



**ΔΙΑΤΜΗΜΑΤΙΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ  
ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΕΜΒΑ).**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ :**

**ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΗΝ  
ΚΕΡΔΟΦΟΡΙΑ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΔΙΕΘΝΟΥΣ ΚΑΙ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ  
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ.**

**ΕΠΙΒΛΕΠΟΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

**ΤΣΑΜΗΣ ΚΩΝ/ΝΟΥ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ**

**ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ  
ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΣ 2011**

## **ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ**

Στο σημείο αυτό θα ήθελα να εκφράσω τις ευχαριστίες μου, στον κ. Δημήτριο Παπαδόπουλο ,επιβλέπων καθηγητή για την πολύτιμη καθοδήγησή κατά την διάρκεια εκπόνησης της διπλωματικής μου εργασίας καθώς και σε όλους τους καθηγητές και διδάσκοντες στο Πρόγραμμα Μεταπτυχιακών Σπουδών στη Διοίκηση Επιχειρήσεων.

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....σελ : 5

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1. ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΚΕΡΔΗ (EARNINGS BASED VALUATION) : ΓΕΝΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ.**

---

1.1	Εισαγωγή.....σελ : 7
1.2	Σκοπός εργασίας.....σελ : 8
1.3	Έννοια αξίας – ορισμός αποτίμησης – διαδικασία.....σελ : 9
1.3.1.	Ο όρος αξία.....σελ : 9
1.3.2	Ορισμός αποτίμησης.....σελ : 10
1.3.3	Διαδικασία αποτίμησης.....σελ : 11
1.4	Υπόθεση αποτελεσματικών αγορών (E.M.H).....σελ : 17
1.5	Μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων και εκτίμησης κινδύνου.....σελ : 20
1.5.1.	Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περ/κών Στοιχείων (CAPM).....σελ : 20
1.5.2.	Το υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (APT: Arbitrage Pricing Theory).....σελ : 23
1.6	Μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου (W.A.C.C.).....σελ : 24

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΠΟΥ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ.**

---

2.1	Εισαγωγή.....σελ : 27
2.2	Asset Based Valuation.....σελ : 29
2.3	Market Based Valuation.....σελ : 31
2.4	Earnings Based Valuation.....σελ : 34
2.4.1.	Εισαγωγή.....σελ : 34
2.4.2.	Διαδικασία μέτρησης των κερδών.....σελ : 37
2.4.3.	Ομαλοποίηση Οικονομικών Στοιχείων.....σελ : 40
2.5	Discount Cash Flow Methods.....σελ : 44
2.5.1.	(Dividend Discount Models ,DDM) .....σελ : 44
2.5.2.	(Discount Cash Flow Model , DCF) .....σελ : 52
2.6	Residual Income Model.....σελ : 56
2.7	Αποτίμηση με πολλαπλασιαστές (Multiples Valuation.....σελ : 62
2.7.1.	Εισαγωγή.....σελ : 62
2.7.2.	Ο δείκτης P/E.....σελ : 62

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ.**

---

- 3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου..... σελ : 67
- 3.2 Γενικές αρχές που διέπουν τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων..... σελ : 67
- 3.3 Οικονομικές καταστάσεις με βάσει το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο..... σελ : 77
- 3.4 Οικονομικές καταστάσεις με βάσει τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης ,IFRS)... .. σελ : 87
- 3.5 Οικονομικές καταστάσεις με βάσει το FASB – S.E.C..... σελ : 89
- 3.6 Χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.....σελ : 92

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4. ΠΟΙΟΤΗΤΑ (ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ) ΚΕΡΔΩΝ (EARNINGS QUALITY).**

---

- 4.1 Εισαγωγή..... σελ : 95
- 4.2 Ποιότητα λογιστικών κερδών..... σελ : 95
- 4.3 Διαχείριση – χειραγώγηση λογιστικών κερδών (Earnings management ,Earnings manipulation).....σελ : 99
- 4.4 Κατηγορίες – μορφές του Earnings management.....σελ : 102
- 4.5 Σκοποί του Earnings management.....σελ : 109
  - 4.5.1 Κίνητρα για πλασματική αύξηση των κερδών.....σελ : 109
  - 4.5.2 Αποτίμηση εταιρικής αξίας - Μεγιστοποίηση τιμής μετοχής.....σελ : 111
  - 4.5.3. Φορολογικά οφέλη.....σελ : 112
- 4.6 Εντοπισμός της χειραγώγησης κερδών.....σελ : 113

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΑΡΑΠΕΡΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ.**

---

- 5. Επίλογος – Συμπεράσματα και προτάσεις για παραπέρα έρευνα. ....σελ : 117

### **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ..... σελ : 119**

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η δημιουργία αξίας όπως έχει γίνει ευρέως αποδεκτό αποτελεί τον βασικότερο ,μακροπρόθεσμο ,στρατηγικό στόχο κάθε οικονομικού οργανισμού. Παρόλα αυτά το περιεχόμενο της λέξης “αξία” δεν έχει για όλους την ίδια ακριβώς έννοια ,ούτε και είναι καθολικά αποδεκτό πως αυτή επιτυγχάνεται ούτε και πως μετράται. Υπάρχουν διαφορετικοί ορισμοί της αξίας (value) : λογιστική (accounting ή book value) ,εμπορική ή αγοραία αξία (market value) ,οικονομική αξία (economic value) ,πραγματική ή εσωτερική αξία (intrinsic value) ,αξία επένδυσης (investment value) ,δίκαιη ή εύλογη αξία (fair value) ,καθώς και διαφορετικές μέθοδοι μέτρησής της. Στην παρούσα εργασία γίνεται μία προσπάθεια προσέγγισης της πραγματικής-εσωτερικής αξίας (intrinsic value) μίας επιχείρησης με βάση τα κέρδη ,τα οποία θεωρούμαι πως αποτελούν τον βασικότερο ίσως παράγοντα δημιουργίας αξίας και της παρουσίασης των πλεονεκτημάτων αλλά και των αδυναμιών αυτής της μεθόδου.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup> :**

**ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΑΞΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ  
ΜΕ ΒΑΣΗ ΤΑ ΚΕΡΔΗ : ΓΕΝΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ**

---

## **1.1 Εισαγωγή.**

Η τρέχουσα οικονομική κρίση έχει προκαλέσει την ανησυχία των επενδυτών (μικρών και μεγάλων) σχετικά με την επενδυτική τους δραστηριότητα. Σε ένα τέτοιο κλίμα αβεβαιότητας η ανάγκη για τον καθορισμό της πραγματικής αξίας των εμπορεύσιμων συμμετοχικών τίτλων είναι αδήριτη. Οι συναλλασσόμενοι στις χρηματιστηριακές αγορές καθημερινά έρχονται αντιμέτωποι με τον εξής προβληματισμό: Πόσο πραγματικά αξίζει η μετοχή που θέλω να αγοράσω ή να πουλήσω; Η τιμή στην οποία διαπραγματεύεται η συγκεκριμένη μετοχή είναι εύλογη ή είναι υπερτιμημένη (ή υποτιμημένη). Τα μεγάλα χρηματιστηριακά “σκάνδαλα” ή καλύτερα οι χρηματιστηριακές φούσκες (bubbles) στις ΗΠΑ ,αλλά και στο ελληνικό χρηματιστήριο έχουν κλονίσει την εμπιστοσύνη των επενδυτών. Μετοχές εταιριών διαπραγματεύτηκαν σε ιδιαίτερα (έως εξωφρενικά) υψηλές τιμές σε σχέση με την λογιστική τους αξία , την περιουσιακή τους κατάσταση ή την κερδοφορία και τις χρηματοροές. Ιδιαίτερα στους κλάδους της “νέας οικονομίας” ,πληροφορική ,τηλεπικοινωνίες ,ιντερνέτ θεωρήθηκε ότι οι παραδοσιακές θεωρίες μέτρησης και αποτίμησης δεν μπορούσαν να εφαρμοστούν στην νέα οικονομία της τεχνολογικής εξειδίκευσης και της εξειδικευμένης γνώσης. Το αποτέλεσμα ή ακόμη χειρότερα για αρκετούς το πάθημα είναι γνωστό : συνοδευόμενες συχνά και από ελεγκτικό-λογιστικά σκάνδαλα οι μετοχές των επιχειρήσεων της υψηλής τεχνολογίας έχασαν το μεγαλύτερο μέρος της αξίας τους και στη χειρότερη περίπτωση οι ίδιες οι εταιρείες πτώχευσαν.

Προκειμένου να απαλειφθεί αυτή η αβεβαιότητα, οι επενδυτές τείνουν να συμβουλευόνται επενδυτικούς συμβούλους, οι οποίοι συνήθως παρέχουν ένα ατελείωτο καταγισμό πληροφοριών και προτάσεων βασιζόμενοι σε ένα ή και περισσότερα μοντέλα αποτίμησης. Καθώς το κάθε μοντέλο δίνει και τη δική του αποτίμηση, το ερώτημα που ανακύπτει είναι ποιο μοντέλο είναι το πιο αξιόπιστο. Η απάντηση σε αυτό το ερώτημα δεν είναι απλή ,η επιλογή του κατάλληλου μοντέλου διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση καθώς τα θεμελιώδη μεγέθη που απεικονίζουν τη δημιουργία αξίας διαφέρουν ανάλογα με τα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της κάθε οικονομικής μονάδας και του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται.

Πέρα από αυτά ο διαρκώς αυξανόμενος ανταγωνισμός και μάλιστα πλέον σε ένα καθαρά παγκοσμιοποιημένο περιβάλλον ωθεί αρκετές μονάδες σε εξαγορές επιχειρήσεων (για είσοδο σε νέες αγορές ή νέους τομείς δραστηριότητας) ,

συγχωνεύσεις (για εκμετάλλευση συνεργειών και οικονομιών κλίμακας) ,σε είσοδο σε οργανωμένες χρηματιστηριακές αγορές (για άντληση φθηνών κεφαλαίων) ,σε προσφυγή σε τραπεζικό δανεισμό ,σε αναζήτηση στρατηγικών επενδυτών (για βελτίωση της χρηματοοικονομικής τους κατάστασης και ανάπτυξης του επενδυτικού τους σχεδιασμού). Κρίσιμο και κυρίαρχο ρόλο για την πραγμάτωση όλων αυτών αποτελεί η διαδικασία της αποτίμησης.

## **1.2 Σκοπός εργασίας**

Η παρούσα εργασία επιχειρεί μια κριτική επισκόπηση των βασικότερων μοντέλων αποτίμησης που έχουν αναπτυχθεί και επικεντρώνεται στην αποτίμηση των επιχειρήσεων /μετοχών με βάση τα κέρδη. Η αποτίμηση (valuation) ,είτε των επιχειρήσεων (business valuation) ,είτε των αξιόγραφων (securities valuation) είναι ένας σχετικά νέος κλάδος της οικονομικής των επιχειρήσεων. Υπάρχουν πολλές απόψεις και συνεχώς διατυπώνονται νέες προσπαθώντας να καλύψουν τις ανάγκες που παρουσιάζονται. Δεν υπάρχει ένα γενικά αποδεκτό μοντέλο ή μέθοδος αποτίμησης – τουλάχιστον όχι προς το παρόν –καθώς οι επιστήμονες ερευνητές αλλά και οι οικονομικοί αναλυτές χρησιμοποιούν για κάθε ξεχωριστή περίπτωση τη μέθοδο που αυτή κρίνουν περισσότερο αποδοτική. Τρεις κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης υπάρχουν στη διεθνή βιβλιογραφία αυτή τη στιγμή :

1. Η προσέγγιση της περιουσίας (value based approach).
2. Η προσέγγιση της αγοράς (market based approach).
3. Η προσέγγιση του εισοδήματος (income based approach).

Και οι τρεις προσεγγίσεις έχουν πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και κρίνονται κατάλληλες για συγκεκριμένες περιπτώσεις. Στην παρούσα εργασία θα ασχοληθούμε με την προσέγγιση των κερδών και θα αναλύσουμε τους λόγους επιλογής αυτής της προσέγγισης καθώς και τα μοντέλα αποτίμησης σύμφωνα με αυτή. Στη συνέχεια της εργασίας στην παράγραφο 1.3 δίνονται ορισμένοι βασικοί ορισμοί κυρίως των εννοιών της αξίας και δίδεται περιληπτικά η διαδικασία της αποτίμησης ,στις παραγράφους 1.4 και 1.5 παρουσιάζονται ορισμένες βασικές υποθέσεις και υποδείγματα (υπόθεση αποτελεσματικών αγορών ,υπόδειγμα αποτίμησης κεφαλαιουχικών στοιχείων ,μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου) σχετικά με τη διαδικασία αποτίμησης. Στο κεφάλαιο 2



γίνεται μία συνοπτική παρουσίαση των τριών προσεγγίσεων αποτίμησης ,εξηγούνται οι λόγοι για την επιλογή της προσέγγισης του εισοδήματος και παρουσιάζονται αναλυτικά τα μοντέλα αυτής της προσέγγισης. Στο κεφάλαιο 3 παρουσιάζονται οι βασικές αρχές και οι μέθοδοι κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων με βάση το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο αλλά και με βάση το FASB και τα IFRS με έμφαση στην κατάσταση αποτελεσμάτων ώστε να έχει ο αναγνώστης μία περιεκτική εικόνα του πλαισίου κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων με τις υποθέσεις και παραδοχές που αυτές καταρτίζονται καθώς αυτές οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν τις βασικές πρωτογενείς πηγές άντλησης στοιχείων. Στο κεφάλαιο 4 γίνεται αναφορά στο πολύ σημαντικό θέμα της “ποιότητας των λογιστικών κερδών” –ένα μεγάλο πρόβλημα και πρόκληση για τον αναλυτή στη διαδικασία της αποτίμησης. Τέλος στο κεφάλαιο 5 καταλήγουμε στα τελικά συμπεράσματα και διατυπώνονται ορισμένες προτάσεις για παραπέρα διερεύνηση του θέματος.

### **1.3 Έννοια αξίας – ορισμός αποτίμησης – διαδικασία.**

#### **1.3.1. Ο όρος αξία.**

Η έννοια της λέξης αξία είναι πιθανόν ασαφής στους περισσότερους και πιθανόν να σημαίνει διαφορετικά πράγματα σε διαφορετικούς ανθρώπους. Είναι επίσης σκόπιμο να αναφερθεί ότι δεν υπάρχει ένας ορισμός της αξίας αλλά περισσότεροι ανάλογα με το αντικείμενο στο οποίο αναφέρονται. Μετά από μελέτη της σχετικής (ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας) αλλά και δημοσιεύσεων επαγγελματιών του χώρου καταλήξαμε σε πέντε διαφορετικές έννοιες της αξίας<sup>1</sup> :

1. **Αγοραία αξία (Fair Market Value).** : Η τιμή (αξία) εκφρασμένη σε ρευστά ισοδύναμα (cash equivalents) στα οποία μία περιουσία αλλάζει χέρια μεταξύ ενός υποτιθέμενου ,πρόθυμου και ικανού (willing and able) πωλητή και ενός υποτιθέμενου ,πρόθυμου και ικανού αγοραστή ,οι οποίοι συναλλάσσονται σε μία ανοικτή αγορά ,χωρίς καμία πίεση (εξαναγκασμό) να πουλήσουν ή να αγοράσουν και έχουν και οι δύο ικανή γνώση των σχετικών διαδικασιών.

---

<sup>1</sup> Για τους διαφορετικούς ορισμούς των εννοιών της αξίας χρησιμοποιήσαμε εκτός της ακαδημαϊκής βιβλιογραφίας και ορισμούς από το FASB ,οδηγίες από το IRS αλλά και από επαγγελματικές οργανώσεις όπως CPA (AICPA) ,ASA ,NACVA ,IBA ,αλλά και βιβλία επαγγελματιών του χώρου της εκτιμητικής (J. Hitchner : Financial Valuation ,2006 , Shannon Pratt : Valuing a Business ,2008) και από το International Glossary of Business Valuation Terms.

2. **Επενδυτική Αξία (Investment Value).** : Η αξία για κάποιον συγκεκριμένο επενδυτή η οποία βασίζεται στις ατομικές επενδυτικές του προσδοκίες και απαιτήσεις.
3. **Πραγματική (εσωτερική) αξία (Intrinsic ή Fundamental Value)** : Η αξία που βασίζεται κυρίως στη θεμελιώδη ανάλυση (Fundamental Analysis) και είναι αυτή στην οποία αναφέρονται τα ακαδημαϊκά εγχειρίδια οικονομικής. Είναι η πραγματική (εσωτερική) αξία μίας επιχείρησης (ή ενός αξιογράφου) βασισμένη σε εκτιμήσεις και υπολογισμούς διαθέσιμων στοιχείων και δεδομένων σχετικών με την επιχείρηση.
4. **Δίκαιη αξία (Fair Value)** : Η αξία που χρησιμοποιείται σε υποθέσεις διαφορών και αμφισβητήσεων μεταξύ ιδιωτών και κρατικής εξουσίας ή μεταξύ ιδιωτών μεταξύ τους και η οποία χρησιμοποιείται στα δικαστήρια.
5. **Δίκαιη αξία (εύλογη αξία) (Fair Value) για οικονομικές αναφορές** : Είναι η αξία που θα μπορούσε να αποκτηθεί για ένα περιουσιακό στοιχείο ή να πληρωθεί για μία υποχρέωση. Είναι η αξίες που χρησιμοποιούνται στις οικονομικές καταστάσεις όταν αυτές καθορίζονται σύμφωνα με τους λογιστική της εύλογης αξίας (fair value accounting).

### 1.3.2 Ορισμός αποτίμησης.

Αποτίμηση (valuation) ορίζεται η διαδικασία εκτίμησης της πραγματικής αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου ,μίας επιχείρησης ή ενός αξιογράφου που βασίζεται σε δεδομένα σχετικά με αυτά τα περιουσιακά στοιχεία αλλά και των μελλοντικών απολαβών που θα έχει κάποιος από την απόκτηση και κατοχή τους.

**Μέθοδος αποτίμησης (Valuation method).** : Μία συγκεκριμένη (από πολλές υπάρχουσες) μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας.

### 1.3.3 Διαδικασία αποτίμησης.

Για να αποτιμήσουμε μία επιχείρηση ή γενικά μία επιχειρηματική επένδυση πρέπει να έχουμε κατανοήσει τί είναι επιχείρηση ,πως δουλεύει ,πως χρηματοδοτείται ,πως δημιουργεί (προσθέτει) αξία αλλά και πως επιστρέφει αξία στους επενδυτές. Όταν οι επενδυτές χρηματοδοτούν μία επιχείρηση τότε δημιουργούν μία απαίτηση (claim) έναντι της επιχείρησης. Οι δύο μεγάλες κατηγορίες χρηματοδοτών (δανειστών) σε μία επιχείρηση είναι : καταρχήν οι ίδιοι οι μέτοχοι (που στην δημιουργία της επιχείρησης είναι και οι ιδρυτές) ,και οι εξωτερικοί δανειστές (κυρίως τράπεζες ,επενδυτικά κεφάλαια ,εξωτερικοί επενδυτές ,ομολογιούχοι). Οι δύο αυτές κατηγορίες χρηματοδοτών της επιχειρηματικής δραστηριότητας προσδοκούν να εισπράξουν στο μέλλον χρηματικά ποσά τέτοια ώστε και να αντισταθμίσουν το κόστος στέρησης της παρούσας αξίας της αγοραστικής τους δύναμης αλλά και να ανταμειφτούν για τον κίνδυνο (ρίσκο) που αναλαμβάνουν χρηματοδοτώντας τη συγκεκριμένη επιχειρηματική δραστηριότητα. Το ποσό των μελλοντικών εισπράξεων (payoff) που θα λάβουν ,μείον τη ποσό κεφαλαίων που αρχικά τοποθέτησαν ονομάζεται απόδοση (return).

Έτσι λοιπόν μπορούμε να δούμε την επιχείρηση ως δημιουργό (γεννήτρια) αξίας (value generator) ,(St. Penman ,2004).

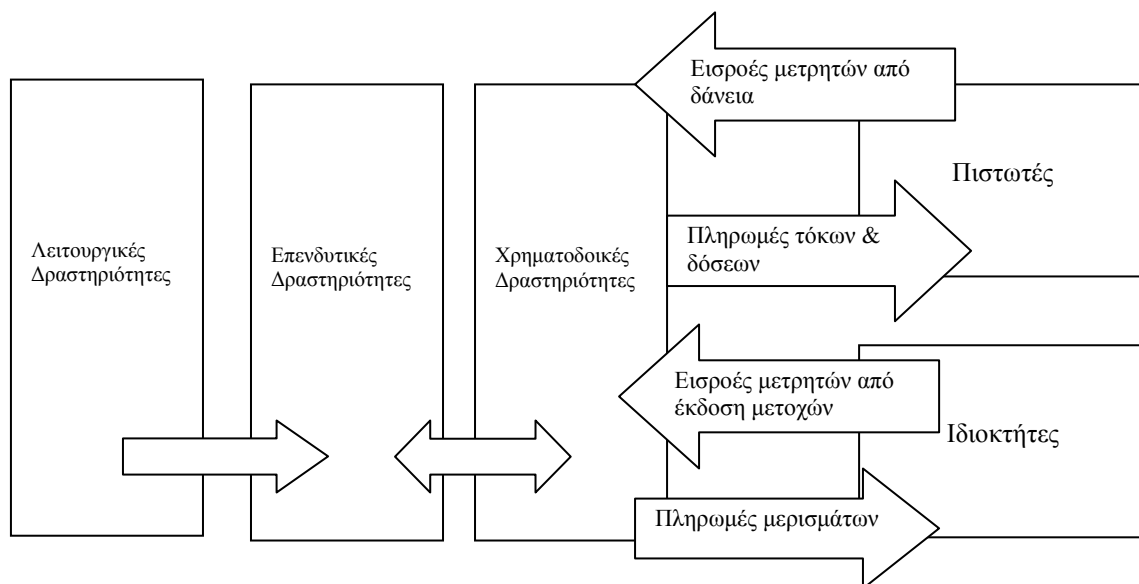
Η επιχείρηση πρέπει από την λειτουργία της να δημιουργήσει τόση αξία ώστε να μπορεί να καλύψει καταρχήν τις υποχρεώσεις της προς τους δανειστές της (debt holders) σε κεφάλαιο και τόκους αλλά και στους βασικούς μετόχους οι οποίοι απαιτούν απόδοση (κέρδη) για τα κεφάλαια που έχουν δεσμεύσει σε αυτήν. Μάλιστα καθώς (νομικά) οι μέτοχοι έρχονται τελευταίοι σε σειρά διεκδίκησης αξιώσεων στην επιχείρηση θεωρείται ότι λαμβάνουν το υπολειμματικό εισόδημα (residual income) αυτής (αυτό δηλαδή που απομένει μετά την εξόφληση όλων των υποχρεώσεων προς τρίτους). Έτσι η συνολική αξία της επιχείρησης μπορεί να παρασταθεί ως η συνολική αξία των απαιτήσεων (claims) έναντι αυτής :

**Αξία επιχείρησης = Αξία χρέους (debt value)+Αξία ιδίων κεφαλαίων (value of equity)**

Στο σχεδιάγραμμα 1 παρουσιάζεται περισσότερο παραστατικά η επιχείρηση ,οι λειτουργίες της και οι απατήσεις των τρίτων έναντι αυτής. Όσον αφορά στην δραστηριότητα της επιχείρησης διακρίνουμε τρεις συγκεκριμένες λειτουργίες :

1. Χρηματοδοτική λειτουργία (financial activity). Η διαδικασία χρηματοδότησης της επιχείρησης είτε με ίδια κεφάλαια των μετόχων είτε με προσφυγή σε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης.
2. Επενδυτική λειτουργία (investment activity). Μετά τη συγκέντρωση των απαραίτητων κεφαλαίων (από την χρηματοδοτική λειτουργία) αυτά κατευθύνονται στην απόκτηση περιουσιακών στοιχείων υλικών και άυλων (κτίρια ,μηχανήματα ,μεταφορικά μέσα ,λοιπό εξοπλισμό ,τεχνογνωσία ,εκπαίδευση) απαραίτητα για την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης.
3. Λειτουργική δραστηριότητα (operating activity). Η παραγωγική-εμπορική λειτουργία της επιχείρησης όπου συνδυάζονται κεφάλαια και εργασία για την παραγωγή και διάθεση αγαθών και υπηρεσιών στους πελάτες και εισπράττονται μετρητά από τους πελάτες. Σε μία επιτυχημένη επιχείρηση οι παραγωγικές λειτουργίες (operations) δημιουργούν –συγκεντρώνουν ικανά ποσά ταμειακών διαθεσίμων ώστε να μπορούν να επανεπενδυθούν σε περιουσιακά στοιχεία για την συνέχιση (ή /και επέκταση των δραστηριοτήτων) αλλά και να εκπληρώνονται οι υποχρεώσεις προς τους διάφορους πιστωτές.

**Σχήμα 1 : Η επιχείρηση και οι πιστωτές της.**



Πηγή : ST. Penman: Financial Statements Analysis ,2004.

Από τα παραπάνω καθώς και από το σχετικό σχεδιάγραμμα είναι προφανές πόσο σημαντικό είναι να γνωρίζουμε το περιβάλλον ,τη διαδικασία λειτουργίας μίας επιχείρησης και τον τρόπο δημιουργίας αξίας. Είναι επίσης προφανές πόσο σημαντική είναι η δημιουργία κερδών –λειτουργικών κερδών –στο παραγωγικό λειτουργικό κύκλωμα της δραστηριότητας καθώς αυτά τα κέρδη αποτελούν την εγγύηση συνέχισης ύπαρξης της επιχείρησης και εξασφάλισης των πιστωτών της.

Τέλος ένα ακόμη σημαντικό στοιχείο που πρέπει να αναφερθεί στη λειτουργία της επιχείρησης είναι η εφαρμογή μίας (συγκεκριμένης) στρατηγικής (strategy).

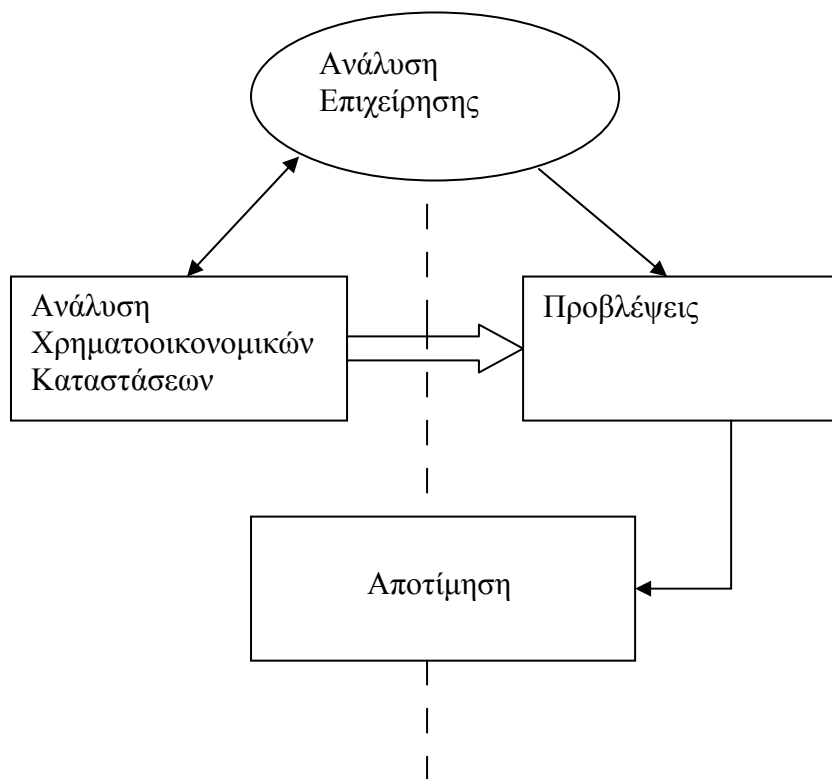
Η στρατηγική είναι η βασική ιδέα ,ο κεντρικός σκοπός και ο λόγος ύπαρξης της επιχείρησης. Οι διοικητές και οι στρατηγικοί αναλυτές μελετούν αρκετές ιδέες και προτάσεις ,αναλύουν το εσωτερικό και εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης τις δυνάμεις και αδυναμίες της τα συγκριτικά της πλεονεκτήματα και καταλήγουν στην υιοθέτηση μίας στρατηγικής που θεωρούν πως πρέπει να ακολουθήσει πιστά μία επιχείρηση. Πολλές φορές όμως έχει αποδειχθεί πως αυτή η στρατηγική είναι μία μάλλον αφηρημένη ,ασαφής ή δυσνόητη έννοια ακόμη και ανάμεσα στα υψηλόβαθμα στελέχη μίας οικονομικής μονάδας. Η θεμελιώδης ανάλυση (valuation analysis) σε αυτό το σημείο προσφέρει σημαντική βοήθεια στον σχεδιασμό (και στην εφαρμογή) της στρατηγικής. Μετατρέπει ιδέες και σκοπούς σε συγκεκριμένα ποσά (νομισματικές μονάδες) εύκολα αντιληπτά και κατανοητά από όλους. Ο τρόπος επιλογής επενδύσεων και διοίκησης με χρήση θεμελιώδους ανάλυσης ονομάζεται **διοίκηση με βάση την αξία (value based management)** και θεωρείται ο πλέον σύγχρονος και αποτελεσματικός συνδυασμός διοίκησης των επιχειρήσεων.

Η διαδικασία της αποτίμησης προϋποθέτει την πρόβλεψη αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών εισροών (future expected payoffs) ,έτσι θα χρειαστεί οπωσδήποτε ένα μοντέλο πρόβλεψης το οποίο θα βασιστεί σε συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές πληροφορίες οι οποίες θα προκύψουν κυρίως (ή μόνο) από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις. Αυτή η διαδικασία είναι αντικείμενο της θεμελιώδους ανάλυσης.

**Θεμελιώδης ανάλυση (fundamental analysis ,valuation analysis ,security analysis) είναι η μέθοδος της ανάλυσης των πληροφοριών από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις ,η δημιουργία προβλέψεων (forecasts) και η τελική αποτίμηση μίας επιχείρησης ή ενός αξιογράφου.**

Η αποτίμηση ακολουθεί μία συγκεκριμένη διαδικασία (4 φάσεων ή σταδίων) :

**Σχήμα 2. Η διαδικασία της θεμελιώδους ανάλυσης.**



Χρόνος : Ιστορικές περιόδους    Ημέρα αποτίμησης    Περίοδοι προβλέψεων

---

Πηγή : L. Soffer ,R. Soffer ,Financial Statements analysis : a Valuation Approach.

### **1. Ανάλυση επιχείρησης (business analysis).**

Σε αυτό το στάδιο ο αναλυτής προσπαθεί να κατανοήσει και να εμβαθύνει στα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά της επιχείρησης καθώς και του κλάδου στον οποίο αυτή δραστηριοποιείται (knowing the business). Θα πρέπει να γνωρίζουμε τα πάντα γύρω από την επιχείρηση ,το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί ,τον ανταγωνισμό και οτιδήποτε θα μπορούσε να επηρεάσει τις μελλοντικές ταμειακές εισροές. Το στάδιο αυτό είναι πολύ σημαντικό στην ανάλυση. Χωρίς γνώση του περιβάλλοντος λειτουργίας το οποίο δίδει πληροφορίες για την μελλοντική κατάσταση της επιχείρησης η ανάλυση μόνο των (ιστορικών) χρηματοοικονομικών καταστάσεων μπορεί να αποδειχθεί άχρηστη. Η γνώση της στρατηγικής δημιουργίας αξίας είναι καθοριστική. Έτσι ο αναλυτής θα προβεί σε εσωτερική ανάλυση (internal analysis) ώστε να

κατανοήσει τον βασικό σκοπό ,αποστολή της επιχείρησης (target mission) ,το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα (competitive advantage) ,τα προϊόντα και υπηρεσίες που προσφέρει ,τον παραγωγικό-λειτουργικό κύκλο ,τις διαδικασίες μάρκετινγκ και πώλησης ,τα κανάλια διανομής ,το ανθρώπινο και παραγωγικό δυναμικό ,τις επενδυτικές προτιμήσεις ,την κεφαλαιακή της δομή και την χρηματοοικονομική της κατάσταση. Τέλος θα προβεί σε εξωτερική ανάλυση (external analysis) ώστε να γνωρίσει τους παράγοντες που επηρεάζουν την επιχείρηση και την μελλοντική της πορεία και βρίσκονται στο εξωτερικό της περιβάλλον. Έτσι θα μελετήσει το την οικονομική δομή του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση ,τους ανταγωνιστές ,τους πελάτες και προμηθευτές της το νομικό πλαίσιο που περιβάλλει την λειτουργία της και τις υποχρεώσεις προς κρατικούς ή κοινωνικούς οργανισμούς.

## **2. Ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων (financial statements analysis).**

Η ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων περιλαμβάνει την λογιστική ανάλυση (accounting analysis) ,κατά την οποία ο αναλυτής προσπαθεί να γνωρίσει τις λογιστικές μεθόδους και παραδοχές με βάση τις οποίες συντάχθηκαν οι οικονομικές καταστάσεις και να διαπιστώσει κατά πόσο αυτές οι μέθοδοι δίνουν σαφή και ακριβή εικόνα της επιχείρησης. Γίνεται επίσης προσπάθεια να κατανοηθεί ο βαθμός και η έκταση στην οποία η διοίκηση της εταιρείας επηρέασε την διαδικασία κατάρτισης των οικονομικών καταστάσεων. Η κακή εφαρμογή των λογιστικών αρχών και η ανάμιξη της διοίκησης στην κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων ενδέχεται να επηρεάσουν ουσιωδώς την ποιότητα αυτών ώστε να μην αποτελούν αξιόπιστες πηγές πληροφοριών. Το θέμα της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων (financial statements quality) και ειδικά της ποιότητας των λογιστικών (δημοσιευμένων) κερδών (earnings quality) είναι πολύ σημαντικό και στις περισσότερες περιπτώσεις ο αναλυτής θα πρέπει να προχωρήσει σε "αναμόρφωση" αυτών των καταστάσεων ώστε να τις χρησιμοποιήσει περαιτέρω για πρόβλεψη και αποτίμηση.<sup>2</sup> Αφού γίνει η απαραίτητη (τις περισσότερες φορές) αναμόρφωση των λογιστικών καταστάσεων ο αναλυτής θα προχωρήσει στην μελέτη αυτών με τη χρησιμοποίηση δεικτών (ratio analysis) ώστε να εξαγάγει πολύτιμες πληροφορίες για την λειτουργία και ανάπτυξη της εταιρείας τα

---

<sup>2</sup> Για το θέμα της ποιότητας των λογιστικών καταστάσεων και ειδικά της ποιότητας των λογιστικών κερδών που είναι εξαιρετικά κρίσιμο (και για το οποίο γίνεται πού μεγάλη συζήτηση και σε ακαδημαϊκό επίπεδο) και ενδέχεται να επηρεάσει ουσιωδώς την οποιαδήποτε διαδικασία αξιολόγησης και αποτίμησης μίας επιχείρησης αφιερώσουμε ένα ολόκληρο κεφάλαιο (4<sup>ο</sup> κεφάλαιο) στην παρούσα εργασία.

περιθώρια κέρδους ,την ρευστότητα την κεφαλαιακή επάρκεια την ικανότητα κάλυψης εξόδων και υποχρεώσεων και δημιουργίας ταμειακών πλεονασμάτων.

### **3. Πρόβλεψη (forecasting).**

Αξιοποιώντας τις πληροφορίες και τα στοιχεία από τα δύο προηγούμενα στάδια ο αναλυτής προχωράει στο στάδιο της πρόβλεψης οικονομικών αποτελεσμάτων σε μελλοντικές περιόδους. Ανάλογα με το μοντέλο αποτίμησης που θα χρησιμοποιηθεί ο αναλυτής θα χρειαστεί να κάνει προβλέψεις για διαφορετικά μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων. Εφόσον (όπως είναι το αντικείμενο της παρούσας εργασίας) χρησιμοποιούνται ως μοντέλο αποτίμησης τα κέρδη θα χρειαστεί να γίνει πρόβλεψη για το μελλοντικό ύψος αυτών (ή κάποιου “παράγωγου” μεγέθους όπως οι ταμειακές ροές ή τα μερίσματα).

### **4. Αποτίμηση (Valuation).**

Η τέταρτη και τελευταία φάση είναι η αποτίμηση (valuation). Εδώ ο αναλυτής χρησιμοποιώντας ένα από τα πολλά υπάρχοντα μοντέλα προσπαθεί να υπολογίσει την πραγματική αξία μίας επιχείρησης (ή ενός αξιόγραφου ,π.χ. μετοχής). Σε αρκετές περιπτώσεις θεωρητικά ισοδύναμα μοντέλα θα πρέπει να δίνουν ισοδύναμα αποτελέσματα ,με βάση ορισμένες υποθέσεις. Υπάρχουν όμως και διαφορές μεταξύ των χρησιμοποιούμενων μοντέλων. Επαφίεται στις γνώσεις του αναλυτή η χρησιμοποίηση αυτού του μοντέλου που είναι το καταλληλότερο για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Να σημειωθεί ότι (τουλάχιστον προς το παρόν) δεν υπάρχει ένα καθολικά αποδεκτό μοντέλο αποτίμησης ,γεγονός που κάνει την εργασία της αποτίμησης ακόμα δυσκολότερη (και ίσως πολύ ενδιαφέρουσα). Ένα από τα μοντέλα που χρησιμοποιείται ευρέως στις διάφορες παραλλαγές του ,είναι η μέθοδος με βάση την κερδοφορία ,για το οποίο γίνεται αναφορά σε αυτήν την εργασία).

Μερικές χρήσιμες παρατηρήσεις σχετικά με τη διαδικασία αποτίμησης και τον ρόλο των ιστορικών χρηματοοικονομικών καταστάσεων (historical-based accounting numbers) παραθέτει ο C. Lee (1999).



- Η αποτίμηση είναι προβλεπτική ,προσπαθεί να υπολογίσει την παρούσα αξία μελλοντικών εισπράξεων από τους επενδυτές. Έτσι περιλαμβάνει εκτιμήσεις και μπορεί να είναι ανακριβής. Κανένα μοντέλο δεν μπορεί να εγγυηθεί ολοκληρωτική ακρίβεια και έλλειψη λαθών.
- Η αποτίμηση αναφέρεται σε πολλούς επιστημονικούς τομείς. Δεν αφορά μόνο τη λογιστική αλλά και την οικονομική ,την διοίκηση επιχειρήσεων ,το μάρκετινγκ ,τη επιχειρησιακή στρατηγική ...
- Τα λογιστικά συστήματα είναι πολύ σημαντικά στην αποτίμηση. Οι αρχές της αναγνώρισης των εσόδων και ταύτισης των εξόδων μετατρέπουν τα κέρδη σε λογικό μέτρο της απόδοσης της επιχείρησης. Οι οικονομικοί αναλυτές διατυπώνουν τις αναλύσεις τους σε μορφή μελλοντικών κερδών όχι μελλοντικών ταμειακών εισροών.

#### **1.4 Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis –EMH).**

##### **Η υπόθεση του τυχαίου περιπάτου (Random Walk Hypothesis)**

Η πρώτη διατύπωση και διερεύνηση του μοντέλου του τυχαίου περιπάτου (των μετοχών) έγινε από τον Bachelier (1900) στα πλαίσια της διδακτορικής του διατριβής αλλά δεν έγινε τότε ιδιαίτερα γνωστή. Η θεωρία του τυχαίου περιπάτου υποθέτει ότι οι μεταβολές των τιμών δεν ακολουθούν κανένα σχέδιο ή τάση και ότι οι ιστορικές τιμές δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να γίνουν προβλέψεις των μελλοντικών κινήσεων των μετοχών. Πρόκειται ουσιαστικά για μία χασοτική θεωρία καθώς υποστηρίζει την τυχαία διακύμανση των τιμών ,η οποία διακύμανση δεν εξηγείται (ούτε μπορεί να προβλεφθεί) με βάση τους νόμους προσφοράς-ζήτησης αλλά ούτε και με χρήση οικονομικών αναλύσεων (τεχνικής ή θεμελιώδους). Φυσικά έρχεται σε αντίθεση με όλο το "κύκλωμα" των οικονομικών αναλυτών (επενδυτικών συμβούλων ...) αλλά και μελετητών των οικονομικών που προσπαθούν να εξηγήσουν αλλά και να προβλέψουν (με μεγάλη πιθανότητα) τα οικονομικά φαινόμενα.

## **Η υπόθεση των αποτελεσματικών αγορών (Efficient Market Hypothesis –EMH).**

Ο όρος αποτελεσματική αγορά εμφανίστηκε στην οικονομική βιβλιογραφία στα τέλη της δεκαετίας του 1960 από τον Eugene Fama (1969) και δηλώνει ότι η αγορά (ή αγορές) προσαρμόζεται γρήγορα και αποτελεσματικά σε κάθε νέα πληροφόρηση. Η έννοια δηλαδή της αποτελεσματικότητας συναρτάται με την έγκαιρη και ορθολογική αξιοποίηση όλων των διαθέσιμων πληροφοριών. Άρα οι τιμές των αξιόγραφων (μετοχών) που διαπραγματεύονται στις αγορές είναι κατά το μεγαλύτερο μέρος τους συνεπείς προς τα πραγματικά (θεμελιώδη) μεγέθη και δεν διαπράττονται σημαντικά λάθη στις αποτιμήσεις αυτών. Η υπόθεση θεωρεί ότι υπάρχει μεγάλος αριθμός ανεξάρτητων μεταξύ τους επενδυτών οι οποίοι αναλύουν και αξιοποιούν "στιγμιαία" και ορθολογικά όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες οι οποίες παρέχονται άμεσα και χωρίς κόστος προς όλους. Η έννοια της αποτελεσματικότητας είναι θεμελιώδης στα χρηματοοικονομικά. Η θεωρία όχι μόνο απόκτησε τρομακτικό ενδιαφέρον αλλά και ευρύτατη αποδοχή, οι (εμπειρικές) έρευνες που διεξάγονται για την επαλήθευση (ή όχι) της θεωρίας είναι πάρα πολλές και η σχετική βιβλιογραφία είναι σχεδόν αχανής ώστε να καθίσταται αδύνατη ακόμη και η ανασκόπησή της (Fama 1991). Ο Fama διακρίνει τρεις μορφές (κατηγορίες) αποτελεσματικών αγορών (με βάση την διαθέσιμη πληροφόρηση) :

- **Ασθενής μορφή αποτελεσματικότητας (Weak form).** Η διαθέσιμη πληροφόρηση αφορά μόνο σε ιστορικά στοιχεία και κατά συνέπεια οι τιμές των μετοχών είναι ήδη διαμορφωμένες με βάση τις πληροφορίες του (γνωστού) παρελθόντος. Επομένως δεν θα μπορούσαν να πραγματοποιηθούν σημαντικά (υπέρ)κέρδη από την ανάλυση και επεξεργασία αποκλειστικά στοιχείων του παρελθόντος.
- **Ημι-ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας (Semi-strong form).** Οι τρέχουσες τιμές αντανακλούν πλήρως όλη την διαθέσιμη (δημόσια) πληροφόρηση. Αυτή αφορά ιστορικές αποδόσεις και οικονομικά στοιχεία αλλά και πληροφορίες που γνωστοποιούνται "τώρα" στην αγορά. Δηλαδή οι ήδη προσαρμοσμένες σε ιστορικά στοιχεία τιμές (ασθενής μορφή) αντιδρούν άμεσα σε νέες πληροφορίες και προσαρμόζονται γρήγορα.

- **Ισχυρή μορφή αποτελεσματικότητας (Strong form).** Εδώ αναφερόμαστε στο σύνολο τις υπάρχουσες πληροφόρησης δηλαδή και ιστορικής και σημερινής ,καθώς και δημόσιας αλλά και "ιδιωτικής". Και με τον όρο δημόσια πληροφόρηση αναφερόμαστε σε πληροφορίες που ανακοινώνονται και γνωστοποιούνται (αδιακρίτως και χωρίς κόστος και αποκλεισμούς) προς όλους ,ενώ με τον όρο ιδιωτική πληροφόρηση (inside information) αναφερόμαστε σε πληροφορίες που είναι γνωστές σε λίγους και όχι στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Θα μπορούσε κανείς να υποθέσει ότι οι κατέχοντες ιδιωτικές πληροφορίες (insiders) θα αποκομίζουν συστηματικά μεγαλύτερες αποδόσεις από τον μέσο όρο (μέση απόδοση) του συνόλου της αγοράς ,οι έρευνες όμως και οι γνώμες δε συγκλίνουν προς αυτό το σημείο. Μάλιστα αποδεικνύεται ότι τα αμοιβαία κεφάλαια (mutual funds) ,και τα κεφάλαια των ασφαλιστικών ταμείων (στις ΗΠΑ) σε μακροχρόνια βάση δεν πετυχαίνουν σημαντικά υψηλότερες αποδόσεις από το μέσο όρο της αγοράς.

Το μοντέλο των αποτελεσματικών αγορών αποτελεί μία πολύ ισχυρή θεωρητική βάση για την μελέτη και έρευνα των χρηματοοικονομικών αγορών σε παγκόσμια βάση από την στιγμή της εμφάνισής του. Όπως είναι όμως φυσικό έχει πολλούς υποστηρικτές που θεωρούν ότι ισχύει (και πρέπει να ισχύει) (Fama and French) και ότι οι τιμές των μετοχών μπορούν να προβλεφθούν με σχετικά ικανοποιητικό βαθμό ακρίβειας καθώς αυτές αντανακλούν πραγματικά θεμελιώδη χαρακτηριστικά των εταιριών στη βάση της σχέσης απόδοσης κινδύνου ,αλλά και αρκετούς επικριτές (Shliefer ,Vishny) που θεωρούν ότι οι διακυμάνσεις των τιμών είναι περισσότερο αποτέλεσμα ψυχολογικών παραγόντων (και όχι ορθολογικών επιλογών) ,κοινωνικών φαινομένων και ανακατατάξεων ,τυχαίων ή κερδοσκοπικών συναλλαγών.<sup>3</sup>

Η αλήθεια είναι ότι (σε όλες σχεδόν τις αγορές) εμφανίζονται φαινόμενα μη σχετικά με αποτελεσματικές (ορθολογικές) επιλογές ,οι λεγόμενες ανωμαλίες (anomalies) ,όπως το φαινόμενο της ημέρας της εβδομάδος (Δευτέρας ή /και Παρασκευής) ,το φαινόμενο του μήνα (Ιανουαρίου) ,οι αποδόσεις των “μικρών” εταιριών και άλλα.

---

<sup>3</sup> Αξίζει να σημειώσουμε πως σε μία έρευνα με ερωτηματολόγια και μάλιστα ανάμεσα σε ειδικούς στις διαδικασίες αποτίμησης ,μέλη του AIMR (Association for Investment Management and Research) μόλις ένα 2.7% συμφώνησε απόλυτα στην EMH ,ενώ το υπόλοιπο 34.2% δήλωσε ουδέτερο (neutral) ,και το 63.10% διαφώνησε ριζικά (strongly disagree). Block B. Stanley (1999).

## **1.5. ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.**

### **1.5.1. Το Υπόδειγμα Αποτίμησης Περιουσιακών Στοιχείων (CAPM).**

Το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model ,CAPM) είναι η απλούστερη μορφή μοντέλου ισορροπίας (equilibrium) της αγοράς. Το συγκεκριμένο μοντέλο προτάθηκε από τον William Sharpe (1964), κάτι που οδήγησε στην βράβευσή του με Νόμπελ. Αντίστοιχες εργασίες πραγματοποιούσαν παράλληλα και οι Treynor και Lintner. Το CAPM εισήγαγε τις έννοιες του συστηματικού και ειδικού ή μη συστηματικού κινδύνου.

**Συστηματικός** (ή κίνδυνος αγοράς ,systematic risk) είναι ο κίνδυνος που παρουσιάζεται στο σύνολο των μετοχών.

**Ειδικός** (μη συστηματικός ή κίνδυνος μεμονωμένου αξιογράφου ,unsystematic risk) είναι ο κίνδυνος που εμφανίζεται στο συγκεκριμένο αξιόγραφο, και αντιστοιχεί στο τμήμα της απόδοσης του αξιογράφου που είναι ασυσχέτιστο με τις συνολικές κινήσεις της αγοράς.

Κατά το CAPM, το βέλτιστο χαρτοφυλάκιο ταυτίζεται με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (market portfolio). Το χαρτοφυλάκιο της αγοράς αποτελείται από όλα τα αξιόγραφα που υπάρχουν στην αγορά, και σε αναλογία αντίστοιχη με την συνολική αξία κάθε αξιογράφου. Όλοι οι ορθολογικοί επενδυτές επενδύουν ένα ποσοστό των χρημάτων τους στο χαρτοφυλάκιο της αγοράς και το υπόλοιπο στο αξιόγραφο μηδενικού κινδύνου.

Σύμφωνα με το CAPM, η αγορά ανταμείβει τους επενδυτές για το συστηματικό ρίσκο που αναλαμβάνουν, και όχι για το ειδικό ρίσκο που ενδεχομένως έχουν αναλάβει, γιατί αυτό το ειδικό ρίσκο μπορεί να απαλειφθεί μέσω της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου (diversified portfolio). Κάθε αξιόγραφο του χαρτοφυλακίου της αγοράς εμπεριέχει ειδικό κίνδυνο, αλλά μέσω της διαφοροποίησης ο επενδυτής αντιλαμβάνεται μόνο τον συστηματικό κίνδυνο (non-diversifiable risk) του χαρτοφυλακίου της αγοράς. Το μοντέλο αυτό επιχειρεί να εκτιμήσει την απαιτούμενη απόδοση ενός αξιογράφου βάσει του συστηματικού κινδύνου που έχει λαμβάνοντας υπόψη την απόδοση χωρίς κίνδυνο σε μια οικονομία και την αναμενόμενη απόδοση των επικίνδυνων τοποθετήσεων γενικότερα (απόδοση χρηματιστηρίου). Το υπόδειγμα CAPM

αναδεικνύει ένα στατιστικό δείκτη (μέτρο) της σχετικής μεταβλητότητας της αναμενόμενης απόδοσης μίας μετοχής ως προς το 'χαρτοφυλάκιο αγοράς' (market portfolio), που είναι γνωστός ως **συντελεστής 'β'** (beta-coefficient). Ο συντελεστής 'β' μετρά τη σχετική μεταβλητότητα στην αναμενόμενη απόδοση της υποκείμενης μετοχής ως την συνδιακύμανση (covariance) μεταξύ της απόδοσης της μετοχής και της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς σε σχέση με τη διακύμανση (variance) της απόδοσης της χρηματιστηριακής αγοράς.

Το CAPM βασίζεται σε δέκα υποθέσεις :

1. Η πρώτη από αυτές είναι ότι δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών (transaction costs).
2. Η δεύτερη υπόθεση είναι ότι τα περιουσιακά στοιχεία είναι απείρως διαιρετά (δηλ. ότι ο επενδυτής μπορεί να επενδύσει οποιοδήποτε ποσό σε μία μετοχή, ακόμη και ποσά μικρότερα από την τιμή της).
3. Η τρίτη είναι η απουσία της προσωπικής φορολογίας εισοδήματος, επομένως ο επενδυτής είναι αδιάφορος ως προς τη μορφή (μερίσματα ή κέρδη κεφαλαίου) της απόδοσης μίας επένδυσης.
4. Η τέταρτη υπόθεση στην οποία βασίζεται το CAPM είναι ότι κανένας επενδυτής δεν μπορεί από μόνος του να επηρεάσει την τιμή μίας μετοχής πωλώντας ή αγοράζοντάς την. Η υπόθεση αυτή είναι ανάλογη με την υπόθεση περί πλήρους ανταγωνισμού: ενώ ένας επενδυτής από μόνος του δεν μπορεί να επηρεάσει την τιμή μίας μετοχής, το σύνολο των επενδυτών καθορίζει τις τιμές με τις πράξεις του.
5. Η πέμπτη υπόθεση είναι ότι οι επενδυτές αποφασίζουν βασιζόμενοι μόνο σε αναμενόμενες τιμές και τυπικές αποκλίσεις των αποδόσεων των χαρτοφυλακίων τους.
6. Σύμφωνα με την έκτη υπόθεση, επιτρέπονται οι απεριόριστες ανοικτές πωλήσεις
7. Η έβδομη υπόθεση του CAPM είναι ότι επιτρέπεται ο απεριόριστος δανεισμός σε ένα ακίνδυνο επιτόκιο, το οποίο ισούται με την απόδοση ακίνδυνων χρεογράφων.
8. Η όγδοη και η ένατη υπόθεση σχετίζονται με την ομοιογένεια των προσδοκιών. Σύμφωνα με την όγδοη υπόθεση, όλοι οι επενδυτές λαμβάνουν υπ' όψιν τον μέσο και την διασπορά των αποδόσεων που ορίζονται σε μία κοινή σχετική

περίοδο.

9. Σύμφωνα με την ένατη υπόθεση, όλοι οι επενδυτές έχουν ακριβώς τις ίδιες προσδοκίες για συγκεκριμένα δεδομένα εισόδου (αναμενόμενες αποδόσεις, διακυμάνσεις, πίνακας συσχετίσεων) στο πρόβλημα απόφασης χαρτοφυλακίου
10. Τέλος, η δέκατη υπόθεση του CAPM είναι ότι όλα τα περιουσιακά στοιχεία είναι διαπραγματεύσιμα.

Προφανώς, οι παραπάνω παραδοχές δεν ισχύουν όλες στην πραγματικότητα (τουλάχιστον για την περίπτωση του μεμονωμένου ατόμου – επενδυτή), ωστόσο, στον βαθμό που δεν αλλοιώνουν σημαντικά την πραγματικότητα, οδηγούν σε μία ιδιαίτερα απλοποιημένη και εύχρηστη περιγραφή της πραγματικής συμπεριφοράς της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου.

Σύμφωνα με το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, η σχέση ανάμεσα στην αναμενόμενη απόδοση ενός αξιογράφου (asset) και την αναμενόμενη απόδοση του χαρτοφυλακίου της αγοράς, σε κατάσταση ισορροπίας, δίνεται από τον τύπο :

$$E(r_i) = r_f + \beta_{im} (E(r_m) - r_f)$$

όπου,

$E(r_i)$  = αναμενόμενη απόδοση του αξιογράφου  $i$ ,

$r_f$  = απόδοση τοποθέτησης μηδενικού κινδύνου (risk-free)

$\beta_{im}$  = συντελεστής βήτα (του αξιογράφου  $i$ ),

$E(r_m)$  = αναμενόμενη απόδοση της αγοράς.

Το  $\beta$  είναι η ευαισθησία της απόδοσης του αξιογράφου σε σχέση με αυτήν της αγοράς:

$$(\beta_{im}) = \text{Cov}(r_i, r_m) / \text{Var}(r_m)$$

όπου  $\text{Cov}(r_i, r_m)$  είναι η συνδιακύμανση των τιμών του αξιογράφου με την αγορά και  $\text{Var}(r_m)$  είναι η διασπορά τιμών της αγοράς. Υπολογίζεται συνήθως από ιστορικά στοιχεία με την χρήση παλινδρόμησης, και μεταβάλλεται με τον χρόνο, εξαιτίας των μεταβολών στο χρηματοοικονομικό περιβάλλον. Εναλλακτικά το  $\beta$  μπορεί να υπολογιστεί με την χρήση των θεμελιωδών μεγεθών της επιχείρησης.

Κομβικό σημείο στην θεωρία του Υπόδειγματος Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων είναι το  $\beta$ . Αξιόγραφα με  $\beta > 1$  έχουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα (ευαισθησία) από το χαρτοφυλάκιο της αγοράς (που εξ' ορισμού έχει  $\beta=1$ )<sup>4</sup>.

Έτσι μετοχές με θετικό  $\beta$  ( $\beta > 1$ ) χαρακτηρίζονται ως "επιθετικές" μετοχές, ενώ μετοχές με βήμα μικρότερο της μονάδας  $\beta < 1$  χαρακτηρίζονται ως "αμυντικές" μετοχές. Οι μετοχές με  $\beta$  ίσο ή πολύ κοντά στο 1 θεωρούνται ουδέτερες. Αν και θεωρητικά θα μπορούσε μία μετοχή να έχει αρνητικό συντελεστή  $\beta$  (μετοχές που κινούνται αντίθετα από την αγορά, counter-cyclical), ο συντελεστής  $\beta$  για την πλειονότητα των μετοχών είναι θετικός.

Πάντως οι αυστηρές προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται για να ισχύει το Υπόδειγμα Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων, περιορίζουν την σημασία του σε θεωρητικό επίπεδο. Όμως παρά τις αδυναμίες του, το υπόδειγμα CAPM παραμένει δημοφιλές στις χρηματιστηριακές αγορές, αφού η εφαρμογή του συνεχίζεται εκτεταμένα σε διάφορους τομείς της χρηματοοικονομικής, καθώς παρέχει ένα ευέλικτο πλαίσιο για μία κατά προσέγγιση, τουλάχιστον, εκτίμηση του κινδύνου μίας μετοχής σε σχέση με τη χρηματιστηριακή αγορά (συντελεστής ' $\beta$ ') και συνεπώς και της αποτίμησης της υποκείμενης μετοχής. Σημαντικός αριθμός εφαρμοσμένων ακαδημαϊκών μελετών τονίζει τη σημασία της διεθνούς διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου ως μία επενδυτική στρατηγική που μπορεί να συμβάλλει στη μείωση του επενδυτικού κινδύνου του χαρτοφυλακίου.

### **1.5.2. Το υπόδειγμα Αντισταθμιστικής Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (APT: Arbitrage Pricing Theory).**

Η δεύτερη προσέγγιση για τον υπολογισμό του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης της μετοχής είναι το γνωστό arbitrage pricing theory μοντέλο (APT). Η βασική ιδέα αυτού του μοντέλου είναι το ότι η απόδοση μιας μετοχής δεν εξαρτάται αποκλειστικά από την πορεία της αγοράς (δηλ. ενός γενικού δείκτη) αλλά εξαρτάται επιπλέον και από ένα

---

<sup>4</sup> Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι ένα αξιόγραφο, μία μετοχή  $i$  με συντελεστή βήτα  $> 1$  θα έχει μεγαλύτερη μεταβλητότητα (δηλαδή κίνδυνο ή και απόδοση) από αυτόν της αγοράς, δηλαδή σε κάθε δεδομένη μεταβολή του γενικού επιπέδου των τιμών (γενικού δείκτη) η συγκεκριμένη μετοχή θα κινείται κατά  $b_i$ . Εάν ο γενικός δείκτης κινηθεί ανοδικά τότε η μετοχή θα κινηθεί και αυτή ανοδικά (και εφόσον  $b_i > 1$  θα επιτύχει μεγαλύτερη απόδοση του γενικού δείκτη). Εάν όμως η γενική απόδοση της αγοράς είναι καθοδική τότε η συγκεκριμένη μετοχή θα καταγράψει μεγαλύτερη -του γενικού δείκτη πτώση κατά  $b_i$ .

άλλο πλήθος παραγόντων. Αποτελεί δηλαδή μία γενίκευση του CAPM. Η γενική μαθηματική διατύπωση του μοντέλου είναι η εξής :

$$E(R_i) = R_f + (\text{risk premium})_1 + (\text{risk premium})_2 + \dots + (\text{risk premium})_n$$

όπου το risk premium ισούται με το γινόμενο της ευαισθησίας του κάθε παράγοντα επί το πριμ κινδύνου για τον κάθε συγκεκριμένο παράγοντα δηλαδή ευαισθησία ενός παράγοντα είναι η ευαισθησία της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής ως προς ένα παράγοντα ,ενώ πριμ κινδύνου για έναν παράγοντα είναι η επιπλέον αναμενόμενη απόδοση της μετοχής πέραν του ακίνδυνου επιτοκίου εξαιτίας της επίδρασης αυτού του παράγοντα. Σε επίπεδο συμπεριφοράς, το APT είναι βασισμένο επάνω στη λογική της αντιστάθμισης, σύμφωνα με την οποία, δύο τίτλοι που εμφανίζουν τα ίδια χαρακτηριστικά κινδύνου και απόδοσης δεν μπορούν να ανταλλαχθούν σε διαφορετικές τιμές.

Κλείνοντας και αυτήν την μέθοδο και για να προχωρήσουμε στην επόμενη θα πρέπει να τονιστεί ότι από τότε που πρωτοπαρουσιάστηκε αυτό το μοντέλο έχουν αναδειχθεί πάρα πολλές παραλλαγές του με συνέπεια να μην υπάρχει κάποια μορφή που να είναι κοινώς αποδεκτή από όλους τους αναλυτές αλλά η επιλογή ή η απόρριψη ενός παράγοντα στο μοντέλο να εξαρτάται από την κρίση του κάθε αναλυτή.

Όπως φαίνεται από την παραπάνω περιγραφή του CAPM και του APT μοντέλου, ο υπολογισμός του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης μέσω αυτών είναι πολύ πιθανόν να υπόκειται σε σφάλματα. Τέτοια σφάλματα είναι δυνατόν να προέρχονται από το εάν το μοντέλο που έχει επιλεγεί είναι το καταλληλότερο, εάν οι εισροές του μοντέλου είναι ακριβείς και σωστές ή τέλος εάν το βι της συγκεκριμένης μετοχής εκφράζει σωστά την ευαισθησία της ως προς τον γενικό δείκτη μετοχών που έχει επιλεγεί.

## **1.6 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΜΣΚΚ – WACC).**

Η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου είναι χωρίς αμφιβολία πολύ σημαντική για όλες τις επιχειρήσεις. Είναι ο κατάλληλος συντελεστής προεξόφλησης για σκοπούς προϋπολογισμού επενδύσεων. Λάθη στην εκτίμησή του μπορεί να οδηγήσουν είτε σε



απόρριψη επενδυτικών προτάσεων με ενδεχόμενα θετικά κέρδη είτε σε αποδοχή προτάσεων που πιθανών να προβούν οικονομικά ασύμφορες. Για το υπολογισμό ενός αξιόπιστου μέτρου του κόστους κεφαλαίου μίας επιχείρησης πρέπει πρώτα να εξεταστεί η κεφαλαιακή διάρθρωση (capital structure) της επιχείρησης. Τρεις κυρίως πηγές κεφαλαίων υπάρχουν για μία επιχείρηση :

- Τα ίδια κεφάλαια που παρέχονται από τους μετόχους (common equity).
- Το προνομιούχο μέρος του μετοχικού κεφαλαίου (preferred equity).
- Δανειακά (κυρίως μακροπρόθεσμα) κεφάλαια (debt).

Διαδικασία υπολογισμού του Μέσου Σταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (weighted average cost of capital).

1. Προσδιορισμός του σχετικού βάρους της κάθε πηγής στο συνολικό κεφάλαιο.
2. Προσδιορισμός του μετά φόρου κόστους κάθε πηγής (αυτό γίνεται κυρίως για τα δανειακά κεφάλαια καθώς οι τόκοι που αναλογούν σε αυτά αποτελούν και εκπεστέα της φορολογίας δαπάνη)
3. Υπολογισμός του σταθμικού μέσου κόστους.

Ένας γενικός τύπος του ΜΣΚΚ είναι :

$$\mathbf{W.A.C.C : K_e \times (W_e/TC) + K_p \times (W_p/TC) + K_d(1-t) \times (W_d/TC).}$$

Όπου

$K_e$  : κόστος ιδίων κεφαλαίων

$W_e$  : ποσό ιδίων κεφαλαίων

$K_p$  : κόστος προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$W_d$  : ποσό προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου

$K_d$  : κόστος δανειακών κεφαλαίων

$W_d$  : ποσό δανειακών κεφαλαίων

$TC$  : συνολικό κεφάλαιο (δηλαδή  $TC = W_e + W_p + W_d$ )

$t$  : φορολογικός συντελεστής.

Κάθε πηγή του συνολικού κεφαλαίου έχει δικό της κόστος.

Το κόστος του μετοχικού κεφαλαίου μπορεί να προσδιοριστεί είτε με το υπόδειγμα

CAPM ή κάποιο παραπλήσιο. Το κόστος του δανειακού κεφαλαίου είναι το ονομαστικό επιτόκιο των δανείων με τις όποιες επιβαρύνσεις.

Τελικά το ΜΣΚΚ είναι –όπως άλλωστε δηλώνει και το όνομά του – ένα σταθμικό κόστος όλων των πηγών κεφαλαίων ανάλογα με το ποσοστό συμμετοχής τους στο συνολικό κεφάλαιο.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>:**

**ΚΡΙΤΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΩΝ ΜΟΝΤΕΛΩΝ ΠΟΥ  
ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΑ ΚΕΡΔΗ.**

---

## 2.1 Εισαγωγή - Έννοιες – Ορισμοί.

Στην βιβλιογραφία υπάρχουν διάφορες προσεγγίσεις για την αξιολόγηση και την αποτίμηση εταιριών και κατ' επέκταση των μετοχών τους.

Υπάρχει μια μερίδα αναλυτών-ερευνητών η οποία στηρίζει την ανάλυση της στην αποκαλούμενη «**από πάνω προς τα κάτω ανάλυση**» ή **top-down approach** όπως συνηθίζεται να ονομάζεται στην διεθνή βιβλιογραφία. Κατά την προσέγγιση αυτή οι αναλυτές ξεκινούν αναλύοντας το διεθνές και το εθνικό μακροοικονομικό περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η κάθε επιχείρηση. Στην συνέχεια ερευνούν τις γενικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται η συγκεκριμένη κάθε φορά επιχείρηση και στην τελική φάση προβαίνουν σε αναλύσεις και προβλέψεις για την συγκεκριμένη εταιρία. Αντιθέτως η άλλη προσέγγιση αξιολόγησης η οποία ονομάζεται «**από κάτω προς τα πάνω**» ή **bottom-up approach** ξεκινά με την ανάλυση των εταιρικών δεδομένων σε ατομικό επίπεδο. Έτσι συγκεντρώνονται οι οικονομικές προβλέψεις για τις διάφορες εταιρίες με την συνεργασία μεταξύ των αναλυτών και μέσω αυτών των αναλύσεων εκτιμάται η συνολική εικόνα (aggregate analysis) του κάθε κλάδου και κατ' επέκταση της εθνικής οικονομίας συνολικά.

Μία άλλη κατηγοριοποίηση των μοντέλων ανάλυσης εταιριών και αποτίμησης των μετοχών τους ,αποτελούν τα **μοντέλα απόλυτης αποτίμησης (absolute valuation models)** και τα **μοντέλα σχετικής αποτίμησης (relative valuation models)**. Τα μοντέλα απόλυτης αποτίμησης χρησιμοποιούνται για να αποτιμηθεί η εσωτερική αξία μιας μετοχής (intrinsic value) και μέσω αυτών αποκτούμε μια εκτίμηση για την αξία μιας μετοχής η οποία είναι πολύτιμη για την σύγκριση με την αγοραία τιμή. Επίσης, η βασική ιδέα πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα αυτά είναι η πεποίθηση που έχουν αρκετοί αναλυτές ότι η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου πρέπει να σχετίζεται και να λαμβάνει υπόψη τα μελλοντικά οφέλη που αναμένεται να αποκομίσει ένας εν δυνάμει επενδυτής από την κατοχή του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Αντιθέτως τα μοντέλα σχετικής αποτίμησης δεν κάνουν άμεση αποτίμηση ενός περιουσιακού στοιχείου αλλά καταλήγουν στην εύρεση της αξίας του σε σύγκριση πάντα με την αξία ενός άλλου περιουσιακού στοιχείου. Τέλος, όπως είναι φυσιολογικό η βασική αντίληψη πάνω στην οποία στηρίζεται το οικοδόμημα αυτών των μοντέλων είναι το γεγονός ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία θα πρέπει να πωλούνται σε

παρόμοιες τιμές.

Τέλος μία ακόμη κατηγοριοποίηση των μοντέλων αποτίμησης την οποία και θα ακολουθήσουμε σε αυτήν την εργασία είναι σε **μοντέλα αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων (asset based valuation models)** ,**μοντέλα αποτίμησης με συγκριτικά στοιχεία της αγοράς (market based valuation)** και σε **μοντέλα αποτίμησης με βάση το εισόδημα (κέρδη ,income based approach)**.<sup>5</sup>

Η προσέγγιση των κερδών που είναι και το αντικείμενο της παρούσης εργασίας χρησιμοποιεί τις μεθόδους **των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flow models)** ,**τη μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income ή abnormal earnings model)** (συντά αποκαλείται υβριδικό μοντέλο ,hybrid) ,και τη μέθοδο των πολλαπλασιαστών (multiples) (πχ τιμή/κέρδη).

Για να έχει ο αναγνώστης μία σφαιρική εικόνα και των τριών βασικών προσεγγίσεων αποτίμησης ,στις αμέσως επόμενες παραγράφους 2.2 και 2.3 γίνεται μία σύντομη αναφορά στην asset based method ,και στην market based method αντίστοιχα. Στην παράγραφο 2.4.1 κάνουμε μία εισαγωγή με επισκόπηση βιβλιογραφίας στη μέθοδο εισοδήματος ,και στις παραγράφους 2.4.2 και 2.4.3 αναφερόμαστε στη διαδικασία μέτρησης των κερδών και ομαλοποίησης των οικονομικών δεδομένων αντίστοιχα. Στη συνέχεια στην παράγραφο 2.5 αναφερόμαστε στις μεθόδους προεξόφλησης μελλοντικού εισοδήματος και κυρίως στην μέθοδο προεξόφλησης μερισμάτων παράγραφος 2.5.1 και στη μέθοδο ταμειακών εισροών στην παράγραφο 2.5.2. Στην παράγραφο 2.6 αναφερόμαστε στην προσέγγιση του υπολειμματικού εισοδήματος και τέλος στην παράγραφο 2.7 κάνουμε μία σύντομη εισαγωγή στις μεθόδους με πολλαπλασιαστές και παρουσιάζουμε την κυριότερη από αυτές στην παράγραφο 2.7.2.

---

<sup>5</sup> Η Αμερικανική Ένωση Εκτιμητών (American Society of Appraisers σε οδηγό για εκτιμήσεις επιχειρήσεων (Business Valuation Standards) αναφέρεται σε τρεις κατηγορίες μεθόδων αποτίμησης ,μέθοδος εισοδήματος (income approach,) ,μέθοδος αγοράς (market approach) ,μέθοδος περιουσιακών στοιχείων (asset-based approach). Με βάση τη μέθοδο του εισοδήματος τα μελλοντικά αναμενόμενα εισοδήματα προεξοφλούνται με κατάλληλους συντελεστές προεξόφλησης. Ως αναμενόμενα μελλοντικά εισοδήματα (income) θεωρούνται διάφορες μορφές εισοδήματος (κέρδη ,ταμειακές ροές ,μερίσματα ...). Σύμφωνα με τη μέθοδο της αγοράς αναζητούνται στοιχεία από συγκρίσιμες επιχειρήσεις ,ενώ σύμφωνα με τη μέθοδο των περιουσιακών στοιχείων η εκτίμηση γίνεται με βάση τα στοιχεία του ισολογισμού αποτιμώμενα σε αγοραίες (market values) τιμές.

## **2.2 Asset Based Valuation.**

Σύμφωνα με τη μέθοδο αυτή η τελική αξία μίας επιχείρησης υπολογίζεται ως το άθροισμα των επιμέρους περιουσιακών της στοιχείων. Η βασική ιδέα του μοντέλου αυτού είναι ότι η αξία μίας επιχείρησης προσδιορίζεται από τα στοιχεία του ισολογισμού. Πράγματι ο ισολογισμός εμφανίζει τα περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού ,τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις της οικονομικής μονάδας και αποτελεί το πρώτο βήμα στη διαδικασία της αποτίμησης. Στη συνέχεια όλα τα στοιχεία του ενεργητικού και του παθητικού θα πρέπει να επανεκτιμηθούν ώστε να απεικονιστούν στην αγοραία αξία και να συνταχθεί ένας δεύτερος ισολογισμός με τιμές και αξίες πλέον που προσεγγίζουν περισσότερο τις αγοραίες. Ο ισολογισμός μίας οικονομικής μονάδας περιλαμβάνει στοιχεία παγίων (ενσώματων δηλαδή κτίρια γήπεδα μηχανολογικό και τεχνικό εξοπλισμό ,μεταφορικά μέσα ... αλλά και ασώματων έξοδα πολυετούς απόσβεσης ,δικαιώματα ,κατοχυρωμένες ευρεσιτεχνίες και εμπορικά σήματα ,έξοδα ίδρυσης και αναδιοργάνωσης κλπ ,στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού (αποθέματα ,μετρητά ,απαιτήσεις ,αξιόγραφα) αλλά και στοιχεία υποχρεώσεων προς μετόχους ,δανειστές (τράπεζες ,ομολογιακά δάνεια) ,λοιπούς πιστωτές (προμηθευτές ,ασφαλιστικούς οργανισμούς ,προσωπικό ,φόρους). Κάθε καταγεγραμμένο στοιχείο θα πρέπει να επανεκτιμηθεί και να διατυπωθεί στην πραγματική του αξία. Για κάποια στοιχεία (πχ ταμείο και ισοδύναμα διαθέσιμα ,αξιόγραφα ,απαιτήσεις πελατών ,επιταγές και γραμμάτια πελατών και σε μεγάλο βαθμό αποθέματα) η αξία των βιβλίων είναι (ή προσεγγίζει με μεγάλη ακρίβεια) την πραγματική. Όμως για πάγια περιουσιακά στοιχεία (και κυρίως για άυλα που δεν αναφέρονται στις οικονομικές καταστάσεις) οι αξίες των βιβλίων διαφέρουν πολύ από τις πραγματικές. Η τελική αξία της καθαρής θέσης (των ιδίων κεφαλαίων ,equity) προκύπτει αν από την συνολική αξία αφαιρέσουμε την αξία των υποχρεώσεων σύμφωνα με την ισότητα :

**Αξία επιχείρησης = αξία περιουσιακών στοιχείων + υποχρεώσεις**

και άρα

**Καθαρή θέση = αξία επιχείρησης – υποχρεώσεις.**

Πλεονέκτημα της μεθόδου είναι η απλότητα της και το ότι πρόκειται για μαθηματική πράξη και κατά συνέπεια δεν απαιτεί την χρήση υποκειμενικών κριτηρίων. Η μόνη δυσκολία έγκειται στην κατάλληλη αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων και ιδίως

των ακινήτων καθώς η λογιστική απεικόνιση δεν είναι πάντα η πλέον κατάλληλη. Η «ιστορική» (βάση των λογιστικών αρχών του ιστορικού κόστους και της ύπαρξης παραστατικών των συναλλαγών) αξία (δηλαδή η τιμή αγοράς μείων όποιων αποσβέσεων) που χρησιμοποιείται από κάποιες εταιρίες συχνά δεν δίνει την πραγματική αξία. Η καταλληλότερη τιμή είναι το κόστος αντικατάστασης (πόσο θα κόστιζε σήμερα να αποκτηθούν τα συγκεκριμένα ακίνητα) ή το ποσό που μπορεί να εισπραχθεί αν πωληθούν άμεσα. Αυτές οι δύο τιμές είναι ίσες στις περισσότερες περιπτώσεις αλλά μπορεί να διαφέρουν πχ για εταιρίες που αντιμετωπίζουν προβλήματα βιωσιμότητας. Επίσης δυσκολίες θα υπάρξουν και στην εκτίμηση μηχανολογικού και λοιπού εξοπλισμού που ενδεχομένως κατασκευάστηκε εντός της οικονομικής μονάδας για κάλυψη ιδιαίτερων αναγκών της (ιδιοκατασκευές).

Η μέθοδος αυτή είναι χρήσιμη για εταιρίες που δραστηριοποιούνται σε τομείς που απαιτούν υψηλά πάγια και αποθέματα ,καθώς και κατοχή ακινήτων περιουσιακών στοιχείων , για τα οποία ενδεχομένως να υπάρχει μία αγορά ώστε να μπορεί να εκτιμηθεί όσο γίνεται καλύτερα η πραγματική αγοραία αξία τους (market value) ,ή και σε επιχειρήσεις του χρηματοοικονομικού τομέα όπου και εδώ το σύνολο των περιουσιακών τους στοιχείων (αξιόγραφα) είναι ήδη σε τιμές αγοράς. Επίσης μπορεί να εφαρμοστεί με μεγάλη ακρίβεια σε επιχειρήσεις που εκμεταλλεύονται έναν (ή περισσότερους) φυσικούς πόρους (ορυχεία ,πετρελαιοπηγές ,ξύλεια) όπου όντως το μεγαλύτερο (ή ίσως μοναδικό) στοιχείο αξίας είναι ο φυσικός πόρος.

Αντιθέτως, σε περιπτώσεις εταιριών με σημαντικά άυλα περιουσιακά στοιχεία (τα οποία δημιουργούν αξία), αυτή η μέθοδος υποτιμάει την πραγματική αξία της επιχείρησης. Για αυτά τα άυλα περιουσιακά στοιχεία (φήμη και πελατεία ,εμπορικά σήματα ,τεχνολογία και τεχνογνωσία ,εξειδίκευση και κατάρτιση εργαζομένων ,εσωτερική οργάνωση ,δίκτυα διανομής...) δεν υπάρχει συγκεκριμένη αγορά και έτσι δεν μπορούν να αποτιμηθούν με αντικειμενικό τρόπο (ενώ φυσικά δεν αναγράφονται πουθενά στα λογιστικά βιβλία ,καθώς η δημιουργία τους δεν ήταν αντικείμενο μίας συναλλαγής). Επίσης οι αγοραίες αξίες μπορεί να μην αποδίδουν την πραγματική αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ,η οποία μπορεί να εξαρτάται από τη χρήση του (πχ ένα οικόπεδο με κτίριο μπορεί να έχει διαφορετική αξία ως βιοτεχνικός χώρος ή ως εμπορικό κέντρο).

## **2.3 Market Based Valuation.**

Η βασική ιδέα αυτής της μεθόδου είναι ότι η αξία μίας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με την αναφορά σε μία (ή περισσότερες) σχετικά συγκρίσιμες επιχειρήσεις για τις οποίες υπάρχουν γνωστές αξίες. Οι αξίες για αυτές υπάρχουν είτε γιατί είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά –οπότε και υπάρχει διαθέσιμη αποτίμηση για αυτές κάθε χρονική στιγμή από τις δυνάμεις της αγοράς ,είτε γιατί αποτέλεσαν αντικείμενο κάποιας συναλλαγής (αγοράς ,πώλησης ,συγχώνευσης ,εξαγοράς...) και έτσι προσδιορίστηκε η αξία τους.

Η συγκριτική μέθοδος (μέθοδος της αγοράς) είναι πολύ χρήσιμη και εφαρμόσιμη σε επιχειρήσεις με αντικείμενο την εκμετάλλευση ακίνητης περιουσίας (real estate business) για τις οποίες (συνήθως) υπάρχουν άφθονα διαθέσιμα συγκριτικά στοιχεία. Για τις λοιπές όμως παραγωγικές-εμπορικές επιχειρήσεις (operational businesses) είναι δύσκολο να βρεθούν αξιόπιστα συγκριτικά στοιχεία (και ιδιαίτερα σε μικρές οικονομίες –όπως η Ελληνική). Κρίσιμο ερώτημα είναι τί ακριβώς σημαίνει “συγκρίσιμη επιχείρηση”. Ο αναλυτής θα πρέπει να προσδιορίσει εάν το μέτρο σύγκρισης αφορά επιχειρήσεις του ίδιου αντικειμένου ,του ίδιου κλάδου δραστηριότητας και πόση βαρύτητα πρέπει να δοθεί σε μεγέθη όπως κύκλος εργασιών (ύψος πωλήσεων) , περιθώρια κέρδους ,κεφαλαιακή και παραγωγική διάρθρωση ,τοποθεσία ,επιχειρηματικοί κίνδυνοι κλπ. Θα πρέπει να είναι πολύ προσεκτικός μεταξύ της αποτιμώμενης επιχείρησης και των συγκριτικών και να μπορεί να διακρίνει τις διαφορές που ενδεχομένως υπάρχουν μεταξύ τους (ακόμα και αν σε πολλά οικονομικά μεγέθη εμφανίζονται ισοδύναμες γιατί έτσι όλες οι συγκρίσιμες επιχειρήσεις θα είχαν και ίσες αξίες) .

Η μέθοδος της αγοράς έχει αρκετά πλεονεκτήματα :

- ✓ Καταρχήν είναι πολύ εύκολη στην εφαρμογή της καθώς αυτό που χρειάζεται είναι να γίνει σύγκριση με άλλες ομοειδείς επιχειρήσεις. Δεν απαιτείται η επίπονη αναλυτική επεξεργασία οικονομικών καταστάσεων ,η δημιουργία προβλέψεων και η χρήση (δυσνόητων) μαθηματικών μοντέλων –όπως στη μέθοδο του εισοδήματος ,ούτε και ο λεπτομερής υπολογισμός νέων αξιών για τα περιουσιακά στοιχεία κατά τη μέθοδο της περιουσίας. Η μέθοδος θεωρεί ότι επιχειρήσεις του ίδιου (περίπου) μεγέθους με ίδιο αντικείμενο σε συγκεκριμένη (γεωγραφική ) τοποθεσία θα πρέπει να έχουν ίσες (ή παραπλήσιες) αξίες κάτι που δείχνει πολύ λογικό αλλά και κατανοητό στους περισσότερους.

- ✓ Χρησιμοποιεί πραγματικά γνωστά και αντικειμενικά στοιχεία της αγοράς και δεν βασίζεται σε πολύπλοκες υποθέσεις ,παραδοχές ,υπολογισμούς και προβλέψεις.
- ✓ Περιλαμβάνει την αξία όλων των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας ,υλικών και άυλων –όπως και η μέθοδος του εισοδήματος. Και αυτό γιατί αποτιμάται με βάση συγκρίσιμες επιχειρήσεις των οποίων η αποτίμηση περιλαμβάνει όλα τα λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία (operational assets) και την συνεισφορά τους στα συνολικά έσοδα της επιχείρησης. Η μέθοδος της αγοράς (market approach) αδυνατεί να προσεγγίσει τα άυλα περιουσιακά στοιχεία ,καθώς δεν καταγράφονται πουθενά ώστε να τα αποτιμήσει σε τιμές αγοράς.
- ✓ Η μέθοδος είναι δυναμική ,δηλαδή περιλαμβάνει τη μελλοντική διάσταση της αξίας της επιχείρησης (τη μελλοντική της ανάπτυξη) και αυτό γιατί όπως είναι γενικά αποδεκτό οι αξίες και οι τιμές των συγκρίσιμων επιχειρήσεων αντανακλούν τις αναμενόμενες προσδοκίες των επενδυτών (οι οποίοι τοποθετούν τα κεφάλαιά τους σε αυτές τις επιχειρήσεις όχι για τα παρελθόντα αποτελέσματα στα οποία δεν συμμετέχουν αλλά για τα μελλοντικά).

Εκτός όμως από πλεονεκτήματα υπάρχουν και μειονεκτήματα όπως :

- ✓ Το σημαντικότερο μειονέκτημα είναι η δυσκολία ανεύρεσης πραγματικά συγκρίσιμων στοιχείων (ιδιαίτερα σε μικρές αγορές). Ορισμένες μάλιστα επιχειρήσεις είναι δυνατόν να είναι μοναδικές ή τόσο διαφοροποιημένες στη λειτουργία τους που η σύγκρισή τους με άλλες είναι πολύ δύσκολη έως αδύνατη.
- ✓ Οι περισσότερες υποθέσεις και παραδοχές δεν είναι επακριβώς γνωστές. Δηλαδή δεν υπάρχει ακριβής εκτίμηση του ρυθμού ανάπτυξης των πωλήσεων –καθώς προκύπτει από το ρυθμό ανάπτυξης της επιχείρησης-μέτρου.
- ✓ Δεν έχει σχετική ευελιξία υπολογισμών και σεναρίων καθώς βασίζεται (αποκλειστικά) σε συγκριτικά στοιχεία. Είναι όμως πολύ πιθανόν ο ρυθμός ανάπτυξης των πωλήσεων ή των κερδών να μην ακολουθήσει την επιχείρηση-μέτρο είτε λόγω διαφορετικού μίγματος προϊόντων ,διαφορετικού κόστους ,πολιτικής μάρκετινγκ ή διαφορετικού επιχειρηματικού ή/και χρηματοδοτικού κινδύνου.



## **2.4 ΜΕΘΟΔΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ (Income Based Valuation).**

### **2.4.1. Εισαγωγή**

Πιθανώς η ποιά αναγνωρισμένη προσέγγιση στην εκτίμηση της αξίας μίας επιχείρησης είναι η προσέγγιση (μέθοδος) του εισοδήματος (income approach)<sup>6</sup> ή των κερδών (earnings approach). Τα κέρδη αποτελούν ίσως το ποιά δημοφιλές μέγεθος ,το νούμερο στο αναφέρονται και για το οποίο ενδιαφέρονται οι περισσότεροι αν όχι όλοι οι επενδυτές. Σε όλες τις οικονομικές και όχι μόνο εφημερίδες ,στις ηλεκτρονικές σελίδες ,στις οικονομικές αναλύσεις των επενδυτικών οίκων υπάρχει ξεχωριστές αναφορές για τα κέρδη μίας επιχείρησης και είναι το μέγεθος για το οποίο δημοσιεύονται συνέχεια προβλέψεις για την μελλοντική εξέλιξή του. Είναι το μέγεθος με το οποίο μετράται και αξιολογείται η απόδοση μίας επιχείρησης σε μία δεδομένη χρονική περίοδο (χρήση). Η υποχρέωση για τις εισηγμένες σε όλα τα χρηματιστήρια επιχειρήσεις να δημοσιεύουν σε τρίμηνη βάση οικονομικές καταστάσεις αφορά πρώτιστα στην πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού για την κερδοφορία τους. Επίσης πολλές επιχειρήσεις (κυρίως πολυεθνικές) υπολογίζουν με μεγάλη λεπτομέρεια και ανάλυση το αποτέλεσμα σε μηνιαία βάση –δεν θα ήταν δυνατόν να περιμένουν έναν ολόκληρο χρόνο για να έχουν αυτήν την πληροφόρηση. Κάθε επιχείρηση έχει ως πρωταρχικό σκοπό τη δημιουργία αξίας. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω των κερδών που δημιουργούν θετικές ταμειακές ροές που μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης (θα ήταν απίθανο να θεωρήσουμε ότι μία συνεχώς ζημιογόνος επιχείρηση δημιουργεί αξία για τους μετόχους της –αν συνέβαινε αυτό τα πράγματα θα ήταν εξαιρετικά απλά και εύκολα).

Σε έρευνα με χρήση ερωτηματολογίων σε ειδικούς εκτιμητές (μέλη του AIMR) για το ποιά σημαντικό μέγεθος στην ανάλυση αξιογράφων (security analysis) ,ανάμεσα στα κέρδη (earnings) ,στις ταμειακές ροές (cash flow) ,στην λογιστική αξία των βιβλίων (book value) και στα μερίσματα (dividends) το μεγαλύτερο ποσοστό θεώρησε τα κέρδη ως το σημαντικότερο μέγεθος (πίνακας 1). Ενώ ο Graham (et all 2005 ) θεωρεί τα κέρδη μακράν το σημαντικότερο μέγεθος για μία επιχείρηση.

---

<sup>6</sup> Η προσέγγιση των κερδών έχει ισχυρή βάση στην οικονομική επιστήμη – κυρίως είναι γνωστό ως εισόδημα Hicks. (Hicksian income). Ο Hicks όρισε ως εισόδημα “τη μέγιστη αξία την οποία ένα άτομο μπορεί να καταναλώσει στη διάρκεια μίας εβδομάδας και στο τέλος της εβδομάδας να είναι το ίδιο καλά όπως και πριν”. Για μία επιχείρηση αυτό αντιπροσωπεύει το μέγιστο ποσό μερισμάτων που μπορούν να διανεμηθούν στους μετόχους και ταυτόχρονα να παραμείνει η ίδια καθαρή αξία των περιουσιακών στοιχείων. Παρατηρούμε ότι σύμφωνα με τον ορισμό του Hicks το εισόδημα πρέπει να μετράται σωστά στην αρχή και στο τέλος της περιόδου αναφοράς. (Hicks J. Value and Capital ,1946 ,αναφορά στο βιβλίο R.Schroedr ,M. Clark ,J.Cathey ,Financial Accounting Theory ,2009).

**Πίνακας 1. Κατάταξη οικονομικών μεγεθών κατά τάξη σημαντικότητας.**

<i>Μεταβλητή</i>	<i>Πρώτη</i>	<i>Δεύτερη</i>	<i>Τρίτη</i>	<i>Τέταρτη</i>	<i>Μ. όρος</i>
Κέρδη	156	118	23	0	1,55
Cash flow	144	140	29	5	1,65
Book value	5	32	133	127	3,29
<b>Μερίσματα</b>	3	7	122	165	3,51

Πηγή : Block Sr. : A stud on Financial Analysts : Financial Analysis Journal : 1999.

Το FASB (στο SFAC No.1) αναφέρει ότι “πρωταρχικός σκοπός των χρηματοοικονομικών αναφορών είναι να παρέχουν πληροφόρηση για την απόδοση (performance) μίας επιχείρησης μέσω των κερδών και των συστατικών τους (components). Επενδυτές ,πιστωτές (δανειστές) και λοιποί ενδιαφερόμενοι για τις μελλοντικές ροές μίας επιχείρησης βρίσκουν πολύ χρήσιμη μία τέτοια πληροφόρηση” , ενώ το SFAC No.2 αναφέρει ότι “η παρουσίαση του εισοδήματος (income reporting) έχει επίσης αξία ως μέτρο των ταμειακών ροών ,μέτρο της αποτελεσματικότητας της διοίκησης και είναι οδηγός στην επίτευξη των διοικητικών προσδοκιών”.

Πρωταρχικός σκοπός της χρηματοοικονομικής λογιστικής είναι να παρέχει πληροφορίες χρήσιμες στους επενδυτές για τη λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων. Τα επιχειρηματικά κέρδη (business earnings) είναι η βασική πρωταρχική πηγή πληροφόρησης για επιχειρηματικές αποφάσεις και επιπλέον ενδεικτικό μέγεθος για :

1. την μέτρηση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων
2. κριτήριο για την διαθεσιμότητα μερισμάτων
3. τη δημιουργία ταμειακών ροών
4. βάση για τη φορολογία
5. προσδιορισμό τιμής εισαγωγής σε χρηματιστηριακή αγορά
6. βάση για προγράμματα ανταμοιβής εργαζομένων
7. οδηγό για συγχωνεύσεις και εξαγορές
8. οδηγό για τις διοικήσεις (management) των επιχειρήσεων.

Η αλήθεια είναι ότι τα λογιστικά κέρδη ως μέγεθος είχαν δεχθεί μεγάλη κριτική και αμφισβήτηση στο παρελθόν επειδή θεωρήθηκαν ως ασαφής έννοια ,μη ακριβώς προσδιορισμένη και έτσι επουσιώδους σημασίας (Canning ,1929). Ιδιαίτερα

απαξιώτικη άποψη έδωσε ο Canning (1929) παρατηρώντας “...ότι προκύπτει τελικά ως μέτρο εισοδήματος δεν μπορεί να είναι τίποτε άλλο παρά ένα νούμερο το οποίο προκύπτει όταν ο λογιστής έχει ολοκληρώσει την εφαρμογή των διαδικασιών που ακολουθεί”. Ο Lev (1989) θεωρεί ότι τα κέρδη έχουν πολύ χαμηλή επεξηγηματική πληροφοριακή δύναμη (explanatory power) στην εκτίμηση της μελλοντικής διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών και αμφισβήτησε την πρακτική χρησιμότητά τους. Οι Givoly και Hyan (2000) θεωρούν ότι η μεταβλητότητα (volatility) των κερδών έχει αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια ,ενώ οι Collins et all (1997) υποστηρίζουν ότι η σχέση μεταξύ των τιμών των μετοχών και των κερδών έχει μειωθεί κατά τη διάρκεια του χρόνου (1953 – 1993).

Μετά την καθοριστική εργασία των R. Ball & Ph. Brown (1968) οι οποίοι στην ουσία επανακαθόρισαν την πληροφοριακή σημαντικότητα των κερδών τα δεδομένα (και στην οικονομική) βιβλιογραφία άλλαξαν. Ακολουθώντας την προτροπή των Ball & Brown πολλοί ερευνητές άρχισαν να μελετούν τη σχέση των κερδών με τις τιμές των μετοχών ώστε να προσδιοριστεί (αποδειχθεί) εάν και κατά πόσο τα κέρδη ως μέγεθος είναι σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας διαμόρφωσης των τιμών των μετοχών –και άρα και της συνολικής αξίας της επιχείρησης. Στην έρευνα τους οι R. Ball & Ph. Brown (1968) χώρισαν τις εταιρείες του δείγματος (sample) σε δύο τμήματα (groups) : εταιρείες με καλά νέα / κακά νέα (good news / bad news). Βασισμένοι στα λογιστικά κέρδη μία εταιρία θεωρήθηκε ότι παρέχει καλά νέα / κακά νέα εάν τα λογιστικά κέρδη είναι μεγαλύτερα / μικρότερα των προβλεπομένων. Εταιρίες με καλά νέα κατά μέσο όρο πέτυχαν καλύτερες αποδόσεις από τις υπόλοιπες. Οι Ball & Brown έδειξαν εμπειρικά την ύπαρξη σχέσης μεταξύ κερδών και αποδόσεων. Μία σειρά άλλων ερευνών έδειξαν ότι τα κέρδη έχουν σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο και εξηγούν σε μεγάλο βαθμό τις τιμές των μετοχών<sup>7</sup>. Ο P.Easton (1985) ερευνήσε την ύπαρξη σχέσεως μεταξύ λογιστικών μεγεθών (κερδών-μερισμάτων) και μελλοντικών κερδών από μία επένδυση. Υποστήριξε ότι τα λογιστικά κέρδη αποτελούν καλή πρόβλεψη για τις μελλοντικές ταμειακές εισροές από μία επένδυση και πως υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ της παρούσας αξίας αυτών των ταμειακών εισροών και των τιμών των μετοχών.

---

<sup>7</sup> Κατά τις εμπειρικές έρευνες για τον εντοπισμό της ύπαρξης σχέσης μεταξύ κερδών και τιμών μετοχών εισήχθη ο “συντελεστής ανταπόκρισης κερδών” (earnings response coefficient, etc). Στην εξίσωση :  
 $P = A + b \Delta E$   
Όπου P=τιμή μετοχής ,  $\Delta E$  = Μεταβολή στα κέρδη  
b = earnings response coefficient.

Οι J.Ou & St. Penman (1989) υποστηρίζουν ότι οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις εκτός του ιστορικού τους περιεχομένου έχουν και προβλεπτική αξία. Μάλιστα εκτός των λογιστικών κερδών μπορούν να υπολογιστούν και τα μελλοντικά κέρδη με κατάλληλο διαχωρισμό των προσωρινών στοιχείων (transitory components). Η C. A. Finger (1994) υποστηρίζει ότι τα κέρδη μπορούν να προβλέψουν τα μελλοντικά κέρδη και σε συνδυασμό με τις ταμειακές ροές να προβλέψουν και τις ταμειακές ροές.<sup>8</sup> Τέλος να αναφέρουμε την άποψη του Ilia Dichev (2008) ο οποίος υποστηρίζει ότι η κατάσταση αποτελεσμάτων (income statement) είναι σπουδαιότερη από τον ισολογισμό για τους εξής λόγους<sup>9</sup> :

Αρχικά η λογιστική (όχι μόνο σε θεωρητικό επίπεδο αλλά και σε πρακτικό) θεωρείται ότι αντιπροσωπεύει την οικονομική και επιχειρηματική πραγματικότητα. Οι επιχειρήσεις όμως λαμβάνουν επιχειρηματικές αποφάσεις με απώτερο σκοπό το κέρδος. Τα επενδυτικά πλάνα καθορίζονται πρωτίστως αφού εκτιμηθούν οι ταμειακές ροές (δηλαδή τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη) και εφόσον μία επένδυση κριθεί κερδοφόρα τότε μόνο μία επιχείρηση προχωράει στην απόκτηση των αναγκαίων περιουσιακών στοιχείων (assets) προς εκπλήρωση της επένδυσης. Τα περιουσιακά στοιχεία δηλαδή αυτά καθαυτά δεν αποτελούν παρά μέσο για την επίτευξη εισοδήματος και δεν αποκτούνται από την επιχείρηση για την αντικειμενική ή αγοραία αξία τους (fair market value). Στην πραγματικότητα τα περιουσιακά στοιχεία (assets) αποκτώνται με σκοπό να αναλωθούν (έστω και μακροπρόθεσμα) στη δημιουργία κερδών. Η “εικόνα” των περιουσιακών στοιχείων στον ισολογισμό ενδέχεται να δίνει μία την λανθασμένη εντύπωση ότι η επιχείρηση “αποθηκεύει” περιουσιακά στοιχεία με συγκεκριμένες αξίες. Πράγματι θα μπορούσε να ισχυριστεί κανείς ότι βιομηχανικά κτίρια ,μηχανήματα και λοιπός εξοπλισμός ακόμη και αν εμφανίζονται με μεγάλη (αναπόσβεστη) αξία στον ισολογισμό είναι εξαιρετικά αμφίβολο αν θα είχαν την ίδια ακριβώς αξία εκτός της συγκεκριμένης οικονομικής μονάδας στην οποία βρίσκονται και εκτός της συγκεκριμένης παραγωγικής διαδικασίας που εξυπηρετούν.

Ο λογαριασμός εισοδήματος (income statement) από την “φύση” του (ή καλύτερα την κατασκευή του) επικεντρώνεται περισσότερο από οποιαδήποτε άλλη χρηματοοικονομική κατάσταση ή αναφορά στις λειτουργικές δραστηριότητες μίας επιχείρησης καθώς περιέχει (ομαδοποιημένα) τα βασικά μεγέθη αυτών των

---

<sup>8</sup> Αρκετές εμπειρικές έρευνες έχουν γίνει και για το μοντέλο του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income ,residual earnings ,abnormal earnings) οι οποίες αναφέρονται στο αντίστοιχο κεφάλαιο.

<sup>9</sup> Σε σχετικά πρόσφατο άρθρο του στο Accounting Horizons : 2008 , ο Ilia Dichev τάσσεται υπέρ της ανωτερότητας του λογαριασμού αποτελεσμάτων έναντι του ισολογισμού και παραθέτει επιχειρήματα υπέρ της προσέγγισης του εισοδήματος (income approach) έναντι της προσέγγισης των περιουσιακών στοιχείων (asset based approach) που θεωρεί ότι “προωθείται” από το FASB και το IASB.

δραστηριοτήτων (εκφρασμένα σε νομισματικές μονάδες) δηλαδή πωλήσεις ,κόστη ,έσοδα ,έξοδα ,κέρδη ,ζημίες ,φόροι. Ο ισολογισμός από μόνος του δίνει την εντύπωση ότι η αξία δημιουργείται από τη συσσώρευση περιουσιακών στοιχείων (static pile of resources) και όχι από την συνεχή και αποτελεσματική χρήση αυτών των στοιχείων. Τέλος η απόκλιση από τις αρχές του ιστορικού κόστους ,των δεδουλευμένων και της ταύτισης εσόδων με έξοδα και η προώθηση της εκτίμησης των στοιχείων του ισολογισμού σε τιμές αγοράς (market values) ,δίκαιες ή εύλογες αξίες (fair values) ενισχύει την υποκειμενικότητα των μεγεθών “διαταράσσοντας” την αξιοπιστία των λογιστικών καταστάσεων και των λογιστικών κερδών. Και αυτό γιατί η λογιστική εύλογης αξίας (fair value accounting) ,που υποστηρίζεται από αρκετούς ακαδημαϊκούς αλλά και μέλη των FASB και IASB εισάγει μεγάλη υποκειμενικότητα στις διάφορες εκτιμήσεις που προϋποθέτει.

#### **2.4.2. Διαδικασία μέτρησης των κερδών.**

Πριν την περιγραφή της διαδικασίας μέτρησης των κερδών θα αναφέρουμε τον ορισμό των οικονομικών και λογιστικών κερδών.

>> **Οικονομικό κέρδος (εισόδημα) Economic earnings (income)** : Οι καθαρές ταμειακές εισροές συν την μεταβολή στην αγοραία αξία (market value) των καθαρών περιουσιακών στοιχείων (firms net assets).

>> **Ως αγοραία αξία (market value)** των περιουσιακών στοιχείων ορίζεται η παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών εισροών προεξοφλημένη με τον κατάλληλο (ακίνδυνο) συντελεστή προεξόφλησης.

>> **Λογιστικό κέρδος (εισόδημα) Accounting earnings (income)** : Το μέγεθος που προκύπτει από την εφαρμογή των λογιστικών μεθόδων και πρακτικών και ιδιαίτερα των αρχών του ιστορικού κόστους ,των δεδουλευμένων και της ταύτισης εσόδων – εξόδων.

Δεδομένου του ετεροχρονισμού των συναλλαγών

Πωλήσεων – αγορών

Εσόδων – εξόδων

Εισπράξεων – πληρωμών

που οδηγούν στην εφαρμογή των λογιστικών μεθόδων κατά την διαδικασία

υπολογισμού του αποτελέσματος μίας χρονικής περιόδου είναι σχεδόν αδύνατο να συμπαίσει το οικονομικό κέρδος με το λογιστικό. Ακόμα και εάν μία επιχείρηση πραγματοποιούσε μόνο ταμειακές συναλλαγές τα δύο μεγέθη πάλι δεν θα συνέπιπταν, λόγω ετεροχρονισμού του κόστους των παραχθέντων (ή αγορασθέντων) αποθεμάτων με τις πωλήσεις. Επίσης η επίπτωση του ταμειακού κόστους της αγοράς των παγίων περιουσιακών στοιχείων θα ήταν δυσανάλογα μεγάλη τον πρώτο χρόνο (με αντίστοιχο αντίκτυπο στα κέρδη). Επομένως και όσον αφορά στην αποτίμηση των επιχειρήσεων ως μονάδων συνεχούς λειτουργίας (going concern) το οικονομικό κέρδος δεν είναι κατ' ανάγκη το πλέον κατάλληλο μέγεθος. Τα (σωστά μετρημένα) λογιστικά κέρδη τα οποία μακροχρόνια προσεγγίζουν τα οικονομικά είναι καταλληλότερα. Να σημειώσουμε επίσης πως μακροχρόνια τα δύο αυτά μεγέθη πρέπει να συμπίπτουν ή και να ταυτίζονται ακόμη (σε ιδανικές συνθήκες λειτουργίας αγορών και λογιστικών πρακτικών).

Η παρουσίαση του επιχειρηματικού εισοδήματος (business income reporting) προϋποθέτει ότι όλα τα στοιχεία των εσόδων και εξόδων είναι ικανά μέτρησης.

**Μέτρηση (measurement)** : σημαίνει την απόδοση αριθμών σε αντικείμενα και γεγονότα (συναλλαγές) σύμφωνα με κάποιους κανόνες (R.Schroedr ,M. Clark ,J.Cathey ,Financial Accounting Theory ,2009). Η λογιστική μονάδα μέτρησης είναι η νομισματική μονάδα (το νόμισμα κάθε χώρας). Η αστάθεια όμως της χρηματικής μονάδας λόγω διακύμανσης συναλλαγματικών ισοτιμιών και της εξέλιξης του πληθωρισμού είναι ένα από τα προβλήματα μέτρησης του εισοδήματος (ειδικά για διαχρονικές συγκρίσεις ). Ένα δεύτερο σημαντικό πρόβλημα είναι οι αυθαίρετες (arbitrary) υποθέσεις που πρέπει να γίνουν κατά τη μέτρηση του εισοδήματος για σκοπούς περιοδικής πληροφόρησης. Οι χρήστες των χρηματοοικονομικών καταστάσεων πρέπει να λάβουν υπόψη τις αντικειμενικές αδυναμίες του λογιστικού συστήματος μέτρησης του οικονομικού εισοδήματος όπως αλλαγές στην αξία του νομίσματος και στις ακολουθούμενες λογιστικές αρχές.

Σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές ο υπολογισμός η παρουσίαση του εισοδήματος μίας επιχείρησης στη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου (λογιστικής χρήσης) γίνεται στη βάση των λογιστικών αρχών των δεδουλευμένων (accruals) και της ταύτισης εσόδων –εξόδων (matching principle). Αυτές οι δύο αρχές ορίζουν την λογιστική των δεδουλευμένων (accrual accounting) σε αντίθεση με την ταμειακή

λογιστική (cash accounting) η οποία καταγράφει τα γεγονότα τη στιγμή των ταμειακών συναλλαγών. Βέβαια τη στιγμή της παύσης λειτουργίας της επιχείρησης το αποτέλεσμα των δύο διαφορετικών προσεγγίσεων θα ταυτίζεται (εφόσον δεν υπάρχουν πράξεις χειραγώγησης ή επηρεασμού των μεγεθών).

➤ **Σύμφωνα με την πρώτη βασική αρχή των δεδουλευμένων (accruals)** ένα έσοδο θεωρείται ότι πραγματοποιήθηκε εάν συντρέχουν δύο βασικές προϋποθέσεις :

1. Έχουν εκπληρωθεί οι σχετικές διαδικασίες για την αναγνώριση των εσόδων δηλαδή πραγματοποιήθηκε η παράδοση των αγαθών και η παροχή των υπηρεσιών.
2. Η διαδικασία παράδοσης των αγαθών και παροχής των υπηρεσιών μπορεί να μετρηθεί με μεγάλη ακρίβεια και να αποδοθεί με νομισματικές μονάδες.

Ο λειτουργικός (επιχειρησιακός ) κύκλος μίας επιχείρησης (που διαφέρει για κάθε επιχείρηση) μπορεί να θεωρηθεί ότι αποτελείται από τα ακόλουθα στάδια :

1. Παραγγελία α' υλών για μεταποίηση ή εμπορευμάτων για πώληση
2. Παραλαβή των αποθεμάτων
3. Παραγωγή του τελικού προϊόντος
4. Παράδοση των προϊόντων στους πελάτες
5. Είσπραξη του τιμήματος των πωλήσεων
6. Πληρωμή προμηθευτών και λοιπών υποχρεώσεων.

Αυτή είναι μία επαναληπτική διαδικασία η οποία χρονολογικά δεν ταυτίζεται με λογιστικές –διαχειριστικές περιόδους. Η πραγματοποίηση των πωλήσεων αλλά και των εξόδων δεν ταυτίζονται με το ταμειακό γεγονός των εισπράξεων ή πληρωμών. Επειδή όμως η διαδικασία του λειτουργικού κύκλου είναι συνεχής (και θεωρητικά ατέρμονη) ,και ταυτόχρονα η ανάγκη μέτρησης του αποτελέσματος σε κάποια συγκεκριμένα χρονικά διαστήματα είναι δεδομένη ,είναι φανερό ότι πρέπει να τεθούν κάποιοι κανόνες αναγνώρισης και μέτρησης των εσόδων & εξόδων εντός μίας συγκεκριμένης χρονικής περιόδου (η οποία ενδεχομένως δεν ταυτίζεται με τον λειτουργικό κύκλο).

➤ Η δεύτερη ενέργεια μετά την αναγνώριση των εσόδων είναι ο προσδιορισμός των εξόδων που σχετίζονται με αυτά τα έσοδα. Εδώ εφαρμόζεται η **αρχή της ταύτισης εσόδων – εξόδων (matching principle)**. Να σημειώσουμε εδώ ότι πρέπει να δοθεί μεγάλη σημασία στις έννοιες του κόστους ,εσόδου ,εξόδου ,κέρδους ,ζημίας ,κόστους παραγωγής ,κόστους πωληθέντων (οι ορισμοί των

οποίων δίνονται στο επόμενο κεφάλαιο). Η αγορά α' και β' υλών για μεταποίηση ή εμπορευμάτων για μεταπώληση καταγράφεται καταρχήν ως αγορά αποθεμάτων και το κόστος αγοράς παρουσιάζεται ως απόθεμα (inventory asset) στο ενεργητικό του ισολογισμού. Όταν τα ήδη παραχθέντα ή αγορασθέντα αποθέματα πωληθούν τότε το σχετικό με αυτά κόστος από λογαριασμός αποθέματος του ισολογισμού μετατρέπεται σε λογαριασμό εξόδου (κόστος πωληθέντων) και μεταφέρεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων. Σε αυτό το κόστος (έξοδο) πωληθέντων προστίθεται το κόστος περιόδου (έξοδα λειτουργιών) ώστε να σχηματιστεί το συνολικό ποσό των εξόδων το οποίο αφαιρούμενο από τα συνολικά έσοδα μας δίνει το τελικό οργανικό αποτέλεσμα προ φόρων. Στην συνέχεια προστίθενται και αφαιρούνται λοιπά μη οργανικά έσοδα και έξοδα και ο φόρος και προκύπτει το τελικό καθαρό κέρδος προς διάθεση. Ισχύουν οι παρακάτω ισότητες :

Οργανικά έσοδα – οργανικά έξοδα = Οργανικό αποτέλεσμα

Οργανικό αποτέλεσμα + ανόργανα κέρδη – ανόργανες ζημίες = τελικό αποτέλεσμα προ φόρων – φόροι = τελικό αποτέλεσμα προς διάθεση.

### **2.4.3. Ομαλοποίηση Οικονομικών Στοιχείων.**

Κατά την εφαρμογή της μεθόδου του εισοδήματος πρέπει να γίνει σαφής καθορισμός του μεγέθους που θα αποτελέσει τη βάση για τις προβλέψεις της μελλοντικής σειράς εισροών (future benefit streams) : αυτό μπορεί να είναι τα κέρδη ή κάποιο παράγωγο των κερδών μέγεθος (μερίσματα ,ταμειακές ροές ,υπολειμματικό εισόδημα). Γιαυτό κονδύλια που δεν είναι κατάλληλα ή αντιπροσωπευτικά των μελλοντικών εισροών θα πρέπει να απαλειφθούν ή να προσαρμοστούν ανάλογα. Η διαδικασία αυτή (που αποτελεί το δεύτερο βήμα της διαδικασίας αποτίμησης : ανάλυση οικονομικών καταστάσεων) ξεκινάει με τη συγκέντρωση και αναλυτική εξέταση των οικονομικών καταστάσεων. Η διαδικασία ομαλοποίησης (normalization) περιλαμβάνει την επαναδιατύπωση των βασισμένων σε ιστορικά στοιχεία οικονομικών καταστάσεων (historical financial statements) σε οικονομικές καταστάσεις κατάλληλες για χρήση σε διαδικασίες αποτίμησης (Value Financial Statements). Το βήμα αυτό είναι πολύ κρίσιμο στη διαδικασία αποτίμησης και εκτός των γνώσεων λειτουργίας του



επιχειρηματικού περιβάλλοντος της επιχείρησης προϋποθέτει και ικανές γνώσεις λογιστικής (δηλαδή των βασικών μεθόδων ,παραδοχών και διεργασιών στη σύνταξη και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων). Ο αναλυτής θα πρέπει να διαθέτει επαρκείς γνώσεις χρηματοοικονομικών ,εμπειρία αλλά και διαίσθηση ώστε να μπορεί να ανιχνεύσει εάν και σε ποιο βαθμό υπάρχει ανάμιξη της διοίκησης στον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων (earnings management) ,κατά πόσο αυτά τα αποτελέσματα είναι πραγματικά και αντικειμενικά της δραστηριότητας της επιχείρησης (earnings quality) και ικανά να αποτελέσουν βάση για προβλέψεις. Αποτυχία ή αβλεψία στην ομαλοποίηση των μεγεθών που θα χρησιμοποιηθούν στη διαδικασία –και στο μοντέλο της αποτίμησης – μπορεί να οδηγήσει σε υπέρ ή υποεκτίμηση της πραγματικής αξίας. Το επιθυμητό μέγεθος στο οποίο θέλουμε να καταλήξουμε είναι τα κέρδη τα οποία είναι αντικειμενικά και προσδιοριστικά της τακτικής λειτουργίας της επιχείρησης.

**Κέρδη τα οποία είναι ενδεικτικά της μακροχρόνιας ικανότητας και αποδοτικότητας μίας επιχείρησης ονομάζονται διατηρήσιμα κέρδη (sustainable earnings) ,μόνιμα (persistent) και βασικά (core earnings) κέρδη.**

**Κέρδη τα οποία βασίζονται σε προσωρινά ,έκτακτα ή και τυχαία γεγονότα (που δεν θα επαναληφθούν στο μέλλον) ονομάζονται ασυνήθιστα (unusual) ή παροδικά ,προσωρινά (transitory)**

Συνήθως διακρίνονται 5 μεγάλες κατηγορίες κονδυλίων για ομαλοποίηση :

### **1. Προσαρμογή για χαρακτηριστικά ιδιοκτησίας.**

Σε πολλές περιπτώσεις με πλειοψηφική ιδιοκτησία των μετοχικών τίτλων (που συνήθως ασκεί ή επηρεάζει καθοριστικά τη διοίκηση) είναι δυνατόν να υπάρξει εκμετάλλευση της θέσης για απολαβές προσωπικών ωφελειών. Είναι δυνατόν οι μέτοχοι -διοικητές ή κάτοχοι υψηλόβαθμων θέσεων – να έχουν καθορίσει αρκετά υψηλότερα (της αγοράς) τα επίπεδα των αμοιβών τους ,τα bonus ,να έχουν εξασφαλίσει για λογαριασμό τους έξοδα ταξιδιών ,ασφάλιστρα ζωής και σύνταξης ,τη χρήση ιδιαίτερα πολυτελών επιβατικών αυτοκινήτων ,την κάλυψη εξόδων διαβίωσης ,ενοικίων ,να διαπράττουν συναλλαγές με επιχειρήσεις προσωπικού ενδιαφέροντος ,να κάνουν απολείψεις μετρητών για ατομική διευκόλυνση ,να δανείζονται άτοκα ή με χαμηλά επιτόκια ,να έχουν τη χρήση επιχειρηματικών καρτών για αγορές καταναλωτικών αγαθών. Να

σημειωθεί ακόμη ότι ορισμένες (αν όχι οι περισσότερες) από αυτές τις δαπάνες χαρακτηρίζονται από τον τακτικό φορολογικό έλεγχο ως μη παραγωγικές και σχετικές με τη δραστηριότητα της επιχείρησης ,με αποτέλεσμα να επιβαρύνεται η επιχείρηση με πρόσθετους φόρους και προσαυξήσεις ,γεγονός που φυσικά θα αυξήσει τις μελλοντικές ταμειακές εκροές και θα μειώσει το διαθέσιμο εισόδημά της (άρα και την αξία της). Εδώ θα πρέπει να εξεταστεί και κατά πόσο υπάρχουν προγράμματα ανταμοιβής των διευθυντικών στελεχών (ή γενικά του προσωπικού) με μετοχές (employee stock options) τα οποία ενδεχομένως δεν έχουν ακόμα εξασκηθεί και να εκτιμηθεί η επιρροή τους στην τελική αξία των μετοχών.

## **2. Αποκλίσεις –πλημμελής τήρηση γενικά παραδεκτών αρχών λογιστικής ,εξαιρετικά ,έκτακτα ,μη επαναλαμβανόμενα κονδύλια.**

Κατά την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων θα πρέπει να γίνει ομαλοποίηση (smoothing) των οικονομικών δεδομένων ώστε να απαλειφθούν ή να προσαρμοστούν κατάλληλα στοιχεία που δεν είναι αντιπροσωπευτικά της μελλοντικής λειτουργικής αποδοτικότητας. Ο σκοπός είναι να καταλήξουμε σε μία κανονική ,ομαλή ,φυσιολογική εικόνα μεγέθους κερδών αντιπροσωπευτική της κανονικής δραστηριότητας και αποδοτικότητας της επιχείρησης ώστε να αποτελεί βάση για προβλέψεις. Επομένως πιθανόν να χρειαστούν να γίνουν οι ακόλουθες προσαρμογές :

- Αποκλίσεις ή κακή εφαρμογή γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών (λανθασμένη εφαρμογή μεθόδων αποτίμησης αποθεμάτων ,αποσβέσεων ,επισφαλών απαιτήσεων ,λανθασμένος σχηματισμός προβλέψεων)
- Εξαιρετικά ,ασυνήθιστα ,έκτακτα ή/και μη επαναλαμβανόμενα στοιχεία εσόδων-εξόδων (πώληση ή καταστροφή παγίων ,έκτακτα κέρδη ή ζημιές ,κλοπές ,πυρκαγιές ή φυσικές καταστροφές ,παύση ή πώληση τμήματος λειτουργίας ,έξοδα έρευνας & ανάπτυξης ,έξοδα ανακαίνισης ,μαζικής διαφήμισης).

## **3. Προσαρμογή για μη λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις.**

Η εφαρμογή της προσέγγισης εισοδήματος (income approach) απαιτεί την εκτίμηση της αξίας των λειτουργικών περιουσιακών στοιχείων (operational assets) υλικών και άυλων (tangible & intangible). Γιαυτό θα πρέπει ορισμένες φορές να αφαιρεθούν μη επιχειρησιακά περιουσιακά στοιχεία από τις καταστάσεις ισολογισμού και αποτελεσμάτων όπως και οι υποχρεώσεις που ενδεχομένως τα συντηρούν. Πιθανόν να

υπάρχουν περιουσιακά στοιχεία (οικόπεδα ,αχρησιμοποίητα κτίρια ,μηχανήματα ,μεταφορικά μέσα ή σημαντικές συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις)<sup>10</sup>. Τα πιθανά έσοδα από αυτές τις δραστηριότητες (που δεν αποτελούν τις κύριες δραστηριότητες της επιχείρησης) και τα συσχετιζόμενα με αυτές έξοδα θα πρέπει να αφαιρεθούν κατά τον υπολογισμό των μελλοντικών εισροών.

#### **4. Προσαρμογή για φορολογία.**

Οι πληρωμές φόρων αντιπροσωπεύουν μία πραγματική εκροή χρηματικών διαθεσίμων που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη. Η επίδραση του πραγματικού φορολογικού συντελεστή (effective tax rate) είναι πολύ σημαντική καθώς θα μειώσει τις διαθέσιμες χρηματικές εισροές. Επίσης θα πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη και η μελλοντική εξέλιξη των φορολογικών συντελεστών (αύξηση ή μείωση). Τέλος θα πρέπει να εξεταστεί κατά πόσο υπάρχουν ανέλεγκτες φορολογικά χρήσεις και την πιθανή επίπτωση του φορολογικού επικείμενου φορολογικού ελέγχου.<sup>11</sup>

#### **5. Προσαρμογές για συνέργειες από εξαγορές & συγχωνεύσεις.**

---

<sup>10</sup> Εάν πρόκειται για παραγωγική μονάδα ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στα παραγωγικά περιουσιακά στοιχεία (συνήθως ενσώματα). Εδώ πέρα από χρηματοοικονομικές γνώσεις θα χρειαστούν σαφώς και τεχνικές γνώσεις για να εκτιμηθεί η πραγματική παραγωγική-τεχνική δυναμικότητα του εξοπλισμού και κατά πόσο ο υπάρχων εξοπλισμός ανταποκρίνεται στις ανάγκες λειτουργίες ,για πόσο χρονικό διάστημα και κατά πόσο είναι φυσικά ή τεχνολογικά ικανός ή απαξιωμένος και τι κεφάλαια και πότε θα απαιτηθούν για την αντικατάστασή του ώστε να μπορεί να συνεχιστεί η ομαλή παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης.

<sup>11</sup> Να σημειώσουμε εδώ ότι κατά τη γνώμη μας η φορολογία είναι ανεξάρτητη της αποδοτικότητας της επένδυσης. Δηλαδή μία επιχείρηση ,μία επενδυτική πρόταση μπορεί να είναι αποδοτική και κερδοφόρα στο λειτουργικό κύκλωμα και να καλύπτει το κόστος ευκαιρίας των επενδεδυμένων κεφαλαίων ,δηλαδή να έχει ένα αρκετά ικανοποιητικό ROE (δείκτη απόδοσης ιδίων κεφαλαίων = καθαρά κέρδη προ φόρων / ίδια κεφάλαια). Όμως οι επενδυτές ενδιαφέρονται για το τελικό καθαρό “μέρισμα” που θα λάβουν από την επένδυση το οποίο οσφαλώς θα είναι μετά φόρων. Δηλαδή θα είναι  $roe = (\text{καθαρά κέρδη-φόροι}) / \text{ίδια κεφάλαια}$ . Εάν όμως ο φορολογικός συντελεστής είναι εξαιρετικά υψηλός ,εύκολα αντιλαμβανόμαστε πως μία επιχειρηματικά κερδοφόρα δραστηριότητα καταλήγει μη αποδοτική και ασύμφωρη μετά τους φόρους. Ο εξωγενής δηλαδή προς το λειτουργικό περιβάλλον παράγοντας μπορεί να επηρεάσει αρνητικά την ελκυστικότητα μίας επένδυσης. Τα παραπάνω βεβαίως είναι γνωστά ,οι οικονομικοί αναλυτές ,οι επαγγελματικοί σύλλογοι και οι επαγγελματικές οργανώσεις ,το οικονομικό επιμελητήριο ζητούν επίμονα χαμηλούς (ή λογικούς ) φορολογικούς συντελεστές. Ενώ όμως αυτά είναι γνωστά και αποδεικνύονται και από την οικονομική θεωρία ,το Υπουργείο Οικονομικών περιέργως τα τελευταία χρόνια λαμβάνει εντελώς αντίθετες αποφάσεις. Οι συνεχείς αλλαγές του φορολογικού συστήματος και των φορολογικών συντελεστών , η υψηλή φορολογία ,οι εμβόλιμες φορολογικές διατάξεις σε άσχετα νομοσχέδια ,η πολυνομία και αντινομία ,οι ασάφειες ,το πλήθος των διατάξεων ,νόμων ,προεδρικών διαταγμάτων ,υπουργικών αποφάσεων ,ερμηνευτικών εγκυκλίων και οδηγιών σε συνδυασμό με την γραφειοκρατία την διαφθορά και την αδιαφάνεια ,έχουν δημιουργήσει μία χαοτική κατάσταση αυξάνοντας το διοικητικό κόστος λειτουργίας των επιχειρήσεων ,το κόστος και το χρόνο ίδρυσης νέας επιχείρησης και έχουν καταστήσει την Ελλάδα πλήρως ανταναπτυξιακή. Έτσι η προσέλκυση άμεσων ξένων επενδύσεων αλλά και Ελληνικών να είναι σχεδόν μηδενική ,η ανταγωνιστικότητα να βρίσκεται στις τελευταίες θέσεις διεθνώς και να ευημερούν τα χρέη και η ανεργία.

Σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων (που αποτελούν και από τους βασικότερους λόγους για τις ενέργειες αποτίμησης) θα πρέπει να υπολογιστούν τα οφέλη από τις ενέργειες. Τα οφέλη μπορούν να διαφέρουν ανάλογα με την κάθε περίπτωση και να ποικίλουν σε πολυπλοκότητα και τάξη μεγέθους. Από μία απλή οικονομία στο ενοίκιο ενός χώρου (γραφείου ή καταστήματος), τα οφέλη μπορούν να αφορούν σε μεγάλες οικονομίες κλίμακας στην παραγωγή, στην προμήθεια υλών και υλικών συσκευασίας στη διάθεση των προϊόντων, στα έξοδα έρευνας και ανάπτυξης, στα έξοδα διαφήμισης, στην ενοποίηση και συνεκμετάλλευση καναλιών διανομής.

## **2.5 Discounted Cash Flow Models.**

### **2.5.1. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΟΥ ΣΤΗΡΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ (Discount Dividend Models).**

Η μέθοδος αυτή είναι η πιο απλή αλλά συνάμα και πιο παλιά μέθοδος για την αποτίμηση μετοχών στηριζόμενη στην χρονική αξία του χρήματος και στην προεξόφληση των ταμειακών ροών. Το μοντέλο αυτό προτάθηκε από John Burr Williams το 1938. Τα μοντέλα αυτά (discounted dividend models) στηρίζονται πάνω στην γενική ιδέα σύμφωνα με την οποία η αξία μιας μετοχής σήμερα ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων ταμειακών ροών (present value models) που κατά πάσα πιθανότητα θα εισπράξει έναν δυνητικός επενδυτής. Παίρνοντας δηλαδή υπόψη το γεγονός ότι ένα χρηματικό ποσό σήμερα έχει περισσότερη αξία από το ίδιο ποσό που πρόκειται να εισπραχθεί στο μέλλον και μειώνοντας την αξία κάθε αναμενόμενης ταμειακής ροής ανάλογα με το πόσο μακριά στο μέλλον πρόκειται να εισπραχθεί, βρίσκει την παρούσα αξία της μετοχής. Στα συγκεκριμένα μοντέλα αποτίμησης με τον όρο μελλοντική ταμειακή ροή εννοούμε τα μερίσματα που πρόκειται να μοιράσει στους επενδυτές μια εταιρία ύστερα από απόφαση του διοικητικού της συμβουλίου. Δηλαδή τα μερίσματα δεν είναι τίποτε άλλο παρά μία μεταβλητή των κερδών –και μάλιστα ένα υποσύνολο των λογιστικών κερδών γιατί μόνο αυτά μπορεί να μοιράσει μία επιχείρηση στους μετόχους. Έτσι χρησιμοποιώντας αυτά τα μοντέλα ένας οποιοσδήποτε αναλυτής

θα μπορεί να αποφανθεί εάν η συγκεκριμένη κάθε φορά μετοχή είναι υπερτιμημένη, υποτιμημένη ή σωστά τιμολογημένη (fairly valued).

Η γενική εξίσωση πάνω στην οποία στηρίζονται τα μοντέλα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount models) είναι η εξής :

$$V_0 = V_0 = \frac{D_1}{(1+r)^1} + \frac{P_1}{(1+r)^1}$$

όπου  $V_0$  η παρούσα αξία του περιουσιακού στοιχείου στο χρόνο μηδέν,  $D_1$  η χρηματική ροή (μέρισμα) για τον συγκεκριμένο κάθε φορά χρόνο  $t$  και τέλος το  $r$  είναι το επιτόκιο προεξόφλησης ή πιο σωστά το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης.

Όπως γνωρίζουμε όταν κάποιος επενδυτής αγοράσει μια κοινή μετοχή οι αναμενόμενες ταμειακές ροές που πρόκειται να εισπράξει είναι το μέρισμα και η αγοραία τιμή από την πώληση της μετοχής. Έτσι εάν πρόκειται να την κρατήσει για έναν μόνο χρόνο η σημερινή παρούσα αξία της μετοχής θα δίνεται από τον ακόλουθο τύπο :

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + P_1 / (1+r)^1$$

όπου  $V_0$  η παρούσα αξία της μετοχής,  $D_1$  το αναμενόμενο μέρισμα σε ένα χρόνο από τώρα αφού υποθέσουμε ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους και  $P_1$  η αναμενόμενη τιμή πώλησης σε ένα έτος από τώρα.

Εάν τώρα υποθέσουμε ότι ο επενδυτικός μας ορίζοντας είναι  $n$ -έτη τότε η γενική μαθηματική εξίσωση αποτίμησης μιας μετοχής είναι η εξής :

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + \dots + D_n / (1+r)^n + P_n / (1+r)^n$$

όπου  $V_0$  η παρούσα αξία της μετοχής,  $D_n$  το αναμενόμενο μέρισμα σε  $n$  χρόνια από τώρα αφού υποθέσουμε ότι αυτό πληρώνεται στο τέλος του έτους και  $P_n$  η αναμενόμενη τιμή πώλησης σε  $n$  έτη από τώρα. Κλείνοντας αυτήν την γενική περιγραφή, εάν υποθέσουμε ότι ο επενδυτικός ορίζοντας εκτείνεται έως το άπειρο ο όρος  $P_n / (1+r)^n$  της παραπάνω γενικής εξίσωσης τείνει στο μηδέν και έτσι η εξίσωση τελικά γίνεται μόνο :

$$V_0 = D_1 / (1+r)^1 + \dots + D_n / (1+r)^n$$

δηλαδή ο γενικός τύπος 
$$V_0 = \sum_{i=1}^t \frac{DIV}{(1+r)^t}$$

Εάν όμως η μετοχή δεν κρατηθεί έως το άπειρο –που φυσικά είναι πρακτικά αδύνατο

τότε θα πρέπει να υπολογιστεί και η παρούσα αξία της τιμής της μετοχής σε κάποια χρονική περίοδο  $P_n$ . Βλέπουμε δηλαδή ότι υπάρχει μία κυκλική αναφορά στο μοντέλο (ο Penman ονομάζει αυτό το πρόβλημα *dividend conundrum*) όπου η τιμή της μετοχής θα πρέπει να προσδιοριστεί από την παρούσα αξία των μερισμάτων αλλά και από την παρούσα αξία της τιμής της μετοχής!

Ακόμη θα πρέπει να τονιστεί η χρησιμότητα αυτού του μοντέλου στην αποτίμηση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου σε κάποια μελλοντική χρονική στιγμή και όχι μόνον στο χρόνο μηδέν, προεξοφλώντας όπως είναι φυσικό τις χρηματικές ροές που έπονται αυτού του συγκεκριμένου χρονικού σημείου. Τέλος θα πρέπει να διασαφηνιστεί ότι η διαδικασία αποτίμησης μετοχών δεν είναι μια απλή στερεότυπη διαδικασία. Παρά το γεγονός ότι ο τύπος είναι πολύ απλός και εύκολος στη χρήση, ο υπολογισμός των απαιτούμενων δεδομένων ή αλλιώς εισροών του μοντέλου είναι μια μεγάλη πρόκληση για τους αναλυτές. Καταρχήν ο αναλυτής θα πρέπει στην αρχή να διασαφηνίσει πιο μοντέλο αποτίμησης θα επιλέξει ώστε αυτό να αρμόζει στα ποιοτικά και ποσοτικά χαρακτηριστικά της συγκεκριμένης κάθε φορά εταιρίας. Στην συνέχεια θα πρέπει να προβεί στην πρόβλεψη των μελλοντικών χρηματικών ροών που είναι μάλιστα και η πιο επίπονη και συνάμα υψηλής πιθανότητας σφαλμάτων διαδικασία. Τέλος θα πρέπει να επιλέξει το κατάλληλο ποσοστό προεξόφλησης το οποίο επίσης είναι δυνατόν να εκτιμηθεί με πολλές και διαφορετικές μεταξύ τους μεθόδους. Τα αντίστοιχα ποσοστά προεξόφλησης (αναμενόμενη απόδοση ,κόστος κεφαλαίου) υπολογίζονται (ή καλύτερα εκτιμώνται) με διάφορες τεχνικές που έχουν προταθεί όπως το CAPM ,APT ,WACC οι οποίες παρουσιάστηκαν σε προηγούμενο κεφάλαιο της εργασίας.

### **Μοντέλο Σταθερού Μερίσματος**

Το μοντέλο αυτό (*zero growth model*) είναι το πιο απλό και υποθέτει ότι το μέρισμα που θα προκύψει από την κατοχή μιας συγκεκριμένης μετοχής είναι για πάντα σταθερό. Εάν δηλαδή είναι  $D_i$  το μέρισμα που δίνει η μετοχή στο χρόνο  $i$  τότε σύμφωνα με αυτό το μοντέλο θα ισχύει  $D_i = D$  για  $i=1,2,3,\dots$  κτλ. Η γενική μαθηματική εξίσωση αυτού του μοντέλου είναι η εξής :

$$V_0 = D/(1+r) + D/(1+r)^2 + \dots + D/(1+r)^n + \dots$$

Επειδή όμως το μέρισμα είναι πάντα σταθερό η μετοχή μπορεί να θεωρηθεί ως διηλεκτή ράντα με σταθερό ποσό  $D$  οπότε ο τύπος γίνεται τελικά :

$$V_0 = D/r$$

όπου  $r$  είναι το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της συγκεκριμένης κάθε φορά μετοχής.

### Μοντέλο Σταθερού Ρυθμού Αύξησης Του Μερίσματος

Το μοντέλο αυτό (constant growth model) αναπτύχθηκε πρώτα από τους Gordon και Shapiro το 1956 και για το λόγο αυτό είναι γνωστό στη βιβλιογραφία και ως Gordon Growth model. Είναι ένα σχετικά απλό μοντέλο γιατί υποθέτει ότι τα μελλοντικά μερίσματα αυξάνονται κατά έναν σταθερό ρυθμό. Δηλαδή το μέρισμα ενός έτους θα εξαρτάται από το μέρισμα του προηγούμενου έτους σύμφωνα με την παρακάτω μαθηματική εξίσωση :

$$D_t = D_{t-1} \times (1+g)$$

όπου  $g$  είναι ο αναμενόμενος σταθερός ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος και  $D_t$  το μέρισμα που θα εισπράξει ο επενδυτής στο χρόνο  $t$ . Για οποιαδήποτε χρονική περίοδο  $t$  ο παραπάνω τύπος γράφεται στην εξής πιο γενική μορφή :

$$D_t = D_0 \times (1+g)^t .$$

Αν τώρα αντικαταστήσουμε αυτόν τον τύπο στην γενική εξίσωση αποτίμησης της μετοχής που αναφέρθηκε παραπάνω θα έχουμε τα εξής :

$$V_0 = D_0(1+g) / (1+r) + D_0(1+g)^2 / (1+r)^2 + \dots + D_0(1+g)^n / (1+r)^n + \dots$$

Από την αναλυτική παρατήρηση αυτής της εξίσωσης προκύπτει ότι αυτή αποτελεί γεωμετρική πρόοδο αφού κάθε όρος της προκύπτει από τον αμέσως προηγούμενο πολλαπλασιάζοντας τον με έναν σταθερό όρο ο οποίος στην προκειμένη περίπτωση είναι ο  $(1+g) / (1+r)$  . Έτσι αφού το δεξί μέλος της παραπάνω σχέσης είναι άθροισμα γεωμετρικής προόδου αυτή θα γραφεί σε πιο συμπυκνωμένη μορφή ως εξής :

$$V_0 = D_0 (1+g) / r - g \text{ και εφόσον } D_1 = D_0 + D_0 \times g \text{ και } D_1 = D_0 (1+g) \text{ τότε}$$

$$V_0 = D_1 / r - g$$

Από αυτήν την τελευταία εξίσωση λύνοντας ως  $r$  προς εάν κάνουμε τις απαιτούμενες πράξεις θα προκύψει ο τύπος που μας δίνει την αναμενόμενη απόδοση. Έτσι έχουμε :

$$r = D_0(1+g) / P_0 + g \text{ ή } D_1 / P_0 + g$$

Ένα μειονέκτημα του μοντέλου ανάπτυξης (είτε σταθερού ρυθμού είτε όχι) είναι η ίδια η παραδοχή που γίνεται για το ρυθμό ανάπτυξης ο οποίος μπορεί να υπερεκτιμηθεί ή να υποεκτιμηθεί. Επίσης όταν υπάρχει πρόβλεψη για ρυθμό ανάπτυξης θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι αντίστοιχες (αυξημένες) ανάγκες σε κεφάλαιο κίνησης (working

capital) που είναι απαραίτητο για την χρηματοδότηση της ανάπτυξης. Επομένως οι αναμενόμενες ταμειακές ροές θα πρέπει να μειωθούν και κατά το ποσό των αναγκών σε κεφάλαιο κίνησης.

### **Πολυσταδιακά Μοντέλα Που Βασίζονται Στην Προεξόφληση Των Μελλοντικών Μερισμάτων.**

Επειδή αρκετές φορές οι συνθήκες κάτω από τις οποίες εφαρμόζεται το προηγούμενο μοντέλο αποτίμησης μετοχών (constant growth model) δεν συμβαδίζουν με την πραγματικότητα έχουν αναπτυχθεί από τους αναλυτές πιο σύνθετα μοντέλα αποτίμησης. Τα μοντέλα αυτά σαν ένα γενικό υποσύνολο στην ξενόγλωσση βιβλιογραφία ονομάζονται multistage dividend discount models και παρουσιάζονται με αρκετές μορφές και παραλλαγές. Γενικά από τους πιο πολλούς αναλυτές έχει υιοθετηθεί μια πορεία ανάπτυξης των εταιριών η οποία παρουσιάζει τρία στάδια με συνέπεια τα αντίστοιχα αυτά μοντέλα αποτίμησης να υιοθετούν διαφορετικούς ρυθμούς αύξησης του μερίσματος για κάθε φάση αυτής της πορείας των εταιριών. Δηλαδή σε κάθε φάση ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος ακολουθεί μια σταθερή μορφή εξέλιξης διαφορετική ανά φάση και έτσι ανάλογα με τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης ο αναλυτής θα επιλέγει το κατάλληλο μοντέλο. Οι φάσεις αυτές της πορείας των εταιριών είναι αναλυτικά οι εξής :

#### **• Φάση Ανάπτυξης**

Κατά τη διάρκεια της φάσης αυτής η εταιρία βλέπει το μερίδιο αγοράς και τις πωλήσεις της να αυξάνουν συνεχώς και με υψηλούς μάλιστα ρυθμούς. Το ίδιο ισχύει και για τα περιθώρια κέρδους και για τον ρυθμό αύξησης των κερδών ανά μετοχή. Αντιθέτως εξαιτίας της αναμενόμενης υψηλής απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων και των πολλών επενδυτικών επιλογών με θετική καθαρή παρούσα αξία τα μερίσματα θα είναι αν όχι μηδενικά πολύ ελάχιστα.

#### **• Μεταβατική Φάση**

Στη φάση αυτή ο ρυθμός αύξησης των κερδών αρχίζει να μειώνεται επειδή ο ανταγωνισμός ασκεί πιέσεις στις τιμές και στα περιθώρια κέρδους. Σε αυτό είναι πιθανόν να συντελεί και το γεγονός ότι οι πωλήσεις μειώνονται εξαιτίας του κορεσμού



της αγοράς. Αντίθετα τα μερίσματα στην παρούσα φάση αυξάνονται γιατί δεν υφίστανται πλέον αναγκαίες οι επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου.

#### • Φάση Ωριμότητας

Στην πορεία της φάσης αυτής η εταιρία προσεγγίζει μια ισορροπία και πλέον οι επενδύσεις της αποφέρουν σχεδόν ακριβώς το κόστος κεφαλαίου. Ακόμη ο ρυθμός αύξησης των κερδών, το μέρισμα και η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων τείνουν να σταθεροποιηθούν σε συγκεκριμένα επίπεδα για μια μακροχρόνια περίοδο. Κλείνοντας, από τα παραπάνω καθίσταται κατανοητό ότι για το τρίτο αυτό στάδιο ένα κατάλληλο αν όχι το καταλληλότερο μοντέλο αποτίμησης είναι αυτό του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος. Στη συνέχεια θα παρουσιαστούν λεπτομερειακά τα κυριότερα μοντέλα που έχουν έως τώρα αναπτυχθεί και χρησιμοποιηθεί από τους αναλυτές για την αποτίμηση των μετοχών και κατά συνέπεια για την αξιολόγηση των αντίστοιχων εταιριών.

#### Μοντέλο δύο διαφορετικών Φάσεων

Υπάρχουν δυο κυρίως παραλλαγές αυτού του μοντέλου. Η πρώτη παραλλαγή θεωρεί ότι ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος είναι σταθερός και στις δυο διακριτές περιόδους. Η δεύτερη παραλλαγή του μοντέλου στην αρχή θεωρεί ότι υπάρχει μια περίοδος με συνεχώς μειούμενο ρυθμό αύξησης του μερίσματος ενώ κατά τη δεύτερη φάση αυτός σταθεροποιείται και μένει ίδιος για όλη τη διάρκεια.

Για την **πρώτη παραλλαγή** έχει παρατηρηθεί από τους αναλυτές ότι τα μερίσματα ακολουθούν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης την πρώτη περίοδο και έπειτα προσεγγίζουν έναν σταθερό αλλά σαφώς χαμηλότερο ρυθμό αύξησης κατά τη δεύτερη περίοδο. Η μαθηματική διατύπωση αυτού του μοντέλου θα είναι η εξής :

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{V_n}{(1+r)^n}$$

όπου  $V_n$  είναι μια εκτίμηση του  $P_n$  δηλαδή της τιμής στην αρχή της δεύτερης χρονικής περιόδου. Σύμφωνα με την παραπάνω περιγραφή του μοντέλου τα πρώτα  $n$  μερίσματα αυξάνονται κατά ένα ασυνήθιστα υψηλό ρυθμό έστω  $g_s$  οπότε θα ισχύουν τα εξής :

$$D_t = D_0 \times (1 + g_s)^t$$

Μετά από τον χρόνο  $n$  και σύμφωνα πάντα με το μοντέλο ο ρυθμός αύξησης του

μερίσματος γίνεται κανονικός και αποκτά μια καθορισμένη σταθερή τιμή έστω  $g_L$ . Το αναμενόμενο μέρισμα κατά την χρονιά  $n + 1$  θα δίνεται από τον εξής μαθηματικό τύπο :

$$D_{n+1} = D_n (1 + g_L) = D_0 (1 + g_s)^n (1 + g_L)$$

και θα συνεχίσει να αυξάνεται με αυτόν τον ρυθμό. Επειδή όμως κατά τη δεύτερη φάση το μέρισμα αυξάνει με σταθερό ρυθμό μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε τον τύπο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος για να βρούμε την αξία  $V_n$  της μετοχής στον χρόνο  $n$ . Έτσι θα έχουμε :

$$V_n = D_0 (1 + g_s)^n (1 + g_L) / r - g_L$$

Οπότε η αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν δίνεται από τον ακόλουθο τύπο ο οποίος προκύπτει με αντικατάσταση του  $V_n$  στην παραπάνω βασική εξίσωση αποτίμησης του μοντέλου αυτού. Οπότε έχουμε :

$$\sum_{i=1}^n [D_0(1+g_s)^i / (1+r)^i] + [D_0(1+g_s)^n / (1+g_L)] / + [(1+r)^n / (r-g_L)]$$

Κλείνοντας αξίζει να τονιστεί ότι αυτή η παραλλαγή του μοντέλου είναι πολύ εύχρηστη στον τομέα της αποτίμησης μετοχών. Σχεδόν όλες οι εταιρίες σε κάποια περίοδο παρουσιάζουν έναν ιδιαίτερα υψηλό ρυθμό ανάπτυξης είτε λόγω ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος είτε λόγω της ύπαρξης άλλων ευνοϊκών παραγόντων. Στην πορεία όμως λόγω της εισόδου νέων ανταγωνιστών ή κορεσμού της αγοράς ο ρυθμός ανάπτυξης μειώνεται και πλέον αγγίζει τα φυσιολογικά όρια. Τέλος, ένας άλλος λόγος για τον οποίο το μοντέλο αυτό χρησιμοποιείται συχνά είναι το γεγονός ότι έχει παρατηρηθεί ότι εταιρίες που παρουσιάζουν στο παρόν έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης έπειτα από την πάροδο κάποιων ετών παρουσιάζουν έναν χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης ενώ αντίθετα αυτές που τώρα έχουν χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης στην πορεία γίνονται οι πρωτοπόροι στο ρυθμό ανάπτυξης. Έτσι μετά την πάροδο κάποιων ετών μπορεί να υποθεθεί ότι επέρχεται ισορροπία στην αγορά και ότι όλες σχεδόν οι εταιρίες αναπτύσσονται με τον ίδιο ρυθμό.

Η **δεύτερη παραλλαγή** όπως αναφέρθηκε και πιο πριν στην πρώτη φάση ή στάδιο υποθέτει ότι η εταιρία ξεκινά με έναν υψηλό ρυθμό ανάπτυξης οποίος φθίνει γραμμικά όλη τη χρονική περίοδο της πρώτης φάσης. Στην δεύτερη φάση ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερός και αποτελεί έναν φυσιολογικό ρυθμό ανάπτυξης. Ιστορικά το μοντέλο προτάθηκε το 1984 από τους Fuller και Hsia και είναι γνωστό στη διεθνή βιβλιογραφία ως H-model. Η μαθηματική διατύπωση του μοντέλου έχει ως εξής :

$$V_0 = \frac{D_0(1 + gL)}{r - gL} + \frac{D_0H(gs - gL)}{r - gL} \quad \eta$$

$$V_0 = \frac{D_0(1 + gL) + D_0H(gs - gL)}{r - gL}$$

όπου  $V_0$  η αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν,  $D_0$  το τρέχον μέρισμα,  $r$  το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης της μετοχής,  $H$  το ήμισυ της πρώτης χρονικής περιόδου του μοντέλου,  $gs$  ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος κατά την πρώτη χρονική περίοδο και  $gL$  ο ρυθμός ανάπτυξης του μερίσματος κατά την δεύτερη χρονική περίοδο. Σύμφωνα με τους εμπνευστές αυτού του μοντέλου ο πρώτος όρος στην παραπάνω εξίσωση αποτίμησης είναι η παρούσα αξία των μελλοντικών μερισμάτων υποθέτοντας ότι αυτά θα αυξάνονται με ρυθμό  $gL$  για πάντα. Ο δεύτερος όρος της εξίσωσης αποτελεί μια προσέγγιση της επιπλέον αξίας που συσσωρεύεται στην μετοχή εξαιτίας του μη φυσιολογικού υψηλού ρυθμού αύξησης της πρώτης περιόδου (υποθέτοντας ότι  $gs > gL$ ). Όπως είναι φυσιολογικό από τα παραπάνω χαρακτηριστικά του μοντέλου όσο πιο μακρόχρονη είναι η πρώτη φάση του μοντέλου και όσο πιο μεγάλος είναι ο επιπλέον ρυθμός ανάπτυξης στη ίδια φάση ο οποίος εκφράζεται από τη διαφορά  $gs - gL$  τόσο μεγαλύτερη θα είναι και η αξία της υπό ανάλυση μετοχής πάντα με την προϋπόθεση όλων των άλλων στοιχείων να έχουν όπως είναι. Κλείνοντας πρέπει να τονίσουμε ότι αυτή η παραλλαγή αποτελεί ένα προσεγγιστικό μοντέλο και έτσι κατά συνέπεια όταν παρατηρείται μια ασυνήθιστα μακροχρόνια πρώτη περίοδο με υψηλό ρυθμό ανάπτυξης ή όταν η διαφορά των ρυθμών ανάπτυξης  $gs - gL$  είναι μεγάλη το μοντέλο να μην δίνει σωστά αποτελέσματα. Για το λόγο αυτό έχουν αναπτυχθεί και ερευνηθεί πιο σύνθετα μοντέλα τα οποία θα παρουσιαστούν αμέσως παρακάτω.

### **Μοντέλο Αποτίμησης Τριών διαφορετικών Φάσεων**

Τα μοντέλα αυτά ανήκουν στην γενική κατηγορία των discounted dividend models αλλά είναι πιο σύνθετα από τα προηγούμενα μοντέλα της ίδιας κατηγορίας που περιγράψαμε παραπάνω. Στην βιβλιογραφία συναντώνται δυο κυρίως παραλλαγές. Η πρώτη υποθέτει ότι σε κάθε μια από τις τρεις περιόδους ο ρυθμός ανάπτυξης παραμένει σταθερός και διαφορετικός από περίοδο σε περίοδο. Σύμφωνα με τη δεύτερη παραλλαγή αυτού του μοντέλου ο ρυθμός αύξησης του μερίσματος κατά την πρώτη περίοδο είναι υπερβολικά υψηλός και παραμένει σταθερός. Στην δεύτερη περίοδο ο

ρυθμός μειώνεται γραμμικά για να φθάσει σε ένα χαμηλότερο ρυθμό αύξησης ο οποίος θα παραμείνει σταθερός για όλη τη διάρκεια της τρίτης περιόδου. Επομένως αυτή η παραλλαγή από την αρχή της δεύτερης περιόδου και μετά είναι ίδια με το H-model που παρουσιάστηκε παραπάνω και έτσι μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να υπολογίσουμε την εσωτερική αξία της μετοχής στο χρόνο μηδέν. Κλείνοντας αυτήν την περιγραφή των πολυσταδιακών μοντέλων αξίζει να τονιστεί ότι εξαιτίας της ραγδαίας ανάπτυξης της τεχνολογίας των ηλεκτρονικών υπολογιστών και των διάφορων υπολογιστικών τους προγραμμάτων οι αναλυτές ακολουθούν πιο σύνθετα μοντέλα όπου η πορεία εξέλιξης του μελλοντικού μερίσματος δεν μπορεί να ποσοτικοποιηθεί όπως στα παραπάνω μοντέλα. Τα μοντέλα αυτά είναι κοινώς γνωστά ως spreadsheet models και μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές ανάλογα πάντα με την κρίση και την εμπειρία του αναλυτή.

### **2.5.2. ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΟΥ ΣΤΗΡΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΗΣ ΕΛΕΥΘΕΡΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ (DCF).**

Τα μοντέλα αυτά αποτελούν συνέχεια και εξέλιξη του Dividend Discount Model και χρησιμοποιούνται και για περιπτώσεις επιχειρήσεων που δεν πληρώνουν μερίσματα ή τα μερίσματα που πληρώνονται (κατόπιν απόφασης των διοικήσεων τους είναι δυσανάλογα των πραγματικών δυνατοτήτων της επιχείρησης). Τα μοντέλα των ταμειακών ροών έχουν μεγάλη απήχηση και σε ακαδημαϊκό αλλά και σε πρακτικό επίπεδο ,καθώς το ποσό των ταμειακών ροών θεωρείται από πολλούς ως πραγματικό μέγεθος μη εξαρτώμενο από εφαρμοζόμενες λογιστικές αρχές. Το ποσό που θα χρησιμοποιηθεί ως ταμειακή ροή δεν δίνεται από καμία κατάσταση αλλά θα πρέπει να υπολογιστεί από τα στοιχεία των οικονομικών αυτών καταστάσεων. Το επικρατέστερο μέγεθος που χρησιμοποιείται είναι η ελεύθερη ταμειακή ροή (free cash flow ,fcf). Ως ελεύθερη ταμειακή ροή ονομάζεται η ταμειακή ροή που είναι διαθέσιμη προς όλους όσους παρέχουν κεφάλαια στην επιχείρηση εφόσον έχουν ήδη πληρωθεί όλα τα λειτουργικά έξοδα (συμπεριλαμβανομένων και των φόρων) και έχουν γίνει οι απαραίτητες επενδύσεις σε απαιτούμενο κεφάλαιο κίνησης και σε επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου. Ισχύει δηλαδή ο τύπος :

$$\text{FCFF} = \text{Καθαρό Κέρδος} + \text{Καθαρές Μη Ταμειακές Χρεώσεις} + \text{Τόκοι} \times (1 - \varphi) -$$

$$\text{Επενδύσεις Σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία} - \text{Επενδύσεις Σε Κεφάλαιο Κίνησης}$$

Τα καθαρά κέρδη είναι το τελευταίο νούμερο στην κατάσταση αποτελέσματος αφού αφαιρεθούν από αυτά οι εταιρικοί φόροι. Οι καθαρές μη ταμειακές χρεώσεις αποτελούν είτε μη ταμειακές αυξήσεις είτε μη ταμειακές μειώσεις στο διαθέσιμο εισόδημα. Ένα αντιπροσωπευτικό παράδειγμα μη ταμειακής χρέωσης είναι οι αποσβέσεις. Τα μετά φόρων έξοδα για τους τόκους θα πρέπει να προστεθούν πάλι στο καθαρό αποτέλεσμα για να πάρουμε την ελεύθερη ταμειακή ροή για την εταιρία ως σύνολο γιατί τα έξοδα για τους τόκους είχαν αφαιρεθεί για τον υπολογισμό του καθαρού αποτελέσματος αλλά και επειδή αυτοί οι τόκοι αποτελούν ταμειακή ροή διαθέσιμη για κάποιον από τους παρόχους κεφαλαίων της επιχείρησης. Οι επενδύσεις σε πάγιο κεφαλαιουχικό εξοπλισμό αποτελούν ταμειακή εκροή για την κάθε επιχείρηση η οποία είναι απαραίτητη για την περαιτέρω ανάπτυξη και βιωσιμότητα της επιχείρησης αυτής. Τέτοιες επενδύσεις μπορεί να αποτελούν η αγορά ενός οικοπέδου, κτιρίου, εργοστασίου, εξοπλισμού ή ακόμη και η εξαγορά άλλης επιχείρησης. Το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται εάν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρέσουμε τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και αυτό μπορεί εύκολα να γίνει μέσω των στοιχείων των ισολογισμών. Όμως θα πρέπει να επισημανθεί ότι όταν το κεφάλαιο κίνησης υπολογίζεται για σκοπούς εύρεσης των ελεύθερων ταμειακών ροών τότε τα μετρητά, τα χρηματικά ισοδύναμα, τα γραμμάτια πληρωτέα καθώς και το βραχυπρόθεσμο τμήμα της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης θα πρέπει να αποκλειστούν από τον υπολογισμό του. Τα πρώτα (τα μετρητά και τα χρηματικά ισοδύναμα) αποκλείονται γιατί με τον υπολογισμό των ελεύθερων ταμειακών ροών η μεταβολή των μετρητών είναι αυτή που επιδιώκεται να ερμηνευθεί ενώ τα δεύτερα αποκλείονται γιατί θεωρούνται υποχρεώσεις με σαφή κόστος τόκων και έτσι θεωρούνται ως πηγές χρηματοδότησης παρά ως λειτουργικά περιουσιακά στοιχεία.

Τέλος να σημειώσουμε ότι σύμφωνα τα με το FASB αλλά και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα προβλέπεται η σύνταξη κατάστασης ταμειακών ροών (cash flow statement) ,(κάτι που δεν προβλέπεται από τα Ελληνικά Λογιστικά Πρότυπα). Όπως γνωρίζουμε οι ταμειακές ροές μιας επιχείρησης ταξινομούνται σε τρεις διαφορετικές κατηγορίες στα πλαίσια της κατάστασης ταμειακών ροών. Αυτές είναι οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης, οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες (investing activities) και οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες της επιχειρηματικής οντότητας (financing activities).

**Οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες** περιλαμβάνουν όλες τις ταμειακές ροές που προέρχονται από συναλλαγές και γεγονότα που δεν συμπεριλαμβάνονται στις επενδυτικές ή χρηματοδοτικές δραστηριότητες ,δηλαδή που έχουν σχέση με το λειτουργικό κύκλωμα της επιχείρησης.

**Οι ταμειακές ροές από τις επενδυτικές δραστηριότητες** περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με την χρησιμοποίηση μετρητών για την απόκτηση παραγωγικού εξοπλισμού που χρησιμοποιείται από την επιχείρηση καθώς και για την απόκτηση άλλων μη ταμειακών περιουσιακών στοιχείων.

**Οι ταμειακές ροές από τις χρηματοδοτικές δραστηριότητες** της επιχειρηματικής οντότητας περιλαμβάνουν τις εισροές και εκροές που σχετίζονται με το πώς αποκτούνται τα μετρητά που απαιτούνται για την χρηματοδότηση των λειτουργικών και επενδυτικών δραστηριοτήτων ης επιχείρησης.

Ισχύει ο τύπος :

**FCFF = Ταμειακές Ροές από τις Λειτουργικές Δραστηριότητες της Επιχείρησης + Τόκοι × ( 1-φ) – Επενδύσεις σε Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία.**

όπου οι μετά τους φόρους τόκοι προσθέτονται γιατί είχαν αφαιρεθεί ώστε να φθάσουμε στο καθαρό αποτέλεσμα. Τέλος, σε αυτόν τον τρόπο υπολογισμού του FCFF δεν αφαιρούνται οι επενδύσεις σε κεφάλαιο κίνησης γιατί πλέον εδώ οι ταμειακές ροές από τις λειτουργικές δραστηριότητες (operating activities) της επιχείρησης περιλαμβάνουν ήδη επένδυση σε κεφάλαιο κίνησης.

Οι οικονομικοί αναλυτές βέβαια δεν ενδιαφέρονται μόνο για τις ιστορικές ταμειακές ροές αλλά κυρίως για τις μελλοντικές (τις οποίες θα προεξοφλήσουν με το κατάλληλο επιτόκιο προεξόφλησης). Θα χρειστεί δηλαδή και εδώ να γίνει πρόβλεψη του μεγέθους των ταμειακών ροών. Αυτό μπορεί να γίνει είτε με τον υπολογισμό της ιστορικής ταμειακής ροής και εν συνεχεία την προσαύξησή της κατά ένα σταθερό ρυθμό αύξησης είτε με τον ξεχωριστό υπολογισμό καθενός συστατικού στοιχείου της ταμειακής ροής ξεχωριστά.

Η γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου που στηρίζεται στην ελεύθερη ταμειακή ροή (free cash flow to the firm) για την εταιρία ως σύνολο (FCFF) υπολογίζει την συνολική αξία της επιχείρησης σαν την παρούσα αξία των μελλοντικών FCFF οι οποίες προεξοφλούνται με το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC). Ουσιαστικά πρόκειται περί μίας τροποποίησης του τύπου του DDM όπου στη θέση των μερισμάτων

υπάρχει η (ελεύθερη ταμειακή ροή). Έτσι :

$$\text{Συνολική Αξία της επιχείρησης} = \sum_{i=1}^n \frac{Dt}{(1+r)^t} + \frac{Vn}{(1+r)^n} = \sum_{i=1}^t \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Αξίζει να τονιστεί ότι χρησιμοποιείται το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ως ποσοστό προεξόφλησης γιατί τα FCFF<sub>t</sub> είναι η μετά φόρων ταμειακή ροή που πηγαίνει προς όλους τους επενδυτές της συγκεκριμένης κάθε φορά επιχείρησης. Η αξία των μετοχών βρίσκεται πλέον εύκολα εάν από την συνολική αξία της επιχείρησης που βρήκαμε αφαιρέσουμε την αγοραία αξία του χρέους (debt) της επιχείρησης. Εάν στην συνέχεια διαιρέσουμε την συνολική αξία των μετοχών με το πλήθος των μετοχών της συγκεκριμένης επιχείρησης που βρίσκονται υπό κυκλοφορία θα πάρουμε την αξία ανά μετοχή. Όπως και στο DDM έτσι και σε αυτό το μοντέλο μπορούμε να υποθέσουμε μία αύξηση της ταμειακής ροής κατά ένα σταθερό ποσοστό  $g$  (επί του ποσού της προηγούμενης περιόδου) οπότε θα έχω :

**FCFF<sub>t</sub> = FCFF<sub>t-1</sub> × (1+g)** και κατά συνέπεια :

$$\text{Συνολική Αξία της επιχείρησης} = \sum_{i=1}^t \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} = \sum_{i=1}^t \frac{FCFF_t}{(WACC-g)^t}$$

## 2.6. Residual Income model.

### ΜΟΝΤΕΛΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΑ ΟΠΟΙΑ ΒΑΣΙΖΟΝΤΑΙ ΣΤΗΝ ΠΡΟΕΞΟΦΛΗΣΗ ΤΟΥ ΥΠΟΛΕΙΜΜΑΤΙΚΟΥ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ.

#### Γενικά Χαρακτηριστικά

Η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income) τα τελευταία χρόνια έχει συγκεντρώσει το ενδιαφέρον τόσο της ακαδημαϊκής κοινότητας όσο και των πρακτικών αναλυτών. Η χρησιμοποίηση λογιστικών μεγεθών όπως η καθαρή θέση (book value of equity) και τα μη κανονικά κέρδη (abnormal earnings) στο μοντέλο προεξόφλησης μερισμάτων (DDM) ήταν η πρωταρχική ιδέα της δημιουργίας της θεωρίας του υπολειμματικού εισοδήματος (residual income theory). Η θεωρία ξεκίνησε από τους Preinreh (1938), Edwards & Bell (1961) και Peasnell (1981) οι οποίοι κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι η αξία μίας επιχείρησης μπορεί να εκφραστεί ως μία συνάρτηση της καθαρής θέσης και των μελλοντικών μη κανονικών κερδών.

Έχει επίσης χρησιμοποιηθεί τόσο για τη μέτρηση της δημιουργίας αξίας για τους υπάρχοντες φορείς της επιχείρησης όσο και για την αποτίμηση μεμονωμένων μετοχών. Στην διεθνή βιβλιογραφία συναντάται ως οικονομικό κέρδος (economic profit), μη κανονικό κέρδος (abnormal earnings) και ως οικονομική προστιθέμενη αξία (economic value added). Η αξία του μοντέλου αυτού θα μπορούσε να αποδειχτεί με βάση την ακρίβεια εξήγησης των τιμών των μετοχών. Οι εμπειρικές έρευνες εστίασαν στην επεξηγηματική δύναμη (explanatory power) του μοντέλου να προβλέψει-ερμηνεύσει τις μεταβολές των τιμών των μετοχών και στη μελέτη ύπαρξης άμεσης συσχέτισης μεταξύ τιμών μετοχών και λογιστικής αξίας βιβλίων (BV) και μη κανονικών κερδών (AE). Οι Frankel, Lee (1998) μελέτησαν τη σχέση μεταξύ λογιστικών δεδομένων και τιμών μετοχών σε 20 χώρες. Χρησιμοποίησαν το βασικό RIM και τα δημοσιευμένα κέρδη αλλά και προβλέψεις κερδών. Η τρέχουσα λογιστική αξία και τα τρέχοντα κέρδη θεωρήθηκε ότι αποτελούν επεξηγηματικές μεταβλητές. Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι το μοντέλο έχει μεγάλη επεξηγηματική δύναμη (80% στις ΗΠΑ, 70% στην Μ. Βρετανία και 40-50% στις υπόλοιπες χώρες). Οι King & Langli (1998) μελέτησαν το μοντέλο RIM στη Γερμανία, Μ. Βρετανία και Νορβηγία (γιατί έχουν μεγάλες διαφορές στις λογιστικές μεθόδους). Κατέληξαν ότι η λογιστική αξία και τα κέρδη παρουσιάζουν δυνατή συσχέτιση με τις τιμές των μετοχών και η επεξηγηματική δύναμη των δύο



αυτών μεταβλητών μαζί ανέρχονταν στο 70% στη Μ. Βρετανία ,60% στη Νορβηγία και 40% στη Γερμανία.

Το υπολειμματικό εισόδημα σαν έννοια ισούται με τα καθαρά αποτελέσματα χρήσης (net income) ένα από αυτά αφαιρεθεί το κόστος ευκαιρίας (opportunity cost) που απαιτείται για να κατορθώσει μια επιχείρηση να επιτύχει αυτά τα αποτελέσματα. Σύμφωνα με έναν πιο επιστημονικό ορισμό, το υπολειμματικό εισόδημα ορίζεται ως το καθαρό λειτουργικό εισόδημα που δημιουργείται από την επιχείρηση πάνω από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση επί των λειτουργικών της στοιχείων. Από την αναλυτική επεξεργασία του παραπάνω ορισμού εύκολα μπορεί κανείς να διαπιστώσει τη μεγάλη σημασία που έχει η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος είτε στην διαδικασία της μέτρησης της δημιουργίας αξίας είτε στην αποτίμηση μετοχών.

Πράγματι, σύμφωνα με τις καθιερωμένες παραδοσιακές πρακτικές της λογιστικής η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης για τον προσδιορισμό του καθαρού αποτελέσματος παρουσιάζει μόνο το κόστος δανεισμού ως έξοδο με την μορφή των τόκων που είναι υποχρεωμένη οποιαδήποτε εταιρία να πληρώσει για τα ξένα κεφάλαια που έχει δανειστεί. Πουθενά κατά τη διαδικασία κατάρτισης αυτών των λογιστικών καταστάσεων δεν παρουσιάζεται το κόστος των ιδίων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί η εκάστοτε επιχείρηση για την χρηματοδότηση της. Έτσι με βάση αυτές τις πρακτικές είναι δυνατόν κάποια επιχείρηση να παρουσιάζει θετικό καθαρό αποτέλεσμα αλλά να μην δημιουργεί αξία για τους μετόχους της αφού είναι πιθανόν αυτό να μην υπερβαίνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της (cost of equity). Την πρακτική αυτή αδυναμία ήρθε να καλύψει η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος μιας και τα τελευταία χρόνια η δημιουργία περιουσίας για τους μετόχους, η οποία εκφράζεται ως η μεγιστοποίηση της αξίας των κεφαλαίων που έχουν τοποθετηθεί στην επιχείρηση, έχει αναχθεί ως κορυφαίος στόχος της διοίκησης της επιχείρησης.

### **Γενική Εξίσωση Υπολογισμού Του Υπολειμματικού Εισοδήματος**

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, η έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος μετρά το οικονομικό κέρδος της κάθε επιχείρησης και όχι απλά το λογιστικό κέρδος. Έτσι με βάση αυτό το μέγεθος, ο κάθε οικονομικός αναλυτής είναι σε θέση να διαπιστώσει εάν η εκάστοτε επιχείρηση μπορεί να καλύψει με το καθαρό αποτέλεσμα που πέτυχε το συνολικό κόστος και των ιδίων και των ξένων κεφαλαίων που έχει χρησιμοποιήσει.

Ένας απλός τύπος υπολογισμού του υπολειμματικού εισοδήματος για το κάθε οικονομικό έτος προκύπτει εάν από το καθαρό αποτέλεσμα χρήσης (net income) αφαιρέσουμε το κόστος των ιδίων κεφαλαίων οπότε έτσι προκύπτει το υπολειμματικό εισόδημα. Φυσικά εάν η επιχείρηση χρησιμοποιεί και προνομιούχες μετοχές για την χρηματοδότηση της τότε για τον υπολογισμό του υπολειμματικού εισοδήματος θα πρέπει από το καθαρό εισόδημα να αφαιρεθούν τα μερίσματα για τους προνομιούχους μετόχους. Ένας πιο επιστημονικά τεκμηριωμένος τύπος επίσης για την εύρεση του υπολειμματικού εισοδήματος προκύπτει εάν αφαιρέσουμε από το λειτουργικό κέρδος της επιχείρησης μετά από φόρους (NOPAT) το γινόμενο του σταθμισμένου κόστους κεφαλαίου επί το σύνολο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων που φέρουν τόκους. δηλαδή ο τύπος μαθηματικά θα γράφεται ως εξής :

**Υπολειμματικό Εισόδημα = NOPAT – (W.A.C.C × κεφάλαιο)**

όπου όπως θα δούμε και στην βασική εξίσωση του μοντέλου παρακάτω αυτά τα υπολειμματικά εισοδήματα προεξοφλούνται ώστε να βρούμε την εσωτερική αξία κάθε υπό ανάλυση μετοχής.

Όπως τονίστηκε και προηγουμένως το υπολειμματικό εισόδημα φανερώνει την αξία που δημιουργείται για τους μετόχους της επιχείρησης εάν βέβαια τα αποτελέσματα της επιχείρησης καλύπτουν καταρχήν το συνολικό κόστος κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται. Έτσι εταιρίες οι οποίες παρουσιάζουν κέρδη μεγαλύτερα από το συνολικό κόστος κεφαλαίων θα πρέπει μακροπρόθεσμα να παρουσιάζουν αξία μεγαλύτερη αυτή της λογιστικής τους αξίας εξαιτίας της επιπρόσθετης δημιουργίας αξίας που συντελείται στους κόλπους της. Όμοια και για μια επιχείρηση που παρουσιάζει κέρδη λιγότερα από το κόστος των συνολικών κεφαλαίων της μακροπρόθεσμα θα παρουσιάζει αξία μικρότερη από την αντίστοιχη της λογιστική αξία επειδή θα καταστρέφεται παρά θα δημιουργείται καινούργια αξία για τους μετόχους της. Βασιζόμενο πάνω στη λογική αυτή το μοντέλο της αποτίμησης με βάση το υπολειμματικό εισόδημα (residual income model) επιχειρεί να υπολογίσει την εσωτερική αξία της κάθε μετοχής έχοντας ως αρχικό σημείο της παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή και προσθέτοντας την νεοδημιουργηθείσα αξία για κάθε μετοχή προεξοφλώντας τα μελλοντικά αναμενόμενα υπολειμματικά εισοδήματα. Η γενική μαθηματική εξίσωση έχει ως εξής :

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^t \frac{RI_t}{(1+r)^t} \quad \text{και εφόσον } RI_t = E_t - r \times B_{t-1} \text{ ως εξής :}$$

$$V_0 = B_0 + \sum_{i=1}^t \frac{(E_t - rB_{t-1})}{(1+r)^t}$$

όπου,  $V_0$  είναι η παρούσα αξία ανά μετοχή,  $B_0$  η παρούσα λογιστική αξία ανά μετοχή,  $B_t$  η αναμενόμενη λογιστική αξία ανά μετοχή στο χρόνο  $t$ ,  $r$  το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity),  $E_t$  τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο  $t$  και  $RI_t$  το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα ανά μετοχή στην χρονική περίοδο  $t$ .

Η παραπάνω μαθηματική εξίσωση προκύπτει εύκολα από το γενικό μοντέλο προεξόφλησης με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα εάν υποθέσουμε ότι ισχύει η διεθνώς γνωστή ως «clean surplus relation» λογιστική αρχή. Σύμφωνα με την αρχή αυτήν ισχύει ότι η παρούσα λογιστική αξία μιας μετοχής ισούται με την λογιστική αξία της αμέσως προηγούμενης περιόδου προσθέτοντας σε αυτήν τα καθαρά κέρδη της παρούσας περιόδου και αφαιρώντας τα μερίσματα (στα οποία προσθέτονται ή/και αφαιρούνται αυξήσεις/μειώσεις μετοχικού κεφαλαίου μέσω έκδοσης νέων μετοχών ή επαναγοράς παλαιών, stock issuance or stock repurchases), που έχουν διανεμηθεί στην περίοδο αυτήν, δηλαδή ισχύει η εξής μαθηματική σχέση :

$$B_t = B_{t-1} + E_t - D_t$$

Εάν στη συνέχεια επιλύσουμε αυτή τη σχέση ως προς το μέρισμα θα προκύψει ο εξής τύπος :

$$D_t = E_t + B_{t-1} - B_t$$

Αντικαθιστώντας αυτήν την μορφή του τύπου που δίνει το μέρισμα που θα διανεμηθεί στην παρακάτω γενική μαθηματική εξίσωση του μοντέλου αποτίμησης με βάση την προεξόφληση μερισμάτων θα έχουμε :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+R)} + \frac{D_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{D_n}{(1+R)^n}$$

και με αντικατάσταση προκύπτει :

$$V_0 = [E_1 + B_0 - B_1 / (1+r)] + [E_2 + B_1 - B_2 / (1+r)^2] + \dots$$

η οποία μετά από τις απαιτούμενες μαθηματικές πράξεις θα δώσει τον γενικό τύπο του μοντέλου του υπολειμματικού εισοδήματος που δόθηκε λίγο πιο πάνω.

Κλείνοντας την περιγραφή αυτής της γενικής μαθηματικής εξίσωσης για το μοντέλο αξίζει να τονιστεί και μια δεύτερη παραλλαγή του τύπου αυτού η οποία προέκυψε κυρίως από την έρευνα των Feltham και Ohlson (1995) οι οποίοι στηρίζόμενοι στο γεγονός ότι το υπολειμματικό εισόδημα δίνεται και από τον εξής τύπο :

$$RI_t = (ROE_{t-r}) \times B_{t-1}$$

και αντικαθιστώντας στην παραπάνω γενική μαθηματική εξίσωση προκύπτει ο ακόλουθος τύπος :

$$V_0 = B_0 + \sum [(ROE_{t-r}) \times B_{t-1}] / (1+r)^t$$

### **Οδηγοί αξίας και δημιουργία αξίας (Value drivers and value creation)**

Από τον ορισμό του υπολειμματικού εισοδήματος έχω :

$RI_t = E_t - r \times B_{t-1}$  ,όπου  $r$  το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (cost of equity),  $E_t$  τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή στο χρόνο  $t$  και  $RI_t$  το αναμενόμενο υπολειμματικό εισόδημα ανά μετοχή στην χρονική περίοδο  $t$ . Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων  $ROE$  (return on common equity) ορίζεται ως τα καθαρά κέρδη / ίδια κεφάλαια δηλαδή  $ROE = E_t / B_{t-1}$  και άρα  $E_t = ROE \times B_{t-1}$ .

Αντικαθιστώντας στον τύπο έχω  $RI_t = ROE \times B_{t-1} - r \times B_{t-1} \Rightarrow$

$$RI_t = (ROE - r) \times B_{t-1}$$

Βλέπουμε δηλαδή ότι το υπολειμματικό εισόδημα μπορεί να αναλυθεί σε δύο συστατικά (components). Το πρώτο είναι το  $ROE$  και το δεύτερο της λογιστικής αξίας ( $BV$ ). Αυτά τα δύο συστατικά αποκαλούνται οδηγοί μη κανονικών κερδών (residual earnings drivers) (Penmann : 2004). Οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν την αξία τους είτε αυξάνοντας το  $ROE$  πάνω από το κόστος κεφαλαίων είτε αυξάνοντας την λογιστική τους καθαρή θέση (δηλαδή επενδύοντας σε καθαρά περιουσιακά στοιχεία ,net assets) ,τα οποία θα αποδώσουν το  $ROE$ .

### **OHLSON MODEL**

Μία μεγάλη δυσκολία του μοντέλου του υπολειμματικού εισοδήματος είναι η εκτίμηση των μελλοντικών μη κανονικών κερδών (future abnormal earnings) και μάλιστα σε απεριόριστο χρονικό ορίζοντα (infinite horizon). Με βάση όμως τη θεωρία του ελεύθερου ανταγωνισμού ,υψηλά μη κανονικά κέρδη θα προσελκύσουν το ενδιαφέρον

του ανταγωνισμού και έτσι μακροπρόθεσμα τα μη κανονικά κέρδη θα τείνουν προς το κανονικό επίπεδο. Ο Ohlson τροποποίησε κάπως το RIM προσπαθώντας να το κάνει πιο πρακτικό. Θεώρησε ότι τα υψηλά μη κανονικά κέρδη είναι ένα προσωρινό φαινόμενο και εισήγαγε σταθερές παραμέτρους στο μοντέλο ,έτσι ώστε το RIV να είναι μία γραμμική συνάρτηση της τρέχουσας λογιστικής αξίας (current book value) ,τρεχουσών μη κανονικών κερδών (current abnormal earnings) και άλλης παραμέτρου με πληροφοριακή αξία (other value relevant parameter) :

$$P_t = BV_t + a_1 X_t^a + a_2 V_t \text{ ,όπου :}$$

$P_t$  = τιμή,  $a_1$  = συντελεστής των μη κανονικών κερδών

$a_2$  = συντελεστής της άλλης παραμέτρου και

$V_t$  = η άλλη πληροφοριακής αξίας παράμετρος.

### **Βήματα για τη αποτίμηση με τη μέθοδο του υπολειμματικού εισοδήματος.**

**Βήμα 1 :** Να γίνει πρόβλεψη των κερδών για κάθε χρόνο  $t=1, \dots, T$  στην περίοδο πρόβλεψης.

**Βήμα 2 :** Υπολογισμός του συντελεστή προεξόφλησης ( $r$ ) ,με βάση το CAPM ή κάποια αντίστοιχη μέθοδο.

**Βήμα 3 :** Υπολογισμός των αναμενόμενων μη κανονικών κερδών (abnormal earnings) για κάθε χρόνο  $t=1, \dots, T$  με βάση τον τύπο :

$$AE_t = E_t - (r * BV_{t-1})$$

**Βήμα 4 :** Χρήση του συντελεστή προεξόφλησης  $r$  για τον υπολογισμό της παρούσας αξίας (present value) των μη κανονικών κερδών κατά την περίοδο πρόβλεψης :

$$AE^1/(1+r)^1 + AE^2 (1+r)^2 + \dots + AE^t/(1+r)^t$$

**Βήμα 5 :** Υπολογισμό της παρούσας αξίας (present value) των μη κανονικών κερδών μετά την περίοδο πρόβλεψης με τη μέθοδο της ράντας (perpetuity method) ή με τη μέθοδο του ρυθμού αύξησης της ράντας (growing perpetuity method).

**Βήμα 6 :** Υπολογισμό της αξίας της καθαρής θέσης αθροίζοντας τα τμήματα :

Αξία καθαρής θέσης = Λογιστική αξία του έτους 1

+ Παρούσα αξία των ΑΕ κατά την περίοδο πρόβλεψης (βήμα 4)

+ Παρούσα αξία των ΑΕ μετά την περίοδο πρόβλεψης (βήμα 5).

## **2.7. Αποτίμηση με πολλαπλασιαστές (Multiples valuation).**

### **2.7.1. Εισαγωγή.**

Η αποτίμηση με πολλαπλασιαστές (multiples valuation) είναι μία μέθοδος **συγκριτικής αποτίμησης (relative valuation)**. Είναι η πιο ευρύτατα χρησιμοποιούμενη μέθοδος αποτίμησης καθώς επίσης και η πιο απλή αφού γίνεται κατανοητή και από τους άπειρους ακόμη επενδυτές ενώ ο ημερήσιος οικονομικός τύπος σε καθημερινή βάση δημοσιεύει αυτούς τους δείκτες για κάθε μετοχή ξεχωριστά. Σύμφωνα με τη μέθοδο της συγκριτικής αποτίμησης (relative valuation) η αξία μίας επιχείρησης (ή μίας μετοχής) υπολογίζεται συγκρίνοντας με κάποιους δείκτες που θεωρούνται ενδεικτικοί της αξίας. Η μέθοδος στηρίζεται στην υπόθεση ότι παρόμοια περιουσιακά στοιχεία θα έχουν παρόμοιες αξίες. Οι αριθμοδείκτες είναι συνήθως κάποιοι λόγοι (κλάσματα) μεταξύ οικονομικών μεγεθών μίας επιχείρησης. Στη συνέχεια αυτοί οι δείκτες συγκρίνονται (method of comparables) είτε με κάποια πρότυπα (benchmarks) που συνήθως είναι ο μέσος όρος ομοειδών επιχειρήσεων της αγοράς ,είτε με κάποια συγκεκριμένη επιχείρηση που θεωρείται “απόλυτα” συγκρίσιμη από άποψη λειτουργίας και μεγέθους ή ακόμα και με κάποια θεωρητικά ιδανικά πρότυπα Έτσι μέσω των δεικτών αυτών οι αναλυτές είναι σε θέση να αποφανθούν εάν η μετοχή είναι υπερτιμημένη, σωστά τιμολογημένη ή υποτιμημένη αφού στην ουσία αυτοί οι δείκτες εκφράζουν τι αγοράζει η μετοχή σε όρους των παραπάνω μεγεθών που εκφράζουν την δημιουργία αξίας (π.χ. κέρδη, πωλήσεις κτλ).

### **2.7.2. Ο δείκτης P/E**

Ο δείκτης αυτός ακόμη και σήμερα αποτελεί την πιο διαδεδομένη μέθοδο αποτίμησης και αξιολόγησης μετοχών για τους εμπλεκόμενους φορείς αυτής της διαδικασίας.

**Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται εάν διαιρέσουμε την αγοραία τιμή (market price) της υπό ανάλυση μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή (eps ,earnings per share).**

Ο λόγος αυτός ουσιαστικά εκφράζει το ποσό των χρηματικών μονάδων που είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν οι επενδυτές για την απόκτηση της μετοχής για κάθε μια επιπλέον χρηματική μονάδα κερδών ανά μετοχή που πραγματοποιεί η συγκεκριμένη

κάθε φορά επιχείρηση. Ή διαφορετικά εκφράζει το λόγο επανάκτησης κεφαλαίου δηλαδή σε πόσα χρόνια (με τα δεδομένα κέρδη) θα πάρει πίσω το κεφάλαιό του ένας επενδυτής. Όμως παρόλη την απλότητα του παρουσιάζει κάποια προβλήματα και κάποιες ασάφειες ως προς τον υπολογισμό του. Συγκεκριμένα, η τρέχουσα αγοραία τιμή της κάθε μετοχή μπορεί εύκολα και χωρίς κόστος να ανιχνευθεί ιδιαίτερα στην σημερινή εποχή όπου είναι ευρύτατα διαδεδομένη η χρήση της τεχνολογίας και του διαδικτύου. Όμως ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή παρουσιάζει ιδιαίτερες δυσκολίες κατά τον υπολογισμό του επειδή υπάρχουν διαφορές σε εθνικό επίπεδο ως προς τον τρόπο αναγνώρισης των εσόδων (αλλά και αλλαγών στη λειτουργία των επιχειρήσεων σε εθνικό επίπεδο ,πχ με μεταβολή του συντελεστή φορολογίας). Στην υπολογιστική αυτή δυσκολία των κερδών ανά μετοχή συμβάλει και το γεγονός ότι ο υπολογισμός των κερδών ανά μετοχή γίνεται με βάση την πολύπλοκη λογιστική αρχή της δεδουλευμένης βάσης (accrual accounting) η οποία αναγνωρίζει τα έσοδα κατά την στιγμή της πραγματοποίησης τους και όχι τη στιγμή της είσπραξης των μετρητών (cash accounting). Για τον παραπάνω αυτό λόγο ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη τον χρονικό ορίζοντα για τον οποίο υπολογίζονται τα κέρδη καθώς επίσης να κάνει τις απαιτούμενες προσαρμογές στα παρουσιαζόμενα εταιρικά λογιστικά κέρδη ώστε να είναι εφικτή η σύγκριση αυτού του δείκτη αγοράς με τους αντίστοιχους άλλων εταιριών. Ο δείκτης P/E υπολογίζεται με τρεις κυρίως μορφές από τους υπεύθυνους αναλυτές της αγοράς :

1. Η πρώτη μορφή ονομάζεται **τρέχον δείκτης P/E (trailing or current P/E)** και υπολογίζεται εάν διαιρεθεί η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής με τα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως προηγούμενης χρήσης.
2. Η δεύτερη μορφή ονομάζεται **κύριος ή μελλοντικός δείκτης P/E (leading or prospective or forward P/E)** και η τιμή του βρίσκεται εάν διαιρεθεί η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη ανά μετοχή της αμέσως επόμενης χρήσης.
3. Η Τρίτη μορφή ονομάζεται **κυλλιόμενος δείκτης P/E (trailing P/E ratio)** και η τιμή βρίσκεται εάν διαιρεθεί η τρέχουσα αγοραία τιμή της μετοχής με τα αναμενόμενα κέρδη κυλλιόμενα κέρδη των τελευταίων συνήθως τεσσάρων τριμήνων.

Επομένως εξαιτίας αυτής της διαφοροποίησης του τρόπου υπολογισμού του δείκτη ο κάθε αναλυτής οφείλει να χρησιμοποιεί την ίδια μορφή για όλες τις υπό εξέταση

επιχειρήσεις και για όλες μάλιστα τις χρονικές περιόδους. Και αυτό γιατί μόνο έτσι είναι δυνατή η σύγκριση του δείκτη αυτού τόσο για την ίδια επιχείρηση διαχρονικά όσο και για διαφορετικές μεταξύ του επιχειρήσεις για δεδομένη χρονική στιγμή. Τέλος όπως είναι λογικό ο κάθε αναλυτής θα πρέπει να ερευνά τα γενικά χαρακτηριστικά της αντίστοιχης επιχείρησης και έπειτα να συγκλίνει στην μια μορφή του δείκτη P/E ή την άλλη γιατί για παράδειγμα είναι δυνατόν κάποια επιχείρηση μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων να αλλάξει τελείως το αντικείμενο της και ο τρέχων δείκτης P/E να μην είναι πλέον κατάλληλος να εκφράσει την αναμενόμενη μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Ένα άλλο παράγοντα που θα πρέπει να λάβει υπόψη κάθε αναλυτής είναι η παροδικότητα και όχι ο μόνιμος χαρακτήρας κάποιων συστατικών στοιχείων των κερδών της κάθε υπό ανάλυση επιχείρησης. Αυτά τα συστατικά στοιχεία των κερδών είναι κέρδη που προέρχονται από δραστηριότητες της επιχείρησης οι οποίες συνήθως δεν πρόκειται να επαναληφθούν στην μελλοντική πορεία της επιχείρησης και εάν ληφθούν υπόψη για τον υπολογισμό του μέσου μακροπρόθεσμου δείκτη P/E της τότε θα προκύψουν συμπεράσματα τα οποία δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Ένα επίσης στατιστικό πρόβλημα που μπορεί να δημιουργηθεί στον υπολογισμό ενός μέσου όρου για τον δείκτη είναι η πιθανή ύπαρξη ακραίων (θετικών) τιμών που θα προσδώσουν μεγαλύτερη τιμή στον δείκτη. Να σημειωθεί ότι επιχειρήσεις με ζημίες έχουν αρνητικό δείκτη P/E και έτσι για αυτές δεν υπολογίζεται. Τέλος, για τις επιχειρήσεις που επιλέγουν να δώσουν στη διοικητική τους ομάδα δικαιώματα ανταμοιβής (executive stock options) με απόκτηση μετοχών ή εκδίδουν μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψιν το γεγονός της άσκησης τους εφόσον κάτι τέτοιο επηρεάζει τον αριθμό των μετοχών υπό κυκλοφορία και κατά συνέπεια τα κέρδη ανά μετοχή τα οποία αντίστοιχα χρειάζονται για τον υπολογισμό του δείκτη αγοράς P/E (φαινόμενο της αραίωσης των κερδών ,earnings dilution). Τέλος σημειώνουμε ότι ο δείκτης αυτός μπορεί να καταρτιστεί μόνο εφόσον υπάρχει συγκεκριμένη οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά όπου υπάρχει πάντα αγοραία τιμή μετοχής και δεν αφορά μη εισηγμένες επιχειρήσεις για τις οποίες δεν υπάρχει αγοραία τιμή μετοχής (και φυσικά δεν μπορούμε να λάβουμε υπόψη τις ονομαστικές ή λογιστικές αξίες). Επομένως ο δείκτης δεν μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τον μεγαλύτερο αριθμό των επιχειρήσεων (μη εισηγμένες).



Η πιο συχνά χρησιμοποιούμενη μορφή του τύπου του δείκτη αγοράς P/E ,είναι αυτή που υποθέτει ότι η μετοχή ακολουθεί το μοντέλο του σταθερού ρυθμού αύξησης του μερίσματος και γράφεται ως εξής :

$$V_0 = P_0 = \frac{DIV}{(k - g)}, \text{δαιρώντας τα δύο μέλη με } E \text{ (earnings) έχω :}$$

$$\frac{P_0}{E} = \frac{DIV}{(k - g)} / E \Rightarrow \frac{P_0}{E} = \frac{DIV}{E} \frac{1}{(k - g)}$$

Και επειδή  $\frac{DIV}{E}$  (δηλαδή μέρισμα / κέρδη=συντελεστής πληρωμής μερίσματος = dividend payout ratio)

$$\frac{P_0}{E} = \frac{\text{payoutratio}(1 - g)}{(k - g)}, \text{ ο δείκτης δηλαδή εξαρτάται από το συντελεστή πληρωμής}$$

μερίσματος ,τον κίνδυνο και τον αναμενόμενο ρυθμό αύξησης των κερδών.

Να σημειωθεί ακόμη ότι δεν υπάρχει “αντικειμενικά” και καθολικά αποδεκτή μία “καλή” τιμή για τον δείκτη P/E. Εταιρίες με υψηλό δείκτη P/E συχνά χαρακτηρίζονται ως εταιρίες υψηλού ρυθμού ανάπτυξης (growth companies) με υψηλές αναμενόμενες μελλοντικές θετικές ταμειακές εισροές και υψηλό συντελεστή πληρωμής μερισμάτων (το οποίο προεξοφλεί η αγορά ανεβάζοντας την αποτίμησή τους δηλαδή την αξία των μετοχών τους). Ενώ εταιρείες με χαμηλό δείκτη P/E θεωρούνται κατά κανόνα “ώριμες” επιχειρήσεις που έχουν περάσει το στάδιο της ανάπτυξης και βρίσκονται πλέον σε στάδιο σταθερότητας έχοντας καταλάβει μερίδιο της αγοράς και εμφανίζουν μία σταθερή κερδοφορία και προβλεπόμενη μερισματική απόδοση.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>:**

**ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΤΑΡΤΙΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ  
ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΡΗΣΗΣ ΚΕΡΔΩΝ.**

---

### **3.1 Εισαγωγικές παρατηρήσεις και σκοπός του κεφαλαίου**

---

Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει μία αναφορά στις γενικές αρχές και κανόνες καθώς και στις λογιστικές μεθόδους και παραδοχές που διέπουν την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων στην αμέσως επόμενη παράγραφο 3.2. Επίσης θα γίνει παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων –και κυρίως των καταστάσεων που αφορούν τα κέρδη (αποτελέσματα) τόσο με βάση το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ) παράγραφος 3.3 ,όσο και με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ ,IFRS) παράγραφος 3.4 ,αλλά και με τα Αμερικανικά Λογιστικά Πρότυπα (GAAP) παράγραφος 3.5 ,θκαι το κεφάλαιο κλείνει με μία σύντομη αναφορά στην παράγραφο 3.6 στους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.

Το Πλαίσιο Κατάρτισης των Οικονομικών Καταστάσεων ασχολείται με:

1. το σκοπό των οικονομικών καταστάσεων,
2. τα ποιοτικά χαρακτηριστικά που καθορίζουν τη χρησιμότητα των πληροφοριών στις οικονομικές καταστάσεις,
3. τον προσδιορισμό, την απεικόνιση και την αποτίμηση των στοιχείων από τα οποία συγκροτούνται οι οικονομικές καταστάσεις και
4. τις έννοιες του κεφαλαίου και της διατήρησής του.

### **3.2 Γενικές αρχές που διέπουν τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων.**

---

Στο σημείο αυτό θέλουμε να αναφέρουμε ορισμένα πολύ βασικά θέματα που σχετίζονται με τη λογιστική επιστήμη καθώς και τους κανόνες (νόμους ,αποφάσεις ,εγκυκλίους ,οδηγίες) και τις αρχές που διέπουν την προετοιμασία ,σύνταξη ,έλεγχο ,παρουσίαση ,και δημοσίευση των οικονομικών καταστάσεων και αυτό γιατί οι ακολουθούμενες (ή μη) λογιστικές αρχές επηρεάζουν την ποιότητα και χρησιμότητα των οικονομικών καταστάσεων οι οποίες αποτελούν τις βασικές (πρωτογενείς) πηγές των στοιχείων που χρησιμοποιούνται στην διαδικασία της αποτίμησης –και για τους εξωτερικούς αναλυτές τις μόνες.

**Λογιστική θεωρείται η επιστήμη και η τεχνική της συγκέντρωσης ,επεξεργασίας ,κωδικοποίησης ,καταγραφής ,ελέγχου ,ανάλυσης και παρουσίασης των**

**οικονομικών πράξεων και γεγονότων που αφορούν μία οικονομική μονάδα-οργανισμό.**

Βασικό αξίωμα της επιστήμης της λογιστικής είναι το διπλογραφικό σύστημα καταγραφής των γεγονότων (για οποιοδήποτε λογαριασμό χρεώνεται υπάρχει πάντα ένας ή περισσότεροι λογαριασμοί που πιστώνονται , το δε ποσό της χρέωσης ισούται πάντα με το ποσό της πίστωσης).

Το λογιστικό σύστημα μιας επιχείρησης (ενός οργανισμού) παρέχει στους τωρινούς και μελλοντικούς ιδιοκτήτες – επενδυτές πληροφόρηση για τις λειτουργικές δραστηριότητες του οργανισμού. Συγκεκριμένα μέσω του **ισολογισμού (balance sheet)** παρέχεται μία εικόνα της περιουσιακής κατάστασης της επιχείρησης ,ενώ μέσω του λογαριασμού **αποτελεσμάτων χρήσης (income statement)** η αύξηση ή μείωση του πλούτου (περιουσίας ,wealth) αυτής.

**Ο ισολογισμός είναι μία κατάσταση (ένας πίνακας) της περιουσιακής θέσης ,κεφαλαιακής διάρθρωσης ,των απαιτήσεων και υποχρεώσεων μιας οικονομικής μονάδας σε μία δεδομένη χρονική στιγμή (δηλαδή την ημερομηνία σύνταξης).**

**Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης είναι μία κατάσταση (ένας πίνακας) που παρουσιάζει το αποτέλεσμα από τις λειτουργίες της οικονομικής μονάδας κατά τη διάρκεια μίας χρονικής περιόδου (διαχειριστική –λογιστική χρήση).**

Ο ισολογισμός δηλαδή αποτελεί μία κατάσταση αποθέματος (stock) που αναφέρεται σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή ,ενώ ο λογαριασμός αποτελεσμάτων είναι μία κατάσταση ροής (flow) και αναφέρεται στα δεδομένα μίας χρονικής περιόδου.

Επομένως ο τρόπος σύνταξης και παρουσίασης αυτών των οικονομικών καταστάσεων βοηθούν στην κατανόηση της διαδικασίας κατασκευής αυτών των καταστάσεων και δείχνουν τις δυνατότητες ,τα όρια και τις αδυναμίες τους.

Η λογιστική βασίζεται σε ορισμένες θεμελιώδεις παραδοχές (assumptions) και βασικές λογιστικές αρχές (accounting principles).

**A). ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΠΑΡΑΔΟΧΕΣ**

**1. Παραδοχή της επιχειρηματικής οντότητας (separate entity assumption).**

Κάθε οικονομική μονάδα ,ανεξαρτήτως μεγέθους ή νομικής μορφής (κερδοσκοπική ή μη κερδοσκοπική επιχείρηση ή οργανισμός) θεωρείται ως

ιδιαίτερη ,ξεχωριστή από τους ιδρυτές ,ιδιοκτήτες ενότητα της οποίας οι οικονομικές συναλλαγές παρακολουθούνται και καταγράφονται στο όνομά της και για λογαριασμό της. Έτσι οικονομική μονάδα και ιδιοκτήτης (ιδιοκτήτες) αποτελούν ανεξάρτητες μεταξύ τους ενότητες ως προς τη λογιστική τους παρακολούθηση ,είναι δε δυνατόν ένας ιδιοκτήτης (φυσικό πρόσωπο) να κατέχει περισσότερες από μία επιχειρήσεις οι οποίες αποτελούν ταυτόχρονα και ξεχωριστές λογιστικές ενότητες.

## **2. Παραδοχή της συνέχισης της δραστηριότητας της επιχείρησης (going concern assumption).**

Σύμφωνα με αυτή την αρχή, όταν καταρτίζονται οι χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης θα αποτιμάμε τα στοιχεία της περιουσίας της εξακολουθώντας να υποθέτουμε ότι η επιχείρηση θα συνεχίσει να ασκεί την επιχειρηματική της δραστηριότητα επ' άπειρον. Οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να καταρτίζονται στη βάση της συνεχιζόμενης επιχειρηματικής δραστηριότητας, εκτός αν η διοίκηση είτε προτίθεται να ρευστοποιήσει την επιχείρηση ή να παύσει τις εμπορικές συναλλαγές είτε δεν έχει καμία πραγματική εναλλακτική επιλογή από το να πράξει έτσι. Όταν κατά την πραγματοποίηση της εκτίμησης της, η διοίκηση γνωρίζει την ύπαρξη σημαντικών αβεβαιοτήτων, οι οποίες σχετίζονται με γεγονότα ή συνθήκες, που μπορεί να δημιουργήσουν σοβαρή αμφιβολία πάνω στην δυνατότητα της επιχείρησης να συνεχίσει την επιχειρηματική δραστηριότητα της, αυτές οι αβεβαιότητες πρέπει να γνωστοποιούνται. Όταν οι οικονομικές καταστάσεις δεν καταρτίζονται στη βάση της συνεχιζόμενης επιχειρηματικής δραστηριότητας, το γεγονός αυτό πρέπει να γνωστοποιείται, μαζί με την βάση πάνω στην οποία οι οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται και τον λόγο για τον οποίο η επιχείρηση δεν θεωρείται ότι μπορεί να συνεχίσει την επιχειρηματική δραστηριότητα της.

Σημειώνεται ότι κατά τη εκτίμηση αν συντρέχει η παραδοχή της συνεχιζόμενης δραστηριότητας, η διοίκηση λαμβάνει υπόψη όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες για το προβλεπόμενο μέλλον, το οποίο πρέπει να εκτείνεται σε χρονικό διάστημα δώδεκα μηνών ή περισσότερο από την ημερομηνία του ισολογισμού. Το βάθος της σχετικής έρευνας εξαρτάται από τα δεδομένα σε κάθε περίπτωση. Όταν μια επιχείρηση έχει ένα παρελθόν κερδοφόρων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και άμεση πρόσβαση σε οικονομικούς πόρους, δεν χρειάζεται μεγάλη ανάλυση για να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι η λογιστική βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας είναι ορθή. Σε άλλες

περιπτώσεις η διοίκηση μπορεί να χρειάζεται να λάβει υπόψη ένα ευρύ κύκλο παραγόντων, που περιβάλλουν την τρέχουσα και την αναμενόμενη κερδοφορία, τα προγράμματα εξόφλησης χρεών και τις πιθανές εναλλακτικές πηγές χρηματοδότησης, πριν καταλήξει στη γνώμη ότι η βάση της συνεχιζόμενης δραστηριότητας είναι η ορθή.

### **3. Παραδοχή της νομισματικής μονάδας μετρήσεως (unit of measure assumption).**

Γίνεται δεκτό ότι το χρήμα (νομισματική μονάδα) αποτελεί την καλύτερη (και μοναδική) μονάδα μέτρησης των περιουσιακών στοιχείων ,απαιτήσεων και υποχρεώσεων της επιχείρησης καθώς και των μεταβολών τους και γενικά όλων των επιχειρηματικών (οικονομικών-εμπορικών) συναλλαγών. Συνέπεια της παραδοχής αυτής είναι ότι στις οικονομικές καταστάσεις καταγράφονται και να περιλαμβάνονται εκείνες οι δραστηριότητες-γεγονότα που μπορούν να εκφραστούν σε χρήμα. Δραστηριότητες ή καταστάσεις που δεν μπορούν άμεσα ,εύκολα και αντικειμενικά να εκφραστούν σε χρηματικές μονάδες δεν πρέπει να περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις γιατί η αποτίμησή τους περιέχει μεγάλη υποκειμενικότητα. Έτσι πολλές (και σε ορισμένες περιπτώσεις σημαντικής αξίας) ποιοτικές πληροφορίες όπως φήμη και πελατεία ,ικανότητες και δεξιότητες των εργαζομένων της επιχείρησης ,ποιότητα και τεχνολογία των προϊόντων και υπηρεσιών ,τεχνογνωσία και οργάνωση ,αναγνωρισιμότητα και brand names ,μερίδιο της αγοράς ,συσσωρευμένη εμπειρία και εξειδίκευση στο αντικείμενο δραστηριότητας δεν περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις οι οποίες έτσι δεν απεικονίζουν την πραγματική αξία της επιχείρησης. Η εν λόγω παραδοχή επίσης στηρίζεται στην διαχρονικά σταθερή αξία της νομισματικής μονάδας μέτρησης ,όπως παραμένουν σταθερές οι φυσικές μονάδες μέτρησης π.χ. μήκους ,βάρους ,όγκου. Όμως γνωρίζουμε πολύ καλά ότι το χρήμα (και μάλιστα σε οποιοδήποτε νόμισμα και αν εκφραστεί) δεν παραμένει σταθερό σε βάθος χρόνου αλλά η αξία του μεταβάλλεται (ομοίως και η αγοραστική δύναμη που αυτό εκφράζει). Συνήθως μάλιστα η αξία του χρήματος μελλοντικά υποτιμάται (ιδιαίτερα σε συνθήκες έντονου πληθωρισμού) ,οπότε οι οικονομικές καταστάσεις που περιέχουν κονδύλια που καταγράφηκαν σε μακρινές χρονικές περιόδους στο παρελθόν με βάση την αρχή του ιστορικού κόστους είναι ανακριβείς και αναξιόπιστες. Μάλιστα η κατάσταση γίνεται ακόμη δυσχερέστερη αν

αναλογιστούμε ότι οι οικονομικές καταστάσεις περιέχουν στοιχεία τα οποία είναι εκφρασμένα στην ίδια νομισματική μονάδα η οποία είχε διαφορετική αξία την ημερομηνία καταγραφής (π.χ. απόκτηση ενός γηπέδου πριν από δέκα χρόνια ,και απόκτηση α υλών προς μεταποίηση την τρέχουσα χρήση ή απόκτηση ενός παρομοίου γηπέδου ,στην ίδια περιοχή σήμερα). Για την αντιμετώπιση αυτού του μειονεκτήματος η λογιστική θεωρία και πρακτική επινόησε διάφορες μεθόδους όπως την αναπροσαρμογή και αποτίμηση των περιουσιακών στοιχείων ώστε να πλησιάζουν στις πραγματικές (σημερινές) αξίες.

#### **4. Παραδοχή της περιοδικότητας (time period assumption).**

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να καταρτίζουν σε τακτά χρονικά διαστήματα τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις για την πληροφόρηση τόσο των ιδιοκτητών όσο και των τρίτων (επενδυτών ,κράτους...).. Στην Ελλάδα αυτό το διάστημα είναι το ημερολογιακό έτος αν και σε ορισμένες περιπτώσεις επιβάλλεται η κατάρτιση μηνιαίων, τριμηνιαίων και εξαμηνιαίων χρηματοοικονομικών καταστάσεων. Να σημειώσουμε ότι όσο μικρότερη είναι η χρονική περίοδος για την οποία καταρτίζονται οι οικονομικές καταστάσεις (και προσδιορίζονται τα αποτελέσματα) τόσο μεγαλύτερη είναι και η δυσκολία σύνταξης αυτών (λόγω των πολλών ενεργειών που πρέπει να γίνουν για τον προσδιορισμό τους) αλλά αντίστοιχα μεγαλύτερη είναι και η ακρίβειά τους και η εγκυρότητά τους (λόγω χρόνου).

## **B). ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ.**

### **Οι Βασικές Λογιστικές Αρχές**

---

Ο τρόπος που αναλύονται, καταχωρούνται, συγκεντρώνονται και παρουσιάζονται τα γεγονότα, που επιδρούν στην οικονομική κατάσταση μίας οικονομικής μονάδας, όπως επίσης και η κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων, βασίζονται σε ένα σύνολο βασικών λογιστικών αρχών καθώς και σε αναλυτικές μεθόδους και διαδικασίες.

Οι γενικά παραδεγμένες λογιστικές αρχές, λοιπόν, περιλαμβάνουν τις ισχύουσες, σε δεδομένη στιγμή, αρχές, οι οποίες καθορίζουν ποιες οικονομικές πηγές πρέπει να καταχωρούνται στα λογιστικά βιβλία ως περιουσιακά στοιχεία και ποιες οφειλές να καταχωρούνται ως υποχρεώσεις, ποιες μεταβολές στα περιουσιακά στοιχεία και στις υποχρεώσεις πρέπει να καταχωρούνται, τότε οι μεταβολές αυτές πρέπει να καταχωρούνται,

τον τρόπο που τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις και οι μεταβολές τους πρέπει να μετρώνται, ποιες πληροφορίες πρέπει να αποκαλύπτονται και πώς πρέπει να αποκαλύπτονται και τέλος ποιες οικονομικές καταστάσεις πρέπει να καταρτίζονται και ποιό το περιεχόμενο αυτών.

Οι γενικά παραδεγμένες λογιστικές αρχές έχουν αναπτυχθεί με βάση την πείρα, την κρίση, τη συνήθεια, τη χρήση και, σε μια σημαντική έκταση, την πρακτική ανάγκη.

Αξίζει να σημειωθεί ότι στη λογιστική ο όρος «αρχή» δε σημαίνει μια θεμελιώδη αλήθεια ή κάποιο αξίωμα, όπως συμβαίνει στις θετικές επιστήμες, αλλά μάλλον ένα γενικό νόμο ή κανόνα παραδεγμένο ή αναγνωρισμένο σαν έναν οδηγό για δράση. Οι λογιστικές αρχές είναι ανθρώπινα κατασκευάσματα, δεν είναι φυσικοί νόμοι και, συνεπώς, δεν είναι άκαμπτες. Αντίθετα, εξελίσσονται, αφού επηρεάζονται από τη λογιστική πρακτική, από τις ανάγκες των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων, από τους νομικούς κανόνες, από τις γνώμες και ενέργειες των μετόχων, πιστωτών, εργατικών ενώσεων, των διοικήσεων των επιχειρήσεων, καθώς και από την πείρα των λογιστών. Μεταβολές σ' αυτούς τους παράγοντες επηρεάζουν τις λογιστικές αρχές και τις λογιστικές διαδικασίες.

Οι λογιστικές αρχές, λοιπόν, δεν παραμένουν σταθερές στη διαδρομή του χρόνου, αλλά συνεχώς εξελίσσονται και αυτό γιατί οι λογιστικές αρχές δεν είναι αξιώματα ή θεμελιώδεις αλήθειες ούτε φυσικοί νόμοι αλλά ανθρώπινα κατασκευάσματα που προήλθαν από τις ανάγκες και τις αντιλήψεις των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων, τη λογιστική πρακτική και εμπειρία, από νόμους και κανόνες και τελικά από τις απαιτήσεις πληροφόρησης των οικονομικών μονάδων. Οποιαδήποτε μεταβολή στην πορεία του χρόνου σε κάποιον από τους παραπάνω παράγοντες εάν είναι σημαντική πιθανόν να οδηγήσει σε αλλαγή (αναθεώρηση) των λογιστικών αρχών. Τα προβλήματα εμφανίζονται αρχικά στην παρουσίαση οικονομικών πληροφοριακών στοιχείων των επιχειρήσεων, ακολουθούν οι λογιστικές πρακτικές διαδικασίες και λύσεις που είναι απαραίτητες για τη συγκέντρωση και παροχή των στοιχείων αυτών, οι οποίες, στη διαδρομή του χρόνου, είτε απορρίπτονται ή τροποποιούνται είτε γίνονται παραδεκτές από το λογιστικό επάγγελμα.

Άλλωστε αυτή ακριβώς η μεταβλητότητα στις λογιστικές αρχές και πρακτικές είναι και ένα από τα βασικότερα μειονεκτήματα στην διαδικασία της αποτίμησης των οικονομικών μονάδων καθώς οι περισσότερες (αν όχι όλες) οι πληροφορίες που λαμβάνονται από τους οικονομικούς αναλυτές προέρχονται μετά από την εφαρμογή



αυτών των αρχών

Σε αυτήν την υποενότητα θα κάνουμε μία σύντομη ανάλυση των βασικών λογιστικών αρχών. Οι κυριότερες λογιστικές αρχές, που υποχρεούνται να τηρούν οι οικονομικές μονάδες είναι οι ακόλουθες:

1. **Η αρχή της πραγματοποίησης του εσόδου (the revenue realization principle).** Σύμφωνα με την αρχή αυτή, το έσοδο καταλογίζεται στα λογιστικά βιβλία όταν πραγματοποιείται (οικονομική συναλλαγή) και όχι όταν εισπράττεται. Το έσοδο προέρχεται από τις πωλήσεις (αγαθών και υπηρεσιών). Επομένως (με βάση τα ισχύοντα στις εμπορικές πρακτικές) το έσοδο θεωρείται ότι έχει πραγματοποιηθεί όταν παραδίδονται τα αγαθά στον πελάτη και μεταβιβάζεται η κυριότητά τους ή/και όταν έχουν παρασχεθεί οι συμφωνημένες υπηρεσίες. Αποχωρίζετε δηλαδή η διαδικασία της εξόφλησης του τιμήματος από την διαδικασία της παράδοσης. Το έσοδο καταχωρείται τη στιγμή της παράδοσης (οπότε και θεωρείται δεδουλευμένο ,accrual basis) και όχι όταν εισπράττεται (ταμειακή λογιστική ,cash basis). Βέβαια η αρχή αυτή αφορά στις συναλλαγές (πωλήσεις) που γίνονται με πίστωση ,καθώς για τις συναλλαγές τοις μετρητοίς δεν υπάρχει κανένα πρόβλημα.
2. **Η αρχή της συσχέτισης των εσόδων και των εξόδων. (matching principle).** Σύμφωνα με την αρχή αυτή, το λογιστικό αποτέλεσμα μιας περιόδου προκύπτει εάν από τα έσοδα της περιόδου αφαιρέσουμε τα αντίστοιχα έξοδα. Η πραγματοποίηση δηλαδή εσόδων σε μία χρονική διαχειριστική περίοδο ,συνεπάγεται με βάση αυτήν την αρχή και την πραγματοποίηση των αντίστοιχων εξόδων (accrual basis) ,χωρίς να λαμβάνεται υπόψη ο χρόνος πληρωμής των εξόδων (cash basis). Έτσι αρκετές “δαπάνες” ,κυρίως αγορές αποθεμάτων (εμπορευμάτων ,α & β υλών για μεταποίηση ,αναλωσίμων ,υλικών συσκευασίας) αλλά και το κόστος κτήσεως παγίων στοιχείων και ορισμένες προπληρωμένες δαπάνες εμφανίζονται στο ενεργητικό του ισολογισμού (ακόμα και αν έχουν πληρωθεί) και όχι στον λογαριασμό αποτελεσμάτων έως τη χρονική στιγμή πραγματοποίησεως του εσόδου με το οποίο και θα συσχετιστούν.
3. **Η αρχή του ιστορικού κόστους (historical cost principle).** Σύμφωνα με την αρχή αυτή, η τιμή κτήσεως ενός αγαθού απεικονίζει την παρούσα αξία των

μελλοντικών υπηρεσιών του για την επιχείρηση. Σύμφωνα με την αρχή αυτή τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία καταχωρούνται, στα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης, με την αξία κτήσεως τους ή του κόστους παραγωγής τους, η οποία αποτελεί και τη βάση για την αποτίμηση τους στο τέλος της χρήσεως. Επομένως, η αξία κτήσεως (ή το κόστος παραγωγής) αποτελεί την αξία στην οποία θα πρέπει να αποτιμώνται τα αγαθά αυτά. Οι λόγοι που συνηγορούν στην υιοθέτηση αυτής της αρχής αφορούν κυρίως στην ευκολία και αντικειμενικότητα προσδιορισμού και επαληθεύσεως της αξίας κτήσεως. Το μεγάλο μειονέκτημα είναι ότι σε συνθήκες (έντονου) πληθωρισμού και συνεχών διακυμάνσεων των τιμών οι πραγματικές αξίες των περιουσιακών στοιχείων που είναι αποτιμημένα σε τιμές ιστορικού κόστους να αποκλίνουν από τις εμφανιζόμενες στα βιβλία.

4. **Η αρχή της συνέπειας (the consistency principle).** Σύμφωνα με την αρχή αυτή, η εμφάνιση και η ταξινόμηση των στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις πρέπει να διατηρείται όμοια από χρήση σε χρήση, εκτός αν:

A) μια σημαντική μεταβολή στην φύση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης ή μια επανεξέταση του τρόπου παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων της καταδεικνύει ότι η μεταβολή θα καταλήξει σε μια περισσότερο κατάλληλη παρουσίαση των γεγονότων ή των συναλλαγών, ή  
B) μια μεταβολή στην παρουσίαση απαιτείται από ένα ΔΛΠ ή από διερμηνεία της διαρκούς επιτροπής διερμηνέων.

Σε κάθε περίπτωση όταν γίνονται αλλαγές στον τρόπο παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να αναπροσαρμόζονται κατάλληλα και τα στοιχεία της προηγούμενης χρήσης στο νέο τρόπο παρουσίασης ώστε να είναι δυνατή η σύγκριση μεταξύ των δύο χρονικών περιόδων. Επίσης με βάση αυτήν την αρχή οι οικονομικές μονάδες υποχρεούνται να διατηρούν σταθερές τις μεθόδους αποτίμησης των περιουσιακών τους στοιχείων (αποτίμηση απογραφής αποθεμάτων ,μέθοδος απόσβεσης ,μέθοδος κοστολόγησης ,προβλέψεις). Μάλιστα όταν προβαίνουν σε αλλαγή μίας από τις μεθόδους αποτίμησης αυτό πρέπει να υπαγορεύεται από ουσιαστικούς λόγους βελτίωσης της λειτουργίας των επιχειρήσεων ,η δε αλλαγή να γνωστοποιείται (παλαιότερα απαιτούνταν έγκριση) , να αιτιολογείται επαρκώς και να εφαρμόζεται πλέον σταθερά.

5. **Η αρχή της αντικειμενικότητας (objectivity principle).** Σύμφωνα με την

αρχή αυτή, όλες οι αξίες που διαπραγματεύεται η λογιστική θα πρέπει να αποδεικνύονται και να επαληθεύονται με αντικειμενικό τρόπο. Αυτό σημαίνει ότι θα πρέπει να υπάρχει κάποιο δικαιολογητικό έγγραφο από το οποίο να προκύπτει και η συναλλαγή, μέσα από την οποία δημιουργήθηκε η αξία.

6. **Η αρχή της πλήρους αποκάλυψης (full disclosure principle).** Σύμφωνα με την αρχή αυτή, οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να εκπονούνται κατά τέτοιο τρόπο ώστε να εξασφαλίζουν πλήρη και κατανοητή παρουσίαση όλων των σημαντικών πληροφοριών και στοιχείων που αναφέρονται στις οικονομικές υποθέσεις της επιχείρησης. Θα πρέπει δε να παρέχονται στους χρήστες των λογιστικών πληροφοριών όλες οι συμπληρωματικές πληροφορίες που είναι απαραίτητες για τη διαμόρφωση μιας καλά πληροφορημένης άποψης.

7. **Η αρχή της συντηρητικότητας (conservatism principle).**

Σύμφωνα με την αρχή αυτή, για τον προσδιορισμό των αποτελεσμάτων μιας περιόδου δεν θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη έσοδα που δεν έχουν πραγματοποιηθεί, αλλά θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη μόνο πιθανοί κίνδυνοι ή οι πιθανές επιπτώσεις από δυσμενείς καταστάσεις που είναι σε εξέλιξη (ζημίες), έστω και αν ακόμα δεν έχει πραγματοποιηθεί το σχετικό έξοδο ή η ζημιά. Μάλιστα όταν υπάρχει δυνατότητα λογιστικής αντιμετώπισης (καταγραφής, αποτίμησης, εμφάνισης) μίας οικονομικής συναλλαγής πρέπει να επιλέγεται εκείνη που θα έχει τη μικρότερη δυνατή ευνοϊκή επίπτωση στα κέρδη ή στην περιουσία της επιχείρησης. Βάσει της συγκεκριμένης αρχής δεν επιδιώκεται η απόκρυψη κερδών και η υποτιμημένη εμφάνιση της περιουσίας της επιχείρησης αλλά στοχεύετε να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα της επιχείρησης. Για να εξασφαλιστεί η βιωσιμότητα πρέπει να αποτραπεί η εμφάνιση ανύπαρκτων και αβέβαιων κερδών και η διανομή τους στους μετόχους.

8. **Η αρχή της αυτοτέλειας των χρήσεων.** Χρήση στη λογιστική θεωρείται μία (ημερολογιακή) χρονική περίοδος κατά την οποία προσδιορίζεται το (οικονομικό) αποτέλεσμα από τη συνολική λειτουργία της οικονομικής μονάδας. Η χρήση παρεμβάλλεται μεταξύ δύο διαδοχικών ισολογισμών. Βέβαια το οριστικό αποτέλεσμα από την λειτουργία της οικονομικής μονάδας θα είναι γνωστό με απόλυτη βεβαιότητα κατά τη στιγμή της παύσης λειτουργίας της μονάδας, όμως όπως περιγράφηκε παραπάνω, οι οικονομικές

μονάδες συνήθως δημιουργούνται για μακροχρόνια λειτουργία έτσι ώστε οι ανάγκες έγκαιρης ενημέρωσης των ιδιοκτητών καλύπτονται από τον ορισμό συγκεκριμένων χρονικών περιόδων προσδιορισμού αποτελεσμάτων –τις διαχειριστικές χρήσεις. Συνήθως οι χρήσεις αναφέρονται σε ένα πλήρες ημερολογιακό έτος (με κάποιες εξαιρέσεις όπως η υπερδωδεκάμηνη πρώτη χρήση κατά την έναρξη λειτουργίας μίας επιχείρησης). Οι χρήσεις θα πρέπει να έχουν ίση χρονική περίοδο ώστε τα αποτελέσματά τους να είναι συγκρίσιμα.

9. **Η αρχή της πραγματικής εικόνας και σαφήνειας.** Με βάση το άρθρο 42<sup>α</sup> του νόμου 2190/1920 “οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται υποχρεωτικά με βάση τις διατάξεις αυτού του άρθρου ...και εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διαρθρώσεως ,της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων της εταιρείας”. Ειδικότερα με βάση την αρχή αυτή επιβάλλεται όπως :

- Ο ισολογισμός περιλαμβάνει όλα τα περιουσιακά στοιχεία και τις απαιτήσεις και υποχρεώσεις που είχε η επιχείρηση κατά την ημερομηνία σύνταξης του ισολογισμού. Τα κονδύλια του ισολογισμού όπως και τα αποτελέσματα του λογαριασμού <<αποτέλεσμα χρήσης>> πρέπει να προκύπτουν από πραγματικές ποσότητες και μετρήσεις και με βάση τις παραδεγμένες λογιστικές αρχές.
- Οι συγκεντρωτικοί λογαριασμοί του ισολογισμού πρέπει να φέρουν τίτλους (ονομασίες) που απεικονίζουν το περιεχόμενό τους και να προέρχονται από συνάθροιση ομοιογενών αναλυτικών λογαριασμών.
- Τα στοιχεία του ενεργητικού στον ισολογισμό αναγράφονται με βάση τον βαθμό ρευστοποίησης τους ενώ τα στοιχεία του παθητικού ανάλογα με το βαθμό ληκτότητας τους.
- Να μην γίνονται συμψηφισμοί στοιχείων ενεργητικού με στοιχεία παθητικού.
- Να μην γίνονται περιττές υποδιαίρεσεις και αναλύσεις κονδυλίων που αντιβαίνουν στην έννοια του ισολογισμού ως απλής ,κατανοητής και συνοπτικής εικόνας της πραγματικής κατάστασης της επιχείρησης.
- Να μην συναθροίζονται ανομοιόμορφα κονδύλια και να μην γίνεται χρήση “γενικών” , “αοριστολόγων” , “διαφόρων” λογαριασμών που δεν παρέχουν σαφείς πληροφορίες για το πραγματικό περιεχόμενό τους.

10. Η αρχή του μη συμψηφισμού λογαριασμών ενεργητικού και παθητικού καθώς και εσόδων και εξόδων. Σύμφωνα με την αρχή αυτή απαγορεύεται οποιοσδήποτε συμψηφισμός κονδυλίων των λογαριασμών ενεργητικού και παθητικού (π.χ. απαιτήσεων με υποχρεώσεις) και λογαριασμών εσόδων και εξόδων και η εμφάνιση μόνο της μεταξύ τους διαφοράς.

### **3.3 Οικονομικές καταστάσεις με βάση το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ).**

---

Οι Ελληνικές επιχειρήσεις υποχρεούνται να εφαρμόζουν το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ , ΠΔ 1123 ,ΦΕΚ 283/1980). Στην αρχή υποχρεώθηκαν στην εφαρμογή του όλες οι Α.Ε. ,ΕΠΕ και κατά μετοχές Ε.Ε. που υπάγονταν στον έλεγχο των Ορκωτών Ελεγκτών.<sup>12</sup> Σταδιακά όμως και από το 1997 και μετά υποχρεώθηκαν στην εφαρμογή του όλες οι επιχειρήσεις που τηρούν λογιστικά βιβλία κατά τη διπλογραφική μέθοδο. Το ΕΓΛΣ περιλαμβάνει και υποδείγματα (εναρμονισμένα με τις οδηγίες της Ε.Ε.) για τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις που υποχρεωτικά καταρτίζουν (και δημοσιεύουν) οι επιχειρήσεις με λογιστικά βιβλία.

Ο νόμος 2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών (Α.Ε.) αλλά και ο νόμος 3155/1955 περί εταιριών περιορισμένης ευθύνης (Ε.Π.Ε.) καθορίζουν τις οικονομικές καταστάσεις που υποχρεωτικά συντάσσουν οι εταιρείες με λογιστικά βιβλία οι οποίες είναι :

1. ο ισολογισμός
2. ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης
3. ο πίνακας διάθεσης κερδών
4. το προσάρτημα
5. έκθεση διαχείρισης Δ.Σ. (ή του διαχειριστή εταίρου σε ΕΠΕ)
6. έκθεση των ελεγκτών

---

<sup>12</sup> Τα όρια σήμερα μετά το νόμο 3604/2007 που τροποποίησε τα σχετικά άρθρα του Ν.2190/1920 για τον έλεγχο των επιχειρήσεων από ορκωτούς ελεγκτές είναι :

1. σύνολο ενεργητικού ισολογισμού : 2.500.000 €
2. καθαρός κύκλος εργασιών : 5.000.000 €
3. μέσος όρος προσωπικού : 50 άτομα

Για να υπαχθεί στον έλεγχο των ορκωτών ελεγκτών μία νέα επιχείρηση πρέπει να υπερβεί δύο από τα τρία παραπάνω όριο σε δύο συνεχόμενες διαχειριστικές χρήσεις ,ενώ μία εταιρεία παύει να υπάγεται στο έλεγχο των ο.ε. όταν σε δύο προηγούμενες συνεχόμενες διαχειριστικές χρήσεις δεν υπερβεί τα δύο από τα τρία παραπάνω κριτήρια.

Η μορφή των οικονομικών καταστάσεων και τα συστατικά τους αντανακλούν τον τρόπο με τον οποίο αυτές συνδέονται μεταξύ τους. Ο λογαριασμός εισοδήματος ή λογαριασμός κερδών (income statement ,earnings statement) ,που με βάση το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο ονομάζεται **λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης** απεικονίζει κατά πόσο έχει αυξηθεί (ή μειωθεί) η καθαρή θέση (shareholders equity) ως αποτέλεσμα των δραστηριοτήτων μίας επιχείρησης σε μία χρονική περίοδο (διαχειριστική χρήση). Το τελευταίο νούμερο του λογαριασμού εισοδήματος (bottom line number) ,που αποτελεί και το τελικό αποτέλεσμα μέτρησης της προστιθέμενης (ή αφαιρούμενης) αξίας προς τους μετόχους μίας επιχείρησης ονομάζεται κέρδος ή καθαρό κέρδος ή καθαρό εισόδημα (ή ζημία) (earnings ,net earnings ,net income ,loss).(Αυτό το ποσό μέσω του πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων μεταφέρεται στον ισολογισμό της επιχείρησης). Ο λογαριασμός εισοδήματος (income statement) απεικονίζει τις πηγές του καθαρού εισοδήματος και διακρίνει δύο κυρίως μεγάλες κατηγορίες :

**ΕΣΟΔΑ (REVENUES) : Αύξηση αξίας**

**ΕΞΟΔΑ (EXPENSES) : Μείωση αξίας**

**ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ / ΖΗΜΙΕΣ**

Παρακάτω παραθέτουμε την **κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεως (λογ. 86)** σύμφωνα με το υπόδειγμα του ΕΓΛΣ (καθώς και τους κωδικούς των λογαριασμών που προβλέπονται να τηρούνται). Ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης (λογαριασμός κερδών/ζημιών για τους ‘‘παλαιότερους’’) ,είναι το αντίστοιχο του λογαριασμού εισοδήματος (statement of income ,income account) σύμφωνα με τα Αμερικανικά Πρότυπα ή και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Καταρτίζεται υποχρεωτικά (σε δύο στήλες για τρέχουσα και προηγούμενη χρήση) μαζί με τον ισολογισμό και τον πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων σε ένα ενιαίο σώμα και δημοσιεύεται ,ενώ υποβάλλεται και στη Νομαρχία (Διεύθυνση Εμπορίου). Ο λογαριασμός ,ο οποίος αποτελεί πίνακα ροής (flow statement) αφορά όλη τη διαχειριστική περίοδο (χρήση) ,χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό των τελικών αποτελεσμάτων (κερδών ή ζημιών) χρήσης πριν από τους φόρους ,χωρίζεται σε δύο τμήματα :

- I. Αποτελέσματα εκμετάλλευσης** ,όπου συγκεντρώνονται όλα τα τακτικά ,οργανικά έσοδα και έξοδα καθώς και τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι) και προσδιορίζονται τα οργανικά τελικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης και
- II. Έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα** ,όπου συγκεντρώνονται ποσά που αφορούν έκτακτα και ανόργανα γεγονότα καθώς και ποσά που αφορούν προηγούμενες χρήσεις και τελικά προσδιορίζεται το τελικό αποτέλεσμα χρήσης προ φόρων.

Σε μία ποιό συμπυγμένη μορφή η ροή των αποτελεσμάτων έχει ως εξής :

Κύκλος εργασιών (καθαρές πωλήσεις ,net sales)

- Κόστος πωλήσεων (cost of goods sold) (κόστος αποθεμάτων και Γ.Β.Ε. παραγωγής)

---

**Μικτά αποτελέσματα (gross profit /loss)**

- Έξοδα λειτουργιών (SGA ,διοίκησης ,διάθεσης ,έρευνας &ανάπτυξης)

---

**Μερικά αποτελέσματα**

+/- Χρηματοοικονομικά αποτελέσματα (χρεωστικοί και πιστωτικοί τόκοι)

---

**Ολικά οργανικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης (net operating profit)**

+/- Έκτακτα και ανόργανα αποτελέσματα (και ποσά προηγούμενων χρήσεων)

---

**Καθαρά αποτελέσματα χρήσεως προ φόρων (bottom line earnings before taxes)**

Στην κατάσταση αποτελεσμάτων (income statement) περιέχονται πέντε ομάδες στοιχείων :

1. Τακτικά (οργανικά) Έσοδα
2. Τακτικά (οργανικά )Έξοδα και κόστη
3. Έκτακτα Κέρδη
4. Έκτακτες Ζημίες
5. Εξαιρετικά και μη επαναλαμβανόμενα στοιχεία

Σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ. :

**Τακτικά (Οργανικά) έσοδα** είναι εκείνα που αναφέρονται στην ομαλή εκμετάλλευση της χρήσεως και συσχετίζονται με το οργανικό κόστος και τα οργανικά έξοδα για τον προσδιορισμό του οργανικού αποτελέσματος εκμεταλλεύσεως της οικονομικής μονάδας. Αναφέρονται και ως επαναλαμβανόμενα έσοδα (recurring items).

**Έκτακτα (Ανόργανα) έσοδα** είναι εκείνα που προέρχονται από τυχαίες και συμπτωματικές πράξεις, συναλλαγές ή άλλες δραστηριότητες της οικονομικής μονάδας, όπως π.χ. τα έσοδα από εκποίηση ενσώματων ή ασώματων πάγιων στοιχείων και τα έσοδα από λαχεία. Αναφέρονται και ως μη επαναλαμβανόμενα έσοδα (nonrecurring items)

**Ομαλά έσοδα** είναι εκείνα που πηγάζουν από την κανονική, ομαλή και κατά κανόνα προγραμματισμένη πορεία της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας.

**Ανώμαλα έσοδα** είναι εκείνα που οφείλονται σε απότομες μεταβολές της οικονομικής συγκυρίας ή σε έκτακτα γεγονότα και περιστατικά που, κάτω από κανονικές συνθήκες, δεν αναμένονται και η χρονική διάρκειά τους είναι συνήθως περιορισμένη, όπως π.χ. τα έσοδα που προέρχονται από σοβαρές και έκτακτες, μερικές ή γενικές, διακυμάνσεις των τιμών από συγκυριακά γεγονότα οικονομικά, πολιτικά, κοινωνικά ή φυσικά.

**Κόστος** είναι η διάθεση ή επένδυση αγοραστικής δυνάμεως για την απόκτηση υλικών ή άυλων αγαθών και υπηρεσιών με σκοπό τη χρησιμοποίησή τους για την πραγματοποίηση εσόδων από πωλήσεις ή την κάλυψη κοινωνικών αναγκών.

**Έξοδο** είναι το κόστος που βαρύνει τα έσοδα της χρήσεως (εξαφανιζόμενο κόστος). Το κόστος εξαφανίζεται (εκπνέει) όταν πωλείται το αγαθό στο οποίο είναι ενσωματωμένο. Τότε το κόστος του αγαθού αυτού μετατρέπεται σε έξοδο (κόστος πωληθέντων) και βαρύνει το έσοδο που προκύπτει από την πώλησή του.

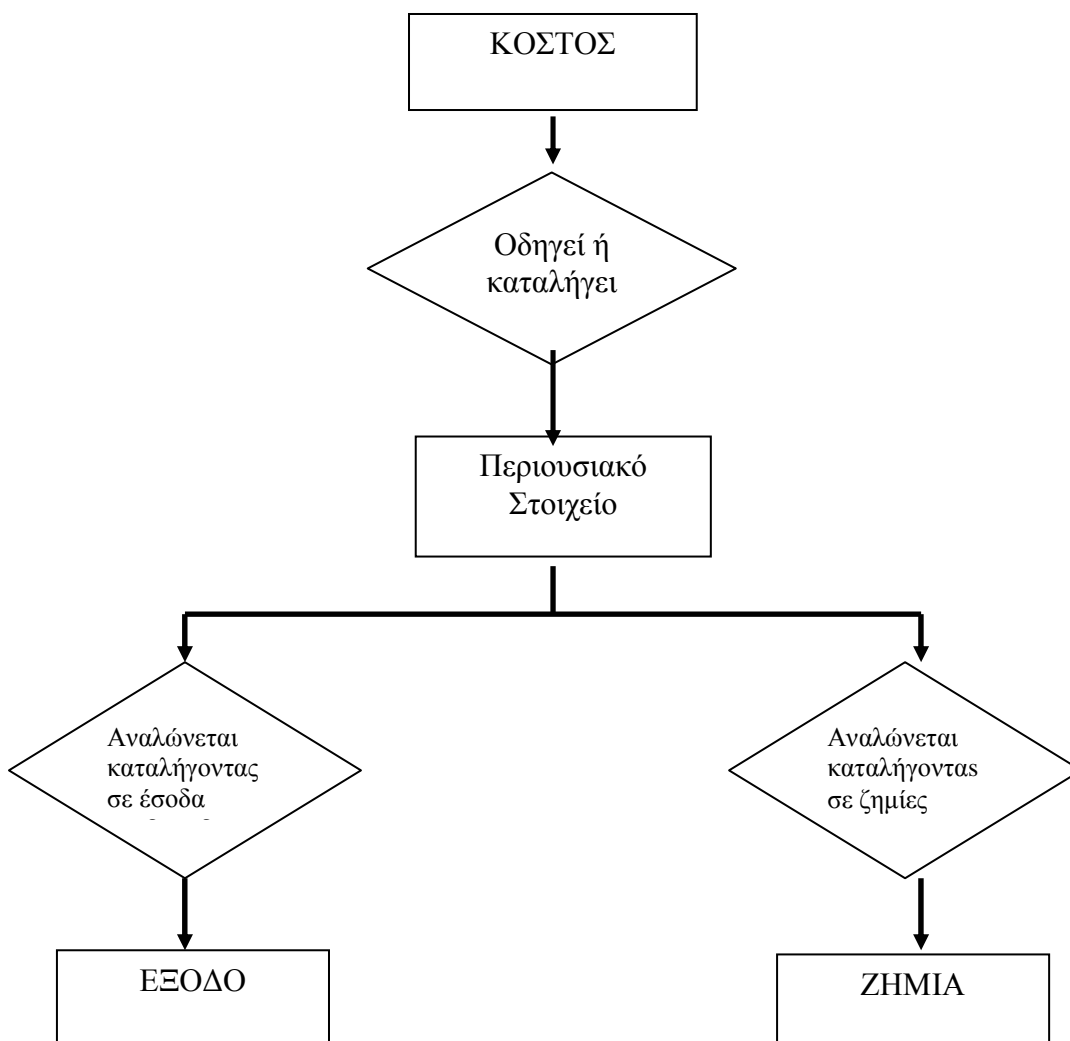
Τα έξοδα της χρήσεως σχηματίζονται από το κόστος κτήσεως ή παραγωγής των πωλημένων, αυξημένο με το κόστος των λειτουργιών διοικήσεως, διαθέσεως, χρηματοοικονομικής και ερευνών - αναπτύξεως, που δεν έχει ενσωματωθεί στο κόστος παραγωγής.



Ισχύει η ισότητα :

$$\text{ΕΣΟΔΑ Χρήσεως} - \text{ΕΞΟΔΑ Χρήσεως} = \text{ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ Χρήσεως} (\pm)$$

Σχήμα 3. Σχέση μεταξύ κόστους ,εσόδων και εξόδων.



Πηγή : R. Schroeder ,M.Clark ,J.Cathey : Financial Accounting Theory ,2009

---

Στην κατάσταση του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης υπάρχουν οι αναγκαίες πληροφορίες για τον υπολογισμό δύο ευρέως χρησιμοποιούμενων δεικτών απόδοσης του EBIT (earnings before interest and taxes) ,(ΚΠΤΦ ,κέρδη προ τόκων και φόρων)

και του EBITDA (earnings before interest and taxes depreciation and amortization) (ΚΠΤΦΑ ,κέρδη προ τόκων και φόρων και αποσβέσεων και απομειώσεων) καθώς στο τελικό αποτέλεσμα που είναι προ φόρων προσθέτουμε τους χρεωστικούς τόκους για τους οποίους έχουμε το σχετικό κονδύλι και για το EBITDA καθώς προσθέτουμε το ποσό των αποσβέσεων για το οποίο επίσης έχουμε στοιχεία (κατά το ΕΓΛΣ το ποσό των απομειώσεων δεν διακρίνεται αλλά περιέχεται στο ποσό των αποσβέσεων).

Να αναφέρουμε ακόμη ότι ο λογαριασμός αποτελεσμάτων χρήσης καταρτίζεται και εσωλογιστικά (με λογιστικές εγγραφές) ,αφού βεβαίως προηγηθεί φυσική απογραφή καταμέτρηση και αποτίμηση των αποθεμάτων με μία από τις αποδεκτές μεθόδους και αφού συνταχθεί φύλλο μερισμού δαπανών για τον καταλογισμό των εξόδων που είναι συγκεντρωμένα -καταχωρημένα κατ είδος σε λογαριασμούς εξόδων κατά προορισμό όπως απαιτεί το ΕΓΛΣ για τις εγγραφές προσδιορισμού των αποτελεσμάτων. Από τον λογαριασμό αυτόν που είναι αρκετά πληροφοριακός έχουμε συγκέντρωση των εξόδων κατά τις βασικές λειτουργίες μίας οικονομικής μονάδας (λειτουργία διοίκησης ,διάθεσης ,ερευνών και ανάπτυξης και επίσης τους χρεωστικούς και πιστωτικούς τόκους). Επίσης έχουμε ξεχωριστά τα ποσά που αφορούν έκτακτα και ανόργανα γεγονότα ,καθώς και ποσά που δεν αφορούν τη συγκεκριμένη χρήση ,αλλά προηγούμενη (προηγούμενες ,και τα οποία για κάποιο λόγο δεν καταχωρήθηκαν στην χρήση που δημιουργήθηκαν αλλά στην τρέχουσα). Η μόνη πληροφορία που δεν έχουμε είναι τα ποσά από διακοπείσες δραστηριότητες (discontinued operations) (προφανώς λαμβάνοντας υπόψη το σχετικά μικρό μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων με συγκεκριμένες και περιορισμένες δραστηριότητες δεν έγινε πρόβλεψη για τέτοια αναφορά).

## ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΛΟΓ/ΣΜΟΥ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΕΩΣ (ΛΟΓ / 86).

70,71,72,73 (70-73) - 86.00.00 86.00.00 (80.01) 86.00.01 (74,75,78.05)	<b><u>I. Αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως</u></b> Κύκλος εργασιών (πωλήσεις) Μείον : Κόστος πωλήσεων Μικτά αποτ/τα (κέρδη ) εκμεταλλεύσεως :  Πλέον :Άλλα έσοδα εκμετάλλευσης Σύνολο :
86.00.02 (92.01) 86.00.03 (92.02) 86.00.04 (92.03)  86.00.05 (92.00)	ΜΕΙΟΝ : 1. Έξοδα διοικητικής λειτουργίας 2. Έξοδα ερευνών-αναπτύξεως 3. Έξοδα λειτουργίας διαθέσεως 4. Έξοδα λειτουργίας Παραγωγής μη κοσ  Μερικά αποτ/τα (κέρδη) εκμ/σης :
86.01.00 (76.00) 86.01.01 (76.01) 86.01.02 (76.04) 86.01.03 (76.02)	ΠΛΕΟΝ : (ή μείον) 1. Έσοδα συμμετοχών 2. Έσοδα χρεογράφων 3. Κέρδη πωλήσεως συμμ-χρ. 4. Πιστωτικοί τόκοι
86.01.07 (64.11) 86.02.01 (64.10) 86.01.09 (65)	Μείον : 1. Διαφορές Αποτιμ. Συμμ-χρ. 2. Έξοδα και ζημ. συμμ-χρεογρ 3. Χρεωστικοί τόκοι
	<b>Ολικά αποτ/τα (κέρδη) εκμεταλλεύσεως :</b>
	<b><u>II. ΠΛΕΟΝ (ή μείον) : Έκτακτα αποτ/τα</u></b>
86.02.00 (81.01) 86.02.01 (81.03) 86.02.02 (82.01) 86.02.03 (84)	1. Έκτακτα & ανόργανα Έσοδα 2. Έκτακτα κέρδη 3. Έσοδα προηγ. Χρήσεων 4. Έσοδα απο προβλ.προηγ χρήσεις
86.02.07 (81.00) 86.02.08 (81.02) 86.02.09 (82.00) 86.02.10 (83)	Μείον : 1. Έκτακτα και ανόργανα έξοδα 2. Έκτακτες ζημίες 3. Έξοδα προηγ. Χρήσεων 4. Προβλέψεις για έκτακτους κινδύνους
66 + 85 66	Οργανικά και έκτακτα αποτ/τα : ΜΕΙΟΝ : Σύνολο αποσβέσεων παγίων Μείον:οι απ'αυτές ενσωματωμ.

**86.99**

**ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ**

Αξιίζει να αναφέρουμε πως σύμφωνα με το ΕΓΛΣ αλλά και το ΠΔ 186/1992 περί κώδικα βιβλίων και στοιχείων που ορίζει και θέματα εφαρμογής του γενικού λογιστικού σχεδίου προβλέπεται να τηρείται και ο **λογαριασμός γενικής εκμετάλλευσης (λογ 80-00)**. Ο λογαριασμός αυτός (παρόμοιος δεν υπάρχει ούτε στο FASB ούτε και στα ΔΠΧΠ) καταρτίζεται υποχρεωτικά ,αναγράφεται στο (θεωρημένο) βιβλίο απογραφών και ισολογισμών (ενώ συνυποβάλλεται στη Δ.Ο.Υ. μαζί με την ετήσια δήλωση φορολογίας εισοδήματος). Ο λογαριασμός αυτός δεν δημοσιεύεται ,ούτε κατατίθεται στην Νομαρχία ,έτσι δεν είναι διαθέσιμος σε εξωτερικούς αναλυτές. Περιέχει όμως πολλές σημαντικές ομαδοποιημένες και χρήσιμες πληροφορίες που δεν βρίσκονται σε καμία άλλη οικονομική κατάσταση. Ο λογαριασμός αυτός όπως άλλωστε προκύπτει και από τον τίτλο του δίνει τα καθαρά ,οργανικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης της οικονομικής μονάδας και μάλιστα συγκριτικά με τα αντίστοιχα ποσά της προηγούμενης χρήσης καθώς καταρτίζεται υποχρεωτικά σε δύο στήλες (τρέχουσα και προηγούμενη χρήση). Μάλιστα σε αυτόν συγκεντρώνεται η ετήσια δραστηριότητα και η συνολική ετήσια κίνηση των λογαριασμών κυκλοφορίας ή εκμεταλλεύσεως. Συγκεκριμένα περιέχονται πληροφορίες για :

1. Αποθέματα αρχής και τέλους χρήσης καθώς και αξία αγορών αποθεμάτων κατά τη διάρκεια της χρήσης και μάλιστα κατά γενική κατηγορία αποθεμάτων (εμπορεύματα ,πρώτες ύλες ,έτοιμα προϊόντα ,ημιέτοιμα ,αναλώσιμα ,είδη συσκευασίας) ,έτσι ώστε να προκύπτει σ συνολική αξία αγορών (εισαγωγών) και αναλώσεων αποθεμάτων χρήσης. (στις εμπορικές επιχειρήσεις αυτό είναι συνήθως και το κόστος πωλήσεων ,ενώ στις βιομηχανικές είναι το κόστος αναλώσεων αποθεμάτων).
2. Κατά είδος οργανικά έξοδα (κατά γενική κατηγορία πρωτοβάθμιων λογαριασμών του ΕΓΛΣ ,δηλαδή των ομάδων 60-66).
3. Κατά είδος οργανικά έσοδα από την εκμετάλλευση των τακτικών λειτουργιών της οικονομικής μονάδας (κατά γενική κατηγορία πρωτοβάθμιων λογαριασμών του ΕΓΛΣ ,δηλαδή των ομάδων 70-78).

Στο λογαριασμό γενικής εκμετάλλευσης (ο οποίος μάλιστα προκύπτει και με λογιστικές εγγραφές) προσδιορίζεται το συνολικό οργανικό αποτέλεσμα εκμετάλλευσης (και μάλιστα με αρκετά μεγάλη ανάλυση) το οποίο αποτελεί αντικειμενικό μέτρο αποδοτικότητας της επιχείρησης γιατί προέρχεται από συσχέτιση των τακτικών και οργανικών εσόδων προς τα αντίστοιχα έσοδα. Το υπόλοιπο του λογαριασμού αυτού (εάν είναι χρεωστικό =ζημίες ,εάν είναι πιστωτικό = κέρδη) μεταφέρεται με λογιστική εγγραφή στον λογαριασμό αποτελεσμάτων χρήσεως (λογ. /86). Το ίδιο αυτό ποσό (εκ κατασκευής) εμφανίζεται και στον πίνακα του λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσης ως τελευταία γραμμή στο τμήμα I. Αποτελέσματα εκμετάλλευσης (όπου εδώ έχουν προσδιοριστεί τα αποτελέσματα κατά λειτουργία).

Παρακάτω παρατίθεται ο πίνακας του λογαριασμού γενικής εκμετάλλευσης (λογ. /80) όπως ακριβώς προβλέπει το υπόδειγμα του γενικού λογιστικού σχεδίου.

ΧΡΕΩΣΗ

**1. Αποθέματα ενάρξεως χρήσεως**

- 20. Εμπορεύματα
- 21. Προϊόντα Έτοιμα & ημιτελή
- 22. Υποπροϊόντα& υπολείμματα
- 23. Παραγωγή σε εξέλιξη
- 24 . Α΄ & Β΄ ύλες- Υλικά συσκ/ας
- 25. Αναλώσιμα υλικά
- 26. Ανταλλακτικά παγίων
- 28. Είδη συσκευασίας

**2. Αγορές χρήσης**

- 20. Εμπορεύματα
- 24 . Α΄ & Β΄ ύλες- Υλικά συσκ/ας
- 25. Αναλώσιμα υλικά
- 26. Ανταλλακτικά παγίων
- 28. Είδη συσκευασίας

Σύνολο αρχικών αποθεμάτων & αγορών :

**3. ΜΕΙΟΝ Αποθέματα τέλους χρήσης**

- 20. Εμπορεύματα
- 21. Προϊόντα Έτοιμα & ημιτελή
- 22. Υποπροϊόντα& υπολείμματα
- 23. Παραγωγή σε εξέλιξη
- 24 . Α΄ & Β΄ ύλες- Υλικά συσκ/ας
- 25. Αναλώσιμα υλικά
- 26. Ανταλλακτικά παγίων
- 28. Είδη συσκευασίας

**Αγορές και διαφορά αποθ/των :**

**4. Οργανικά έξοδα**

- 60. Αμοιβές προσωπικού
- 61. Αμοιβές και έξοδα τρίτων
- 62. Παροχές τρίτων
- 63. Φόροι - Τέλη
- 64. Διάφορα έξοδα
- 64.00 Έξοδα μεταφορών
- 64.01 Έξοδα ταξιδίων
- 64.02 Έξοδα προβ.& διαφήμισης
- 64.03 Έξοδα εκθέσεων-επιδείξ.
- 64.04 Ειδικά έξοδα προώθ.εξαγ
- 64.05 Συνδρομές -Εισφορές
- 64.06 Δωρεές - Επιχορηγήσεις
- 64.07 Εντυπα & γραφική ύλη
- 64.08 Υλικά άμεσης ανάλωσης
- 64.09 Έξοδα δημοσιεύσεων
- 64.10 Έξοδα συμμ. & χρεογράφ
- 64.11 Διαφορές αποτ. Συμ&χρ
- 64.98 Διάφορα έξοδα
- 65. Τόκοι και συναφή έξοδα

- 66. Αποσβέσεις Παγίων στοιχ.

ΠΙΣΤΩΣΗ

**1. Πωλήσεις**

- 70. Εμπορευμάτων
- 71. Προϊόντων Ετοιμών & ΗΜΙΤ
- 72. Υποπροϊόντων & υπολειμμάτ
- 72. Πρώτων & βοηθ. Υλών -υλικ.
- 72. Αναλωσίμων υλικών
- 72. Ανταλλακτικών παγίων στοιχ
- 72. Ειδών συσκευασίας
- 72. Άχρηστου υλικού
- 73. Υπηρεσιών (Έσοδα από πω)
- 78.05 Χρησιμ/μένες προβλ. Εκμ.

**2. Λοιπά οργανικά έσοδα.**

- 74. Επιχορηγήσεις και διάφορα έσοδα πωλήσεων
- 75. Έσοδα παρεπομένων ασχολ
- 76. Έσοδα κεφαλαίων
- 78.05 Χρησιμ/μένες προβλ. Εκμ.

68. Προβλέψεις εκμεταλλ/σεως

**Συνολικό Κόστος :**

ΜΕΙΟΝ :

78.00 Ιδιοπαρ.& βελτ. Παγίων

Συνολικό κόστος εσόδων

**80.00 Κέρδη εκμεταλλεύσεως**

**80.00 Ζημίες εκμεταλλεύσεως**

### **3.4 Οικονομικές καταστάσεις με βάση τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης ,IFRS).**

Σύμφωνα με το άρθρο 134 του νόμου 2190/1920 οι ανώνυμες εταιρείες, των οποίων οι μετοχές ή άλλες κινητές αξίες είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά, καθώς και τα πιστωτικά και τα χρηματοδοτικά ιδρύματα, που ορίζονται στις παραγράφους 1 και 6 του άρθρου 2 του ν.2076/1992 (ΦΕΚ 130 Α΄) και έχουν τη μορφή ανώνυμης εταιρείας συντάσσουν Ετήσιες Οικονομικές Καταστάσεις σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα.

Σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (International Financial Representation Standards ,IFRS) ,και συγκεκριμένα με το ΔΠΧΠ Ν1 στο οποίο μεταξύ άλλων αναφέρεται ότι ... “σκοπός του παρόντος προτύπου είναι οι οικονομικές καταστάσεις και οι ενδιάμεσες οικονομικές καταστάσεις μίας οικονομικής οντότητας ...να περιέχουν υψηλής ποιότητας πληροφόρηση που ...να παρέχει διαφάνεια στους χρήστες και να συγκρίσιμη όλες τις περιόδους που παρουσιάζονται” οι επιχειρήσεις οφείλουν να συντάσσουν και να δημοσιεύουν τις εξής οικονομικές καταστάσεις :<sup>13</sup>

- Ισολογισμό
- Κατάσταση αποτελεσμάτων (συνολικών εσόδων)
- Πίνακα διάθεσης αποτελεσμάτων
- Κατάσταση ταμειακών ροών
- Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων
- Προσάρτημα (σχετικές σημειώσεις επί των οικονομικών καταστάσεων).
- Έκθεση διαχείρισης Δ.Σ.

<sup>13</sup> Το ΔΧΠ 1 αναφέρεται στον ισολογισμό ως “statement of financial position” “κατάσταση της περιουσιακής θέσης της επιχείρησης” και όχι ως balance sheet.

Επίσης υποχρεούνται να επιλέγουν ορκωτό ελεγκτή ,η έκθεση ελέγχου του οποίου (πιστοποιητικό ελέγχου) επίσης δημοσιεύεται.

Το ΔΠΧΠ 1 δεν καθορίζει συγκεκριμένο τύπο της κατάστασης αποτελεσμάτων (ούτε καν συγκεκριμένη ονομασία) ,επιβάλλει όμως να αναγράφονται τα ακόλουθα :

Τα έσοδα ,χρηματοοικονομικά κόστη ,το ποσό φόρου ,το αποτέλεσμα από διακοπείσες δραστηριότητες ,κέρδη ή ζημίες που αναλογούν στα δικαιώματα μειοψηφίας ,και αν τα ποσά είναι σημαντικά (κατά την εκτίμηση της εταιρείας) την υποτίμηση (υπερτίμηση) της αξίας των αποθεμάτων ,αναδιάρθρωση δραστηριοτήτων της επιχείρησης και το αναλογούν κόστος ,νομικούς διακανονισμούς ,λοιπές προβλέψεις. Η οικονομική μονάδα μπορεί να επιλέξει την ανάλυση των εξόδων με ταξινόμηση είτε με βάση το είδος είτε με βάση τη λειτουργία ,με βάση αυτό που θεωρεί ότι ανταποκρίνεται καλύτερα στη μορφή της δραστηριότητάς της ,σε αντίθεση με το ΕΓΛΣ που απαιτεί συγκεκριμένο τύπο του λογαριασμού αποτελεσμάτων. Έτσι στην πράξη συναντώνται διάφορες του λογαριασμού αποτελεσμάτων.

Παρακάτω παρουσιάζουμε ένα υπόδειγμα της κατάστασης αποτελεσμάτων σύμφωνα με τα IFRS ,με ανάλυση των εξόδων κατ' είδος :

Έσοδα		X
Άλλα έσοδα		X
Μεταβολές στα αποθέματα ετοιμών	X	
Αναλώσεις πρώτων υλών και υλικών	X	
Έξοδα προσωπικού	X	
Αποσβέσεις	X	
Άλλα έξοδα	X	
Σύνολο εξόδων		-X
Τελικό αποτέλεσμα		+/-



Και ένα δεύτερο υπόδειγμα με ανάλυση εξόδων κατά λειτουργία :

Έσοδα (πωλήσεις)		X
Κόστος πωληθέντων		-X
Μικτό αποτέλεσμα		+/-
Άλλα έσοδα		X
Έξοδα διοίκησης		-X
Χρηματοοικονομικά		-X
Άλλα έξοδα		-X
Αποτέλεσμα		+/-

### **3.5. Οικονομικές καταστάσεις με βάση το F.A.S.B. και S.E.C.**

Στις Η.Π.Α. οι δύο βασικές αρχές όσον αφορά την σύνταξη και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων είναι το SEC (Securities and Exchange Commission ,η επιτροπή που επιβλέπει τις αγορές μετοχών και αξιολογών στις ΗΠΑ) και το FASB (Financial Accounting Standards Board,το Συμβούλιο Χρηματοοικονομικών και Λογιστικών Προτύπων). Το SEC καθορίζει τις υποχρεώσεις των εταιριών ως προς την υποβολή των οικονομικών καταστάσεων σε ετήσια και περιοδική βάση ,ενώ το FASB καθορίζει το πλαίσιο των Γενικά Παραδεκτών Λογιστικών Αρχών (General Accepted Accounting Principles ,GAAP) ,εκδίδοντας Καταστάσεις Χρηματοοικονομικών &Λογιστικών Προτύπων (Statements of Financial & Accounting Standards ,SFAS και Καταστάσεις Χρηματοοικονομικών &Λογιστικών Κανόνων (Statements of Financial & Accounting Concepts ,SFAC).

- Σε ετήσια βάση οι επιχειρήσεις που είναι εισηγμένες σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά ή θέλουν να εκδώσουν αξιόγραφα στην Αμερικανική Αγορά υποβάλλουν το 10-K Report ,το οποίο είναι ένα πλήρες πακέτο δημοσιεύσεων που αποτελείται εκτός από τις οικονομικές καταστάσεις και από συμπληρωματικές πληροφοριακές καταστάσεις. Έτσι στα πλαίσια του 10-K Report υποβάλλουν (σε ηλεκτρονική μορφή στη βάση δεδομένων EDGAR) :

### **10-K REPORT :**

Ισολογισμό (Balance sheet)  
Κατάσταση αποτελεσμάτων (συνολικών εσόδων) (Income Statement)  
Κατάσταση ταμειακών ροών (Cash Flow Statement)  
Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (Statement of Stockholder Equity).  
Κατάσταση συνολικού εισοδήματος (Statement of comprehensive income)  
Σημειώσεις επί οικονομικών καταστάσεων (Notes to the Financial Statements)  
Έκθεση διαχείρισης Δ.Σ. (Management Discussion & Analysis)  
Ανάλυση επιχείρησης (Business Analysis)  
Περιουσιακά στοιχεία (Properties)  
Μισθώματα (Leasing)  
Δικαστικές υποθέσεις (Legal Proceedings)  
Αλλαγές ή διαφωνίες με Ελεγκτές (Changes or Disagreements with Auditors).

- Σε τριμηνιαία (περιοδική) βάση υποβάλλουν το 10-Q Report που περιλαμβάνει

### **10-Q REPORT :**

Ισολογισμό (Balance sheet)  
Κατάσταση αποτελεσμάτων (συνολικών εσόδων) (Income Statement)  
Κατάσταση ταμειακών ροών (Cash Flow Statement)  
Κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων (Statement of Stockholder Equity).  
Κατάσταση συνολικού εισοδήματος (Statement of comprehensive income)  
Σημειώσεις επί οικονομικών καταστάσεων (Notes to the Financial Statements)  
Έκθεση διαχείρισης Δ.Σ. (Management Discussion & Analysis).

- Επίσης είναι δυνατόν να υποβάλλουν ,στα πλαίσια του 8-K Report επιπλέον πληροφορίες (μη οικονομικού περιεχομένου) όπως

### **8-K REPORT :**

Αλλαγές στον έλεγχο της επιχείρησης (Change in control)  
Αποκτήσεις και αποχωρήσεις (Acquisitions and Divestitures)  
Χρεοκοπία (Bankruptcy)  
Αλλαγές στους Ελεγκτές (Change in Auditors)  
Παραίτηση μελών Διοίκησης (Resignation of Directors)

Να σημειώσουμε ότι το FASB δεν ορίζει συγκεκριμένο τύπο κατάρτισης της κατάστασης εισοδήματος (income statement) ,αλλά επιβάλλει να περιέχονται σε αυτήν τα απαραίτητα συστατικά μέρη όπως έσοδα (revenues) ,έξοδα (expenses) ,κέρδη (gains) ζημιές (losses) ,επαναλαμβανόμενες και μη επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες

(recurring vs nonrecurring activities) ,εξαιρετικά κονδύλια (extraordinary items).<sup>14</sup> Σε μερικές περιπτώσεις ανάλυση των ποσών της κατάστασης εισοδήματος περιέχεται στις σημειώσεις των οικονομικών καταστάσεων (financial statements footnotes). Έτσι κάθε επιχείρηση ανάλογα με το αντικείμενο δραστηριότητάς της και την λογιστική-κοστολογική της οργάνωση (αλλά και τις προθέσεις και επιδιώξεις της όσον αφορά στην ενημέρωση των τρίτων) καταρτίζει την κατάσταση εισοδήματος (με συγκριτικά δεδομένα τριών ετών) ένα υπόδειγμα της οποίας παρουσιάζουμε παρακάτω :

### **Statement of Income (for the period....)**

Net revenue (net sales)

Other revenues

- Cost of sales (cost of goods sold)

#### **Gross (operating) margin**

Operating Expenses :

Selling ,General & Administrative (SGA)

Research & Development (R & D)

Other operating expenses (charges)

#### **Operating Income (ebit = earnings before interest & taxes)**

Interest

Taxes

#### **Income After Interest & taxes**

+ / - Cumulative effect of Accounting changes

#### **Net Income (earnings)**

### **EPS (Earnings Per Share)**

#### **Basic eps**

#### **Diluted eps**

Οι βασικές αρχές που διέπουν την σύνταξη της κατάστασης εισοδήματος είναι η αρχή των δεδουλευμένων (accruals concept) ,η αρχή της ταύτισης (matching principle) ,η αρχή της αναγνώρισης (recognition principle) ,και η αρχή της συντηρητικότητας (conservatism).<sup>15</sup> Σύμφωνα με το FASB αλλά και τα IFRS προβλέπεται η αναγραφή

---

<sup>14</sup> Ανάλυση των διαφόρων εννοιών των εσόδων ,εξόδων ,κόστους ,κερδών και ζημιών υπάχει στην παράγραφο 3.3 ‘οικονομικές καταστάσεις σύμφωνα με το Ε.Γ.Λ.Σ’.

<sup>15</sup> Αναλυτική παρουσίαση των γενικών αρχών και κανόνων που διέπουν την σύνταξη και παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων καθώς και των πλεονεκτημάτων αλλά και μειονεκτημάτων τους υπάρχει στις παραγράφους 2.4.2. ‘‘διαδικασία μέτρησης εισοδήματος’’ και 3.2 ‘‘γενικές αρχές που διέπουν την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων’’

και των κερδών ανά μετοχή (eps = earnings per share) σε δύο φάσεις δηλαδή **βασικά κέρδη ανά μετοχή (basic eps)** (δηλαδή καθαρά κέρδη μετά φόρων μείον μερίσματα προνομιούχων μετοχών / συνολικός αριθμός κοινών μετοχών) και σε **αραιωμένα κέρδη ανά μετοχή (diluted eps)** (δηλαδή καθαρά κέρδη μείον μερίσματα προνομιούχων μετοχών και λοιπά αξιόγραφα ή δικαιώματα μετατρέψιμα σε μετοχές).

### **3.6 Χρήστες των οικονομικών καταστάσεων:**

#### **✓ Ιδιοκτήτες – Μέτοχοι – Διευθυντές οικονομικών μονάδων.**

Είναι αυτονόητο ότι οι ιδιοκτήτες-μέτοχοι των επιχειρήσεων (οποιασδήποτε μορφής και μεγέθους) έχουν έννομο συμφέρον να αποτιμούν όχι μόνο τις μετοχές των δικών τους εταιριών αλλά και τις μετοχές άλλων εταιριών με σκοπό να προβούν σε στρατηγικές συμμαχίες ή σε εξαγορές και συγχωνεύσεις. Γνωρίζοντας την αξία των μετοχών των εταιριών τους οι managers για παράδειγμα θα μπορούν να πάρουν σωστές στρατηγικές αποφάσεις ως προς τον τρόπο χρηματοδότησης των επενδύσεών τους. Πιο συγκεκριμένα, εάν πιστεύουν πως η αγορά έχει υποτιμήσει τις μετοχές της εταιρίας τους είναι φυσιολογικό να μην επιθυμούν έκδοση νέων μετοχών. Αντιθέτως εάν πιστεύουν πως οι μετοχές είναι υπερτιμημένες είναι λογικό να πιστεύουν ότι είναι το κατάλληλο timing για την έκδοση νέων μετοχών. Τέλος εάν η μετοχή μιας εταιρίας είναι υποτιμημένη είναι λογικό οι διευθυντές άλλων εταιριών να επιθυμούν να την εξαγοράσουν.

#### **✓ Χρηματοοικονομικοί Αναλυτές**

Στην κατηγορία αυτή μπορεί να ανήκουν υπάλληλοι επενδυτικών τραπεζών όπου κύριος σκοπός τους είναι το συνταίριασμα των απαιτήσεων των εταιριών με τις απαιτήσεις των επενδυτών. Αυτοί αναλύουν και αποτιμούν τις μετοχές διαφόρων εταιριών και στη συνέχεια παρέχουν επενδυτικές συμβουλές στους υποψήφιους επενδυτές. Τέλος στην κατηγορία αυτή μπορεί να ανήκουν και μέλη εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ακαδημαϊκοί ερευνητές και διάφοροι κρατικοί λειτουργοί που ασχολούνται με το συγκεκριμένο αντικείμενο.

### ✓ Διαχειριστές Κεφαλαίων

Τέτοια κεφάλαια μπορεί να είναι για παράδειγμα διάφορα αμοιβαία κεφάλαια είτε διάφορα συνταξιοδοτικά ταμεία. Οι διαχειριστές αυτών των κεφαλαίων ενεργούν για λογαριασμό ιδιωτών επενδυτών ή για λογαριασμό κάποιων οργανισμών. Αυτοί οι διαχειριστές μέσω των επενδύσεων που επιλέγουν προσπαθούν να νικήσουν την αγορά, δηλαδή κάποιο δείκτη αναφοράς ( benchmark ). Όμως για να το πετύχουν αυτό πρέπει να είναι σε θέση να ανακαλύπτουν υποτιμημένα περιουσιακά στοιχεία, γεγονός που τονίζει την άριστη γνώση της διαδικασίας αποτίμησης και αξιολόγησης.

### ✓ Απλοί Επενδυτές

Πολλοί επενδυτές αποφασίζουν να επενδύσουν τα διαθέσιμα κεφάλαια τους επιλέγοντας μετοχές είτε αυτές διαπραγματεύονται σε οργανωμένες αγορές είτε όχι. Για το λόγο αυτό θα πρέπει να γνωρίζουν πώς να αποτιμούν μετοχές. Η παραπάνω διαδικασία όμως είναι επίπονη και χρονοβόρα και για αυτό έχει παρατηρηθεί ότι οι ιδιώτες επενδυτές επενδύουν σε μετοχές ακολουθώντας κάποιους δείκτες ώστε να αποφύγουν την επιλογή μετοχών από μόνοι τους.

### ✓ Κράτος και Διαμορφωτές Οικονομικής Και Νομισματικής Πολιτικής

Ο λόγος για τον οποίο αυτή η κατηγορία των εμπλεκόμενων ασχολείται με την αποτίμηση μετοχών είναι διαφορετικός από τους λόγους που ασχολούνται οι άλλες κατηγορίες εμπλεκόμενων. Αυτοί εξετάζουν την αξία της αγοράς μετοχών σαν σύνολο σε σχέση με την πραγματική τιμή. Αυτό τους επιτρέπει να αξιολογήσουν καλύτερα μεταξύ των άλλων τη σταθερότητα των χρηματοοικονομικών αγορών και την πιθανή ανάγκη να τροποποιήσουν τα επιτόκια ώστε να επιτευχθεί υψηλότερος ή χαμηλότερος ρυθμός ανάπτυξης, ανάλογα πάντα με τις περιστάσεις. Στην κατηγορία αυτή κυρίως ανήκουν οι κυβερνητικοί αξιωματούχοι και τα ανώτατα στελέχη διεθνών ή εγχώριων οικονομικών οργανισμών. Επίσης αποτελούν τη βάση επί της οποίας επιβάλλονται οι (άμεσοι) φόροι και κυρίως των μεγάλων επιχειρήσεων (που υποχρεωτικά συντάσσουν οικονομικές καταστάσεις).

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup> :**

**ΠΟΙΟΤΗΤΑ (ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ) ΚΕΡΔΩΝ (EARNINGS QUALITY).**

## **4.1 ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Όπως έχει υποστηριχθεί σε όλη την εργασία τα κέρδη είναι ένα μέγεθος (για πολλούς το σημαντικότερο) στο οποίο όλοι οι επενδυτές ,οικονομικοί αναλυτές ,διοικητές επιχειρήσεων δίνουν πολύ μεγάλη βαρύτητα. Ανακοινώσεις ιστορικών κερδών και προβλέψεις μελλοντικών δημοσιεύονται συνέχεια στα έντυπα και ηλεκτρονικά μέσα ενημέρωσης. Τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) π.χ. οι διευθυντές των οποίων οι αμοιβές (ή τα bonus) εξαρτώνται από τα κέρδη ,οι επενδυτές των οποίων οι μετοχές επηρεάζονται από τις εταιρικές ανακοινώσεις των αποτελεσμάτων έχουν κάθε λόγο να έχουν συγκεντρωμένο το ενδιαφέρον τους σε αυτό το μέγεθος. Τα συμφέροντα είναι πολλά ,τα κέρδη πολλά και αντίστοιχα οι ζημίες μεγάλες και όλα αυτά εξαρτώνται σε ένα πολύ μεγάλο βαθμό από την διακύμανση των κερδών. Εύκολα γίνεται αντιληπτό (ακόμη και για τους πλέον αδαείς στο χώρο των επιχειρήσεων) ότι εάν και εφόσον υπάρχουν δυνατότητες επηρεασμού των κερδών (για εξυπηρέτηση πολλαπλών συμφερόντων) είναι πολύ πιθανόν κάποιος να θελήσουν να τις εκμεταλλευτούν. Έτσι ανακύπτει το κρίσιμο ζήτημα της ποιότητας των λογιστικών κερδών (accounting earnings quality) και της συναφούς με αυτό προσπάθειας χειραγώγησης τους (earnings manipulation). Στην επόμενη παράγραφο 4.2 θα αναφερθούμε στο θέμα της ποιότητας των λογιστικών κερδών παρέχοντας διάφορους ορισμούς και θα αναφέρουμε ορισμένες εμπειρικές έρευνες ,στην παράγραφο 4.3 θα αναφερθούμε στο θέμα της χειραγώγησης των λογιστικών κερδών αλλά και στους κυριότερους λόγους για τους οποίους γίνεται και τρόπους με τους οποίους επιτυγχάνεται ,στην παράγραφο 4.4 θα αναφέρουμε τις κυριότερες κατηγορίες και μορφές του earnings management ,στην παράγραφο 4.5 στους σκοπούς για τους οποίους γίνεται ή επιδιώκεται η παραποίηση των οικονομικών καταστάσεων και θα κλείσουμε αναφέροντας ορισμένους δείκτες εντοπισμού πρακτικών χειραγώγησης κερδών στην παράγραφο 4.6.

## **4.2 ΠΟΙΟΤΗΤΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΕΡΔΩΝ.**

Ένας από τους βασικούς σκοπούς της λογιστικής ως επιστήμης είναι η πληροφόρηση των επενδυτών και των οικονομικών μονάδων –μέσω των οικονομικών καταστάσεων – στη λήψη ορθολογικών αποφάσεων. Κατά το FASB (Statement of Financial

Accounting Concepts ,SFAC #1) : “πρωταρχικός σκοπός των χρηματοοικονομικών αναφορών είναι να παρέχουν πληροφόρηση για την απόδοση μίας επιχείρησης μέσω μεγεθών όπως τα κέρδη και τα συστατικά τους”. Κατόπιν (το FASB) ορίζει ότι τα κέρδη μετρούνται στη βάση της λογιστικής των δεδουλευμένων (accrual accounting) και όχι στη βάση της ταμειακής λογιστικής (cash accounting). Τέλος ορίζεται ότι η ποιότητα των λογιστικών κερδών (earnings quality) θα πρέπει να αποτιμάται στο μέτρο της χρησιμότητάς τους για τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων στη λήψη αποφάσεων. Σύμφωνα με το FASB οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων χρησιμοποιούν τα κέρδη για :

α) να αξιολογήσουν την απόδοση της διοίκησης ,β) να εκτιμήσουν την δυναμική των κερδών (earning power) ή κάποιου άλλου ποσού το οποίο εκτιμούν ως ενδεικτικό της μακροπρόθεσμης κερδοφορίας της επιχείρησης ,γ) να προβλέψουν μελλοντικά κέρδη και δ) να αξιολογήσουν τον κίνδυνο (risk) για επένδυση ή δανεισμό σε μία επιχείρηση. Αυτό επιτυγχάνεται μέσω της λογιστικής με δύο τρόπους :

- Αφενός μεν παρέχει πληροφορίες για το αποτέλεσμα (θετικό ή αρνητικό) της προηγούμενης διαχειριστικής περιόδου ώστε να μπορεί να γίνει αξιολόγηση της αποδοτικότητας της οικονομικής μονάδας και της αποτελεσματικότητάς της στην αξιοποίηση των οικονομικών πόρων που διέθετε ,και
- Αφετέρου παρέχει μία πληθώρα λογιστικών μεγεθών (περιουσιακά στοιχεία ,κέρδη ,ταμειακές ροές ,πωλήσεις ,κόστη ,λογιστική αξία ) τα οποία μπορούν να αποτελέσουν βάση για την πρόβλεψη της μελλοντικής τους διαμόρφωσης και έτσι να γίνει η αποτίμηση της επιχείρησης.

Η λογιστική άπτεται της διαδικασίας αποτίμησης σε δύο σημεία :

Το πρώτο αφορά τις λογιστικές μεθόδους και παραδοχές που ακολουθούνται για την μέτρηση των κερδών (τα οποία κέρδη ή κάποιο παράγωγό τους όπως μερίσματα ή ταμειακές ροές θα χρησιμοποιηθούν ως βάση για προβλέψεις). Η αποτίμηση είναι τόσο καλή όσο καλή είναι η πρόβλεψη (Penman : 2004). Στο σημείο αυτό ερευνάται κατά πόσο τα λογιστικά κέρδη είναι ασφαλής και αντικειμενική βάση για προβλέψεις. Η μέτρηση της αποδοτικότητας της επιχείρησης έγινε στη βάση αυτών των λογιστικών παραδοχών. Πόσο αξιόπιστη είναι αυτή η μέτρηση και πόσο επηρεάζεται –αν



επηρεάζεται - από τις ακολουθούμενες παραδοχές. Θα πρέπει να γίνουν προσαρμογές ή όχι ;

Το δεύτερο αφορά την ποιότητα της ακολουθούμενης λογιστικής (quality of accounting). Το ζήτημα της λογιστικής αξιοπιστίας δεν είναι θεωρητικό ,ούτε αφορά μόνο την ακαδημαϊκή κοινότητα. Έχει τεράστιο οικονομικό και κοινωνικό αντίκτυπο. Αρκεί να θυμηθούμε τα μεγάλα ελεγκτικολογιστικά και χρηματιστηριακά σκάνδαλα των αρχών της δεκαετίας του 2000 που οδήγησαν αρκετές μικρές αλλά και μεγάλες επιχειρήσεις σε χρεοκοπία και μεγάλο αριθμό επενδυτών σε απώλεια των τοποθετήσεών τους. Η λογιστική (αν)αξιοπιστία και ανακρίβεια αγγίζει ακόμη και τον βασικό σκοπό της οικονομικής επιστήμης : την αποτελεσματική και δίκη κατανομή των οικονομικών πόρων. Πράγματι μέσω της δημιουργικής λογιστικής ορισμένες επιχειρήσεις αποκτούν περισσότερους οικονομικούς πόρους (κεφάλαια) από την πραγματική αποδοτικότητά τους ,ενώ αντίθετα άλλες επιχειρήσεις (που δεν ωραιοποίησαν τα αποτελέσματά τους) στερούνται κεφαλαίων καθότι οι αριθμοί δεν τις παρουσιάζουν ως ελκυστικές στους επενδυτές. Επίσης μέσω της απόκρυψης φορολογητέου εισοδήματος οδηγούμαστε σε μία άδικη επιβολή φόρων σε αδύναμες κυρίως ομάδες του πληθυσμού (που δεν έχουν τέτοιες δυνατότητες) και σε "τιμωρία" των ειλικρινών φορολογουμένων.

Στην οικονομική βιβλιογραφία ,παρόλο που η φράση "ποιότητα κερδών" είναι ευρέως διαδεδομένη (Schipper & Vincent ,2003) δεν υπάρχει ένας συγκεκριμένος καθολικά αποδεκτός ορισμός για την ποιότητα των λογιστικών κερδών ,διάφοροι ερευνητές δίνουν διαφορετικούς ορισμούς. Σύμφωνα με την δήλωση του FASB που καθορίζει που και πως χρησιμοποιούνται τα κέρδη τότε θα μπορούσε να θεωρηθεί πως τα κέρδη είναι ποιοτικά εάν αντιπροσωπεύουν την μακροπρόθεσμη δυνατότητα κερδοφορίας μίας επιχείρησης. Επίσης έχουν δοθεί και οι εξής ορισμοί :

- συντηρητικότητα (conservatism) : όσο ποιο συντηρητικά είναι τα κέρδη ,τόσο περισσότερο ποιοτικά είναι καθώς δεν θα αποδειχθούν υπερεκτιμημένα σε μελλοντικές αρνητικές συγκυρίες
- οικονομικά κέρδη (economic earnings) : τα κέρδη είναι ποιοτικά όταν αντανακλούν όσο γίνεται ακριβέστερα την καθαρή μεταβολή στην αξία των περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης ως συνέπεια των δραστηριοτήτων της

- μονιμότητα ,διατηρησιμότητα ,προβλεπτικότητα (persistence ,sustainability ,predictability) : τα κέρδη θεωρούνται ποιοτικά όταν αναμένεται να επαναληφθούν με μεγάλη βεβαιότητα ,δηλαδή όταν τα τωρινό (ιστορικό) επίπεδο κερδών αποτελεί καλή ένδειξη για τα αναμενόμενα μελλοντικά κέρδη.
- Σταθερότητα (stability) : ποιοτικά είναι τα κέρδη που εμφανίζουν σταθερότητα και μικρή μεταβλητότητα.
- Ενδεικτικά των ταμειακών ροών (relation to cash flows) : τα ποιοτικά κέρδη προσεγγίζουν το ποσό των ταμειακών εισροών και έχουν σχετικά χαμηλό ύψος δεδουλευμένων (Sloan, 1996) δηλαδή το ποσό των δεδουλευμένων λογιστικών κονδυλίων επαληθεύεται από αντίστοιχες ταμειακές ροές (Dechow and Dichev, 2002).

Στην ερευνητική βιβλιογραφία τρεις από τους πλέον χρησιμοποιούμενους ορισμούς είναι η μονιμότητα των κερδών (persistence of earnings) ,το επίπεδο των δεδουλευμένων (level of accruals) ή τα κέρδη που ανταποκρίνονται στις οικονομικές συναλλαγές (earnings that reflect the underlying economic transactions) (McNichols ,2002). Την ίδια περίπου άποψη εκφράζουν και οι Kormendi & Lipe (1987) θεωρώντας ότι ένας υψηλότερος συντελεστής ανταπόκρισης κερδών (earnings response coefficient) είναι ένδειξη κερδών μονιμότερου χαρακτήρα και πιθανότητας επανάληψης ,όπου η σταθερότητα και η "μονιμότητα" των κερδών θεωρείται ότι θα καταλήξουν σε καλύτερους πολλαπλασιαστές αποτίμησης (valuation multiples) (Ohlson ,1995). Οι R. Baker & S. Imam (2008) στην έρευνά τους ,κάνοντας χρήση ερωτηματολογίων (semi structured interviews) και ανάλυσης περιεχομένου (content analysis) σε 35 από τις μεγαλύτερες χρηματιστηριακές της Ευρώπης κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι οικονομικοί αναλυτές (οι οποίοι χρησιμοποιούν σε μεγάλο βαθμό τα κέρδη ως μία από τις μεταβλητές στις οικονομικές τους αναλύσεις) θεωρούν πως πέρα από τους λογιστικούς παράγοντες (accounting based) διαμόρφωσης ποιοτικών κερδών (growth ,cash flow ,core ,sustainable) ,υπάρχουν και μη λογιστικοί (non accounting based) (market ,business model ,customer ,strategy). Πάντως βασική προϋπόθεση για να θεωρηθούν τα λογιστικά κέρδη ποιοτικά είναι η ύπαρξη διατηρησιμότητας (sustainable earnings).

Επίσης πολλοί ερευνητές μελέτησαν το πληροφοριακό περιεχόμενο ανάμεσα σε διάφορα λογιστικά μεγέθη και δείκτες σε σχέση με την μελλοντική εξέλιξη των κερδών. Έτσι οι Sloan, 1996 ;Dechow and Dichev, 2002; Lev and Nissim, 2006, θεώρησαν ότι υπάρχει σχέση μεταξύ μελλοντικών κερδών και διάφορων μεγεθών δεδουλευμένων και ταμειακών εισροών ,οι Abarbanell and Bushee, 1997 ;Nissim and Penman , 2001, προτείνουν αποσύνθεση (decomposition) των οικονομικών καταστάσεων και οι Lev and Sougiannis, 1996; Penman and Zhang, 2002 θεωρούν ότι οι εφαρμογή συντηρητικών λογιστικών μεθόδων διαστρεβλώνει τα πραγματικά αποτελέσματα.

Εκτός όμως από τους θεωρητικούς και οι επαγγελματίες (practitioners) της αποτίμησης προτιμούν έναν ορισμό που να συνδέει την ποιότητα των κερδών με την σταθερότητα ,προβλεπτικότητα και επαναληψιμότητα και αυτό γιατί μία από τις πιο συχνές μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούν είναι η μέθοδος των πολλαπλασιαστών (multiple-based valuation) ,που βασίζεται κυρίως στη χρήση δεικτών που εμπεριέχουν τα κέρδη ως βασική παράμετρο (P/E ,EBITDA ,EPS). Είναι φανερό ότι σε αυτές της μεθόδους όσο πιο αντικειμενικά και προβλεπτικά είναι τα κέρδη τόσο περισσότερο μειώνεται ο παράγοντας ανακρίβειας και αβεβαιότητας και τόσο ακριβέστερες θα είναι και οι αποτιμήσεις ,μάλιστα δε αυτή η ποιότητα των κερδών θα μπορούσε να αντισταθμίσει την έλλειψη λοιπών πληροφοριών (εσωτερικών πληροφοριών) που δεν διαθέτουν οι εξωτερικοί αναλυτές.

Κάνοντας λοιπόν μία ανασκόπηση των παραπάνω θα μπορούσαμε να δώσουμε ένα ορισμό όσο γίνεται πιο περιεκτικό για τους σκοπούς της παρούσας εργασίας :

**Ποιοτικά λογιστικά κέρδη (quality accounting earnings) είναι τα λογιστικά κέρδη τα οποία προέρχονται από την πιστή εφαρμογή των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών ,και είναι αντικειμενικά και ενδεικτικά της πραγματικής τακτικής και οργανικής λειτουργίας της επιχείρησης και της αποτελεσματικότητάς της στην εκμετάλλευση των πόρων που διαθέτει.**

#### **4.3 Χειραγώγηση λογιστικών κερδών (earnings management).**

Οι γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές και οι παραδοχές και υποθέσεις στις οποίες στηρίζεται η λογιστική κατά τη διαδικασία συλλογής ,αποτίμησης και καταγραφής των

οικονομικών πράξεων και κυρίως της μέτρησης του αποτελέσματος αφήνουν κάποια περιθώρια χειρισμών στην προετοιμασία των οικονομικών καταστάσεων. Επίσης παραχωρούν στις διοικήσεις των επιχειρήσεων την επιλογή μεταξύ ορισμένων λογιστικών πρακτικών έναντι άλλων. Εδώ βρίσκεται πεδίο δράσης η λεγόμενη δημιουργική λογιστική (creative accounting) που είναι ένας παλαιός όρος ,όμως παρουσιάζει μεγάλη απήχηση και εφαρμογή στην σύγχρονη εποχή.

Αν και εδώ δεν υπάρχει πλήρης ομοφωνία μεταξύ των ειδικών ως προς το τι συνίσταται ο όρος **δημιουργική λογιστική** ,οι περισσότερες απόψεις συγκλίνουν στο ότι πρόκειται για τη διαδικασία υιοθέτησης λογιστικών πρακτικών που μπορούν να ακολουθούν ή όχι τους εκάστοτε ισχύοντες λογιστικούς κανόνες και πάντως σίγουρα αποκλίνουν από το πνεύμα και την ουσία αυτών. Η δημιουργική (ή επινοητική) Λογιστική (Creative Accounting) ορίζεται σύμφωνα με τον Μπαραλέξη (2004), ως η εκμετάλλευση των αδυναμιών των λογιστικών κανόνων και νόμων ή ακόμα και η παραβίαση αυτών, ώστε να παρουσιάσει μία επιχείρηση τις λογιστικές της καταστάσεις προς όφελός της. Περαιτέρω η επινοητική λογιστική διακρίνεται σε θεμιτή (legitimate) και αθέμιτη (illegitimate). Η πρώτη εκμεταλλεύεται τα κενά που υπάρχουν στους λογιστικούς κανόνες ή στους νόμους ,ενώ η δεύτερη παραβιάζει τις λογιστικές αρχές και τους νόμους αλλοιώνοντας το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων και παραπλανώντας το επενδυτικό κοινό. Η ωραιοποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι μία από τις εκφάνσεις της δημιουργικής λογιστικής η οποία αποτελεί ένα φαινόμενο που παίρνει πολύ μεγάλες διαστάσεις με αποτέλεσμα να αποτελεί κίνδυνο για τις εταιρίες αλλά κυρίως για τους εξωτερικούς επενδυτές. Στην δημιουργική λογιστική οφείλεται ουσιαστικά η διαστρεβλωμένη εικόνα των Χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων. Να σημειώσουμε επίσης ότι δεν πρέπει σε καμία περίπτωση να συγχέουμε τον όρο λογιστική παραποίηση (ή απάτη) που οδηγεί στην παραποιημένη σύνταξη και διατύπωσή των οικονομικών καταστάσεων με το λογιστικό σφάλμα (error). Πεδίο εφαρμογής της δημιουργικής λογιστικής αποτελεί το περιεχόμενο όλων των οικονομικών καταστάσεων :

- (α) ισολογισμού,
- (β) κατάστασης λογαριασμού αποτελεσμάτων,
- (γ) κατάστασης μεταβολών των ίδιων κεφαλαίων,
- (δ) κατάστασης ταμειακών ροών
- (ε) σημειώσεων που περιλαμβάνουν περίληψη των σημαντικών λογιστικών πολιτικών

και άλλες επεξηγηματικές σημειώσεις, ή αναλύσεις των στοιχείων που γνωστοποιούνται στις καταστάσεις αυτές, καθώς και πληροφορίες για στοιχεία που δεν πληρούν τις προϋποθέσεις για αναγνώριση στις καταστάσεις. Βεβαίως θα πρέπει να ειπωθεί πως δεν θα μιλούσαμε για φαινόμενο δημιουργικής λογιστικής αν ο σχεδιασμός των παραπάνω καταστάσεων ήταν ιδεατός, κάτι που μέχρι σήμερα δεν έχει επιτευχθεί. Για παράδειγμα, αν αναφερθούμε στον ισολογισμό που φέρεται να είναι μια αντανάκλαση της εικόνας της επιχείρησης, θα πρέπει να επισημάνουμε πως η καταγραφή των περιουσιακών στοιχείων του ενεργητικού στο ιστορικό τους κόστος κάθε άλλο παρά συμβαδίζει με την πραγματικότητα τις περισσότερες φορές. Αυτό που λείπει είναι οι τρέχουσες τιμές καθώς επίσης και σημαντικές μη-ποσοτικές πληροφορίες. Υπό αυτό το πρίσμα η λογιστική του ιστορικού κόστους μπορεί να αποτελεί και ένα όχημα της δημιουργικής λογιστικής για κάποιους που δεν θέλουν να εμφανίσουν την αληθινή εικόνα μιας επιχείρησης. Το πεδίο δράσης της δημιουργικής λογιστικής αλλά και η επινοητικότητα όσων την εφαρμόζουν έχει εξαπλωθεί σε τόσο σημαντικό βαθμό ώστε να την συναντάμε με διάφορες ονομασίες ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες εφαρμογής της. Έτσι θα δούμε έννοιες όπως :

- ✓ Income smoothing (ομαλοποίηση κερδών)
- ✓ Financial statement management (χειραγώγηση οικονομικών καταστάσεων)
- ✓ The numbers game (το παιχνίδι των αριθμών)
- ✓ Aggressive accounting (επιθετική λογιστική)
- ✓ Creative accounting (δημιουργική λογιστική)
- ✓ Juggling or cooking the books (‘μαγείρεμα’ των βιβλίων)
- ✓ Earnings manipulation (χειραγώγηση κερδών)
- ✓ Earnings management (διαχείριση κερδών)
- ✓ Accounting magic (λογιστική μαγεία)
- ✓ Borrowing income from the future (δανεισμός μελλοντικού εισοδήματος)
- ✓ Banking income for the future (επιστροφή μελλοντικού εισοδήματος)
- ✓ Accounting alchemy (λογιστική αλχημεία)

Στην πραγματικότητα όλοι οι χειρισμοί καταλήγουν στην ‘‘διαμόρφωση’’ ενός ‘‘επιθυμητού αποτελέσματος’’ (όχι πάντα κερδοφόρου) τέτοιου που να εξυπηρετεί τις επιδιώξεις των ιδιοκτητών ή/και των διοικήσεων των οικονομικών μονάδων και που πάντως δεν είναι το πραγματικό. Από τους πλέον γνωστούς αλλά και ακριβείς ορισμούς της χειραγώγησης/διαχείρισης κερδών (earnings manipulation) που απαντώνται στη

βιβλιογραφία είναι :

“με άλλες λέξεις διαχείριση κερδών είναι η χειραγώγηση των κερδών προς την επίτευξη ενός προκαθορισμένου στόχου που έχει τεθεί από τη διοίκηση. Αποτελεί μία σκόπιμη ανάμιξη στη διαδικασία των εξωτερικών αναφορών (external reporting process) με την πρόθεση επίτευξης ορισμένου ατομικού οφέλους” (Schipper ,1989). Σύμφωνα με τους Paul M. Healy και James M. Wahlen (1999), “η χειραγώγηση των λογιστικών κερδών προκύπτει όταν τα στελέχη χρησιμοποιούν την προσωπική τους κρίση στη σύνταξη των χρηματοοικονομικών καταστάσεων ώστε να παραπλανήσουν τους μετόχους σχετικά με την υποβόσκουσα χρηματοοικονομική πορεία της επιχείρησης”. Από την άλλη, ο Beneish (1999) χρησιμοποιεί τον συνώνυμο όρο “διαχείριση των κερδών (earnings manipulation)” λέγοντας ότι είναι, “η τακτική όπου η διοίκηση (management) μιας εταιρίας παραβιάζει τις Γενικά Αποδεκτές Λογιστικές Αρχές (Generally Accepted Accounting Principles – GAAP) με σκοπό να παρουσιάσει κατά συμφέροντα τρόπο τις οικονομικές καταστάσεις”. Στην έρευνα του Beneish βασίστηκε ο Thomson (2005) και όρισε το earnings management ως “τη χρήση διαφόρων μορφών μίας σειράς έξυπνων επινοήσεων για τη διαστρέβλωση της χρηματοοικονομικής απόδοσης μιας εταιρίας ώστε να επιτύχει το επιθυμητό για αυτήν αποτέλεσμα”. Οι Stolowy & Breton (2004) χρησιμοποιώντας τον όρο “accounts manipulation” δίνουν έναν πολύ περιεκτικό ορισμό “...ως την διακριτική ευχέρεια της διοίκησης να κάνει λογιστικές επιλογές ή να σχεδιάσει συναλλαγές έτσι ώστε να επηρεάσει τις πιθανότητες της μεταφοράς πλούτου μεταξύ της επιχείρησης και της κοινωνίας (κοινωνικό κόστος) ,παρόχων κεφαλαίων (κόστος κεφαλαίου) ή των διοικητών (compensation plans) ,και διακρίνουν τρεις κατηγορίες : “accounts manipulation” , “creative accounting” και “fraud”.

#### **4.4 Κατηγορίες - Μορφές του earnings management.**

Η χειραγώγηση των κερδών μπορεί να χωριστεί σε δύο μεγάλες κατηγορίες :

- A. Σε αυτές που οφείλονται σε λογιστικές μεθόδους και μέσα (accounting means) ,και
- B. Σε αυτές που οφείλονται σε πραγματικά γεγονότα (real means).

Η πρώτη κατηγορία χωρίζεται περαιτέρω σε μεθόδους συνεπείς με τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές και σε μεθόδους που παραβιάζουν τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές.

Όσον αφορά στις λογιστικές μεθόδους χειραγώγησης (accounting means) αυτή μπορεί να γίνει χωρίς καμία επιρροή στις ταμειακές ροές στην παραγωγική λειτουργία ή στις επενδυτικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Στις συνεπείς με τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές μεθόδους χειραγώγησης έχουμε προσπάθεια κατάχρησης της ευελιξίας ορισμένων λογιστικών χειρισμών που προβλέπουν τα λογιστικά πρότυπα. Μερικές φορές αυτή η προσπάθεια είναι σχετικά προφανής και οφείλεται στη (νόμιμη) διακριτική ευχέρεια κάθε επιχείρησης να εφαρμόσει κάποια λογιστική πρακτική έναντι κάποιας (ή κάποιων) άλλων (π. χ. επιλογή μίας μεθόδου αποτίμησης αποθεμάτων). Στις μη συνεπείς προς τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές μεθόδους χειραγώγησης έχουμε εφαρμογή πρακτικών που δεν προβλέπονται από τις λογιστικές αρχές (π. χ. αποτίμηση αποθεμάτων με τιμές κατά εκτίμηση της διοίκησης που δεν προκύπτουν από καμία από τις αποδεκτές μεθόδους αποτίμησης των αποθεμάτων).

Όσον αφορά τις πραγματικές μεθόδους χειραγώγησης (real means) εδώ έχουμε να κάνουμε με συναλλαγές που επηρεάζουν την λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης (π. χ. ‘μεταφορά’ πωλήσεων της τρέχουσας χρήσης στην επόμενη).

Παρακάτω παρουσιάζουμε μερικές από τις κυριότερες μορφές χειραγώγησης των κερδών και επηρεασμού του αποτελέσματος αλλά και των οικονομικών αναφορών που αναφέρει η βιβλιογραφία αλλά και εμφανίζονται στην καθημερινή πρακτική :

- ✓ Επιλογή μεθόδου αποσβέσεων υλικών περιουσιακών στοιχείων (δηλαδή σταθερή μέθοδο ή φθίνουσα. Εάν επιλεγεί η σταθερή μέθοδος τότε για όλα τα περιουσιακά στοιχεία θα υπάρχει το ίδιο ποσό απόσβεσης κάθε χρήση μέχρι ολοκληρωτικής απόσβεσης του παγίου στοιχείου. Με τη φθίνουσα μέθοδο επιβαρύνονται αναλογικά περισσότερο τα αποτελέσματα των αρχικών χρήσεων και λιγότερο οι τελευταίες χρήσεις). Να σημειώσουμε επίσης ότι στην Ελλάδα ορίζονται από τη φορολογική νομοθεσία δύο συντελεστές απόσβεσης (ένας χαμηλός και ένας υψηλός) που η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει.
- ✓ Επιλογή μεθόδου απόσβεσης (απομείωσης) άυλων περιουσιακών στοιχείων (εδώ επιπλέον έχουμε και την διακριτική ευχέρεια μίας επιχείρησης να κεφαλαιοποιήσει τα ποσά των intangible assets και να τα αποσβένει ή να τα θεωρήσει ως έξοδο της χρήσης στην οποία πραγματοποιήθηκαν).

- ✓ Επιλογή μεθόδου αποτίμησης αποθεμάτων (inventory). Συνήθως επιλέγεται μία από τις τρεις κυριότερες (αποδεκτές) μεθόδους αποτίμησης. Η μέθοδος FIFO (First in First Out) δίνει υψηλές τιμές αποθέματος (εφόσον θεωρεί ότι το απόθεμα προέρχεται από τις τελευταίες αγορές) άρα και υψηλότερα κέρδη , μέθοδος LIFO (Last in First Out) δίνει χαμηλότερες τιμές ειδικά σε συνθήκες έντονου πληθωρισμού (εφόσον θεωρεί ότι το απόθεμα προέρχεται από τις αρχικές –πρώτες αγορές) άρα και χαμηλότερα κέρδη ,ενώ η μέθοδος του μέσου σταθμικού κόστους (Weighted Average) βρίσκεται κάπου στη μέση. Στην Ελλάδα είναι αποδεκτή και η μέθοδος του πρότυπου κόστους (standard costing).
- ✓ Επιλογή ποσού πρόβλεψης για επισφαλείς πελάτες –απαιτήσεις (doubtfull accounts). Στην Ελλάδα ,κατά το χρόνο της συγγραφής αυτής της εργασίας ο φορολογικός νόμος ορίζει το ανώτατο<sup>16</sup> ! ποσό πρόβλεψης που μπορεί να κάνει μία επιχείρηση (εφόσον θελήσει).
- ✓ Κεφαλαιοποίηση ή ανάλωση στη χρήση ορισμένων εξόδων ,όπως έξοδα έρευνας και ανάπτυξης νέων προϊόντων ,έξοδα αναδιοργάνωσης (restructuring) ,επέκτασης ,εγκατάστασης σε νέους (ή επιπλέον ) χώρους. Επίσης “διακριτική” καταχώρηση ποσών που αφορούν προσθήκες ,επεκτάσεις ή βελτιώσεις παγίων στα έξοδα ή το αντίθετο. Εδώ περιλαμβάνουμε και την με τον αγγλικό όρο “**big bath**” ενέργεια που στηρίζεται στην πραγματοποίηση περισσότερων αποσβέσεων/διαγραφών/εξόδων σε μια (συγκεκριμένη) εταιρική χρήση. Η χρήση που επιλέγεται είναι περίοδος ύφεσης για την εταιρεία ή τις περισσότερες φορές μία ζημιογόνος χρήση ή περίοδος με ασυνήθη γεγονότα όπως αλλαγή διοίκησης, συγχώνευση ή αναδιάρθρωση. Η μέθοδος του Big Bath accounting εφαρμόζεται σε συνδυασμό με στρατηγική αύξησης των κερδών για τις μελλοντικές εταιρικές χρήσεις. Λόγω της μη επαναλαμβανόμενης φύσης ενός ‘μεγάλου λουτρού’ οι χρήστες των λογιστικών πληροφοριών ουσιαστικά προεξοφλούν την χρηματοοικονομική του επίπτωση. Με αυτό τον τρόπο δίνεται η ευκαιρία να διαγραφούν “παλιές αμαρτίες” ,να καταλογιστούν όσο γίνεται περισσότερα έξοδα σε μία ούτως ή άλλως “κακή χρήση” ,και να διευκολυνθεί η διοίκηση για μελλοντικές αυξήσεις των κερδών. Ο Moore (1973) που ασχολήθηκε με το θέμα του Big Bath accounting διαπίστωσε ότι κάθε νέα διοίκηση έχει την τάση να είναι απαισιόδοξη με την αποδοτικότητα της εταιρείας που αναλαμβάνει καθώς και τις αξίες των υφιστάμενων περιουσιακών

<sup>16</sup> Το οποίο είναι κάποιο ποσοστό των επί πιστώσει πωλήσεων και μέχρι το 35% του χρεωστικού υπολοίπου του λογαριασμού πελατών (εκτός δημοσίου).



στοιχείων της. Η (νέα) διοίκηση της εταιρείας μπορεί να αποκομίσει οφέλη από την εικονική μείωση των τρεχόντων κερδών αλλά και να εκμεταλλευτεί την (μοναδική) ευκαιρία να “φορτώσει” όσο γίνεται μεγαλύτερο μέρος εξόδων σε παλαιότερη χρήση κατηγορώντας τις προηγούμενες διοικήσεις για τα χαμηλά επίπεδα κερδών που παρουσίαζαν κατά το παρελθόν. Επίσης πολλές επιχειρήσεις προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικές αναδιοργανώνουν κάποιες από τις λειτουργικές δραστηριότητες τους ή τις εξαλείφουν. Σε τέτοιες περιπτώσεις τα GAAP παρέχουν τη δυνατότητα στη διοίκηση να καταγράψει μια προβλεπόμενη χρέωση έναντι των εσόδων για το κόστος εφαρμογής της αλλαγής. Αυτή η εκτιμώμενη ζημία αναφέρεται ως μη επαναλαμβανόμενη (nonrecurring) χρέωση έναντι των εσόδων γεγονός που σημαίνει ότι δεν αναφέρεται στα τακτικά λειτουργικά αποτελέσματα. Θα μπορούσε όμως η επιχείρηση αν ήθελε και πολλοί συγγραφείς και οικονομικοί αναλυτές θεωρούν ότι είναι ορθότερο ,αντί μίας συνολικής επιβάρυνσης (one time thing) να επιμερίσει το συνολικό ποσό της αναδιοργάνωσης σε περισσότερες χρήσεις. Οι τεχνικές ‘Big Bath accounting’ εφαρμόζονται με τη λογική ότι αν πρέπει κάποια στιγμή να ανακοινωθούν δυσάρεστα νέα για την εταιρεία, όπως ζημίες από κάποια σημαντική αναδιοργάνωση είναι προτιμότερο η διοίκηση να τα ανακοινώσει άμεσα ούτως ώστε να δημιουργηθούν οι συνθήκες για αυξήσεις των κερδών στο μέλλον. Οι χρεώσεις αυτές έναντι των εσόδων είναι καλύτερα να εκτιμώνται σε υψηλότερα επίπεδα για να αποφεύγονται δυσάρεστες εκπλήξεις.

Οι μέθοδοι ‘Big Bath accounting’ εφαρμόζονται συνήθως στις εξής περιπτώσεις :

- Αναδιοργάνωση ή διακοπή λειτουργιών
- Αναδιοργάνωση προβληματικού δανεισμού
- Μείωση και απαξίωση κεφαλαίων

Το συμπέρασμα που εξάγεται από τα παραπάνω είναι ότι όταν τα νέα για τα κέρδη της εταιρείας είναι άσχημα, τότε οι managers προβαίνουν στη στρατηγική του ‘Big Bath accounting’ ενώ όταν η απόδοση της επιχείρησης είναι σε καλά επίπεδα τότε εφαρμόζεται η ομαλοποίηση των κερδών (income smoothing).

- ✓ **Εξομάλυνση των κερδών.** Από τις κυριότερες μορφές του earnings management είναι η **εξομάλυνση των κερδών (income smoothing)** που έχει ως

στόχο να εμφανίσει σταθερή αύξηση των κερδών της εταιρείας και να μειωθεί η αστάθεια τους. Βασική προϋπόθεση για την εφαρμογή του income smoothing είναι η επίτευξη αρκετά μεγάλων κερδών έτσι ώστε η οικονομική απόδοση να είναι πάνω από το μέσο όρο για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η εξομάλυνση των κερδών συνεπάγεται την μη δημοσιοποίηση ενός μέρους των κερδών σε καλές χρήσεις διαμέσου της δημιουργίας αποθεματικών, τα earnings banks όπως τα αποκαλούν οι Wild, Bernstein και Subramanyam (2001). Επίσης είναι δυνατόν πωλήσεις προϊόντων και υπηρεσιών ή συμφωνίες και συμβόλαια πωλήσεων να “μεταφερθούν” (μέσω των εγγραφών λογιστικοποίησης) σε άλλη χρήση από αυτήν την οποία πραγματικά αφορούν. Αντίστοιχος “διακριτικός” χειρισμός μπορεί να συμβεί και με ποσά εξόδων τα οποία καταχωρούνται σε άλλες χρήσεις από αυτές που αφορούν. Σύμφωνα με τους προαναφερθέντες συγγραφείς πολλές γνωστές εταιρείες όπως η Coca-Cola, η General Electric και η Microsoft χρησιμοποιούν αυτή την μέθοδο διαχείρισης κερδών. Με την ομαλοποίηση των κερδών επιτυγχάνεται μείωση της διακύμανσης των κερδών, η οποία αποτελεί ένδειξη του επιχειρησιακού κινδύνου. Η επενδυτική κοινότητα αλλά και γενικότερα οι παράγοντες της κεφαλαιαγοράς, θεωρούν ότι τα δημοσιευμένα κέρδη έχουν μεγαλύτερη αξιοπιστία εάν οι τιμές τους είναι κοντά στα αναμενόμενα. Μεγάλη απόκλιση από τα αναμενόμενα επίπεδα και τις προβλέψεις των αναλυτών μειώνει την αξιοπιστία των δημοσιευμένων κερδών έχοντας αντίκτυπο στην εταιρική αξία. Οι πρώτες έρευνες αναφορικά με την εξομάλυνση των κερδών έγιναν από τον Hepworth (1953) και τον Gordon (1964). Οι Belkaoui και Picur (1984) εντόπισαν διάφορα κίνητρα που ωθούσαν τους managers των επιχειρήσεων στην εφαρμογή μεθόδων income smoothing. Οι πρώτες έρευνες (Cushing 1969, Ronen και Sadam 1975, Beidleman 1973) διατύπωσαν την υπόθεση ότι οι managers προκειμένου να μειώσουν τον κίνδυνο – όπως τον αντιλαμβάνεται η αγορά – προσέφευγαν σε τεχνικές μείωσης της διακύμανσης των κερδών. Σύμφωνα με τον Beattie (1994) η εξομάλυνση των κερδών αποτελεί μια φυσιολογική συμπεριφορά που βασίζεται στην υπόθεση ότι οι διοικητές λειτουργούν με σκοπό τη μεγιστοποίηση της χρησιμότητας τους και ότι οι διακυμάνσεις και η αδυναμία πρόβλεψης των κερδών είναι από τους πιο συνηθισμένους προσδιοριστικούς παράγοντες των μέτρων του κινδύνου της αγοράς. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι managers δέχονται αυξανόμενη πίεση για τη

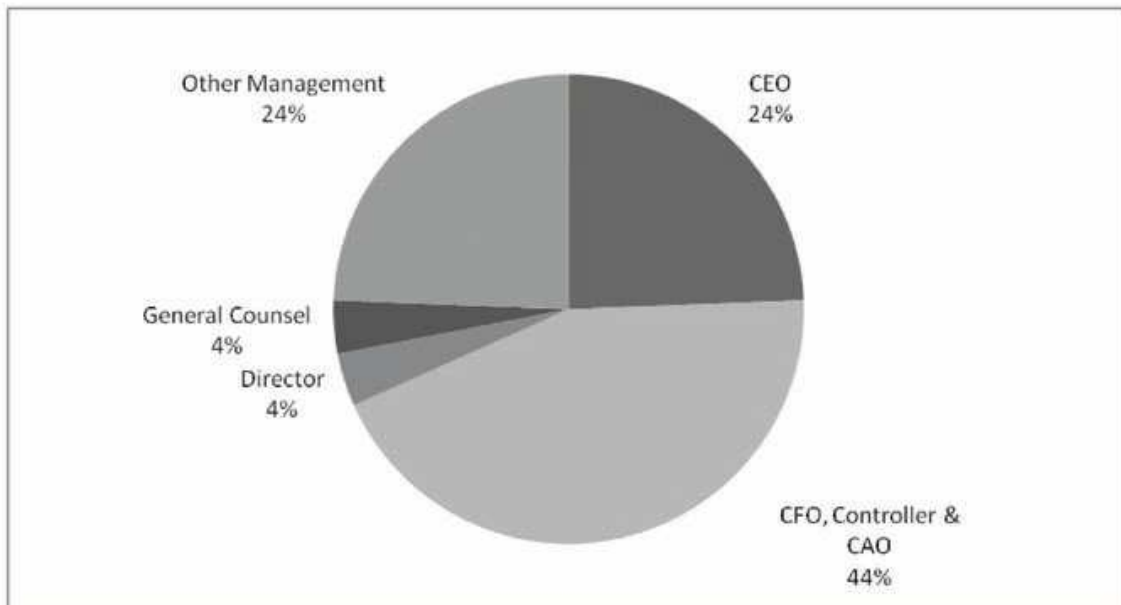
δημοσίευση ομαλοποιημένης χρονοσειράς (time series) κερδών.

- ✓ Απόκρυψη ποσοτήτων απογραφής ή υπερεκτίμηση ποσοτήτων απογραφής. Σε επιχειρήσεις με πολλούς αποθηκευτικούς χώρους ,καταστήματα ή/και με πληθώρα ειδών είναι πολύ εύκολο στη διοίκηση να “διαμορφώνει” τις ποσότητες της απογραφής σύμφωνα με την τελική αξία απογραφής που επιθυμεί να εμφανίσει στις οικονομικές καταστάσεις.
- ✓ Λήψη και καταχώρηση (ή έκδοση) πλαστών-μη πραγματικών τιμολογίων (παραστατικά που δεν προκύπτουν από την λειτουργία της οικονομικής μονάδας ώστε να επιτευχθεί το ‘επιθυμητό’ ύψος εσόδων ή εξόδων) .

Αναφορικά με τη συχνότητα εμφάνισης των τεχνικών παραποίησης, αξίζει να αναφερθεί έρευνα του Deloitte Forensic Center η οποία δημοσιεύτηκε τον Ιούνιο του 2007 βασισμένη στις αναφορές / εκθέσεις της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς των Η.Π.Α. Παραθέτουμε παρακάτω δύο πίνακες από αυτήν την έρευνα του Δικαστικού Τμήματος της εταιρείας Deloitte (Deloit Forensic Center) η οποία βασίστηκε σε αναφορές λογιστικών και ελεγκτικών εκτιμήσεων (Accounting and Auditing Enforcement Releases ,AAERs) του SEC (Securities and Exchange Commission) που εκδόθηκαν κατά τα έτη 2000-2008 ,και ερευνούν το προφίλ των εμπλεκομένων στις περιπτώσεις χειραγώγησης των λογιστικών μεγεθών καθώς και τις περισσότερο χρησιμοποιούμενες μεθόδους χειραγώγησης. Από την εξέταση των ανωτέρω πραγματικών περιπτώσεων λογιστικής απάτης (accounting fraud) προκύπτει ότι ένα 32% περίπου των αναμειγμένων στην απάτη δεν προέρχεται από τον οικονομικό χώρο των επιχειρήσεων (δηλαδή οικονομικοί διευθυντές ,CFOs ,λογιστές ,controllers ,ή γενικοί διευθυντές ,CEOs) αλλά από άλλα τμήματα (πωλήσεις ,παραγωγή και λειτουργίες) (πίνακας 1). Επίσης η αρχή της αναγνώρισης των εσόδων είναι αυτή που υφίσταται τη μεγαλύτερη παραποίηση και ακολουθούν οι ανακριβείς δηλώσεις ,χειραγώγηση εξόδων , αποθεματικών και λοιπών υποχρεώσεων (πίνακας 2).

**Chart 1.**

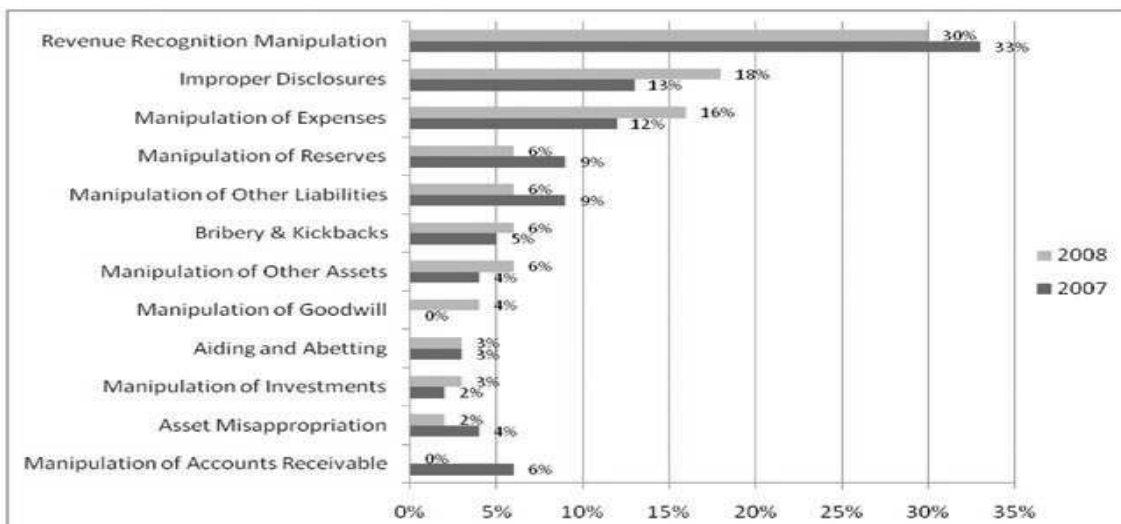
Roles of individual subjects of SEC AAERs issued in 2008 alleging financial statement fraud



Πηγή : Law Journal Newsletters ,2010 V.17.

**Chart 2.**

Proportions of alleged financial statement fraud categories in 2007 and 2008 SEC AAERs.



Πηγή : Law Journal Newsletters ,2010 V.17.

## **4.5 Σκοποί του earnings management.**

### **4.5.1 Κίνητρα για πλασματική αύξηση των κερδών.**

Οι παράγοντες που ωθούν τις διοικήσεις των εταιρειών να προβούν σε αύξηση των κερδών σχετίζονται κυρίως με δύο ειδών κίνητρα :

Το πρώτο αφορά την προσωπική τους ασφάλεια και πλουτισμό ενώ το δεύτερο αφορά την επιδίωξη της διοίκησης της εταιρείας να παρουσιάσει κέρδη προκειμένου να επωφεληθεί η ίδια η εταιρεία.

Γενικότερα, οι λόγοι που συνδέονται με τη διαχείριση των κερδών σχετίζονται με τις αμοιβές τα bonus και διάφορες άλλες παροχές των ανώτερων στελεχών οι οποίες πολλές φορές βρίσκονται σε εξάρτηση προς τα δημοσιευμένα κέρδη, με την αύξηση της τιμής της μετοχής καθώς και με την άσκηση πίεσης στην κυβέρνηση για χρηματοδότηση. Οι managers των εταιρειών αμείβονται με μισθό και λαμβάνουν επιπλέον και κάποιο bonus το ύψος του οποίου εξαρτάται από την επίτευξη ενός συνδυασμού βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων στόχων. Οι στόχοι αυτοί μπορεί να είναι η υπέρβαση ενός κατώτατου ορίου π.χ. της μετά φόρου απόδοσης των περιουσιακών στοιχείων, η οποία συνδέεται με ένα bonus για τον μάνατζερ επί του βασικού του μισθού. Ένα άλλο σύνηθες μακροπρόθεσμο κίνητρο είναι το μετοχικό δικαίωμα προαίρεσης (stock-option) που συνδέεται με τις τιμές των μετοχών, όταν αυτές ξεπερνούν κάποιο κατώτατο σημείο. Σύμφωνα με μία μελέτη (England, 1996), ένα ποσοστό από 47% έως 55% των εταιρειών που είχαν συμπεριληφθεί στο δείγμα, χρησιμοποιούσαν μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα προγράμματα μέτρησης αποδοτικότητας συνδεδεμένα με δημοσιευμένα λογιστικά μεγέθη. Υπέρ αυτής της απόψεως συνηγορούν αρκετές εμπειρικές μελέτες. Ενδεικτική είναι του Healy (1985) όπου εξετάστηκαν οι ενέργειες στις οποίες είχαν προβεί οι managers όταν το ετήσιο bonus συνδέονταν με τα δημοσιευμένα αποτελέσματα. Στις περιπτώσεις όπου τα κέρδη αναμενόταν να υπερβούν το ανώτατο σημείο του bonus, η διοίκηση εφάρμοζε λογιστικά τεχνάσματα (που άπτονταν της διακριτικής ευχέρειας των managers – discretionary accounting options) έτσι ώστε τα έξοδα να περιοριστούν στο τρέχον έτος και να μετατοπιστεί το υπόλοιπο σε μελλοντικές χρήσεις. Όταν όμως το επίπεδο των κερδών βρισκόταν κάτω από το σημείο όπου το bonus δεν μπορούσε να εισπραχτεί,

τότε διαμέσου της διακριτικής ευχέρειας/προαίρεσης (managerial discretion) τα κέρδη περιορίζονταν ακόμη περισσότερο, μετατοπίζοντας ένα μέρος αυτών στο μέλλον. Οι λογιστικές μετρήσεις που χρησιμοποιούνται σε σχέδια αποζημίωσης στελεχών είναι οι εξής :

Απόδοση επί του μετοχικού κεφαλαίου (return on equity)

Απόδοση επί των συνολικά επενδυμένων κεφαλαίων (return on assets)

Κέρδη ανά μετοχή (EPS)

Λειτουργικά ή καθαρά κέρδη

Συνολικές αποδόσεις μετοχών

Συνολικές πωλήσεις (ή αύξηση πωλήσεων)

Αναφορικά με το πρώτο κίνητρο έχουμε να σημειώσουμε ότι οι managers προβαίνουν σε εικονική αύξηση των κερδών προκειμένου να:

Μεγιστοποιήσουν τη αποζημίωση τους

Να διατηρήσουν δύναμη που για τους προσδώσει ασφάλεια στην εργασία τους

Να διεκδικήσουν στο μέλλον προαγωγή.

Ένα συμπέρασμα που θα μπορούσε να εξάγουμε είναι ότι τα στελέχη μπαίνουν στη διαδικασία να παραποιήσουν τα δημοσιευμένα κέρδη επειδή οι ίδιες επιχειρήσεις τους παρέχουν τα κίνητρα για να το κάνουν. Είναι αυτονόητο ότι οποιοσδήποτε (ή η μεγαλύτερη πλειοψηφία) manager θα “μαγείρευε” τις οικονομικές καταστάσεις προκειμένου να αυξήσει την οικονομική του αποζημίωση.

Σχετικά με το δεύτερο κίνητρο, τα στελέχη της ανώτερης διοικητικής βαθμίδας “διαμορφώνουν” ανάλογα τα δημοσιευμένα κέρδη προκειμένου η εταιρεία να κερδίσει κάποια οφέλη. Στόχος τους είναι να :

Μεγιστοποιήσουν την τιμή της μετοχής και να αυξηθεί η εταιρική αξία της επιχείρησης

Ελαχιστοποιηθεί η πιθανότητα χρεοκοπίας

Αντίστοιχα να είναι ευκολότερη η πρόσβαση σε πηγές δανεισμού

Αποφύγουν την παραβίαση περιοριστικών όρων που αφορούν χρέη

Ελαχιστοποιηθούν οι κανονιστικές παρεμβάσεις έτσι ώστε να μην κατηγορηθεί η εταιρεία για μονοπωλιακή πρακτική ή αντικαταναλωτική συμπεριφορά (λόγω υπερκερδών).

#### 4.5.2 Αποτίμηση εταιρικής αξίας - Μεγιστοποίηση τιμής μετοχής.

Καθόσον μία από τις κυριότερες μεθόδους αποτίμησης μίας επιχείρησης είναι η μέθοδος του εισοδήματος ,δηλαδή των κερδών εύκολα γίνεται αντιληπτό ότι τα λογιστικά κέρδη αποκτούν τεράστια σημασία καθώς γίνονται η σημαντικότερη μεταβλητή ενός τέτοιου μοντέλου. Καθώς οι οικονομικοί αναλυτές θα προχωρήσουν σε προβλέψεις των μελλοντικών κερδών με βάση τα τρέχοντα (ιστορικά κέρδη) ,οι μέτοχοι και η διοίκηση της επιχείρησης που ενδιαφέρονται να δουν την επιχείρησή τους με μεγάλη αξία ,θα προσπαθήσουν να “φουσκώσουν” τα κέρδη. Άλλωστε αυτές ακριβώς οι ενέργειες επηρεασμού του αποτελέσματος είναι και η μεγαλύτερη αδυναμία της μεθόδου του εισοδήματος ως μεθόδου αποτίμησης. Επίσης πολλές εταιρείες στην προσπάθειά τους να εξαλείψουν την μεταβλητότητα στα κέρδη τους επιλέγουν διάφορες λογιστικές μεθόδους για πετύχουν την ομαλοποίηση τους και κατά συνέπεια να αυξηθεί η τιμή της μετοχής. Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως η μέθοδος αυτή διαχείρισης των κερδών ονομάζεται συχνά εξομάλυνση των κερδών (income smoothing). Ουσιαστικά, οι managers έχουν (ή θέλουν και επιδιώκουν να έχουν) τη δυνατότητα να αυξήσουν τις τιμές των μετοχών μειώνοντας τη μεταβλητότητα των δημοσιευμένων κερδών. Οι ποιά συνηθισμένες περιπτώσεις που οι μέτοχοι και η διοίκηση επιδιώκουν τεχνητή άνοδο της αξίας της επιχείρησης είναι σε όταν υπάρχουν διαδικασίες εξαγορών και συγχωνεύσεων ,μεταβιβάσεων μετοχών ,αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου ,είσοδος νέων μετόχων σε παλαιές υφιστάμενες εταιρείες ,εισαγωγή για πρώτη φορά σε οργανωμένη χρηματιστηριακή αγορά. Ένα ζήτημα που προκύπτει, είναι μέχρι ποιο βαθμό μπορεί η τιμή μιας μετοχής να αυξηθεί λόγω ομαλοποίησης των κερδών και αν η αγορά θα αντιληφθεί και τότε τα “λογιστικά παιχνίδια” και ποιά θα είναι η αντίδραση των επενδυτών. Μεγάλη σημασία σε αυτό το θέμα παίζει η εκτίμηση της “ποιότητας των λογιστικών κερδών”. Συμπερασματικά μπορούμε να πούμε ότι η παρουσία λογιστικών χειρισμών που μειώνουν την αντίληψη για την ποιότητα των κερδών, την τιμή της μετοχής και συνεπώς την αξία της εταιρείας, αυξάνεται όσο η μεταβλητότητα των καθαρών κερδών κατά τη διάρκεια της εταιρικής χρήσης αυξάνεται.

#### 4.5.3. Φορολογικά οφέλη.

Παρόλο που στην Αγγλο-αμερικανική βιβλιογραφία η αποφυγή φορολογίας δεν αναφέρεται ως πρωτεύων λόγος διαχείρισης κερδών ή δεν αναφέρεται και καθόλου θεωρούμε ότι στην Ελλάδα είναι ίσως ο βασικότερος (ιδίως για τις μικρές –μεσαίες επιχειρήσεις. Να σημειώσουμε ότι σύμφωνα με την Ε.Σ.Υ.Ε. για το 2004 σε σύνολο 902.631 επιχειρήσεων στην Ελλάδα οι 721.504 είναι ατομικές επιχειρήσεις ,ενώ οι Α.Ε. ανέρχονται σε 30.459 και οι Ε.Π.Ε σε 20.319. Το 2004 υπήρχαν 360 εισηγμένες επιχειρήσεις στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Βλέπουμε δηλαδή ότι οι εισηγμένες σε δημόσια αγορά επιχειρήσεις στην πραγματικότητα είναι ένα παντελώς ασήμαντο μέγεθος στο σύνολο των επιχειρήσεων. Οι υπόλοιπες –που δεν έχουν κάποιο από τα οφέλη του Χρηματιστηρίου- αλλά ούτε και τις αυστηρές εποπτικές και ελεγκτικές διαδικασίες της λειτουργίας και παραμονής σε αυτό – έχουν ουσιαστικά οφέλη (και μάλιστα καθαρά ταμειακά) από την μη πληρωμή (ή την χαμηλή πληρωμή) φόρων. Μάλιστα όσο υψηλότερος είναι ο φορολογικός συντελεστής τόσο περισσότερο υψηλό είναι και το κίνητρο –και το όφελος της φοροδιαφυγής. Και φυσικά εφόσον ο φόρος επιβάλλεται στα καθαρά κέρδη ,αντιλαμβάνεται κανείς ότι αυτό είναι και το μέγεθος το οποίο θα υποστεί τη μεγαλύτερη δυνατή χειραγώγηση.<sup>17</sup> Σε έρευνα του Κωνσταντίνου Ν. Κανελλόπουλου Επιστημονικού Ερευνητή του ΚΕΠΕ με θέμα “Φοροδιαφυγή στις ανώνυμες εταιρίες: Εκτιμήσεις από τις εισαχθείσες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών” το Μάιο του 2002 η οποία αξιοποίησε τα πρωτογενή στοιχεία των φορολογικών ελέγχων των εταιριών, οι οποίοι προηγήθηκαν της εισόδου τους στο ΧΑΑ τη δεκαετία του 1990, γίνεται μία εκτίμηση της έκτασης και των χαρακτηριστικών της φοροδιαφυγής στις ανώνυμες εταιρίες. Η έρευνα καταλήγει “Το μέσο ποσοστό φορολογικής συμμόρφωσης, οριζόμενο ως οι δηλωθέντες φόροι προς τους δηλωθέντες συν το προϊόν φορολογικού ελέγχου, ανέρχεται σε 79,6% ή άλλως το ποσοστό της φοροδιαφυγής ανέρχεται σε 20,4%. Δοθέντος ότι οι φορολογικοί έλεγχοι επιβάλλουν πρόστιμα και προσαυξήσεις είναι φανερό ότι εάν δεν υπήρχε καθόλου φοροδιαφυγή το δημόσιο θα εισέπραττε επιπλέον μόνο τα ποσά που αντιστοιχούν σε φόρους και όχι

---

<sup>17</sup> Οτι η φοροδιαφυγή αποτελεί εθνικό άθλημα στην Ελλάδα είναι γνωστό στους πάντες εδώ και πολλά χρόνια. Στην εισηγητική έκθεση του ισχύοντος σήμερα φορολογικού νόμου αναφέρεται χαρακτηριστικά “ Στόχος της φορολογικής μας πολιτικής είναι ένα απλό και δίκαιο φορολογικό πλαίσιο με ενιαίους κανόνες, χωρίς αδικαιολόγητες εξαιρέσεις... Το πλαίσιο και οι κανόνες φορολόγησης των εισοδημάτων και των περιουσιών που ισχύουν σήμερα εντείνουν την άδικη και διακριτή μεταχείριση πολλών κατηγοριών εισοδημάτων, δημιουργώντας φορολογούμενους πολλών ταχυτήτων ακόμη και στις ίδιες κατηγορίες εισοδημάτων... Άμεση προτεραιότητα μας είναι η αντιμετώπιση της φοροδιαφυγής γιατί αποτελεί τη χειρότερη ίσως μορφή αδικίας μέσα στο φορολογικό μας πλαίσιο, που εμποδίζει τη λειτουργία του κράτους, πολλαπλασιάζει τη διαφθορά και δημιουργεί συνθήκες κοινωνικής αδικίας μεταξύ των πολιτών και αθέμιτου ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων



αυτά των προσαυξήσεων και προστίμων. Εξαιρώντας τα τελευταία το ποσοστό φορολογικής συμμόρφωσης εκτιμάται στο 87%.” Βέβαια αυτή η έρευνα έγινε σε εταιρίες που ήδη εκδήλωσαν ενδιαφέρον για εισαγωγή στο ΧΑΑ ,και ανάμεναν αντίστοιχο (και τυπικά αυστηρό) φορολογικό έλεγχο. Φυσικά το ποσοστό φοροδιαφυγής είναι αρκετά υψηλότερο και υπάρχουν διάφορες απόψεις για το συνολικό ποσό της παραοικονομίας στην Ελλάδα που υπολογίζεται σε δεκάδες δισεκατομμύρια ευρώ το χρόνο.<sup>18</sup>

#### **4.6. Εντοπισμός της χειραγώγησης κερδών.**

Τα δυνητικά οφέλη του earnings management αποτελούν και ενδείξεις (red flags) για τον εντοπισμό του. Στοιχεία για εφαρμογή πρακτικών διαχείρισης κερδών αποτελούν :

- Τα δημοσιευμένα κέρδη είναι στο ίδιο ύψος (ή οριακά υψηλότερα) από κάποια σημαντική τιμή στόχο (important benchmark). Οι οικονομικοί αναλυτές και λοιποί ενδιαφερόμενοι να αξιολογήσουν μία επιχείρηση συχνά θέτουν ένα ύψος κερδών που θεωρούν ικανό για το μέγεθος και τη λειτουργία της επιχείρησης. Οι διοικητές της επιχείρησης θα προσπαθήσουν να “ανταποκριθούν” σε αυτές τις προσδοκίες.
- Υψηλές τιμές δεδουλευμένων εσόδων. Τα λογιστικά κέρδη είναι το άθροισμα των ταμειακών εισροών (κερδών) από τις λειτουργίες πλέον τα (μη ταμειακά) δεδουλευμένα κέρδη. Τα ταμειακά κέρδη πολύ δύσκολα μπορούν να παραποιηθούν ,αντίθετα τα δεδουλευμένα παραποιούνται σχετικά εύκολα καθώς περιλαμβάνουν υποκειμενικές εκτιμήσεις και πληροφορίες (και χρειάζονται μόνο κάποιες λογιστικές εγγραφές). Έτσι σχετικά υψηλά για το μέγεθος της

---

<sup>18</sup> Εφημερίδα “Το Βήμα ,2001”. Ο καθηγητής και πρώην υπουργός Οικονομικών κ. Γ. Αγαπητός σε μια μελέτη που δημοσιεύθηκε στο Δελτίο Φορολογικής Νομοθεσίας με τίτλο «Το μέγεθος της φοροδιαφυγής στην Ελλάδα» υποστηρίζει ότι οι κυριότερες αιτίες αύξησης της φοροδιαφυγής είναι οι υψηλοί φορολογικοί συντελεστές, η κακή διάρθρωση της οικονομίας, η ανεπάρκεια των δημόσιων υπηρεσιών και ειδικότερα των φοροτεχνικών υπηρεσιών, η έλλειψη εθνικού κτηματολογίου, ο μη δημοκρατικός τρόπος διακυβέρνησης, η σπάταλη διαχείριση του δημόσιου χρήματος, οι επιεκείς ποινές για τις φορολογικές παραβάσεις, η ύφεση και ο μεγάλος δημόσιος τομέας ο οποίος συνεπάγεται υψηλό βαθμό κρατικών παρεμβάσεων στην οικονομική δραστηριότητα.... είναι το υψηλό μέγεθος της παραοικονομίας, το οποίο κατά άλλους φθάνει το 35% του ΑΕΠ και κατ' άλλους το 30%, οι υψηλοί συντελεστές φορολογίας, οι οποίοι υπερβαίνουν το ποσοστό 40%, η χαμηλή παραγωγικότητα των ελεγκτικών υπηρεσιών και ο μεγάλος αριθμός των αυτοαπασχολούμενων... Ποιοι φοροδιαφεύγουν... Η φοροδιαφυγή στον φόρο εισοδήματος εντοπίζεται κυρίως στους ελεύθερους επαγγελματίες, στους αυτοαπασχολούμενους, στις μικρές επιχειρήσεις, στους εργολάβους ανέγερσης οικοδομών και στις υπο-ή υπερτιμολογήσεις των ανωνύμων εταιρειών.

επιχείρησης (και των συνολικών πωλήσεων) ποσά δεδουλευμένων ,τα οποία μάλιστα δεν επαληθεύονται από αντίστοιχες ταμειακές εισροές τις αμέσως επόμενες διαχειριστικές περιόδους αποτελούν ενδείξεις χειραγώγησης κερδών.

- Αύξηση κεφαλαίου ή είσοδος σε χρηματιστηριακή αγορά. Είναι πολύ πιθανό μία επιχείρηση πριν προβεί σε διαδικασίες αύξησης μετοχικού κεφαλαίου να προχωρήσει σε “διόγκωση” των κερδών της προκειμένου να γίνει ελκυστική στους υποψήφιους επενδυτές. Άλλωστε ποιός θα συμμετείχε σε κεφάλαιο εταιρίας που έχει χαμηλή απόδοση (αν και χωρίς ωραιοποίηση)? Τα παραπάνω ισχύουν φυσικά όταν μία επιχείρηση γίνει στόχος εξαγοράς.
- Όταν υπάρχει μεγάλη διαφορά μεταξύ λογιστικού εισοδήματος και φορολογητέου εισοδήματος. Τα λογιστικά κέρδη υπολογίζονται σύμφωνα με τις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές οι οποίες επιτρέπουν μία σχετική ευελιξία λογιστικών χειρισμών ,ενώ τα φορολογητέα κέρδη σύμφωνα με το φορολογικό νόμο ο οποίος είναι συγκεκριμένος και δεν αφήνει περιθώρια χειρισμών.
- Συχνές ή ξαφνικές αλλαγές στις λογιστικές πολιτικές της επιχείρησης. Εάν μία επιχείρηση μεταβεί από συντηρητικές λογιστικές μεθόδους σε ποιά επιθετικές ή το αντίστροφο χωρίς προφανή λόγο από την λειτουργική της δραστηριότητα αυτό αποτελεί ένδειξη υπερ ή υπο εκτίμησης των κερδών.
- Συχνές ή ξαφνικές αλλαγές ή παραιτήσεις μελών διοίκησης (κυρίως οικονομικών στελεχών) ή τακτικών ελεγκτών πιθανόν να οφείλονται σε διαφωνίες ως προς τον τρόπο (ή και την νομιμότητα και σκοπιμότητα) χειρισμού του αποτελέσματος.
- Μεγάλες ή και συχνές συναλλαγές με εξαρτημένες ή απόλυτα ελεγχόμενες ή συνδεδεμένες επιχειρήσεις. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι αξίες των συναλλαγών ενδέχεται να μη γίνονται σε κανονικές τιμές αγοράς αλλά να λαβαίνει χώρα σημαντική υπερ /υπο τιμολόγηση.
- Υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση (leverage) είναι πιθανόν λόγος παρουσίασης θετικών αποτελεσμάτων για την αποφυγή δυσάρεστων καταστάσεων με δανειστές.
- Σημαντικά ποσά έκτακτων και ανόργανων εσόδων και εξόδων ή κονδύλια με γενικούς και αοριστόλογους χαρακτηρισμούς (πχ έκτακτα έξοδα).
- Χαμηλά (ή υψηλά) ποσά αποσβέσεων σε σχέση με την συνολική αξία κτήσης αλλά και την αναπόσβεστη αξία των περιουσιακών στοιχείων (ισχύει και για τα

υλικά και τα άυλα περιουσιακά στοιχεία). Μη πραγματοποίηση αποσβέσεων ενώ υπάρχουν αναπόσβεστα πάγια είναι ένδειξη διοίκησης κερδών (για εμφάνιση κερδών).

- Έρευνες κρατικών ή κοινωνικών επιτροπών (π.χ. επιτροπή ανταγωνισμού ,διεύθυνση αγορανομικών ελέγχων ,επιτροπή ελέγχου τιμών ,ενώσεις καταναλωτών). Υψηλά κέρδη ενδεχομένως να υπονοούν κατοχή δεσπόζουσας θέσης στην αγορά και κατάχρηση δύναμης ή μονοπωλιακές πρακτικές.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup> :**

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΡΟΤΑΣΕΙΣ  
ΓΙΑ ΠΑΡΑΠΕΡΑ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ.**

---

## **5. Επίλογος – Συμπεράσματα και προτάσεις για παραπέρα έρευνα.**

Η επιστήμη και πρακτική της αποτίμησης ,ως ένας σχετικά νέος αλλά ιδιαίτερα δυναμικός κλάδος της οικονομικής των επιχειρήσεων έχει γνωρίσει μεγάλη άνθηση και εξέλιξη τα τελευταία χρόνια. Ακαδημαϊκοί αλλά και επαγγελματίες του χώρου διατυπώνουν τις απόψεις τους και διεξάγουν εμπειρικές έρευνες για την υποστήριξη των θεωριών. Η βιβλιογραφία πλέον είναι πλούσια σε θεματολογία. Έχουν αναπτυχθεί διάφορες μέθοδοι για την εκτίμηση της αξίας των επιχειρήσεων όπως η μέθοδος της περιουσίας (asset based approach) ,της αγοράς (market based approach) και του εισοδήματος (income based approach). Μία από τις σημαντικότερες (για πολλούς η πλέον σημαντική και ενδεδειγμένη) είναι η προσέγγιση του εισοδήματος. Στα πλαίσια αυτής της μεθόδου χρησιμοποιούνται λογιστικά δεδομένα εταιριών ως μεταβλητές εισόδου (input variables) στα μοντέλα αποτίμησης τα οποία συνήθως περιλαμβάνουν και ένα μαθηματικό κομμάτι αναγωγής σε παρούσα αξία μίας σειράς αναμενόμενων μελλοντικών εισροών ,ενώ τα τελευταία χρόνια η εξέλιξη του μοντέλου του υπολειμματικού εισοδήματος που συνδυάζει καθαρά κέρδη και λογιστική αξία γνωρίζει μεγάλη απήχηση μεταξύ των ερευνητών. Τα μοντέλα αυτά ξεκινούν από τη μελέτη της επιχείρησης και του περιβάλλοντος στο οποίο αυτή δραστηριοποιείται ,αναλύουν τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και διεξάγουν προβλέψεις μελλοντικής εξέλιξης της βασικής μεταβλητής αξίας. Είναι μοντέλα σχετικά περίπλοκα και απαιτούν καλές γνώσεις οικονομικών αλλά και λογιστικής.

Το κυριότερο λογιστικό μέγεθος που χρησιμοποιείται σε αυτά τα μοντέλα είναι τα κέρδη ή κάποιο παράγωγο των κερδών μέγεθος (όπως μερίσματα ,ταμειακές εισροές). Τα καθαρά κέρδη των επιχειρήσεων αποτελούν το πλέον σημαντικό μέγεθος που ενδιαφέρει τους μετόχους ,τους επενδυτές και γενικά όσους ασχολούνται με τις επιχειρήσεις. Είναι το μέγεθος για το οποίο δημοσιεύονται συνέχεια στοιχεία και για το οποίο γίνονται συνέχεια εκτιμήσεις της μελλοντικής του διαμόρφωσης. Ως εκ τούτου αποτελεί σημαντική μεταβλητή αξίας της επιχείρησης. Εκτός όμως της προβλεπτικής του δυναμικής έχει μεγάλη αξία και ως ιστορικό μέγεθος ,καθώς είναι δείκτης μέτρησης της αποδοτικότητας της επιχείρησης (performance index) δηλαδή της αποτελεσματικής χρήσης των οικονομικών πόρων που αυτή διαθέτει. Τα κέρδη είναι ο

τελικός και καθοριστικός δείκτης μέτρησης προστιθέμενης ,δημιουργούμενης (ή αντίστοιχα δείκτης καταστροφής σε περίπτωση ζημιών) αξίας και μία σειρά εμπειρικών ερευνών αποδεικνύουν τη σχέση των κερδών με τις τιμές (δηλαδή αποδόσεις) των μετοχών στις χρηματιστηριακές αγορές. Όμως ως ένα καθαρά λογιστικό μέγεθος δεν παύει να έχει τα μειονεκτήματα της εφαρμογής των λογιστικών παραδοχών και κανόνων κατά τη διαδικασία μέτρησής του. Ενώ επίσης σημαντικό μειονέκτημα είναι και η αμφισβητούμενη από πολλούς ποιότητα των λογιστικών κερδών (earnings quality) που οφείλεται σε υποκειμενικές πολλές φορές εκτιμήσεις και εφαρμογή τιμών ιστορικού κόστους σε μία εποχή με διακυμάνσεις στην αξία του νομίσματος αλλά και στο γεγονός ότι είναι μέγεθος υποκείμενο σε πρακτικές χειραγώγησης (earnings manipulation).

Επομένως πρέπει ακόμα να λυθούν πολλά ανοιχτά θέματα σχετικά με τη λογιστική διαδικασία καταγραφής και μέτρησης του αποτελέσματος ώστε αυτό να είναι περισσότερο αντικειμενικό και να έχει σημαντική πληροφοριακή αξία. Οι λογιστικές πρακτικές πρέπει να γίνουν περισσότερο αξιόπιστες και μη δυνάμενες σε διακριτική εφαρμογή. Τέλος οι οικονομικές καταστάσεις θα πρέπει να παρουσιάζουν την όσο γίνεται πιο ακριβή και πραγματική οικονομική κατάσταση μίας οικονομικής μονάδας περιλαμβάνοντας όλα τα περιουσιακά στοιχεία που συνθέτουν την πραγματική αξία μίας επιχείρησης χωρίς όμως να χάσουν την απλότητα και αμεσότητα της παρουσίασης.

## Αρθρογραφία – Βιβλιογραφία

**Κανελλόπουλος Ν. Κωνσταντίνος ,2002.** Φοροδιαφυγή στις ανώνυμες εταιρίες: Εκτιμήσεις από τις εισαχθείσες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Κ.Ε.Π.Ε. No. 75.

**Παπαδόπουλος Δημήτριος ,Λαζαρίδης Ιωάννης ,2005 ,2006.** Χρηματοοικονομική Διοίκηση ,τεύχη Α-Δ ,Θεσσαλονίκη.

**Abarbanell, Jeffrey, and Brian Bushee, 1997,** Fundamental analysis, future earnings, and stock prices, *Journal of Accounting Research*, 1-24.

**Abarbanell, Jeffrey, and Reuven Lehavy, 2003,** Biased forecasts or biased earnings? The role of reported earnings in explaining apparent over/underreaction in analysts' earnings forecasts, *Journal of Accounting and Economics* (36), 105-146.

**Alford, A. W. 1992.** The effect of a set of comparable firms on the accuracy of the price – Earnings Valuation Method. *Journal of accounting Research* 30: 94-108.

**Baginski, S.P. and J.M. Wahlen (2003),** 'Residual Income Risk, Intrinsic Values, and Share Prices', *The Accounting Review*, Vol. 78, No. 1, pp. 327–51.

**Baker R & S. Imam (2008).** Analysts perceptions of "earnings quality". *Accounting and Business Research* ,No. 4 ,2008.

**Ball, R., & Brown, P. (1968).** An Empirical Evaluation of Accounting Income Numbers. *Journal of Accounting Research* 6 , 159-178.

**Ball, R., & Kothari, S. P. (1991).** Security Returns around Earnings Announcements. *Accounting Review* 66 , 718-738.

**Bao BEN-HSIEN AND DA-HSIEN BAO ,2004.** Income Smoothing, Earnings Quality and Firm Valuation. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(9) & (10), 2004.

**BARKER RICHARD ,SHAHED IMAM and COLIN CLUBB ,2008.** The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review* Vol. 17, No. 3, 503–535 ,2008

**Baralexis S., (2004).** "Creative Accounting in small advancing counties: The Greek Case" *Management Auditing Journal*, 19:3, pp.495-509.

**Beneish, M.D. (1999) :** "The detection of earnings manipulation", *Financial Analyst Journal*, (electronic version), Vol. 55, No 5, pp 24-36.

**Barth, M., and W. Landsam. 1995.** Fundamental Issues related to using fair Value accounting for financial Reporting. *Accounting Horizons* 9: 97-107.

**Beaver William H and Joel S. Demski ,1979.** The Nature of Income Measurement. *The Accounting Review*, Vol. 54, No. 1 (Jan., 1979), pp. 38-46Published

- Beaver W.H. , J.M. Hand and W.R. Landsman (1999)**, ‘Accruals, Cash Flows, and Equity Values.’ *Review of Accounting Studies*, Vol. 3, pp. 205–29.
- Bernard, V. L., 1995**. The Feltham-Ohlson framework: applications for empiricists. *Contemporary Accounting Research* 6: 159-178.
- Bhojraj, S., Lee, C. M. C. 2002**. Who is my Peer? A Valuation – Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research* 10: 407 – 439.
- Block, S. B. (1999)**, ‘A study of financial analysts: Practice and theory’, *Financial Analysts Journal* ,Vol. 55, no. 4, pp. 86–95.
- Bradshaw, M. T. (2002)**, ‘The use of target prices to justify sell-side analysts' stock recommendations’, *Accounting Horizons*, Vol. 16 No. 1, pp. 27–41.  
 \_\_\_\_\_ (2004), ‘How Do Analysts Use Their Earnings Forecasts in Generating Stock Recommendations?’ *Accounting Review*, Vol. 79, No. 1, pp. 25–50.
- Burgstahler, D. C., Dichev, I. D., 1996**. Earnings Adaption and Equity Value. *The Accounting Review* 72: 188.
- Chan K. ,Chan L. ,Jedadeesh N. ,Lakonishok J.** Earnings Quality and Stock Returns. *Journal of Business* , Vol. 79 ,2006.
- Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., 2000**. *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies*. 3rd Edition. McKinsey & Company, Inc.
- Courteau, L., J. L. Kao, and G. D. Richardson. 2001**. Equity valuation employing the ideal versus ad hoc terminal value expressions, *Contemporary Accounting Research* 18: 625-661.
- Greig C. Anthony ,1992**. Fundamental analysis and subsequent stock returns\*. *Journal of Accounting and Economics* 15 (1992) 413-442. North-Holland.
- Damodaran, A., 2006**. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. 22/06/2009
- Dechow, P. M., A. P. Hutton, and R. G. Sloan. 1999**. An empirical assessment of the residual income valuation model. *Journal of Accounting and Economics* 26: 1-34
- Dechow, P. M., A. P. Hutton, and R. G. Sloan (2000)**, ‘The relation between analysts' forecasts of long-term earnings growth and stock price performance following equity offerings’ ,*Contemporary Accounting Research*, Vol. 17 No. 1.
- Dechow, Patricia, and Ilia Dichev, 2002**, The quality of accruals and earnings: The role of accrual estimation errors, *The Accounting Review* 77 (Supplement), 35-59.
- Dechow, Patricia ,Richard G. Sloan, Amy P. Sweeney ,1995**. Detecting Earnings Management. *The Accounting Review*, Vol. 70, No. 2 (Apr., 1995), pp. 193-225
- Deloitte Forensic (2007)**, ‘Accounting and Auditing Enforcement Releases’ Ιανουάριος 2007 – Δεκέμβριος 2006.
- Dichev, Ilia D. and Vicki W. Tang, 2008**, Matching and the changing properties of accounting earnings over the last 40 years, forthcoming in *The Accounting Review*.



- Demirakos, E. G., N. C. Strong, and M. Walker. 2004.** What Valuation models do analysts use? *Accounting Horizons* 18: 221-240.
- Easton, P. D., and T. S. Harris. 1991.** Earnings as an Explanatory variable for returns. *Journal of Accounting Research* 29:19-36.
- Easton D. Peter ,1985.** Accounting Earnings and Security Valuation: Empirical Evidence of the Fundamental Links. *Journal of Accounting Research* Vol. 23 Supplement 1985
- Edwards, F., Bell, P.** *The Theory and Measurement of Business Income.* Berkley: University of California Press, 196
- Fama, E. (1970).** Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* Vol. 25, No. 2, (May) , 383-417.
- Fama, E. F., & French, K. R. (2000).** Forecasting Profitability and Earnings. *Jornal Of Business* , Vol. 73, no. 2.
- Feltham, G., A., Ohlson, J., A. 1995.** Valuation and Clean Surplus Accounting for Operating and Financial Activities. *Contemporary Accounting Research* 11: 209 – 234.
- Feltham, G., A., Ohlson, J., A. 1996.** Uncertainty Resolution and the Theory of Depreciation Measurement. *Journal of Accounting Research* 34: 209 – 234.
- Fernandez P., 2007.** Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories. *Managerial Finance* Vol. 33 No. 11, 2007 pp. 853-876.
- Finger, Catherine A., 1994,** The ability of earnings to predict future earnings and cash flows,*Journal of Accounting Research* 32, 210-223.
- Francis, J., Olsson, P., Ohlson, D., R. 2000.** Comparing the Accuracy and Explainability of Dividend, Free Cash Flow, and Abnormal Earnings Equity Value Estimates. *Journal of Accounting Research* 38: 45 – 48.
- Frankel, R., and C. M. C. Lee. 1998.** Accounting Valuation, Market Expectation and cross-sectional stock Returns. *Journal of Accounting and Economics* 25: 283-319.
- Gilson, S. C., E. S. Hotchkiss, R. S. Ruback. 2000.** Valuation of Bankrupt firms. *Review of Financial Studies* 13: 43-74.
- Givoly, Dan, and Carla Hayn, 2000,** The changing time-series properties of earnings, cash flows and accruals: Has financial reporting become more conservative, *Journal of Accounting and Economics* 29, 287-320.
- Greig, A. C. (1992).** Fundamental analysis and subsequent stock returns. *Journal of Accounting and Economics* 15 , 413-442.
- Goel Anand Mohan and Anjan V. Thakor ,2003.** Why Do Firms Smooth Earnings? *The Journal of Business*, Vol. 76, No. 1 (Jan., 2003), pp. 151-192
- Hurley, William J., and Lewis D. Johnson. 1994.** A realistic dividend valuation model. *financial Analysts Journal*: 50-54.
- Hribar PAUL AND D. CRAIGNICHOLS ,2007.** The Use of Unsigned Earnings Quality

Measures in Tests of Earnings Management. *Journal of Accounting Research* Vol. 45 No. 5 December 2007

**Jiang, X., B. S. Lee. 2003.** An empirical test of the accounting based residual income model and the traditional dividend discount model. *Journal of Business* 78: 1465-1504.

**Jenkins S. David and Gregory D. Kane , 2006.** A Contextual Analysis of Income and Asset-Based Approaches to Private Equity Valuation. *Accounting Horizons* Vol. 20, No. 1 March 2006 pp. 19–35.

**Kaplan, S. N., and R. Ruback. 1995.** The valuation of Cash flow forecasts: An empirical analysis. *Journal of Finance* 50: 1059-1093.

**Kim, M., and J. R. Ritter. 1999.** Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics* 53: 409-437.

**Owen Lamont Owen ,1998.** Earnings and Expected Returns. *The Journal of Finance*, Vol. 53, No. 5 (Oct., 1998), pp. 1563-1587 Published

**Lee, C., M., C. 1999.** Accounting Based Valuation, impact on Business Practices and Research. *Accounting Horizons* 13: 414 – 415.

**Lev, Baruch, and S. Ramu Thiagarajan, 1993,** Fundamental information analysis, *Journal of Accounting Research* 31 (2), 190-215.

**Lev, Baruch ,2003.** Corporate Earnings: Facts and Fiction. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No. 2 (Spring, 2003), pp. 27-50.

**Lie, E., Lie, H., J. 2002.** Multiples used to estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal* 53.

**Lipe, Robert, 1990,** The relation between stock returns and accounting earnings given alternative information, *The Accounting Review* 65 (Vol. 1), 49-71.

**Liu, J. Nissim, D., Thomas, J. 2002.** Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research* 40: 163.

**Modigliani F. and M. H. Miller. "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment." *American Economic Review* 48 (June 1958), 261-97. 27.**

**Modigliani F. and M. H. Miller. "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction." *American Economic Review* 53 (June 1963), 433-43**

**Lundholm, R.J., and T. B. O'Keefe. 2001a.** On Comparing Residual Income and Discounted Cash Flow Models of Equity Valuation. a response to Penman (2001). *Contemporary Accounting Research* 18: 693-696.

**O'Brien, Thomas J. 2001.** A Simple and Flexible DCF Valuation Formula. *Journal of Applied Finance* fall/winter 2003.

**Ohlson, J. 1995.** Earnings Book Values and Dividends in Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*: 661-87.

- Ohlson, J. 2005.** On Accounting - Based Valuation Formulae. *Review of Accounting Studies* (10): 323-347.
- Ohlson, J. and B. Juettner-Nauroth 2004.** Expected EPS and EPS Growth as determinants of value. *Review of Accounting Studies* 10.
- Ou, J., A., Sepe, J., F. 2002.** Analysts Earnings Forecasts and the Roles of Earnings and Book Value in Equity Valuation. *Journal of Business, Finance and Accounting* 29: 287 – 291.
- Palepu, K. G., Healy, P. M., Bernard, V. L., 2003.** *Business Analysis & Valuation Using Financial Statements.* Thomson South – Western.
- Penman, S., Sougiannis, T. 1998.** A comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research* : 343-84.
- Penman, S., H. 2001.** Comparing Cash Flow and accrual accounting Models for Use in Equity Valuation: A response to Lundholm and O'Keefe (CAR, Summer 2001). *Contemporary Accounting Research* 38: 45 – 48.
- Penman, S., H. 2005.** Discussion of „On Accounting – Based Valuation Formulae and Expected EPS and EPS Growth as Determinants of Value“. *Review of Accounting Studies* (10).
- Penman, S. H. 2007.** *Financial Statement Analysis and Security Valuation.* 3rd Edition, International Edition. McGraw-Hill.
- Richardson, G., Tinaikar, S., 2004.** Accounting Based Valuation Models: What have we learned. *Accounting and Finance* 44: 223-255.
- Ross, S.A., Westerfeld, R.W., Jare, J.F., 1993.** *Corporate Finance,* 3rd ed., Richard D. Irwin, Inc., Homewood, IL.
- Shannon P. Pratt , Alina V. Niculita.** *Valuing a Business* ,5<sup>th</sup> edition , McGraw-Hill Companies.
- Sharpe, W. F. (1964).** Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *Journal of Finance* 19 , 425-442.
- Shiller, R. J. 1981.** Do stock prices move too much to be justified by subsequent change in dividends? *American Economic Review* 71: 421–436.
- Sloan, Richard, 1996,** Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?, *The Accounting Review* 71, 289-316.
- Sougiannis, T. and T. Yaekura. 1997.** The accuracy Bias of Equity Values Inferred from Analysts' Earnings Forecasts. Working paper. University of Illinois.
- Sweeney W. Henry ,1933.** Income. *The Accounting Review*, Vol. 8, No. 4 (Dec., 1933), pp. 323-335.
- Wild, John J., Leopold A. Bernstein, and K.R. Subramanyam. 2001.** *Financial Statement Analysis,* 7th edition. McGraw-Hill Irwin.