέτρο της δημιουργίας αξίας.

Οι εταιρείες πρέπει επίσης να μην βάζουν μόνο χρηματοοικονομικούς στόχους, αλλά και στόχους όσον αφορά την ικανοποίηση των πελατών, την καινοτομία των προϊόντων και την ικανοποίηση των εργαζομένων. Οι στόχοι αυτοί δεν έρχονται σε αντίθεση με μεγιστοποίηση της αξίας. Αντίθετα, οι πιο ευημερούσες επιχειρήσεις είναι συνήθως αυτές που υπερέχουν σε ακριβώς αυτούς τους τομείς. Οι μη χρηματοοικονομικοί στόχοι πρέπει, πάντως, να εξεταστούν προσεκτικά υπό το πρίσμα των οικονομικών καταστάσεων της εταιρείας.

Οι στόχοι θα πρέπει επίσης να προσαρμοστούν στα διαφορετικά επίπεδα μέσα σε μια οργάνωση. Για τον επικεφαλής της επιχειρηματικής μονάδας, ο στόχος μπορεί να είναι μια ρητή δημιουργία αξίας και να μετριέται σε οικονομικούς όρους. Οι στόχοι μιας λειτουργικής διαχείρισης θα μπορούσαν να εκφραστούν από την άποψη της εξυπηρέτησης των πελατών, το μερίδιο αγοράς, την ποιότητα του προϊόντος, ή την παραγωγικότητα. Μια η διαχείριση της παραγωγής μπορεί να επικεντρωθεί στο κόστος ανά μονάδα, το χρόνο του κύκλου, ή ποσοστό ελάττωμα. Στον τομέα ανάπτυξης προϊόντων, οι στόχοι θα μπορούσαν να είναι ο χρόνος που χρειάζεται για να αναπτύξει ένα νέο προϊόν, ο αριθμός των προϊόντων που αναπτύσσονται και τις επιδόσεις τους σε σχέση με τον ανταγωνισμό.

Ακόμα και μέσα στη σφαίρα των οικονομικών στόχων, οι διευθυντές είναι συχνά αντιμέτωποι με πολλές επιλογές: την αύξηση των κερδών ανά μετοχή, μεγιστοποιώντας την αναλογία τιμής / κερδών ή την αναλογία της αγοράς προς λογιστική αξία, και την αύξηση της απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων, για να αναφέρουμε μερικές. Πιστεύουμε ακράδαντα ότι η αξία είναι το μόνο ορθό κριτήριο απόδοσης.

3.3 Η ΝΟΟΤΡΟΠΙΑ ΤΗΣ ΔΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

Μία επιχείρηση είναι μία επένδυση και ως επένδυση αφορά στην δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό την εξασφάλιση κέρδους. Η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την ικανότητά της να παράγει, τώρα και στο μέλλον, καθαρό κέρδος/εισόδημα για τους μετόχους της.

Η ικανότητα αυτή να παράγει κέρδος/εισόδημα, τώρα και στο μέλλον, επηρεάζεται από πολλούς εσωτερικούς και εξωτερικούς παράγοντες. Επειδή η επιχείρηση λειτουργεί μέσα σε ένα συνεχώς μεταβαλλόμενο περιβάλλον, η ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα είναι στενά συνδεδεμένη με τους ακόλουθους εσωτερικούς παράγοντες:

- α) τους ανθρώπους της
- β) τις δομές και τα συστήματά της
- γ) τις διαδικασίες και τον τρόπο οργάνωσή της
- δ) τη στρατηγική που έχει αποφασίσει να ακολουθήσει
- ε) τα απορρέοντα από αυτά πελατολόγιο, έσοδα και κέρδη,

Οι παράγοντες αυτοί οποίοι μαζί με μία σειρά από εξωτερικούς παράγοντες όπως α) το μέγεθος και οι προοπτικές του κλάδου, β) ο αριθμός και η δύναμη των ανταγωνιστών και γ) το μακροοικονομικό περιβάλλον, διαμορφώνουν την τελική ικανότητά της να παράγει κέρδος/εισόδημα ή αλλιώς να δημιουργεί αξία. Επειδή όλοι οι παραπάνω παράγοντες μεταβάλλονται με το χρόνο, είναι σαφές ότι η αξία μία επιχείρησης στο χρόνο μεταβάλλεται.

Τα παραπάνω εξηγούν γιατί μία επιχείρηση ενώ δεν έχει κέρδη ή ακόμα και στην περίπτωση που έχει ζημιές, παρόλα αυτά μπορεί να έχει μία σημαντική αξία αφού οι παράγοντες εκείνοι που επηρεάζουν την αξία της εξακολουθούν να υπάρχουν και διασφαλίζουν τις προοπτικές και την μελλοντική πορεία της επιχείρησης.

Όλα αυτά κάνουν σαφές ότι η αξία της επιχείρησης σχετίζεται περισσότερο με την ικανότητά της να παράγει κέρδη παρά με την σημερινή της περιουσία.

Κάνοντας ένα βήμα παραπέρα, πρέπει να πούμε ότι η αξία μίας επιχείρησης δεν είναι ανάλογη της κερδοφορίας, γεγονός που είναι αυτονόητο γιατί αλλιώς η αποτίμηση θα ήταν ένας απλός μαθηματικός τύπος (3-5 φορές τα κέρδη). Η αξία δεν σχετίζεται τόσο με τα κέρδη όσο με τις ταμειακές ροές. Στην μέχρι τώρα αναφορά μας για εισόδημα αναφερόμαστε σε Ταμειακές ροές και όχι σε Κέρδη. Με τον όρο ταμειακές ροές εννοούμε την καθαρή εισροή χρημάτων στους συνεισφέροντες κεφάλαια στην επιχείρηση (μετόχους και δανειστές). Η έννοια της ελεύθερης ταμειακής ροής διαφοροποιείται από τα κέρδη στο ότι μία επιχείρηση μπορεί να έχει κέρδη αλλά αυτά να τα επενδύσει σε διάφορα σημεία μέσα στην επιχείρηση (π.χ. σε πάγια, σε αποθέματα, σε αποπληρωμή προμηθευτών, σε πιστώσεις σε πελάτες, κλπ.).

3.4 ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΚΑΙ ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ

Η μεγιστοποίηση της αξίας μίας επιχείρησης αποτελεί μία από τις βασικές προτεραιότητες όλων των στελεχών σε κάθε επιχείρηση και ιδιαίτερα των ανώτατων στελεχών.

Η εφαρμογή της διοίκησης βάσει της αξίας είναι εξαιρετικά πολύπλοκη και χρονοβόρα διαδικασία. Ωστόσο υπάρχουν ορισμένα χαρακτηριστικά κλειδιά για την επιτυχημένη εφαρμογή της μεθόδου αυτής.

Τα κλειδιά αυτά είναι τα εξής:

- Εγκατάσταση ρητής και σαφής υποστήριξης της ανώτατης διοίκησης.
- Επικέντρωση στην βελτίωση του τρόπου λήψης αποφάσεων του προσωπικού.
- Επιτυχία πλεονεκτήματος μέσω της οικοδόμησης δεξιοτήτων σε ένα ευρύ πεδίο της επιχείρησης.
- Συσχέτιση της διοίκησης με βάση την αξία με όλα τα στοιχεία του σχεδιασμού.
- Επικέντρωση σε πρακτικές εφαρμογές και αποφυγή έμφασης σε ζητήματα μεθοδολογίας
- Χρησιμοποίηση στρατηγικών οι οποίες είναι δημιουργημένες για κάθε μονάδα της επιχείρησης
- Εξασφάλιση της διαθεσιμότητας σημαντικών πληροφοριών και στοιχείων
- Παροχή τυποποιημένων και εύκολων στην χρήση φορμών αξιολόγησης και αναφοράς για την διευκόλυνση της διοίκησης
- Οι ανθρώπινοι και κεφαλαιουχικοί πόροι θα πρέπει να είναι βασισμένοι στην αξία.

Η διοίκηση με βάση την αξία θα πρέπει να είναι η φιλοσοφία που να διεισδύει σε ολόκληρο τον οργανισμό. Για να οδηγήσει η εφαρμογή της διοίκησης βάσει αξίας σε μακροχρόνια μεγιστοποίηση της αξίας θα πρέπει όχι μόνο η ανώτατη διοίκηση αλλά και όλη η επιχείρηση να υιοθετήσει την φιλοσοφία αυτήν και να την χρησιμοποιούν σε καθημερινή βάση για την λήψη βέλτιστων αποφάσεων.

Εφόσον όλα τα ανωτέρω τηρηθούν από την διοίκηση της επιχείρησης τότε η διοίκηση βάσει αξίας μπορεί να προσφέρει τα εξής στην επιχείρηση:

- Να παρέχει μια κοινή γλώσσα – χρησιμοποιήσιμη εσωτερικά και εξωτερικά
- Να αποτελέσει ένα ισχυρό συγκριτικό εργαλείο βέλτιστης πρακτικής της ανταγωνιστικής επίδοσης.
- Να βοηθήσει στην σωστή κατανομή των πόρων – καλύτερη διάκριση μεταξύ των επενδύσεων που δημιουργούν αξία και αυτών που καταστρέφουν την αξία
- Και τέλος να αποτελέσει θετική επίδραση στην χρηματοοικονομική επίδοση που επιτυγχάνεται μέσω των μειώσεων της βάσης κεφαλαίου
- Να βοηθήσει στην δημιουργία περισσότερης αξίας στους μετόχους με το να παίρνει μεγαλύτερη ευθύνη για τις επιμέρους αυτόνομες επιχειρηματικές μονάδες

3.4 Η ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

Η διοίκηση με βάση της αξία δεν πρέπει να επικεντρώνεται στην μεθοδολογία. Πρέπει να επικεντρώνεται στο γιατί και το πώς θα αλλάξει την εταιρική κουλτούρα. Ένας διευθυντής που ακολουθεί συγκεκριμένη φιλοσοφία δείχνει τόσο ενδιαφέρον για την οξύνουσα της οργανωσιακής συμπεριφοράς, όσο και για τη χρησιμοποίηση της αξιολόγησης και μέτρηση της αξίας σαν μέτρο αποδοτικότητας και σαν εργαλείο λήψης αποφάσεων.

Όταν η φιλοσοφία διοίκησης βάσει αξίας εφαρμόζεται σωστά, οι διαδικασίες διοίκησης ενός οργανισμού ή μιας επιχείρησης παρέχουν τις σωστές πληροφορίες και ερεθίσματα στους διευθυντές για την λήψη αποφάσεων που θα δημιουργήσουν αξία. Ο τρόπος διοίκησης αυτός παρέχει στον διευθυντή μιας επιχείρησης τις απαραίτητες πληροφορίες για να μπορέσει να ποσοτικοποιήσει και να συγκρίνει την αξία που θα δημιουργηθεί από διαφορετικές στρατηγικές. Επίσης παρέχει τα κίνητρα για την επιλογή της στρατηγικής εκείνης που θα επιφέρει την μεγιστοποίηση της δημιουργημένης αξίας.

Τα κίνητρα αυτά δημιουργούνται από συγκεκριμένους στόχους, οι οποίοι θέτονται από την ανώτατη διοίκηση μέσω συστημάτων αξιολόγησης και αμοιβών, τα οποία ενισχύουν τη δημιουργία αξίας και το κυριότερο μέσω διαδικασιών ελέγχου και αναθεώρησης των στρατηγικών διοίκησης μεταξύ των διευθυντών των τμημάτων και των ανωτέρων τους. Επιπρόσθετα, η αυτοαξιολόγηση των διευθυντών βασίζεται πάνω σε μακροχρόνιους και βραχυχρόνιους στόχους οι οποίοι ουσιαστικά μετράνε την πρόοδο του βασικού στόχου, της αύξησης της αξίας της επιχείρησης.

Η διοίκηση με βάση την αξία εφαρμόζεται σε όλα τα επίπεδα μιας επιχείρησης.

Οι βασικές μεθοδολογίες που χρησιμοποιούνται για την αποτίμηση μιας μεσαίας ή μεγάλης επιχείρησης είναι οι παρακάτω:

1. Η μέθοδος της προεξόφλησης των μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών (Discounted Cash Flow).
2. Η μέθοδος της Λογιστικής Καθαρής/Πραγματικής Θέσης (Book Value), στηριζόμενη στην αναπροσαρμογή της Καθαρής Θέσης και τον υπολογισμό τυχόν υπεραξιών από ακίνητα και μηχανήματα.
3. Η συγκριτική αποτίμηση βάσει «Πολλαπλασίων Δεικτών» (multiples) της αγοράς εισηγμένων «συγκρίσιμων» εταιρειών
4. Η μέθοδος των Παρόμοιων Συναλλαγών (comparative transactions), η οποία βρίσκει εφαρμογή όταν από αντίστοιχες εξαγορές και συγχωνεύσεις στην εγχώρια και διεθνή αγορά τα τιμήματα που καταβλήθηκαν μπορούν να συγκριθούν με την προς αποτίμηση εταιρεία.

ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

Είναι προφανές ότι για την εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης πρέπει να γίνει εκτίμηση των παραγόντων εκείνων που συνθέτουν την αξία της και οι οποίοι είναι συνήθως άυλοι. Σε αυτή πρέπει να συμπεριληφθεί, η ανάλυση της συγκεκριμένης αγοράς που δραστηριοποιείται η επιχείρηση και οι προοπτικές της, να εξετασθούν οι βασικοί ανταγωνιστές και να αναλυθούν τα οικονομικά τους στοιχεία, και τέλος να συνεκτιμηθούν διάφοροι άλλοι καθοριστικοί παράγοντες όπως το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον, οι πιθανές κυκλικές διακυμάνσεις, η συσχέτιση με την παγκόσμια οικονομία και άλλοι πολλοί.

Στη συνέχεια θα αναλυθούν οι σημαντικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν την αποτίμηση της αξίας.

Ρυθμός Ανάπτυξης

Ένας παράγοντας που επηρεάζει σημαντικά την αποτίμηση μιας επιχείρησης είναι η ταχύτητα ανάπτυξής της. Στην προσπάθεια εκτίμησης του μελλοντικού ρυθμού ανάπτυξης χρησιμοποιούνται συχνά, ιστορικά δεδομένα. Ωστόσο η έννοια ανάπτυξη μπορεί να λάβει πολλές ερμηνείες: Η ανάπτυξη μιας εταιρίας μπορεί να προέλθει από προσεκτική εξέταση του εξωτερικού και εσωτερικού περιβάλλοντος της έτσι ώστε να είναι σε θέση να εκμεταλλευτεί πιθανές ευκαιρίες ή να διαχειριστεί τις απειλές και τις αδυναμίες της.

Προσδοκίες και προβλέψεις που σχετίζονται με την επιχείρηση

Μια επιχείρηση έχει χαρακτηριστικά που παραπέμπουν σε ζωντανούς οργανισμούς, όπως για παράδειγμα η γέννηση, η ανάπτυξη, η ακμή, η παρακμή και ο θάνατος. Ακόμη, όπως οι άνθρωποι δημιουργούν οικογένεια, έτσι και οι επιχειρήσεις συνενώνονται, δημιουργούν θυγατρικές, ομίλους κλπ. Δηλαδή, η επιχείρηση αναπτύσσεται με το πέρασμα του χρόνου, φτάνει στην περίοδο της ακμής της και στη συνέχεια αρχίζει να φθίνει συστηματικά και να οδηγείται στον αφανισμό. Η εμπειρία της χρηματοπιστωτικής κρίσης (διεθνώς αλλά και στην Ελλάδα) άλλωστε, διδάσκει ότι αυτό συμβαίνει στην πραγματικότητα.

Στα πλαίσια πρόβλεψης της μελλοντικής πορείας μιας επιχείρησης, ένας αναλυτής θα μπορούσε να εξετάσει κατά πόσο μια επιχείρηση προωθεί ενέργειες όπως :

- Επέκταση του γεωγραφικού χώρου στον οποίο απευθύνονται τα προϊόντα της επιχείρησης.
- Ανάπτυξη νέων προϊόντων.
- Δραστηριοποίηση της επιχείρησης σε άλλα αντικείμενα. Π.χ. μια ναυτιλιακή επιχείρηση ιδρύει θυγατρικές που ασχολούνται με χερσαίες μεταφορές, με διανομές, εμπόριο τροφίμων κλπ.
- Ανανέωση της εικόνας της επιχείρησης ή της εικόνας του προϊόντος
- Τεχνολογικός εκσυγχρονισμός - καινοτομία, που επιτρέπουν τη μείωση του κόστους, τη βελτίωση της ποιότητας, την παραγωγή νέων προϊόντων κλπ.
- Απορρόφηση άλλων επιχειρήσεων ή συγχώνευση με άλλες επιχειρήσεις, με στόχο την πραγματοποίηση οικονομιών κλίμακας, την απόκτηση νέων πελατών, την εξασφάλιση τεχνογνωσίας κλπ. Σε κάθε περίπτωση, οι παραπάνω ενέργειες προϋποθέτουν ικανοποιητικές εκτιμήσεις για τις συνέπειες της ανάληψής τους, προγραμματισμό της υλοποίησής τους, προγραμματισμό της δράσης της επιχείρησης μετά την ολοκλήρωση των διορθωτικών ενεργειών κλπ.

Το προεξοφλητικό επιτόκιο

Το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση ταμιακών ροών (όπως θα παρουσιαστεί στη συνέχεια) οφείλει να αντανakλά τον κίνδυνο που περιέχει κάθε επενδυτική δραστηριότητα. Συνήθως χρησιμοποιείται ένα επιτόκιο-βάσης (όπως τα επιτόκια που καθορίζονται από την Τράπεζα της Ελλάδος ή παλαιότερα, η απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου). Ωστόσο, το τελικό ύψος του προεξοφλητικού επιτοκίου υπολογίζεται υποκειμενικά και μπορεί να αναπροσαρμοστεί ώστε να ενσωματώσει χαρακτηριστικά του κλάδου ή τη γενικότερη οικονομική συγκυρία.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΑΞΙΑΣ

4.1 ΟΙ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΤΗΣ ΜΕΘΟΔΟΥ ΑΥΤΗΣ

Το σκεπτικό πίσω από την διοίκηση βάσει αξίας είναι απλό. Η αξία μιας επιχείρησης καθορίζεται από τις μελλοντικές χρηματοροές της. Αξία δημιουργείται όταν οι επιχειρήσεις επενδύουν κεφάλαια με αποδόσεις μεγαλύτερες από το κόστος της επένδυσης. Η διοίκηση με βάση την αξία επεκτείνει αυτήν την αρχή, με το να εστιάζει στο πως οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν την αξία αυτή για να λάβουν στρατηγικές, λειτουργικές και καθημερινές αποφάσεις.

Υπάρχουν τέσσερις βασικές διαδικασίες διαχείρισης που συλλογικά διέπουν την έγκριση της διοίκησης βάσει αξίας.

-Πρώτον, μια εταιρεία ή επιχειρηματική μονάδα αναπτύσσει μια στρατηγική για να μεγιστοποιήσει την αξία.

-Δεύτερον, η μετάφραση αυτής της στρατηγικής σε στόχους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους.

-Τρίτον, να αναπτύσσει σχέδια δράσης και προϋπολογισμούς για να προσδιορίσει τα μέτρα που θα ληφθούν κατά το επόμενο έτος ή για την επίτευξη αυτών των στόχων.

-Τέλος, βάζει τη μέτρηση των επιδόσεων και τα συστήματα παροχής κινήτρων για την παρακολούθηση των επιδόσεων σε σχέση με τους στόχους και να ενθαρρύνουν τους εργαζόμενους να πετύχουν τους στόχους τους.

4.2 ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Αν και η διαδικασία ανάπτυξης στρατηγικής πρέπει πάντα να βασίζεται στην μεγιστοποίηση της αξίας, η εφαρμογή της θα διαφέρει ανάλογα με οργανωτικό επίπεδο.

Σε εταιρικό επίπεδο, η στρατηγική είναι κατά κύριο λόγο για να αποφασιστεί τι στόχους οι επιχειρήσεις πρέπει να έχουν, πώς να εκμεταλλευτούν δυνητικές συνεργασίες μεταξύ επιχειρηματικών μονάδων, καθώς και την κατανομή πόρων σε ολόκληρη την επιχείρηση. Σε ένα πλαίσιο διοίκησης βάσει αξίας, τα ανώτερα διοικητικά στελεχη επινοούν μια εταιρική στρατηγική που μεγιστοποιεί ρητά τη συνολική αξία της εταιρείας, συμπεριλαμβανομένης της αγοράς και πώλησης επιχειρηματικών μονάδων ανάλογα με την περίπτωση. Αυτή η στρατηγική θα πρέπει να βασίζεται σε μια εις βάθος κατανόηση των επιχειρηματικών στρατηγικών μονάδων.

Η λογική που διέπει τις στρατηγικές ανάπτυξης είναι ότι οι επιχειρήσεις λειτουργούν σε ένα δυναμικό και εξελισσόμενο περιβάλλον και πρέπει να αναπτυχθούν για να επιβιώσουν.

Σε επίπεδο επιχειρηματικών μονάδων, στρατηγική ανάπτυξης γενικά συνεπάγεται την αναγνώριση των εναλλακτικών στρατηγικών, την αποτίμηση τους, επιλέγοντας αυτή με την υψηλότερη αξία. Για να δικαιολογηθεί η επιλεγείσα στρατηγική θα πρέπει να διευκρινιστεί πως η επιχειρηματική μονάδα θα επιτύχει ένα ανταγωνιστικό πλεονέκτημα που θα επιτρέψει τη δημιουργία αξίας. Αυτή η εξήγηση θα πρέπει να στηρίζεται σε μια ενδελεχή ανάλυση της αγοράς, τους ανταγωνιστές, και τα περιουσιακά στοιχεία και τις ικανότητες της μονάδας.

Οι βασικές κατηγορίες στρατηγικών ανάπτυξης είναι οι παρακάτω:

-Κάθετης ολοκλήρωσης. Είναι η προσπάθεια μιας επιχείρησης να αποκτήσει παρουσία είτε προς τα μπροστά (διανομείς / λιανοπωλητές των προϊόντων της), είτε προς τα πίσω (προμηθευτές της)

-Οριζόντιας ολοκλήρωσης. Όταν η επιχείρηση προσπαθεί να αναπτυχθεί μέσω εξαγοράς ή δημιουργίας παρόμοιων επιχειρήσεων που λειτουργούν στο ίδιο στάδιο της αλυσίδας παραγωγής)

-Διαφοροποίησης δραστηριοτήτων (Συσχετισμένη και Ασυσχετίστη). Συσχετισμένη διαφοροποίηση έχουμε όταν οι δραστηριότητες με τις οποίες ασχολείται η επιχείρηση συνδέονται μεταξύ τους σε θέματα όπως η τεχνολογία, οι μέθοδοι παραγωγής ή προώθησης κλπ

-Συγκέντρωσης – Διείσδυσης αγοράς. Όταν η επιχείρηση αποφασίζει να διαθέσει τους πόρους της στην ανάπτυξη του πιο επικερδούς προϊόντος της, μίας αγοράς ή μιας κυρίαρχης τεχνολογίας

-Ανάπτυξης αγοράς. Η επιχείρηση προσπαθεί να προωθήσει υπάρχοντα προϊόντα σε νέες αγορές

- Ανάπτυξης προϊόντων. Η επιχείρηση αναπτύσσει νέα προϊόντα για τις υπάρχουσες αγορές ή επιχειρούνται σημαντικές τροποποιήσεις των υπάρχόντων προϊόντων.

- Ανάπτυξης μέσω εξαγορών ή συγχωνεύσεων ή δημιουργίας συμμαχιών.

Καθορισμός στόχων

Μόλις οι στρατηγικές για τη μεγιστοποίηση της αξίας συμφωνηθούν, θα πρέπει να μεταφραστούν σε συγκεκριμένους στόχους. Ο καθορισμός στόχων είναι άκρως υποκειμενικός, αλλά η σημασία του δεν μπορεί να υπερεκτιμηθεί. Χωρίς στόχους, οι οργανώσεις δεν ξέρουν πού πάνε.

Τα σχέδια δράσης και οι προϋπολογισμοί

Τα σχέδια δράσης μεταφράζουν τη στρατηγική στα συγκεκριμένα βήματα που ένας οργανισμός θα λάβει για να επιτύχει τους στόχους της, ιδιαίτερα σε σύντομο χρονικό διάστημα. Τα σχέδια πρέπει να προσδιορίζουν τις ενέργειες που ο οργανισμός θα λάβει ώστε να μπορεί να επιδιώκει τους στόχους του με μεθοδικό τρόπο.

Μέτρηση επίδοσης

Τα συστήματα μέτρησης των επιδόσεων έχουν ως κίνητρο την παρακολούθηση της προόδου όσον αφορά την επίτευξη των στόχων και να ενθαρρύνουν τους διαχειριστές και άλλους υπαλλήλους για την επίτευξή τους.

Η διοίκηση βάσει αξίας μπορεί να αναγκάσει μια εταιρεία να τροποποιήσει την παραδοσιακή προσέγγιση της στα συστήματα αυτά.

4.3 ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΜΕΘΟΔΟΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ

Τα κέντρα ευθύνης μέσα σε μία επιχείρηση αποτελούν την βάση για τα αποτελέσματα μέτρησης της αξίας.

Οι παραδοσιακές μέθοδοι μέτρησης της αξίας της επιχείρησης καθώς επίσης και των επιμέρους αυτόνομων επιχειρηματικών μονάδων βασίζονται στο λογιστικό κέρδος.

Το λογιστικό κέρδος εμφανίζεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και έτσι είναι διαθέσιμο και στους εσωτερικούς χρήστες της επιχείρησης αλλά και στους εξωτερικούς(επενδυτές).

Στις παραδοσιακές μεθόδους μέτρησης της αξίας των αυτόνομων τμημάτων συγκαταλέγονται οι δείκτες απόδοσης των επενδύσεων (ROI), το υπολλειμματικό εισόδημα (RI) και η λιγότερο χρησιμοποιούμενη απόδοση των συνολικών κεφαλαίων (ROA).

Οι σύγχρονες μέθοδοι μέτρησης της αξίας, από την άλλη, βασίζονται τόσο στην αξία όσο και στις ταμειακές ροές. Το κοινό τους στοιχείο είναι η έννοια του οικονομικού κέρδους. Το οικονομικό κέρδος ορίζεται ως εξής:

Οικονομικό κέρδος = Λογιστικό κέρδος – Λογιστική αξία ιδίων κεφαλαίων x απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων.

Πρωτοεμφανίστηκαν την δεκαετία του 1980 ως εργαλεία συστήματος διοίκησης με βάση την αξία.

Στις μεθόδους αυτές, όσον αφορά τις αυτόνομες μονάδες της επιχείρησης, συγκαταλέγονται τόσο μέτρα προστιθέμενης αξίας (EVA), ταμειακής προστιθέμενης αξίας (CVA), μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (WACC), απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου (ROIC) και η ανάλυση της μετοχικής αξίας (SVA), όσο και μέτρα ταμειακών ροών, όπως οι δείκτες απόδοσης επί της επένδυσης των ταμειακών ροών και των προεξοφλημένων ταμειακών ροών, FCFE (μοντέλο προεξόφλησης υπολλειμματικών ταμειακών ροών προς μετόχους)

4.4 ΑΡΙΘΜΗΤΙΚΑ ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑΤΑ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ

EVA

Η EVA ορίζεται ως η διαφορά των καθαρών λειτουργικών κερδών μετά φόρων και του συνολικού κεφαλαιακού κόστους της επιχείρησης.

Πιο συγκεκριμένα υπάρχουν δύο τρόποι να οριστεί η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία: ο λογιστικός και ο χρηματοοικονομικός.

Λογιστική ερμηνεία Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας: Από λογιστικής πλευράς, η EVA είναι απλά το καθαρό λειτουργούν κέρδος μετά από τους φόρους μείον το κόστος κεφαλαίου: $EVA = NOPAT - WACC \times Ke$ Όπου WACC είναι το σταθμισμένο μέσο κόστος του κεφαλαίου από την εταιρική χρηματοδότηση, το Ke δείχνει το ποσό καθαρού επενδυμένου κεφαλαίου και το NOPAT δείχνει το καθαρό λειτουργικό κέρδος προ φόρων.

Απλούστερα η EVA είναι το καθαρό λειτουργικό κέρδος μείον της κατάλληλης εκείνης δαπάνης για το κόστος ευκαιρίας όλου του κεφαλαίου που επενδύεται σε μια επιχείρηση. Υπό αυτήν τη μορφή, η EVA είναι το ποσό που υπερβαίνει το ελάχιστο ποσό που οι μέτοχοι και οι δανειστές θα μπορούσαν να πάρουν από μια επένδυση σε άλλους τίτλους συγκρίσιμου κινδύνου.

Όταν το EVA είναι θετικό έχουμε δημιουργία αξίας και όταν το EVA είναι αρνητικό απορρίπτουμε την επένδυση (μείωση αξίας). αναλυτές Η χρηματοοικονομική ερμηνεία της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας: Η χρηματοοικονομική ερμηνεία της EVA είναι ιδιαίτερα ελκυστική για τους και τους διαχειριστές χαρτοφυλακίων. Σε γενικές γραμμές, η EVA

συσχετίζεται άμεσα με τη δημιουργία πλούτου μέσω της καθαρής παρούσας αξίας. Σε αυτό το πλαίσιο, η καθαρή παρούσα αξία μπορεί να εκφραστεί ως παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών EVA: $NPV = MVA = \text{Παρούσα αξία της αναμενόμενης EVA}$.

Απώτερος σκοπός της εφαρμογής της EVA είναι να κάνει όλους τους εργαζόμενους μιας επιχείρησης, να ενεργήσουν προς όφελος της ίδιας της επιχείρησης και όχι τόσο για προσωπικό τους όφελος. Η σύγκρουση συμφερόντων μπορεί να απαλειφθεί μόνο αν οι ιδιοκτήτες δώσουν την δυνατότητα στους διευθυντές να αισθανθούν ως ιδιοκτήτες και όταν τα επιδόματα που δίνονται είναι σύμφωνα μόνο με τη δημιουργία αξίας. Αυτή η φιλοσοφία έρχεται να διορθώσει τις εσφαλμένες αποφάσεις που έπαιρναν τα τελευταία χρόνια ανώτερα διοικητικά στελέχη, που ενδιαφέρονταν μόνο για την αύξηση του κύκλου εργασιών και των λογιστικών κερδών. Κάτι το οποίο όπως έχει αναφερθεί προηγούμενη ενότητα δεν οδηγεί πάντα μια επιχείρηση στην επιτυχία.

Η εξωτερική χρήση της EVA έγκειται στην σωστή αξιολόγηση της αξίας μιας επιχείρησης. Η EVA αποτελεί την πιο μοντέρνα και αντικειμενική μέθοδος αξιολόγησης επιχειρήσεων. Οι επενδυτές και οι αναλυτές μέσω της σύγκρισης εταιριών στη βάση της Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας, μπορούν να «αποφύγουν» εταιρίες που μειώνουν αξία και να επενδύσουν τα χρήματά τους σε εταιρίες με ελπιδοφόρο μέλλον. Η μέθοδος της EVA έχει το πλεονέκτημα ότι αποβλέπει στον μακροπρόθεσμο ορίζοντα σε σύγκριση με το βραχυχρόνιο ορίζοντα των υπολοίπων μεθόδων

ROE ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE), είναι το αποτέλεσμα της διαίρεσης του καθαρού εισοδήματος δια του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων. Έχει επίσης τα ίδια μειονεκτήματα που περιγράψαμε για τα προηγούμενα μέτρα επειδή χρησιμοποιεί λογιστικά στοιχεία. Παρόλα αυτά ένα σημαντικό πλεονέκτημα που συναντάμε τόσο στην αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι ότι μένει ανεξάρτητη από την τιμή των αποθεμάτων μιας επιχείρησης.

Ουσιαστικά, η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων αποκαλύπτει το κέρδος που παράγει μια επιχείρηση για το ποσό χρημάτων που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην εταιρία. Επίσης η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων είναι ένα πολύ χρήσιμο μέτρο σύγκρισης της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης με άλλες εταιρίες στον ίδιο κλάδο.

Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Το free cash flow to equity (FCFE) είναι το ρευστό χρήμα που παράγει μία εταιρία για τους μετόχους κάθε χρόνο. Δηλαδή είναι το ρευστό που μένει στην εταιρία αφού πληρώσει τα λειτουργικά έξοδα, φόρους, κόστος δανεισμού, και τα κεφαλαιουχικά έξοδα συμπεριλαμβάνοντας και την αλλαγή στο κεφάλαιο κινήσεως. Το FCFE υπολογίζεται ως εξής

ROIC

Ο Επιχειρηματικός Κίνδυνος είναι ο Κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης η οποία δεν έχει ξένα - δανεικά κεφάλαια. Ο Επιχειρηματικός κίνδυνος είναι άμεσα συνδεδεμένος με τις επενδυτικές αποφάσεις που καλείται να λάβει η επιχείρηση, δηλαδή τη σύνθεση του ενεργητικού στο πλαίσιο του ισολογισμού. Η μέτρηση του μεμονωμένου επιχειρηματικού κινδύνου δίνεται από το τύπο:

ROIC= Καθαρά Λειτουργικά Κέρδη Μετά Φόρων / Επενδεδυμένα Κεφάλαια

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος λέγεται ο πρόσθετος κίνδυνος τον οποίο αναλαμβάνουν οι μέτοχοι μιας επιχείρησης προκειμένου να έχουν χρηματοδότηση μέσω ξένων -δανειακών κεφαλαίων. Σε πρώτη φάση οι μέτοχοι καλούνται να αντιμετωπίσουν τον επιχειρηματικό κίνδυνο και ο οποίος εκφράζει την αβεβαιότητα της απόδοσης του επενδεδυμένου κεφαλαίου(ROIC).

Εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί και δανειακά κεφάλαια τότε ο επιχειρηματικός κίνδυνος επιβαρύνει μόνο τους κοινούς μετόχους. Γενικά η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τη μεταβλητότητα των κερδών προ φόρων και επομένως αυξάνει την αβεβαιότητα των καθαρών εσόδων καθώς επίσης και των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή (earnings per share-EPS). Επομένως, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι η μεταβλητότητα των δυνητικών κερδών προς διάθεση ανά μετοχή γύρω από τα αναμενόμενα κέρδη προς διάθεση ανά μετοχή, λόγω

δανειακών κεφαλαίων. Ο κίνδυνος οφείλεται στην χρησιμοποίηση *χρηματοοικονομικής μόχλευσης* (*financial leverage*).

WACC

Το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου ή **Weighted Average Cost of Capital (WACC)**, όπως αποδίδεται ο όρος στα αγγλικά, είναι η ελάχιστη απόδοση που αναμένεται να καταβάλει η επιχείρηση κατά μέσο όρο στους μετόχους της για την χρηματοδότηση των περιουσιακών της στοιχείων.

Οι επιχειρήσεις για να χρηματοδοτήσουν τα διάφορα επενδυτικά τους προγράμματα χρησιμοποιούν ως πηγές χρηματοδότησης κυρίως δανειακά κεφάλαια, προνομιούχες μετοχές, κοινές μετοχές και παρακρατηθέντα κέρδη. Όταν η επιχείρηση αντλεί νέα κεφάλαια για την χρηματοδότηση νέων επενδυτικών προγραμμάτων, προσπαθεί η δομή των κεφαλαίων αυτών να είναι παρόμοια με την κεφαλαιακή της διάρθρωση έτσι ώστε αυτή να παραμένει σχετικά σταθερή διαχρονικά και η τιμή της μετοχής της επιχείρησης να διατηρείται αμετάβλητη.

Επομένως, για να προσδιορίσουμε το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου πρέπει να έχουμε υπολογίσει προηγουμένως το κόστος της κάθε πηγής χρηματοδότησης. Στη συνέχεια, το κόστος των πηγών αυτών σταθμίζεται σύμφωνα με την ποσοστιαία συμμετοχή καθεμιάς στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Άρα, το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης αποδίδεται ως ο σταθμικός μέσος όρος του κόστους των διαφόρων πηγών χρηματοδότησης με συντελεστές στάθμισης τα ποσοστά συμμετοχής της κάθε πηγής στη σύνθεση του κεφαλαίου – κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

Η γνώση του κόστους κεφαλαίου αποτελεί απαραίτητη προϋπόθεση προκειμένου να εκτιμηθεί η βιωσιμότητα μιας επένδυσης, η ορθότητα των χρηματοδοτικών αποφάσεων, η αξία μιας επιχείρησης και οι αποφάσεις αποτιμήσεων.

Για την ορθή χρησιμοποίηση του μέσου σταθμικού κόστους κεφαλαίου ως επιτοκίου προεξόφλησης νέων επενδύσεων, πρέπει να ισχύουν οι εξής βασικές προϋποθέσεις:

1. Η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας να είναι άριστη.
2. Η νέα χρηματοδότηση να μην επηρεάζει την άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρείας.

3. Οι νέες επενδύσεις να υπάγονται στην ίδια κατηγορία επιχειρηματικού κινδύνου με τις υπάρχουσες επενδύσεις της εταιρείας.
4. Οι τιμές των μετοχών και των ομολογιών να εκφράζουν την οικονομική τους αξία.

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΙ

EVA

Για τον προσδιορισμό της EVA χρειάζονται τα εξής στοιχεία:

- ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ)
- ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ
- ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ
- ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Έστω ότι σε μια επιχείρηση, που λειτουργεί ως βιομηχανική μονάδα παραγωγής ειδών τροφίμων έχουμε τα εξής στοιχεία για το έτος 2015 σε εκατομμύρια ευρώ:

► ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ (ΣΥΝΟΛΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ- ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΔΙΑΘΕΣΙΜΑ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΗ – ΣΥΜΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ) = 5.590,9

► ΚΑΘΑΡΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ = 340,9

► ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ROIC) = 6,05%

Όπου $ROIC = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ}} = \frac{340,9}{5.590,9} = 6,05\%$

► ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΣΟΥ ΣΤΑΘΜΙΚΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ:

$WACC = \% \text{ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} \times \text{ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} + \% \text{ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} \times \text{ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}$

Όπου:

$\text{ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} = 43,64\%$

$\text{ΣΥΜΜΕΤΟΧΗ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} = 56,36\%$

$\text{ΚΟΣΤΟΣ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} = 3,03\%$

$\text{ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} = 8,11\%$

$\text{ΑΡΑ ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ} = 43,64\% \times 3,03\% + 56,36\% \times 8,11\% = 5,87\%$

$\text{Αρα EVA} = \text{ΕΠΕΝΔΥΜΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ} \times (\text{ROIC} - \text{WACC}) = 5590,9 (6,05\% - 5,87\%) = 10,14$

FCFE:

Για τον υπολογισμό θα χρειαστούν τα εξής στοιχεία:

► **ΚΑΘΑΡΟ ΕΙΣΟΔΗΜΑ(ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ) = 340,9**

► **ΚΑΘΑΡΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ – ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ)**
=

Όπου $\text{ΣΥΝΟΛΙΚΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ} = \text{ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΕΤΟΥΣ} - \text{ΠΑΓΙΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ} = 5.185,1 - 5301,9 = - 116,8$

Όπου ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ = 398,9

ΑΡΑ ΚΑΘΑΡΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ = -116,8 – 398,9 = -515,7

► ΑΝΑΓΚΕΣ ΣΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ = ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗ ΕΤΟΥΣ – ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ

Όπου ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ = ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ – ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Όπου ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗ ΕΤΟΥΣ = 1573,9 – 1921,4 = -347,5

Και ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ = 1603,4 – 2036,4 = -433,0

Άρα ΑΝΑΓΚΕΣ ΣΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ = -347,5 – (-433,0) = 85,5

► ΚΑΘΑΡΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ = ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΕΤΟΥΣ – ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΟΥ ΕΤΟΥΣ = 2400,1 – 2099,1 = 301,4

ΑΡΑ FCFE = ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΜΕΤΑ ΦΟΡΩΝ - ΚΑΘΑΡΕΣ ΔΑΠΑΝΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ – ΑΝΑΓΚΕΣ ΣΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ + ΚΑΘΑΡΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ = 340,9 – (-515,7) – 85,5 + 301,4 = 1072,5

ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για να υπολογιστεί η αξία της επιχείρησης = ROE x ποσοστό παρακράτησης κερδών = ROE x (1 – μερίσματα / καθαρά κέρδη)

Όπου ROE = ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ / ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ = 272,8 / 2913,2 = 0,0936
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ = 6,5

Άρα

ΑΞΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ = 0,0936 x (1 - 6,5 / 2913,2) = 9,33% αυτός είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο ΠΡΑΚΤΙΚΗ ΕΦΑΡΜΟΓΗ

Στο παρόν κεφάλαιο θα δούμε με βάση τις προεξοφλημένες ταμειακές ροές πως μια επιχείρηση μπορεί να λάβει συγκεκριμένες αποφάσεις διοίκησης με βάση την αξία της επιχείρησης.

Συγκεκριμένα θα δούμε εάν μια επιχείρηση την συμφέρει να προβεί σε μία επένδυση, δηλαδή στην αγορά αποθηκών για την παραγωγική διαδικασία ή την συμφέρει να προβεί στην ενοικίαση των αποθηκών.

ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΜΕΝΕΣ ΤΑΜΕΙΑΚΕΣ ΡΟΕΣ

Η μέθοδος αυτή έχει μία ιδιαίτερη βαρύτητα στις περισσότερες των περιπτώσεων και είναι η πλέον αποδεκτή και επικρατούσα μεθοδολογία αποτίμησης επιχειρήσεων, επενδυτικών προτάσεων και άυλων περιουσιακών στοιχείων. Είναι μία μέθοδος που:

1. καταφέρνει να συσχετίσει τα υπάρχοντα οικονομικά δεδομένα με την αξία,
2. έχει ένα σοβαρό θεωρητικό υπόβαθρο και η ορθότητά της έχει αποδειχθεί από στατιστικές μελέτες,
3. είναι πολύ πιο αξιόπιστη από οποιοδήποτε άτυπο κανόνα.

Η μέθοδος αυτή συσχετίζει την αξία μιας επιχείρησης με:

1. τις πωλήσεις της,
2. το περιθώριο του λειτουργικού κέρδους της,
3. την μελλοντική ανάπτυξή της,
4. τις μελλοντικές της ανάγκες για επενδύσεις (πάγια, πιστώσεις, αποθέματα κλπ),
5. την απόδοση που θα απαιτήσει ένας επενδυτής σε αυτή, βάσει του ρίσκου που έχει η επιχείρηση. Η απόδοσή αυτή ονομάζεται και προεξοφλητικό επιτόκιο γιατί οι μελλοντικές

ταμειακές ροές προεξοφλούνται-μετατρέπονται σε σημερινές αξίες – βάσει αυτού του επιτοκίου.

Είναι λοιπόν κατανοητό ότι η αποτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης έχει ένα σημαντικό κομμάτι μεθοδολογίας με θεωρητική επιστημονική βάση που βασίζεται σε ένα αποδεκτό οικονομικό μοντέλο, αλλά οι παράγοντες που πρέπει να συνεκτιμηθούν και να εισαχθούν στο μοντέλο καθώς και η συνεκτίμηση ποιοτικών παραγόντων απαιτούν σωστή κρίση και εκτίμηση, που μόνο εξειδικευμένοι άνθρωποι μπορούν να σας παρέχουν.

Παρακάτω θα υπολογιστούν οι καθαρές ταμειακές ροές για την ίδια επιχείρηση, τα ίδια έτη, με τα ίδια οικονομικά στοιχεία αλλά με την εξής υπόθεση:

- Αρχικά θα υπολογιστούν οι ταμειακές ροές υποθέτοντας ότι η επιχείρηση για τις ανάγκες παραγωγής ενοικιάζει αποθηκευτικό χώρο με ετήσιο ενοίκιο 25.000€
- Έπειτα θα ξαναυπολογιστούν οι καθαρές ταμειακές ροές υποθέτοντας ότι η επιχείρηση δεν ενοικιάζει τον αποθηκευτικό χώρο αλλά προβαίνει στην αγορά των αποθηκών.

**Α ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ: ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΘΗΚΕΥΤΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ ΜΕ ΕΤΗΣΙΟ
ΕΝΟΙΚΟ 25.000,€**

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - Βήμα 1

Ακολουθώντας τα παρακάτω βήματα μπορούμε να υπολογίσουμε ενδεικτικά την αξία της επιχείρησής (αποτίμηση αξίας). Η μέθοδος που χρησιμοποιείται για την εν λόγω αποτίμηση είναι η **Προεξόφληση των Καθαρών Ταμειακών Ροών**.

Αρχικά, συμπληρώνουμε τον κύκλο εργασιών και το ποσοστό του μικτού κέρδους, με βάση τα οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης, για το τελευταίο έτος (Τ.Ε.) και μέχρι 3 προηγούμενα έτη ενώ ταυτόχρονα υπολογίζονται το κόστος πωλήσεων και το Μικτό Κέρδος.

Για τον υπολογισμό του **Καθαρού Κέρδους** της επιχείρησης απαραίτητα στοιχεία είναι τα **Λειτουργικά Έξοδα** (εκτός αποσβέσεων), δηλαδή **ενοίκια, μισθοδοσία και διάφορα έξοδα** (λοιπά έξοδα). Αφού έχει συμπληρωθεί όλος ο πίνακας, υπολογίζεται ο μέσος όρος των τελευταίων ετών.

Επίσης θα πρέπει να συμπληρωθεί και η **εμπορική (εύλογη) αξία** των **πιθανών αποθεμάτων** καθώς και των **παγίων** της επιχείρησης σήμερα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της επιχείρησης ή όπως προκύπτει από την ετήσια λογιστική χρήση στο κλείσιμο έτους.

Α ΎΠΕΡΙΠΤΩΣΗ: ΕΝΟΙΚΙΑΣΗ ΤΩΝ ΑΠΟΘΗΚΩΝ

	Τελ. Έτος (Τ.Ε.)	Τ.Ε. -1	Τ.Ε. -2	Τ.Ε. -3
Κύκλος Εργασιών	550.000,00	620.000,00	750.000,00	780.000,00
Μικτό Κέρδος (%)	25%	27%	32%	35%

Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)				
Ενοίκια	25.000,00	25.000,00	25.000,00	25.000,00
Μισθοδοσία	48.000,00	52.000,00	52.000,00	52.000,00
Διάφορα έξοδα	19.000,00	22.000,00	35.000,00	36.000,00

τρέχον ποσό που αφορά τα Αποθέματα της επιχείρησης (εύλογη αξία):	80.000,00
τρέχον ποσό που αφορά τον Πάγιο Εξοπλισμό της επιχείρησης (εύλογη αξία):	120.000,00

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - Βήμα 2

Στην συνέχεια πρέπει να γίνει μια πρόβλεψη του Κύκλου εργασιών της Επιχείρησης για τα επόμενα **5 έτη** και υπολογίζονται και όλα τα υπόλοιπα στοιχεία του πίνακα. Επομένως ο πίνακας αυτός δείχνει τις μελλοντικές ταμειακές ροές, σύμφωνα πάντα με τις προβλέψεις της επιχείρησης.

	T.E. -3	T.E. -2	T.E. -1	Τελ. (T.E.)	Έτος Μέσος Όρος
Κύκλος Εργασιών	780.000,00 €	750.000,00 €	620.000,00 €	550.000,00 €	675.000,00 €
Κόστος Πωλήσεων	507.000,00 €	510.000,00 €	452.600,00 €	412.500,00 €	470.525,00 €
Μικτό Κέρδος	273.000,00 €	240.000,00 €	167.400,00 €	137.500,00 €	204.475,00 €
Μικτό Κέρδος (%)	35,00 %	32,00 %	27,00 %	25,00 %	29,75 %
Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)					
Ενοίκια	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €
Μισθοδοσία	52.000,00 €	52.000,00 €	52.000,00 €	48.000,00 €	51.000,00 €
Διάφορα έξοδα	36.000,00 €	35.000,00 €	22.000,00 €	19.000,00 €	28.000,00 €
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	113.000,00 €	112.000,00 €	99.000,00 €	92.000,00 €	104.000,00 €
Καθαρό Κέρδος	160.000,00 €	128.000,00 €	68.400,00 €	45.500,00 €	100.475,00 €
Αποθέματα (Εύλογη Αξία):	80.000,00 €				
Πάγιος Εξοπλισμός (Εύλογη Αξία):	120.000,00 €				

Ορίζουμε την πρόβλεψη του Κύκλου Εργασιών για τα επόμενα 5 έτη (έχουμε βάλει τον Μέσο Όρο του τελευταίου και των παρελθόντων ετών):

	T.E. +1	T.E. +2	T.E. +3	T.E. +4	T.E. +5
Πρόβλεψη Κύκλου Εργασιών	675000.00	675000.00	675000.00	675000.00	675000.00

ΒΗΜΑ 3: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

	T.E. -3	T.E. -2	T.E. -1	Τελ. Έτος (T.E.)	Μέσος Όρος	T.E. +1	T.E. +2	T.E. +3	T.E. +4	T.E. +5
Κύκλος Εργασιών	780.000,00 €	750.000,00 €	620.000,00 €	550.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €
Κόστος Πωλήσεων	507.000,00 €	510.000,00 €	452.600,00 €	412.500,00 €	470.525,00 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €
Μικτό Κέρδος	273.000,00 €	240.000,00 €	167.400,00 €	137.500,00 €	204.475,00 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €
Μικτό Κέρδος (%)	35,00 %	32,00 %	27,00 %	25,00 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %

Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)	T.E. -3	T.E. -2	T.E. -1	Τελ. Έτος (T.E.)	Μέσος Όρος	T.E. +1	T.E. +2	T.E. +3	T.E. +4	T.E. +5
Ενοίκια	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €	25.000,00 €
Μισθοδοσία	52.000,00 €	52.000,00 €	52.000,00 €	48.000,00 €	51.000,00 €	51.000,00 €	51.000,00 €	51.000,00 €	51.000,00 €	51.000,00 €
Διάφορα έξοδα	36.000,00 €	35.000,00 €	22.000,00 €	19.000,00 €	28.000,00 €	28.000,00 €	28.000,00 €	28.000,00 €	28.000,00 €	28.000,00 €
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	113.000,00 €	112.000,00 €	99.000,00 €	92.000,00 €	104.000,00 €	104.000,00 €	104.000,00 €	104.000,00 €	104.000,00 €	104.000,00 €
Καθαρό Κέρδος	160.000,00 €	128.000,00 €	68.400,00 €	45.500,00 €	100.475,00 €	96.812,50 €	96.812,50 €	96.812,50 €	96.812,50 €	96.812,50 €

Αποθέματα (Εύλογη Αξία):	80.000,00 €
---------------------------------	-------------

Πάγιος Εξοπλισμός (Εύλογη Αξία):	120.000,00 €
---	--------------

Σύμφωνα με τα ιστορικά και τα μελλοντικά στοιχεία που εισάγαμε και έστω ότι προεξοφλούνται με βάση επιτόκιο 12% οι ταμειακές ροές.

$$96.812,5/(1+0,12) + 96.812,5/(1+0,12)^2 + 96.812,5/(1+0,12)^3 + 96.812,5/(1+0,12)^4 +$$

$$96.812,5/(1+0,12)^5 + 80.000,00 + 120.000,00$$

Επομένως, η ενδεικτική αξία της επιχείρησής απεικονίζεται σε ένα εύρος μεταξύ του παραπάνω ποσοστού προεξόφλησης που προσαυξάνεται με την αξία των αποθεμάτων και των παγίων.

Ενδεικτική Αξία Επιχείρησης (1):	548.987,40 €
---	---------------------

**Β΄ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ: ΑΓΟΡΑ ΤΩΝ ΑΠΟΘΗΚΕΥΤΙΚΩΝ ΧΩΡΩΝ ΕΝΑΝΤΙ
80.000€**

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - Βήμα 1

	Τελ. Έτος (Τ.Ε.)	Τ.Ε. -1	Τ.Ε. -2	Τ.Ε. -3
Κύκλος Εργασιών	550.000,00	620.000,00	750.000,00	780.000,00
Μικτό Κέρδος (%)	25%	27%	32%	35%
Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)				
Ενοίκια	0,00	0,00	0,00	0,00
Μισθοδοσία	48.000,00	52.000,00	52.000,00	52.000,00
Διάφορα έξοδα	19.000,00	22.000,00	35.000,00	36.000,00
τρέχον ποσό που αφορά τα Αποθέματα της επιχείρησης (εύλογη αξία):	80.000,00			
τρέχον ποσό που αφορά τον Πάγιο Εξοπλισμό της επιχείρησης (εύλογη αξία):	200.000,00			

ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ - Βήμα 2

	Τ.Ε. -3	Τ.Ε. -2	Τ.Ε. -1	Τελ. Έτος (Τ.Ε.)	Μέσος Όρος
Κύκλος Εργασιών	780.000,00 €	750.000,00 €	620.000,00 €	550.000,00 €	675.000,00 €
Κόστος Πωλήσεων	507.000,00 €	510.000,00 €	452.600,00 €	412.500,00 €	470.525,00 €
Μικτό Κέρδος	273.000,00 €	240.000,00 €	167.400,00 €	137.500,00 €	204.475,00 €
Μικτό Κέρδος (%)	35,00 %	32,00 %	27,00 %	25,00 %	29,75 %

Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)

Ενοίκια	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €
Μισθοδοσία	52.000,00 €	52.000,00 €	52.000,00 €	48.000,00 €	51.000,00 €
Διάφορα έξοδα	36.000,00 €	35.000,00 €	22.000,00 €	19.000,00 €	28.000,00 €
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	88.000,00 €	87.000,00 €	74.000,00 €	67.000,00 €	79.000,00 €
Καθαρό Κέρδος	185.000,00 €	153.000,00 €	93.400,00 €	70.500,00 €	125.475,00 €
Αποθέματα (Εύλογη Αξία):	80.000,00 €				
Πάγιος Εξοπλισμός (Εύλογη Αξία):	200.000,00 €				

Ορίζουμε την πρόβλεψη του Κύκλου Εργασιών για τα επόμενα 5 έτη (έχουμε βάλει τον Μέσο Όρο του τελευταίου και των παρελθόντων ετών):

	T.E. +1	T.E. +2	T.E. +3	T.E. +4	T.E. +5
Πρόβλεψη Κύκλου Εργασιών	675000.00	675000.00	675000.00	675000.00	675000.00

ΒΗΜΑ 3: ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

	T.E. -3	T.E. -2	T.E. -1	Τελ. Έτος (T.E.)	Μέσος Όρος	T.E. +1	T.E. +2	T.E. +3	T.E. +4	T.E. +5
Κύκλος Εργασιών	780.000,00 €	750.000,00 €	620.000,00 €	550.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €	675.000,00 €
Κόστος Πωλήσεων	507.000,00 €	510.000,00 €	452.600,00 €	412.500,00 €	470.525,00 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €	474.187,50 €
Μικτό Κέρδος	273.000,00 €	240.000,00 €	167.400,00 €	137.500,00 €	204.475,00 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €	200.812,50 €
Μικτό Κέρδος (%)	35,00 %	32,00 %	27,00 %	25,00 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %	29,75 %
Λειτουργικά Έξοδα (εκτός Αποσβέσεων)										
Ενοίκια	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €	0,00 €

Μισθοδοσία	52.000,0 0 €	52.000,0 0 €	52.000,0 0 €	48.000,00 €	51.000,00 €	51.000,0 0 €	51.000,0 0 €	51.000,0 0 €	51.000,0 0 €	51.000,0 0 €
Διάφορα έξοδα	36.000,0 0 €	35.000,0 0 €	22.000,0 0 €	19.000,00 €	28.000,00 €	28.000,0 0 €	28.000,0 0 €	28.000,0 0 €	28.000,0 0 €	28.000,0 0 €
Σύνολο Λειτουργικών Εξόδων	88.000,0 0 €	87.000,0 0 €	74.000,0 0 €	67.000,00 €	79.000,00 €	79.000,0 0 €	79.000,0 0 €	79.000,0 0 €	79.000,0 0 €	79.000,0 0 €

Καθαρό Κέρδος	185.000,00 €	153.000,00 €	93.400,00 €	70.500,00 €	125.475,00 €	121.812,50 €	121.812,50 €	121.812,50 €	121.812,50 €	121.812,50 €
----------------------	--------------	--------------	-------------	-------------	---------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

Αποθέματα (Εύλογη Αξία):	80.000,00 €
Πάγιος Εξοπλισμός (Εύλογη Αξία):	200.000,00 €

Σύμφωνα με τα ιστορικά και τα μελλοντικά στοιχεία που εισάγαμε και έστω ότι προεξοφλούνται με βάση επιτόκιο 12% οι ταμειακές ροές.

$$121.812,5/(1+0,12) + 121.812,5/(1+0,12)^2 + 121.812,5/(1+0,12)^3 + 121.812,5/(1+0,12)^4 + 121.812,5/(1+0,12)^5 + 80.000,00 + 200.000,00$$

Επομένως, η ενδεικτική αξία της επιχείρησής απεικονίζεται σε ένα εύρος μεταξύ του παραπάνω ποσοστού προεξόφλησης που προσαυξάνεται με την αξία των αποθεμάτων και των παγίων.

Ενδεικτική Αξία Επιχείρησης (1):	719.106,80 €
---	---------------------

Αρα βλέπουμε πως εάν η επιχείρηση προβεί στην αγορά των αποθηκευτικών χώρων η ενδεικτική αξία της επιχείρησης θα είναι μεγαλύτερη.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^Ο ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Στην παρούσα πτυχιακή εργασία ασχοληθήκαμε με την διοίκηση μιας επιχείρησης βάσει αξίας.

Η Επιχείρηση ως Παραγωγική Μονάδα – Οικονομική Οργάνωση ,συνδυάζει και αξιοποιεί τους συντελεστές παραγωγής, παράγει προϊόντα ή υπηρεσίες, διαθέτει τα προϊόντα μέσω της αγοράς στους καταναλωτές, συμμετέχει σε όλα τα στάδια της οικονομικής δραστηριότητας, παίζει τους ρόλους του επενδυτή, του καταναλωτή, του αποταμιευτή, του δανειζόμενου κλπ.

Δύο χαρακτηριστικά τα οποία διακρίνουν τις επιχειρήσεις από τις άλλες παραγωγικές μονάδες είναι ότι η επιχείρηση παράγει προϊόντα ή υπηρεσίες που τα διαθέτει έναντι μιας αξίας ανταλλαγής μέσω του μηχανισμού της αγοράς και η ύπαρξη της επιχείρησης εξαρτάται από την ικανότητα να αποκτά έσοδα και κέρδη. Δηλαδή συνδέεται με το στοιχείο του κινδύνου.

Η επιχείρηση ή ο οργανισμός πρέπει να κάνουν συγκεκριμένες ενέργειες που αφορούν την πραγματοποίηση, την παρακολούθηση και την καταγραφή όλων των οικονομικών ζητημάτων και συναλλαγών:

- Εξεύρεση του κεφαλαίου που απαιτείται για την ίδρυση της οικονομικής μονάδας.
- Αξιοποίηση του κεφαλαίου αποδοτικά.
- Διαχειριστικές και λογιστικές διαδικασίες για τη διεκπεραίωση και την καταγραφή των συναλλαγών.
- Αντιμέτωπιση των νομικών και φορολογικών υποχρεώσεων.
- Εξακρίβωση των αποτελεσμάτων.

Η κάθε επιχείρηση περιλαμβάνει και μια επένδυση ή πιο σωστά η κάθε επιχείρηση είναι μια επένδυση άρα για το λόγο αυτό η επιχείρηση αφορά την δέσμευση ενός κεφαλαίου με σκοπό το κέρδος.

Η αξία της επιχείρησης έχει σχέση με την ικανότητα που έχει να παράγει εισόδημα και κέρδος για τους ιδιοκτήτες / μετόχους της. Η αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται όπως και η αξία οποιασδήποτε επένδυσης, απαντώντας σε 4 απλά ερωτήματα: πόσα θα εισπράξω (πιο σωστά πόσα θα είναι στη διάθεση μου να εισπράξω), πότε θα τα εισπράξω, πόσο ρεαλιστικές είναι οι εκτιμήσεις για τις μελλοντικές εισπράξεις και τι κινδυνεύω να χάσω αν δεν επαληθευθούν οι εκτιμήσεις μου.

Η αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται με βάση 2 παραμέτρους: το εισόδημα που ρεαλιστικά αναμένουμε ότι η επιχείρηση μπορεί να παράγει και την αβεβαιότητα που συνοδεύει την εκτίμησή μας αυτή. Τεχνικά, ο υπολογισμός αυτός ενσωματώνεται στην μέθοδο της προεξόφλησης των μελλοντικών ταμειακών ροών.

Βέβαια η αξία μίας επιχείρησης μεταβάλλεται με το πέρασμα του χρόνου. Ο καθορισμός της Αξίας μιας εταιρείας θα πρέπει να είναι μια συνεχής διαδικασία και όχι απλώς ο καθορισμός μιας τιμής σε κάποια χρονική περίοδο. Πολλές εταιρείες αυξάνουν την αξία τους από έτος σε έτος, ενώ άλλες, ακόμη και επιτυχημένες που ξεκινάνε δυνατά και καταλαμβάνουν ηγετική θέση στον κλάδο τους, μπορεί σταδιακά να χάσουν σημαντικό κομμάτι της Αξίας τους.

Έτσι απαραίτητη είναι η συγκριτική αξιολόγηση της επιχείρησης. Η συγκριτική αξιολόγηση (benchmarking) επιτρέπει στον επιχειρηματία να μετράει συστηματικά την απόδοση της επιχείρησης του σε σχέση με τις υπόλοιπες ανταγωνιστικές, ανακαλύπτοντας τις αδυναμίες του και τους πιθανούς κινδύνους και αξιοποιώντας τις ευκαιρίες και τα δυνατά του σημεία.

Η αποτελεσματική σύγκριση των λειτουργιών επιταγχύνει την διαδικασία βελτίωσης και βοηθάει την επιχείρηση :

- να καταγράφει και να αξιολογεί την παρούσα κατάσταση
- να προσδιορίζει τους στόχους μιας μελλοντικής κατάστασης
- να επιλέγει προσωρινές λύσεις και
- να σχεδιάζει μακροπρόθεσμα αναπτυξιακές ευκαιρίες

Η αξία της επιχείρησης δεν είναι πάντα ανάλογη της κερδοφορίας της και αν αυτό συνέβαινε η αποτίμηση της αξίας της επιχείρησης θα ήταν ένας απλός υπολογισμός. Σε περιπτώσεις που μια εταιρεία εξετάζει το χρηματοοικονομική δομή της και τη δυνατότητα δανεισμού, η γνώση της Αξίας μπορεί να βοηθήσει σημαντικά στην λήψη της σωστής απόφασης, καθώς ο επιχειρηματίας γνωρίζει σε ποιο βαθμό έχει την ικανότητα να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις του δανείου, αλλά και να διαπραγματευτεί τους όρους και να επιλέξει τη μορφή του δανεισμού

Η αξία λοιπόν δεν σχετίζεται τόσο με τα κέρδη της επιχείρησης όσο με τις ταμειακές ροές, δηλαδή με την εισροή χρημάτων στους μετόχους και τους δανειστές.

Επίσης απαραίτητη για την ύπαρξη της σωστής αξίας σε μία επιχείρηση είναι και η σωστή διαχείριση του κόστους.

Η διαχείριση του κόστους είναι μια διαδικασία που εστιάζει στον εντοπισμό των σημείων που επηρεάζουν αρνητικά την λειτουργία της επιχείρησης και με τα κατάλληλα εργαλεία επιτυγχάνεται η αποτελεσματική διαχείριση τους και διασφαλίζεται η βιωσιμότητα της επιχείρησης.

Με την διαρκή επισκόπηση της οικονομικής και λειτουργικής απόδοσης της επιχείρησης, την αξιολόγηση της αποδοτικότητας και της αποτελεσματικότητας των λειτουργικών διαδικασιών και των υφιστάμενων τεχνολογικών μέσων, η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να γνωρίζει ξεκάθαρα από ποιες δραστηριότητες κερδίζει χρήματα και από ποιες χάνει, ώστε να είναι σε θέση να ενισχύσει ή να αναθεωρήσει τους στόχους, την στρατηγική και την επιχειρησιακή της δράση, αποκομίζοντας σημαντικά οφέλη τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα και συγκεκριμένα:

- τη μείωση του λειτουργικού κόστους στο ελάχιστο
- την καθιέρωση κουλτούρας περιορισμού του κόστους
- την επιτάχυνση της βελτίωσης των λειτουργικών διαδικασιών
- την καλύτερη κοστολόγηση
- τη βελτίωση της κερδοφορίας
- τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας στο συντομότερο χρονικό διάστημα
- τη βελτίωση των ταμειακών ροών
- την μεγιστοποίηση της απόδοσης των επενδύσεων

Με την διοίκηση βάσει αξίας λαμβάνεται επίσης υπόψιν κάθε αλλαγή στην λειτουργία, την πολιτική, τη τεχνολογία και την οργάνωση της επιχείρησης, διευκρινίζοντας ξεκάθαρα τι πρέπει να αλλάξει ώστε να βελτιωθεί η απόδοση, λαμβάνοντας πάντα υπόψη τα αποτελέσματα που θα προκύψουν για τους πελάτες, τους προμηθευτές, τους εργαζόμενους και τα λοιπά εμπλεκόμενα μέρη.

Η διαδικασία της αναδιοργάνωσης σε κάθε επίπεδο (επιχείρησης, δραστηριότητας, διαδικασίας) στοχεύει στο να κάνει μια επιχείρηση περισσότερο αποδοτική και αποτελεσματική σε σχέση με τις απαιτήσεις του περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιείται και να διασφαλίσει την βιωσιμότητα της.

Λαμβάνοντας υπόψη κάθε ιδιαιτερότητα στο περιβάλλον της επιχείρησης, δημιουργούνται μια σειρά από λύσεις αναδιοργάνωσης, εστιάζοντας:

- στην βελτίωση της αποδοτικότητας
- στην αποτελεσματικότερη διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης
- στην διασφάλιση της ρευστότητας
- στην βιώσιμη διαχείριση των χρεών
- στην αποδοτική διαχείριση απαιτήσεων και υποχρεώσεων
- στην δημιουργία αξίας και προοπτικής εξαγορών και συγχωνεύσεων
- στο ανθρώπινο δυναμικό και τις λειτουργικές διαδικασίες
- στα συστήματα ελέγχου

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Γ. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Αποφάσεις Επενδύσεων , INTERBOOKS, 2002

Κιόχος Α. Π– Δρ Παπανικολάου Δ. Γ, 2001, „Χρηματοδότηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

Aswath Damodaran, Investment valuation: Tools and Techniques for Determining of any Asset, second editini, 2002

<http://www.deltaconsulting.gr/ypiresies/ekponisi-oikonomotexnikon-meleton/meletes-apotimisis-epixeiriseon>

