

# 1

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ

|     |  |    |
|-----|--|----|
| 1.1 | Αντικειμενικός Σκοπός .....                                | 28 |
| 1.2 | Εγχειρίδια Αποτίμησης και<br>Θεμελιώδης Αξία.....          | 29 |
| 1.3 | Πληροφοριακές Απαιτήσεις<br>Για τον Πρώτο Αποτίμησης ..... | 31 |
| 1.4 | Διαχείριση Αξίας.....                                      | 33 |
| 1.5 | Διαχείριση Κινδύνου .....                                  | 36 |

## 1.1 Αντικειμενικός Σκοπός

Αντικειμενικός σκοπός του παρόντος βιβλίου είναι η διαχείριση της αξίας και η διαχείριση του κινδύνου επενδύσεων. Αναφορικά με το πρώτο σκέλος του αντικειμενικού σκοπού, το βιβλίο ειδικότερα ασχολείται με επιμέρους αξίες όπως μετοχών και ομολογιών, καθώς και με συνολικές αξίες όπως ίδιων κεφαλαίων, ξένων κεφαλαίων και επιχειρήσεων.

Για την επίτευξη του σκοπού αυτού χρησιμοποιείται η θεμελιώδης αποτίμηση (fundamental valuation) η οποία, όπως τονίζεται παρακάτω, αντιδιαστέλλεται από την κερδοσκοπική αποτίμηση (speculative valuation). Θεμελιώδης αξία (fundamental value) είναι η αξία η οποία παραμένει στην ιδιοκτησία του επενδυτή για μία μεγάλη χρονική περίοδο. Συνεπώς η θεμελιώδης αποτίμηση βασίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, αποβλέπουν σε μεγιστοποίηση πλούτου και ότι η χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνει τιμές με βάση τη θεμελιώδη αξία.

Η γνώση της αξίας ενδιαφέρει τους επενδυτές οι οποίοι είναι οι χορηγοί κεφαλαίων σε μία επιχείρηση είτε αυτοί είναι μέτοχοι είτε δανειστές, τη διοίκηση της επιχείρησης, τις αγορές χρήματος και κεφαλαίου, το κράτος γενικά, τις αρχές εποπτείας των αγορών, τους οργανισμούς παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, την ακαδημαϊκή κοινότητα, τους ερευνητές, το προσωπικό και του πελάτες μιας επιχείρησης κ.λπ. Μάλλον δεν αποτελεί επικίνδυνη γενίκευση να εισπυθεί ότι η αξία ενδιαφέρει όποιον έχει σχέση ή σκοπεύει να δημιουργήσει σχέση με τον κόσμο των επιχειρήσεων.

Αναφορικά με το δεύτερο σκέλος του αντικειμενικού σκοπού, το βιβλίο ειδικότερα ασχολείται με τον ορισμό του κινδύνου, τον κίνδυνο ίδιων κεφαλαίων (έννοια, συστηματικός και μη, καθώς και τα υποδείγματα μέτρησης του συστηματικού κινδύνου), τον κίνδυνο ξένων κεφαλαίων (έννοια και υποδείγματα μέτρησης) και την αντιμετώπιση κινδύνου (παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα).

Ο κίνδυνος που ενυπάρχει σε κάθε επένδυση επηρεάζει την αξιολόγηση της συγκεκριμένης επένδυσης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος τόσο μικρότερο, τηρουμένων των αναλογιών, είναι το ενδεχόμενο η επένδυση να είναι βιώσιμη και αντίστροφα.

## 1.2 Εγχειρίδια Αποτίμησης και Θεμελιώδης Αξία

Πριν προχωρήσουμε στην ανάπτυξη επιμέρους θεμάτων αποτίμησης κρίνεται σκόπιμο να αναπτυχθούν συνοπτικά δύο γενικά θέματα, η γνώση των οποίων διευκολύνει την κατανόηση των μεθόδων και του σκοπού της αποτίμησης. Τα θέματα αυτά είναι τα εγχειρίδια που ασχολούνται με την αποτίμηση και η θεμελιώδης αξία.

Με τον κίνδυνο γενίκευσης, τα εγχειρίδια που ασχολούνται με την αποτίμηση μπορεί, με βάση την προέλευσή τους, να καταταχθούν είτε σε χρηματοοικονομικά, είτε σε λογιστικά ή σε εγχειρίδια εκτίμησης αξίας.

Τα χρηματοοικονομικά εγχειρίδια εστιάζουν κυρίως στην προεξόφληση των ταμιακών ροών μίας επιχείρησης με συντελεστή προεξόφλησης κάποιο είδος κόστους κεφαλαίου<sup>1</sup>. Η πλειοψηφία των εγχειριδίων αυτών σπάνια αναφέρεται στο θέμα της μέτρησης της οικονομικής απόδοσης της επιχείρησης με βάση τις λογιστικές καταστάσεις της. Στη πράξη όμως, οι επενδυτές είναι αποδέκτες πληροφοριών από επιχειρήσεις με τη μορφή ισολογισμών, αποτελεσμάτων χρήσεως και διαφόρων άλλων λογιστικών καταστάσεων τις οποίες πρέπει να κατανοήσουν για να είναι σε θέση να εκτιμήσουν την επίδοση της επιχείρησης στο παρελθόν και να προβλέψουν την αντίστοιχη στο μέλλον. Το ποσόν των κερδών που πραγματοποιεί μία επιχείρηση είναι ανοικτό σε υποκειμενικές μετρήσεις, γεγονός που δυσχεραίνει τη σαφή κατανόηση των σχέσεων ανάμεσα στις λογιστικές καταστάσεις, την οικονομική επίδοση και τις τιμές των μετοχών<sup>2</sup>.

Τα λογιστικά εγχειρίδια από την άλλη πλευρά προσανατολίζονται προς το λογιστικό επάγγελμα, έτσι τείνουν να δίνουν έμφαση στην προετοιμασία λογαριασμών μάλλον παρά στη χρήση της παραγόμενης πληροφορίας. Πρόκειται για μία τάση περιορισμού της χρήσης των λογαριασμών σε μία στενή αντίληψη κάποιων δεικτών γεγονός που καταλήγει σε ελλιπή ερμηνεία της σημασίας των δεικτών για τους επενδυτές. Βέβαια, υπάρχουν εξαιρέσεις, αφού ορισμένα εγχειρίδια με επαρκή ανάλυση δεικτών έχουν κυκλοφορήσει πρόσφατα<sup>3</sup>.

Τα εγχειρίδια εκτίμησης αξίας έχουν αποκτήσει μεγάλη επιρροή. Τα εγχειρίδια αυτά συνήθως είναι εκδόσεις συμβουλευτικών οίκων οι οποίες χαρακτηρίζονται από "συμβουλευτική προκατάληψη", πράγμα που σημαίνει ότι έχουν καταφέρει να κρατήσουν τη μεθοδολογία των προτάσεών τους στο απυρόβλητο, σχεδόν πλήρως εκτός κριτικής. Οι οίκοι αυτοί αποφεύγουν επιμελώς να παρουσιάσουν στους πελάτες τους εναλλακτικές μεθοδολογίες και σύγκριση των προτάσεών τους με άλλες έτσι ώστε οι επενδυτές να μπορούν να αποφασίσουν με βάση τη δική τους κρίση.

Η πλήρης κατανόηση των διαφόρων προτάσεων εκτίμησης αξίας προϋ-

ποθέτει συνδυαστική χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής θεωρίας που αποτελεί το πλαίσιο αποτίμησης και των διαφόρων λογιστικών καταστάσεων που παρέχουν τις απαραίτητες πληροφορίες για μία αποτίμηση. Η αλληλεξάρτηση των δύο γνωστικών αντικειμένων που ενυπάρχει σχεδόν σε κάθε οικονομική απόφαση στην περίπτωση της αποτίμησης είναι ακόμη πιο προφανής.

Με τον όρο θεμελιώδης αξία εννοούμε την αξία μίας επένδυσης η οποία παραμένει στην ιδιοκτησία του επενδυτή για μία μεγάλη χρονική περίοδο, σε αντίθεση με την αξία η οποία μπορεί να πραγματοποιηθεί βραχυχρόνια διαμέσου κερδοσκοπικής διαπραγμάτευσης. Η διαφορά μεταξύ θεμελιώδους και κερδοσκοπικής αξίας είναι πολύ σημαντική. Η θεωρία αποτίμησης βασίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι ορθολογικοί, αποβλέπουν σε μεγιστοποίηση πλούτου και ότι η χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνει τιμές με βάση τη θεμελιώδη αξία.

Όμως, δεν υπάρχει εγγύηση ότι οι χρηματιστηριακές τιμές αντανακλούν πράγματι θεμελιώδεις αξίες σε κάθε χρονική στιγμή. Η κερδοσκοπική δράση μπορεί να οδηγήσει τις τιμές μακριά από τα θεμελιώδη μεγέθη και συνεπώς μακριά από τη "θεωρητική σωστή" εκτίμηση που δίνει ένα υπόδειγμα αποτίμησης. Επίσης, για τους επαγγελματίες επενδυτές μπορεί να αποτελεί πλήρως λογική ενέργεια η διαπραγμάτευση με βάση αγοραία συναισθήματα παρά με βάση θεμελιώδεις αξίες.

Παρόλο που είναι σημαντικό να αναγνωριστεί η επίδραση επί των τρεχουσών τιμών της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς, το παρόν βιβλίο εστιάζει στη θεμελιώδη αξία. Αυτό γίνεται μερικώς επειδή οι προσδιοριστικοί παράγοντες της κερδοσκοπικής συμπεριφοράς είναι μέρος της ατομικής και συλλογικής ψυχολογίας και συνεπώς δεν αποτελούν αντικείμενο της χρηματοοικονομικής και λογιστικής και μερικώς επειδή οι θεμελιώδεις αξίες έχουν μεγάλη πρακτική σημασία.

Ειδικά, η κερδοσκοπική δράση είναι ένα παιχνίδι μηδενικού αθροιστικά αποτελέσματος, αφού τα κέρδη των πωλητών είναι ίσα με τις ζημιές των αγοραστών. Για την οικονομία συνολικά δεν υπάρχει επίπτωση από τις παραπάνω πράξεις, εκτός βέβαια από το κόστος συναλλαγών και την ενδεχόμενη επίδραση στις εταιρικές επενδύσεις. Επίσης, δεν υπάρχει επίδραση στους μακροπρόθεσμους επενδυτές των οποίων η συνολική απόδοση καθορίζεται μόνο από θεμελιώδη μεγέθη.

Παρόλο που οι χρηματιστηριακές αγορές μπορεί ευκαιριακά να είναι επιρρεπείς σε κερδοσκοπικές φούσκες και παρόλο που ορισμένοι κλάδοι μπαίνουν και βγαίνουν στο συρμό, η τιμή την οποία οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να καταβάλλουν για μετοχικές επενδύσεις πρέπει σε τελική ανάλυση να εδράζεται σε θεμελιώδη μεγέθη. Πρωταρχικός σκοπός των επενδυτών πρέπει να είναι η κατανόηση της θεωρίας και πρακτικής της θεμελιώδους αποτίμησης.

## 1.3 Πληροφοριακές Απαιτήσεις Θεμελιώδους Αποτίμησης

Η θεμελιώδης αποτίμηση προϋποθέτει τη διαθεσιμότητα ορισμένων πληροφοριών όπως υπολειμματική ταμιακή ροή, ρυθμός ανάπτυξης και τερματική αξία οι οποίες αναπτύσσονται στο δεύτερο μέρος του βιβλίου.

### 1.3.1 Υπολειμματική Ταμιακή Ροή

Ο υπολογισμός της αξίας μίας επένδυσης (αποτίμηση) ακολουθεί στην ουσία τη διαδικασία αξιολόγησης πάγιων επενδύσεων. Στην περίπτωση πάγιων επενδύσεων έχουμε μία εκτίμηση του κόστους της επένδυσης και των καθαρών ταμιακών ροών και αν η παρούσα αξία των δευτέρων είναι μεγαλύτερη ή ίση με το πρώτο, θεωρούμε την επένδυση βιώσιμη.

Αντίθετα, στην αποτίμηση επενδύσεων το άγνωστο είναι η αξία της επένδυσης, το μέγεθος της οποίας εξαρτάται από τις καθарές ταμιακές ροές που μπορεί να συσσωρευτεί η επένδυση στη διάρκεια της ζωής της και το συντελεστή προεξόφλησης αυτών των ταμιακών ροών.

Στην αποτίμηση επιχειρήσεων, η ταμιακή ροή που χρησιμοποιείται είναι μετά από φόρους, πριν από πληρωμές δανείων και μετά από επανεπενδύσεις και ονομάζεται υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση.

Σε αντιδιαστολή, όταν αποτιμώνται τα ίδια κεφάλαια μίας επιχείρησης, η ταμιακή ροή που χρησιμοποιείται είναι μετά από πληρωμές δανείων, μετά από φόρους και μετά από επανεπενδύσεις και ονομάζεται υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους.

Η σχέση κερδών, επανεπενδύσεων και υπολειμματικής ταμιακής ροής προς τους μετόχους και προς την επιχείρηση αναπτύσσονται στο δεύτερο κεφάλαιο του παρόντος βιβλίου.

### 1.3.2 Ρυθμός Ανάπτυξης

Η πιο σημαντική παράμετρος στην αποτίμηση, ειδικά επιχειρήσεων μεγάλης ανάπτυξης, είναι ο ρυθμός ανάπτυξης που χρησιμοποιείται για την πρόβλεψη των μελλοντικών εσόδων και κερδών. Τα έσοδα και κέρδη συμβάλλουν στη διαμόρφωση των ταμιακών ροών, οι οποίες με τη σειρά τους αποτελούν τον κύριο παράγοντα καθορισμού της αξίας μίας επιχείρησης.

Υπάρχουν τρεις βασικοί τρόποι υπολογισμού του ρυθμού ανάπτυξης

μίας επιχείρησης. Ο πρώτος είναι να εξετάσουμε την ανάπτυξη της επιχείρησης με βάση τα παρελθόντα κέρδη της, δηλαδή να υπολογίσουμε τον ιστορικό ρυθμό ανάπτυξης. Παρόλο που αυτός ο ρυθμός μπορεί να είναι μία χρήσιμη εισροή όταν αποτιμούμε σταθερές επιχειρήσεις, η εφαρμογή του ιστορικού ρυθμού ανάπτυξης συνεπάγεται κινδύνους και περιορισμούς σε επιχειρήσεις με μεγάλη ανάπτυξη. Ο ιστορικός ρυθμός ανάπτυξης συχνά δεν μπορεί να υπολογιστεί, αλλά και όταν μπορεί να υπολογιστεί, δεν μπορεί να αποτελέσει εκτίμηση της προβλεπόμενης μελλοντικής ανάπτυξης.

Ο δεύτερος είναι να εμπιστευτούμε τους αναλυτές μετοχικών επενδύσεων που παρακολουθούν μία επιχείρηση και αποβλέπουν, μεταξύ άλλων, στην εκτίμηση ενός σωστού ρυθμού ανάπτυξης ο οποίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί στην αποτίμηση της επιχείρησης. Παρόλο που πολλές επιχειρήσεις παρακολουθούνται ευρέως από αναλυτές, η ποιότητα των εκτιμήσεων των αναλυτών, ειδικά για μεγάλες περιόδους, είναι χαμηλή. Βασιζόμενοι σε αυτές τις εκτιμήσεις μπορεί να οδηγηθούμε σε λανθασμένες και ασυνεπείς εκτιμήσεις της αξίας.

Ο τρίτος είναι να υπολογίσουμε το ρυθμό ανάπτυξης με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία της επιχείρησης. Ο ρυθμός ανάπτυξης μίας επιχείρησης τελικά καθορίζεται από το ύψος των επενδύσεων σε νέα ενεργητικά στοιχεία και από την ποιότητα αυτών των επενδύσεων, οι οποίες περιλαμβάνουν τόσο εσωτερικά (κτίρια, μηχανήματα, δίκτυα διανομής κ.λπ.) όσο και εξωτερικά στοιχεία (εξαγορές επιχειρήσεων). Ο ρυθμός ανάπτυξης μίας επιχείρησης αναπτύσσεται στο τρίτο κεφάλαιο.

### 1.3.3 Τερματική Αξία

Η αξία μίας επιχείρησης είναι η παρούσα αξία των προβλεπόμενων ταμιακών της ροών στη διάρκεια της ζωής της. Αφού η ζωή των επιχειρήσεων είναι άπειρη, υπολογίζουμε τις ταμιακές ροές για μία περίοδο και μετά υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης στο τέλος της περιόδου αυτής, δηλαδή την τερματική αξία (terminal value).

Πολλοί αναλυτές υπολογίζουν την τερματική αξία με πολλαπλασιαστές κερδών ή εσόδων στο τελευταίο χρόνο υπολογισμού. Αν υποθέσουμε ότι οι επιχειρήσεις έχουν άπειρη ζωή, μία προσέγγιση η οποία είναι περισσότερο συνεπής με την αποτίμηση με βάση προεξοφλημένες ταμιακές ροές είναι να υποθέσουμε ότι οι ταμιακές ροές της επιχείρησης αυξάνουν με ένα σταθερό ρυθμό διηλεκώς μετά από ένα χρονικό σημείο.

Ο σταθερός ρυθμός ανάπτυξης αποτελεί κλειδί για κάθε αποτίμηση με βάση προεξοφλημένες ταμιακές ροές. Μικρές επιχειρήσεις που έχουν σημα-

ντικά ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα πρέπει να είναι ικανές να αναπτυχθούν με υψηλούς ρυθμούς για πολύ μεγαλύτερες περιόδους σε σχέση με μεγάλες και πολύ ώριμες επιχειρήσεις χωρίς αυτά τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα.

Αν δεν υποθέσουμε άπειρη ζωή για μία επιχείρηση, πρέπει να υπολογίσουμε την αξία ρευστοποίησης βασιζόμενοι στο τίμημα που η αγορά είναι διατεθειμένη να πληρώσει για το ενεργητικό που η επιχείρηση έχει συσσωρεύσει κατά τη διάρκεια της φάσης υψηλής ανάπτυξης.

Η τερματική αξία και οι λειτουργικές ταμιακές ροές που υπολογίστηκαν προεξοφλούνται πίσω στο παρόν, για να αποτελέσουν την αξία του λειτουργικού ενεργητικού της επιχείρησης. Στην αξία αυτή προστίθεται η αξία των μετρητών, των βραχυπρόθεσμων επενδύσεων (near-cash investments), των χρεογράφων και η αξία των συμμετοχών σε άλλες επιχειρήσεις για να έχουμε την αξία της επιχείρησης. Αν από την αξία της επιχείρησης αφαιρέσουμε την αξία των υποχρεώσεων προς τρίτους, καταλήγουμε στην αξία των ίδιων κεφαλαίων της επιχείρησης. Η τερματική αξία που διαμορφώνει μία επιχείρηση αναπτύσσεται στο τέταρτο κεφάλαιο.

## 1.4 Διαχείριση Αξίας

Η διαχείριση αξίας πραγματοποιείται με βάση τα υποδείγματα θεμελιώδους αποτίμησης τα οποία κατατάσσονται σε υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων, υποδείγματα υπολειμματικής ταμιακής ροής, υποδείγματα σχετικής αποτίμησης και υποδείγματα οικονομικής προστιθέμενης αξίας, τα οποία αναπτύσσονται στο τρίτο μέρος του βιβλίου.

### 1.4.1 Υποδείγματα Προεξόφλησης Μερισμάτων

Τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων (dividend discount model) βασίζουν την αποτίμηση σε μερίσματα, γεγονός το οποίο συνεπάγεται ότι η προκύπτουσα αξία αναφέρεται στο μέρος της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από μετοχικό κεφάλαιο και όχι σε ολόκληρη την επιχείρηση. Με άλλα λόγια, τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων υπολογίζουν την αξία που ανήκει στους μετόχους και όχι τη συνολική αξία της επιχείρησης, η οποία είναι το άθροισμα της αξίας των μετόχων συν την αξία που ανήκει σε λοιπούς χρηματοδότες.

Στην κατηγορία των υποδειγμάτων αυτών περιλαμβάνονται το γενικό, το μερισματικής απόδοσης, το σταθερής ανάπτυξης μερισμάτων, το ανάπτυξης

μερισμάτων δύο περιόδων και το ανάπτυξης μερισμάτων τριών περιόδων. Τα υποδείγματα αυτά αναπτύσσονται διεξοδικά στο πέμπτο κεφάλαιο.

### 1.4.2 Υποδείγματα Υπολειμματικής Ταμιακής Ροής

Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους (free cash flow to equity – FCFE) είναι η ταμιακή ροή που απομένει σε μία επιχείρηση μετά την ικανοποίηση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται η εξόφληση δανείων, οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και οι πληρωμές για δημιουργία κεφαλαίου κίνησης.

Γενικά, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου μίας επιχείρησης με το υπόδειγμα της υπολειπόμενης ταμιακής ροής προς τους μετόχους είναι συνάρτηση της προβλεπόμενης υπολειμματικής ταμιακής ροής, του ρυθμού ανάπτυξης, της τερματικής τιμής και του κόστους του μετοχικού κεφαλαίου.

Το υπόδειγμα της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς μετόχους θεωρείται ως μία εναλλακτική προσέγγιση του υποδείγματος προεξόφλησης μερισμάτων. Όμως, τα δύο υποδείγματα μερικές φορές δίνουν διαφορετικές εκτιμήσεις της αξίας του μετοχικού κεφαλαίου.

Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση (free cash flow to firm – FCFF) είναι το άθροισμα των ταμιακών ροών προς όλους τους χρηματοδότες της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των κοινών μετόχων, δανειστών και προνομιούχων μετόχων.

Γενικά, η αξία της επιχείρησης με το υπόδειγμα της υπολειμματικής ταμιακής ροής προς την επιχείρηση είναι συνάρτηση της προβλεπόμενης υπολειμματικής ταμιακής ροής, του ρυθμού ανάπτυξης, της τερματικής τιμής και του κόστους κεφαλαίου της επιχείρησης. Τα υποδείγματα υπολειμματικής ταμιακής ροής αναπτύσσονται στο έκτο κεφάλαιο.

### 1.4.3 Υποδείγματα Σχετικής Αποτίμησης

Στην αποτίμηση με βάση προεξοφλημένες ταμιακές ροές, σκοπός είναι να υπολογιστεί η αξία επενδύσεων δοθέντων των ταμιακών ροών, του ρυθμού ανάπτυξης και των χαρακτηριστικών κινδύνου. Στη σχετική αποτίμηση (relative valuation) σκοπός είναι να υπολογιστεί η αξία των επενδύσεων με βάση τρέχουσες αποτιμήσεις ομοειδών επιχειρήσεων.

Δύο είναι τα συστατικά της σχετικής αποτίμησης. Πρώτον, η αποτίμηση με μία σχετική βάση στην οποία οι τιμές τυποποιούνται συνήθως με τη με-



τατροπή τους σε πολλαπλασιαστές κερδών, λογιστικών αξιών και εσόδων (πωλήσεων). Δεύτερον, η επιλογή ομοειδών επιχειρήσεων, πράγμα που είναι δύσκολο αφού καμία επιχείρηση δεν είναι ακριβώς ίδια με κάποια άλλη και ακόμη επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου διαφέρουν σε όρους κινδύνου, ανάπτυξης και ταμιακών ροών.

Η χρήση σχετικής αποτίμησης είναι ευρέως διαδεδομένη. Η πλειοψηφία των αποτιμήσεων ίδιων κεφαλαίων και αρκετές εξαγορές επιχειρήσεων βασίζονται σε ένα πολλαπλασιαστή τιμής μετοχής προς πωλήσεις ή αξίας προς κέρδη προ τόκων, φόρων, αποσβέσεων και τμηματικού επιμερισμού κεφαλαίου (EBITDA) και μίας ομάδας συγκρίσιμων επιχειρήσεων.

Τα υποδείγματα σχετικής αποτίμησης με πολλαπλασιαστές κερδών, λογιστικής αξίας και εσόδων (πωλήσεων) αναπτύσσονται στα κεφάλαια 7, 8 και 9 αντίστοιχα.

#### 1.4.4 Υπόδειγμα Οικονομικής Προστιθέμενης Αξίας

Σκοπός της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της επιχείρησης. Σήμερα, η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων (maximization of shareholders wealth) έχει υιοθετηθεί ως γενικός αντικειμενικός σκοπός της επιχείρησης τόσο από τα στελέχη των επιχειρήσεων όσο και από συγγραφείς σε άλλα γνωστικά αντικείμενα.

Η αυξανόμενη έμφαση στον πλούτο των μετόχων ως επιχειρηματικού αντικειμενικού σκοπού έχει οδηγήσει στην εμφάνιση υποδειγμάτων τα οποία αποβλέπουν στη διαπίστωση της ικανότητας μίας επιχείρησης να δημιουργεί αξία. Το πιο γνωστό ανάμεσα στα υποδείγματα αυτά είναι το υπόδειγμα της οικονομικής προστιθέμενης αξίας (economic value added - EVA), το οποίο αναπτύσσεται στο δέκατο κεφάλαιο.

Η οικονομική προστιθέμενη αξία ή το οικονομικό κέρδος είναι το γινόμενο των λειτουργικού κεφαλαίου επί τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου μείον το μέσο σταθμικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.

Η αξία μίας επιχείρησης είναι το άθροισμα τριών συστατικών, της αξίας του επενδυμένου κεφαλαίου της, της παρούσας αξίας της EVA που συσσωρεύει το κεφάλαιο αυτό και της προβλεπόμενης παρούσας αξίας της EVA η οποία θα συσσωρευτεί από μελλοντικές επενδύσεις.

## 1.5 Διαχείριση Κινδύνου

Η αντίστροφη σχέση μεταξύ αξίας και κινδύνου προκύπτει από τη θετική σχέση μεταξύ κινδύνου και απόδοσης. Οι επενδυτές απαιτούν υψηλές αποδόσεις σε επενδύσεις υψηλού κινδύνου και αποδέχονται χαμηλές αποδόσεις σε επενδύσεις χαμηλού κινδύνου. Έτσι, αν ο κίνδυνος είναι υψηλός, η απαιτούμενη απόδοση θα είναι υψηλή, γεγονός που οδηγεί σε υψηλό κόστος κεφαλαίου και συνεπώς χαμηλή αξία.

Η διαχείριση κινδύνου αναπτύσσεται στο τέταρτο μέρος του βιβλίου, το οποίο περιλαμβάνει τρία κεφάλαια. Συγκεκριμένα, στο ενδέκατο κεφάλαιο ορίζεται ο κίνδυνος, παρουσιάζονται τα δύο κύρια είδη κινδύνου (ίδιων και ξένων κεφαλαίων) και αναπτύσσονται τα υποδείγματα τιμολόγησης των δύο αυτών ειδών κινδύνου.

Στο δωδέκατο κεφάλαιο αναπτύσσονται οι αποδόσεις που προσδοκούν οι επενδυτές με βάση τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν, δηλαδή η απόδοση χωρίς κίνδυνο, η αμοιβή κινδύνου ίδιων κεφαλαίων και η αμοιβή πιστωτικού κινδύνου ομολογιών.

Τέλος, στο δέκατο τρίτο κεφάλαιο αναπτύσσονται τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα με ιδιαίτερη έμφαση στη συμβολή των προϊόντων αυτών στη διαχείριση (αντιστάθμιση) κινδύνου.

---

### Περίληψη

- Με τον όρο θεμελιώδης αξία εννοούμε την αξία μίας επένδυσης η οποία παραμένει στην ιδιοκτησία του επενδυτή για μία μεγάλη χρονική περίοδο, σε αντίθεση με την αξία η οποία μπορεί να πραγματοποιηθεί βραχυχρόνια δια μέσου κερδοσκοπικής διαπραγμάτευσης.
- Η διαφορά μεταξύ θεμελιώδους αξίας και κερδοσκοπικής αξίας είναι πολύ σημαντική. Η θεωρία αποτίμησης βασίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι λογικοί, αποβλέπουν σε μεγιστοποίηση πλούτου και ότι η χρηματιστηριακή αγορά διαμορφώνει τιμές με βάση τη θεμελιώδη αξία.
- Η θεμελιώδης αποτίμηση προϋποθέτει τη διαθεσιμότητα ορισμένων πληροφοριών όπως υ-
- πολειμματική ταμιακή ροή, ρυθμός ανάπτυξης και τερματική αξία.
- Η διαχείριση αξίας υλοποιείται με βάση τα υποδείγματα θεμελιώδους αποτίμησης, τα οποία κατατάσσονται σε υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων, υποδείγματα υπολειμματικής ταμιακής ροής, υποδείγματα σχετικής αποτίμησης και υποδείγματα οικονομικής προστιθέμενης αξίας.
- Η διαχείριση κινδύνου περιλαμβάνει την αναγνώριση, κατάταξη και μέτρηση του κινδύνου. Οι αποδόσεις που προσδοκούν οι επενδυτές με βάση τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν ταξινομούνται σε απόδοση χωρίς κίνδυνο, αμοιβή κινδύνου ίδιων κεφαλαίων και αμοιβή πιστω-

τικού κινδύνου ομολογιών. Τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα, εκτός από μέσα

κερδοσκοπίας, είναι επίσης εργαλεία διαχείρισης κινδύνου.

---

### Συμπλήρωση Κενών Διαστημάτων

Συμπληρώσατε τα κενά διαστήματα στις παρακάτω ερωτήσεις επιλέγοντας τους σωστούς όρους από την ακολουθούσα κατάσταση όρων.

- |                                |                             |
|--------------------------------|-----------------------------|
| – Μερισμάτα                    | – Σταθερής ανάπτυξης        |
| – Προεξόφλησης μερισμάτων      | – Εξόφληση δανείων          |
| – Σχετικής αποτίμησης          | – Μερισματικής απόδοσης     |
| – Τερματική αξία               | – Υπολειμματική ταμιακή ροή |
| – Υπολειμματικής ταμιακής ροής | – Κεφαλαιουχικές δαπάνες    |
| – Ρυθμός ανάπτυξης             | – Γενικό                    |

1. Τα υποδείγματα θεμελιώδους αποτίμησης μπορούν να καταταχθούν σε ..... και υποδείγματα οικονομικής προστιθέμενης αξίας.
2. Η θεμελιώδης αποτίμηση προϋποθέτει τη διαθεσιμότητα ορισμένων πληροφοριών όπως ..... της επιχείρησης, ..... της επιχείρησης, η ..... της επιχείρησης και ο κίνδυνος της επιχείρησης.
3. Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς τους μετόχους είναι απομένουσα σε μία επιχείρηση μετά την ικανοποίηση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων, στις οποίες περιλαμβάνονται η ....., οι ....., και οι πληρωμές για δημιουργία κεφαλαίου κίνησης.
4. Τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων βασίζουν την αποτίμηση σε ..... γεγονός το οποίο συνεπάγεται ότι η αποτίμηση αυτή αναφέρεται μόνο στο μέρος της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από μετοχικό κεφάλαιο.
5. Τα υποδείγματα προεξόφλησης μερισμάτων είναι το ....., το ....., το ..... μερισμάτων, το ανάπτυξης μερισμάτων δύο περιόδων και το ανάπτυξης μερισμάτων τριών περιόδων.

---

### Σωστό - Λάθος

1. Με τον όρο θεμελιώδης αξία εννοούμε την αξία μίας επένδυσης η οποία παραμένει στην ιδιοκτησία του επενδυτή για μία μικρή χρονική περίοδο.  
 Σωστό  Λάθος
2. Η θεωρία αποτίμησης βασίζεται στην υπόθεση ότι οι επενδυτές είναι λογικοί, αποβλέπουν σε μεγιστοποίηση πλούτου και η αγορά διαμορφώνει τιμές με βάση τη θεμελιώδη αξία.  
 Σωστό  Λάθος

3. Η υπολειμματική ταμιακή ροή προς την επιχείρηση είναι το άθροισμα των ταμιακών ροών προς όλους τους χρηματοδότες της επιχείρησης, δηλαδή κοινών μετόχων, δανειστών και προνομιούχων μετόχων.
- Σωστό  Λάθος
4. Η σχετική αποτίμηση προϋποθέτει υπολογισμό τυποποιημένων τιμών (πολλαπλασιαστές) και επιλογή ομοειδών επιχειρήσεων.
- Σωστό  Λάθος
5. Η οικονομική προστιθέμενη αξία είναι το γινόμενο των λειτουργικού κεφαλαίου επί τη διαφορά μεταξύ της απόδοσης του επενδυμένου κεφαλαίου μείον το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης.
- Σωστό  Λάθος

## Βιβλιογραφία

### Ειδική

- Εξαιρετικά παραδείγματα αυτής της κατηγορίας βιβλίων είναι Brealey, R. A., and S. C. Myers, Principles of Corporate Finance, Third Edition, McGraw-Hill Book Company, International Edition, 2000, Copeland T., T. Koller, and J. Murrin, Valuation, Third Edition, New York: Wiley, 2000, and Damodaran A., Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance, New York: Wiley, 1994.
- Όπως πολύ καλά περιγράφουν τα βιβλία των Griffiths I., New Creative Accounting, How to Make Your Profits What You Want Them to Be, London: Macmillan, 1995, Smith, Terry, Accounting for Growth: Stripping the Camou-

flag from Company Accounts, Second Edition, London: Century Business, 1996.

- Εξαιρέσεις αποτελούν τα εξαιρετικά βιβλία των Rees W. P., Financial Analysis, Second Edition, London: Prentice Hall, 1995, and White, G. I. A. C. Sondhi and D. Fried, The Analysis and Use of Financial Statements, Second Edition, New York: Wiley, 1997.

### Γενική

- Damodaran, A., Investment Valuation, 2nd Edition, John Wiley and Sons, 2002.
- Koller T., Goedhart M., and Wessels D., Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 4th Edition, New York, Wiley, 2005.