



Τ.Ε.Ι. ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, μελέτη πορείας μετοχής της  
εταιρείας ΤΙΤΑΝ Α.Ε. κατά την τελευταία 9ετία

ΑΙΜΙΛΙΟΣ ΠΑΣΧΑΛΙΔΗΣ

ΚΑΛΑΜΑΤΑ ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2010

**ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)  
Π.531**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b> .....	σελ 4
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΚΟΠΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ-ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΙ ΑΝΑΛΥΤΩΝ-ΕΙΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ-ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΠΛΕΥΡΕΣ</b>	
1.1 ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	σελ 10
1.2 ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΑΝΑΛΥΤΩΝ.....	σελ 10
1.3 ΣΚΟΠΟΙ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ-ΜΕΤΟΧΩΝ.....	σελ 11
1.4 ΣΚΟΠΟΙ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΣΤΩΝ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	σελ 11
1.5 ΣΚΟΠΟΙ ΤΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	σελ 13
1.6 ΣΚΟΠΟΙ ΤΩΝ ΑΝΑΛΥΤΩΝ ΣΕ ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ Η ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΩΝ.....	σελ 13
1.7 ΣΚΟΠΟΙ ΤΩΝ ΕΛΕΓΚΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	σελ 14
1.8 ΣΚΟΠΟΙ ΛΟΙΠΩΝ ΟΜΑΔΩΝ ΕΝΔΙΑΦΕΡΟΜΕΝΩΝ.....	σελ 14
1.9 ΕΙΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	σελ 14
1.10 ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ.....	σελ 16
1.11 ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΠΛΕΥΡΕΣ ΤΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ.....	σελ 17
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ-ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ</b>	
2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΟΥΣ.....	σελ 20
2.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ.....	σελ 21
<b>ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3. ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ</b>	
3.1 ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΝΝΟΙΩΝ.....	σελ 23
3.2 ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥΣ (ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ-ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ-ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ).....	σελ 24

### 3.3 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ

ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ..... σελ 35

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΙΤΑΝ**

4.1 ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΤΙΤΑΝ..... σελ 50

4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΙΤΑΝ.....  
..... σελ 51

4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ  
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ-ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ-ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ..... σελ 54

4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΗΣ  
ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΣΤΟΥΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ..... σελ 68

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Επίλογος**

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

Α.ΕΛΛΗΝΙΚΗ

Β.ΞΕΝΗ

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η Χρηματοοικονομική Λογιστική είναι ο επιστημονικός κλάδος που ασχολείται με τη συστηματική συγκέντρωση, την επεξεργασία και την καταγραφή των οικονομικών πληροφοριών που αφορούν τις επιχειρήσεις. Οι άνω πληροφορίες ενδιαφέρουν άμεσα τόσο τα στελέχη στα διάφορα επίπεδα της διοικητικής λειτουργίας της επιχείρησης όσο και τρίτους. Στην έννοια των τρίτων, που επιθυμούν να έχουν πληροφορίες σχετικά με τη δράση και γενικότερα την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης περιλαμβάνονται οι μέτοχοι-επενδύτες, οι πελάτες, οι προμηθευτές, οι τράπεζες, οι φορολογικές και ασφαλιστικές αρχές. Η παροχή των άνω οικονομικών πληροφοριών γίνεται μέσω της κατάρτισης και δημοσίευσης οικονομικών καταστάσεων (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως, κατάσταση ταμειακών ροών, κατάσταση μεταβολών ιδίων κεφαλαίων, σημειώσεις και λοιπές επεξηγηματικές καταστάσεις). Παράλληλα, η Λογιστική αποσκοπεί στην ανάλυση των άνω οικονομικών καταστάσεων ώστε να βοηθήσει τόσο τη διοίκηση της επιχείρησης όσο και το κύκλωμα που συναλλάσσεται με αυτήν, να διενεργούν αντικειμενικές εκτιμήσεις και να λαμβάνουν ορθές επιχειρηματικές αποφάσεις. Συνεπώς, ο ρόλος της Λογιστικής επιστήμης από τεχνικής απόψεως ολοκληρώνεται με την κατάρτιση και τη δημοσίευση των λογιστικών καταστάσεων. Ύστερα, από την κατάρτισή τους αρχίζει ένας άλλος εξίσου σημαντικός ρόλος που αναφέρεται στη διερεύνηση, την ερμηνεία, τη συσχέτιση και την αξιολόγηση των πληροφοριών που παρέχονται με τις άνω οικονομικές καταστάσεις. Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι για να μπορέσουν οι ενδιαφερόμενοι να αναλύσουν ορθά και αξιόπιστα τις οικονομικές πληροφορίες που παρέχουν οι λογιστικές καταστάσεις θα πρέπει να έχουν επαρκείς γνώσεις σχετικά με τις λογιστικές πρακτικές και έννοιες που επηρεάζουν την κατάρτισή τους. Πρωταρχικός σκοπός της Ανάλυσης Λογιστικών Καταστάσεων (Financial Statement Analysis) είναι η αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης μιας επιχείρησης με βάση συγκεκριμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες (ρευστότητα, δραστηριότητα, κερδοφορία, κεφαλαιακή διάρθρωση κ.ά.) και σημαντικά λογιστικά μεγέθη (πωλήσεις, κέρδη, ενεργητικό, ίδια κεφαλαία, υποχρεώσεις κ.ά.), καθώς και η εκτίμηση της θέσης της στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται. Με αυτόν τον τρόπο, η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να εντοπίσει τα δυνατά και αδύνατα σημεία της και να προβεί στις απαιτούμενες ενέργειες ώστε να βελτιώσει τη χρηματοοικονομική της κατάσταση. Αντίστοιχα, οι επενδύτες μπορούν να

εκτιμήσουν τη δυνατότητα να πραγματοποιήσει μελλοντικά κέρδη, να διανείμει μερίσματα και να λάβουν ορθές αποφάσεις ώστε να μεγιστοποιήσουν τις αποδόσεις τους. Τέλος, η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων χρησιμεύει στις τράπεζες, στους προμηθευτές και στους λοιπούς πιστωτές μιας επιχείρησης κατά τον προσδιορισμό της ικανότητας να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις της όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες. Από όλα τα παραπάνω γίνεται κατανοητό το έντονο ενδιαφέρον της «αγοράς» για τη Λογιστική και την ανάπτυξή της. Τούτο όμως δεν σημαίνει ότι η Λογιστική ως επιστήμη δεν έχει συγκεντρώσει το ενδιαφέρον και της ακαδημαϊκής κοινότητας. Συγκεκριμένα, αρκετές έρευνες ασχολήθηκαν με την ανάπτυξη υποδειγμάτων εκτίμησης κινδύνου πτώχευσης ή καθυστέρησης πληρωμών και αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας με βάση λογιστικά μεγέθη και χρηματοοικονομικούς δείκτες. Η πρώτη σχετική μελέτη πραγματοποιήθηκε από τον Beaver (1966), ενώ ακολούθησαν και πολλές άλλες με κυριότερες αυτές των Altman (1968,1975), Ohlson (1980) και Zmijewski(1984). Παράλληλα, πολλοί ακαδημαϊκοί ερευνητές εξέτασαν την επεξηγηματική και προβλεπτική ικανότητα των λογιστικών μεταβλητών και χρηματοοικονομικών δεικτών που παρέχουν οι λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων σχετικά με τη μελλοντική τους κερδοφορία. Οι Ou and Penman (1989) ανέπτυξαν ένα στατιστικό υπόδειγμα πρόβλεψης των μελλοντικών ετήσιων αλλαγών στα κέρδη με βάση χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες. Η Ou (1990) έδειξε ότι χρησιμοποιώντας διάφορα λογιστικά μεγέθη, εκτός των κερδών, μπορούν να προβλεφθούν οι μελλοντικές ετήσιες αλλαγές στον αριθμοδείκτη κερδών ανά μετοχή (earnings per share ratio). Τα αποτελέσματα των παραπάνω μελετών επιβεβαιώθηκαν από τους Abarbanell και Bushee (1997). Οι Fairfield and Yohn (2001) κατέληξαν στο συμπέρασμα ότι οι μεταβολές του δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας ενεργητικού (asset turnover ratio) και οι μεταβολές του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους (profit margin ratio) προσφέρουν χρήσιμες πληροφορίες κατά τον προσδιορισμό των μελλοντικών ετήσιων μεταβολών στον δείκτη αποδοτικότητας ενεργητικού (return on assets ratio). Πολύ σημαντική συνεισφορά στη βιβλιογραφία πρόσφερε η μελέτη της Dechow (1994), η οποία υποστήριξε ότι τρέχοντα κέρδη έχουν μεγαλύτερη επεξηγηματική και προβλεπτική ικανότητα από τις τρέχουσες ταμειακές ροές (cash flows) σχετικά με τις μελλοντικές ταμειακές ροές και τα μελλοντικά κέρδη των επιχειρήσεων, και κατέληξε στο συμπέρασμα ότι αυτό οφείλεται στο τμήμα των κερδών που δεν προκαλούν ταμιακές ροές στην επιχείρηση (accruals). Είναι προφανές πως η Λογιστική δεν προάγει μόνο

την επιχειρηματικότητα με την παροχή οικονομικών πληροφοριών στους χρηστές των λογιστικών καταστάσεων, αλλά συμμετέχει ενεργά στον προώθηση της επιστημονικής γνώσης. Για αυτόν τον λόγο, η Λογιστική θα πρέπει να προσεγγίζεται τόσο από τη θεωρητική όσο και από την τεχνική πλευρά και να αποφεύγεται η μονομερής προσέγγισή της ως πρακτικό αντικείμενο

Βασικός στόχος της ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων είναι η διευκόλυνση της λήψης αποφάσεων οι οποίες αφορούν την αποτελεσματική κατανομή των οικονομικών πόρων που χρησιμοποιούνται από την επιχείρηση. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν η χορήγηση πιστώσεων, η επιλογή επενδύσεων, η αμοιβή στελεχών και εργαζομένων. Η λεπτομερής γνώση χρηματοοικονομικής λογιστικής αποτελεί αναγκαία προϋπόθεση για έναν αναλυτή, γιατί η γνώση αυτή θα του επιτρέψει να αναγνωρίσει τις ελλείψεις των δημοσιευμένων λογιστικών καταστάσεων, να αναζητήσει πληροφορίες και να προσαρμόσει τα λογιστικά μεγέθη προκειμένου να αντεπεξέλθει στους σκοπούς της ανάλυσής του.

Σύμφωνα με το πρώτο πρότυπο των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, οι οικονομικές καταστάσεις είναι μία δομημένη οικονομική παρουσίαση της οικονομικής θέσης μιας επιχείρησης και των συναλλαγών που έχουν αναληφθεί από αυτή. Η επιδίωξη των οικονομικών καταστάσεων είναι να παρέχουν πληροφορίες οι οποίες είναι σχετικές με την οικονομική θέση, την απόδοση και τις ταμιακές ροές της επιχείρησης, που είναι χρήσιμες σε μια ευρεία ομάδα χρηστών προκειμένου με την αξιοποίησή τους να λαμβάνουν οικονομικές αποφάσεις. Οι οικονομικές καταστάσεις δείχνουν επίσης τα αποτελέσματα της διαχείρισης των οικονομικών πόρων που έχουν διατεθεί στη Διοίκηση. Για να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός, οι οικονομικές καταστάσεις πρέπει να παρέχουν πληροφορίες σχετικές με τα ακόλουθα στοιχεία μιας επιχείρησης: (α) τα περιουσιακά στοιχεία, (β) τις υποχρεώσεις, (γ) τα ίδια κεφάλαια, (δ) τα έσοδα και τα έξοδα, συμπεριλαμβανομένων των κερδών και ζημιών και, (ε) τις ταμιακές ροές. Αυτές οι πληροφορίες, παράλληλα με άλλες πληροφορίες στο Προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων, βοηθούν τους χρήστες να προεκτιμήσουν τις μελλοντικές ταμιακές ροές της επιχείρησης και ειδικότερα το χρόνο και τη βεβαιότητα της δημιουργίας Ταμιακών διαθεσίμων και Ταμιακών ισοδύναμων.



## **Στοιχεία που Συνθέτουν τις Οικονομικές Καταστάσεις κατά τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα**

Οι πληροφορίες οι οποίες παρέχονται ανωτέρω περιλαμβάνονται στα ακόλουθα συνθετικά στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων: (α) ισολογισμό, (β) κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων, (γ) κατάσταση που να παρουσιάζει: (i) είτε όλες τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων, είτε (ii) τις μεταβολές των ιδίων κεφαλαίων, εκτός από εκείνες που προκύπτουν από συναλλαγές με τους μετόχους και από διανομές στους μετόχους, (δ) κατάσταση Ταμιακών ροών, και (ε) λογιστικές αρχές και επεξηγηματικές σημειώσεις. Πέρα από τις οικονομικές καταστάσεις, οι επιχειρήσεις προτρέπονται να παρουσιάζουν, μια χρηματοοικονομική επισκόπηση από τη διοίκησή τους, που να περιγράφει και να επεξηγεί τα κύρια χαρακτηριστικά της χρηματοοικονομικής απόδοσης και της οικονομικής θέσης της επιχείρησης, καθώς και τις κύριες αβεβαιότητες που αντιμετωπίζει. Η έκθεση αυτή μπορεί να περιλαμβάνει μια επισκόπηση: (α) Των κύριων παραγόντων και επιδράσεων που προσδιορίζουν την απόδοση της επιχείρησης, συμπεριλαμβανομένων των μεταβολών στο περιβάλλον, στο οποίο αυτή δραστηριοποιείται, της ανταπόκρισης της επιχείρησης σε αυτές τις μεταβολές και την επίδρασή τους, καθώς και της πολιτικής της επιχείρησης για επενδύσεις προς διατήρηση και ενίσχυση της απόδοσης, συμπεριλαμβανομένης της πολιτικής της για τα μερίσματα. (β) Των πηγών κεφαλαιοδότησης της επιχείρησης και των πολιτικών κεφαλαιακής διάρθρωσης και διαχείρισης των κινδύνων της. (γ) Της δυναμικής και των πόρων της επιχείρησης, η αξία των οποίων δεν αντανακλάται στον ισολογισμό, σύμφωνα με τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα. Πολλές επιχειρήσεις παρουσιάζουν, πέραν από τις οικονομικές καταστάσεις, πρόσθετες καταστάσεις, όπως περιβαλλοντολογικές εκθέσεις και καταστάσεις προστιθέμενης αξίας, ειδικώς σε κλάδους όπου οι περιβαλλοντικοί παράγοντες είναι σημαντικοί και όπου οι εργαζόμενοι θεωρούνται ότι είναι μια σημαντική ομάδα χρηστών. Οι επιχειρήσεις προτρέπονται να παρουσιάζουν τέτοιες πρόσθετες καταστάσεις, αν η διοίκηση πιστεύει ότι θα βοηθήσουν τους χρήστες να πάρουν οικονομικές αποφάσεις.

### **Ευθύνη για τις Οικονομικές Καταστάσεις**

Τόσο ο Κ.Ν. 2190/1920, όσο και τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα, τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα και οι αρχές Εταιρικής Διακυβέρνησης αναγνωρίζουν ότι την ευθύνη κατάρτισης και παρουσίασης των οικονομικών καταστάσεων μιας

επιχείρησης φέρει το Διοικητικό Συμβούλιο ή/και κάποιο άλλο όργανο της διοίκησής της.

### **Ο Ρόλος του Ελεγκτή των Οικονομικών Καταστάσεων**

Το αντικείμενο ενός ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων είναι η έκφραση γνώμης του ελεγκτή για το αν οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί, από όλα τα ουσιώδη θέματα, με βάση ένα πλαίσιο αναφοράς για την κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων. Παρά το γεγονός ότι η γνώμη του ελεγκτή ενισχύει την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων, ο χρήστης τους δεν πρέπει να υποθέσει ότι η ελεγκτική γνώμη είναι μια επιβεβαίωση και της μελλοντικής βιωσιμότητας της εταιρείας, ή της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας με τις οποίες έχουν αντιμετωπισθεί οι υποθέσεις της εταιρείας από την διοίκησή της. Λογική Επιβεβαίωση Ο έλεγχος, σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα, πρέπει να είναι σχεδιασμένος έτσι ώστε να παρέχει λογικές επιβεβαιώσεις ότι οι οικονομικές καταστάσεις λαμβανόμενες ως σύνολο είναι ελεύθερες από «ουσιώδη» λάθη. Η έννοια του «ουσιώδους λάθους» είναι ένα κρίσιμο όριο το οποίο χρησιμοποιούν οι ελεγκτές των οικονομικών καταστάσεων και πρέπει οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να αντιλαμβάνονται την έννοια και τη χρήση του. Η πληροφορία λοιπόν θεωρείται «ουσιώδης» όταν η παράλειψή της ή η λανθασμένη διατύπωσή της μπορεί να επηρεάσει τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών οι οποίες, λαμβάνονται με βάση τις οικονομικές καταστάσεις. Από την άλλη, λογική επιβεβαίωση είναι εκείνη η βασική ελεγκτική αρχή με την οποία ο ελεγκτής συγκεντρώνει εκείνες τις ελεγκτικές αποδείξεις οι οποίες είναι απαραίτητες για να σχηματίσει γνώμη. Οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει τέλος να γνωρίζουν ότι ο ελεγκτής δεν μπορεί να παράσχει απόλυτη επιβεβαίωση διότι υπάρχουν ενδογενείς περιορισμοί σε έναν έλεγχο, οι οποίοι επιδρούν στην ικανότητά του να εντοπίσει ουσιώδη λάθη. Οι περιορισμοί αυτοί είναι αποτέλεσμα παραγόντων όπως: (α) η χρήση δειγματοληψίας στον έλεγχό του, (β) ενδογενείς περιορισμοί του εσωτερικού ελέγχου (π.χ. η πιθανότητα να υπάρχουν υπερβάσεις της διοίκησης, ή ακόμα και απάτη), (γ) το γεγονός ότι οι περισσότερες ελεγκτικές αποδείξεις είναι “πειστικές” και όχι “συμπερασματικές”. Προσέγγιση των Χρηστών των Οικονομικών Καταστάσεων Ο αναγνώστης των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να έχει βασικές γνώσεις λογιστικής, ώστε να αντιλαμβάνεται το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων και επίσης, να έχει τη δυνατότητα να αντιλαμβάνεται το περιεχόμενο των



σημειώσεων της εταιρείας στον Ισολογισμό, καθώς και των παρατηρήσεων των Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών. Ειδικά οι τελευταίες είναι κρίσιμες, καθώς αναφέρουν αποκλίσεις της εταιρείας από τις αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων και οι τελευταίες θα πρέπει να αναμορφωθούν με τις παρατηρήσεις αυτές, ώστε να είναι σύμφωνες με την ισχύουσα νομοθεσία.

Ο όρος Ανάλυση και κριτική διερεύνηση των οικονομικών καταστάσεων σημαίνει την αξιολόγηση και αξιοποίηση των δεδομένων των λογιστικών καταστάσεων (Ισολογισμός, Αποτελέσματα Χρήσης, Πίνακας Διάθεσης Κερδών) και λοιπών πινάκων και συμπληρωματικών δεδομένων που προκύπτουν από όλη τη λογιστική χρήση κόστους και της στατιστικής των επιχειρήσεων.

# **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΣΚΟΠΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ-ΒΑΣΙΚΕΣ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΙ ΑΝΑΛΥΤΩΝ-ΕΙΔΗ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΚΑΙ ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ-ΑΡΝΗΤΙΚΕΣ ΠΛΕΥΡΕΣ**

## **1.1 Σκοπός της ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων**

Βασικός σκοπός της ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων είναι η διευκόλυνση της λήψης αποφάσεων οι οποίες θα βοηθήσουν στην σωστότερη και πιο προσοδοφόρα διανομή των οικονομικών πόρων.

Το είδος της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων εξαρτάται από τις επιδιώξεις των εκάστοτε αναλυτών όπως: μέτοχοι, πιστωτές, διοίκηση, εργαζόμενοι κ.τ.λ. και δίνεται βάρος σε διάφορα οικονομικά στοιχεία ανάλογα με τον επιδιωκόμενο στόχο. Π.χ. η διοίκηση της κάθε επιχείρησης δίνει βάρος στην διάθρωση των κεφαλαίων της και προοπτική μεγιστοποίησης των κερδών της. Κάθε διοίκηση ενδιαφέρεται το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων να είναι μεγαλύτερο από το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων. Έτσι μελετά τον αριθμοδείκτη οικονομικής ανεξαρτησίας και είναι σε θέση να γνωρίζει την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης.

## **1.2. Βασικές Κατηγορίες Αναλυτών**

Οι ενδιαφερόμενοι για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων διαχωρίζονται στις ακόλουθες κατηγορίες:

1. Επενδυτές- Μέτοχοι της επιχείρησης
2. Οι ασκούντες διοίκηση στην επιχείρηση
3. Οι δανειστές της επιχείρησης
4. Οι υποψήφιοι να εξαγοράσουν ή να συγχωνεύσουν την επιχείρηση
5. Οι ελεγκτές
6. Οι συνδικαλιστικές ενώσεις εργαζομένων
7. Επιμελητήρια- Επιστημονικοί κύκλοι- Χρηματιστηριακοί κύκλοι

### **1.3 Σκοποί επενδύτων – μετοχών**

Οι επενδυτές είναι κατά κανόνα οι μέτοχοι μιας επιχείρησης και δίνουν τα επιχειρηματικά κεφάλαια, τα οποία αποτελούν την ασπίδα προστασίας των δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης. Οι επενδυτές – μέτοχοι αποβλέπουν στη λήψη κάποιου ποσού από τη διανομή των κερδών, εφόσον η επιχείρηση είναι κερδοφόρα και αφού προηγουμένως εξυπηρετηθούν οι δανειστές της.

Έχοντας επενδύσει κεφάλαια στην επιχείρηση, οι μέτοχοι ενδιαφέρονται για την όλη δραστηριότητα της, την κερδοφόρα δυναμικότητα της, την οικονομική της κατάσταση και την διάρθρωση των κεφαλαίων της, δεδομένου ότι για την εκτίμηση της αξίας των μετοχών μιας επιχείρησης είναι απαραίτητα όλα αυτά τα στοιχεία. Επίσης ενδιαφέρονται για τη σπουδαιότητα της μέσα στον κλάδο, για τα μελλοντικά της κέρδη και την εξέλιξή τους διαχρονικά. Τέλος πρέπει να συνεκτιμήσουν και άλλους παράγοντες, που έμμεσα επηρεάζουν τη δραστηριότητα της επιχείρησης, όπως η γενική οικονομική κατάσταση, η θέση που κατέχει ο κλάδος μέσα στην οικονομία, η ανταγωνιστικότητα των προϊόντων της και η ποιότητα και η ικανότητα της διοικήσεως της.

Δεδομένου ότι η ανάλυση για την εκτίμηση της αξίας των μετόχων μιας επιχείρησης, με αντικειμενικό σκοπό τη λήψη αποφάσεων για νέα αγορά τίτλων ή πώληση των ήδη κατεχομένων ή διατήρηση των ήδη επενδυθέντων κεφαλαίων σε τίτλους, είναι εργασία αρκετά πολύπλοκη και απαιτείται να γίνει από ειδικούς αναλυτές επενδύσεων.

### **1.4 Σκοποί των δανειστών μιας επιχείρησης**

Δανειστές μιας επιχείρησης είναι όλοι εκείνοι που με τη μία ή την άλλη μορφή δανείζουν σ' αυτή κεφάλαια.

Μια μορφή δανεισμού αποτελεί και η πίστωση που δίνεται από τους προμηθευτές πρώτων υλών και εμπορευμάτων ή από πρόσωπα που παρέχουν υπηρεσίες στην επιχείρηση. Οι τελευταίοι αναμένουν την πληρωμή τους σε βραχύ σχετικά χρονικό διάστημα και συνήθως δε λαμβάνουν τόκο για τις πιστώσεις που παρέχουν στην επιχείρηση.

Μια επιχείρηση μπορεί επίσης να δανείζεται βραχυπρόθεσμα κεφάλαια και από διάφορες άλλες πηγές, όπως βραχυπρόθεσμες πιστώσεις των προμηθευτών της, δάνεια από τράπεζες και άλλους πιστωτικούς οργανισμούς προβαίνοντας έτσι σε άντληση των απαραίτητων κεφαλαίων.

Τα δανειακά αυτά κεφάλαια έχει συγκεκριμένη υποχρέωση η επιχείρηση να τα εξυπηρετήσει και να τα επιστρέψει, ανεξάρτητα από την οικονομική της κατάσταση και από τα οικονομικά της αποτελέσματα. Βέβαια στην περίπτωση που η δραστηριότητα της επιχείρησης περιορίζεται και πραγματοποιεί ζημιές, τότε αυξάνονται οι κίνδυνοι που αντιμετωπίζουν οι δανειστές της, τόσο για τη λήψη των τόκων όσο και για την επιστροφή των δανειακών τους κεφαλαίων. Έτσι η διαφορετική θέση των δανειστών πιστωτών μιας επιχείρησης σε σύγκριση με τη θέση των επενδυτών μετοχών έχει σαν αποτέλεσμα τον διαφορετικό τρόπο ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων της από καθένα απ' αυτούς.

Οι μέθοδοι ανάλυσεως που εφαρμόζουν οι δανειστές καθώς και τα κριτήρια εκτιμήσεως που χρησιμοποιούν ποικίλουν, ανάλογα με τη χρονική διάρκεια των παρεχομένων δανείων, την ασφάλεια που απολαμβάνουν και τον σκοπό για τον οποίο δόθηκαν. Σε περίπτωση παροχής βραχυχρόνιων δανείων στην επιχείρηση, οι δανειστές ενδιαφέρονται κυρίως για τη βραχυχρόνια οικονομική κατάσταση αυτής, το βαθμό ρευστότητας των κυκλοφοριακών στοιχείων της και την ταχύτητα κυκλοφορίας τους. Αντίθετα οι μακροχρόνιοι δανειστές επιδιώκουν μια πιο λεπτομερή ανάλυση των στοιχείων η οποία περιλαμβάνει προβλέψεις των μελλοντικών εισροών κεφαλαίων, της οικονομικής θέσεως της επιχείρησης κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις, της ικανότητας της να διατηρήσει αυτή την οικονομική κατάσταση κάτω από διαφορετικές οικονομικές συνθήκες και τέλος της δυναμικότητας των κερδών της. Αυτό γιατί τα προ αποσβέσεων κέρδη μιας επιχείρησης αποτελούν την κύρια και πιο επιθυμητή πηγή εξυπηρέτησης και εξόφλησης των δανειακών της κεφαλαίων. Τέλος η σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια παρέχει ένδειξη της επάρκειας ή όχι των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και βαθμού ασφαλείας που απολαμβάνουν οι δανειστές της σε περίπτωση μελλοντικών ζημιών. Η σχέση αυτή αντανακλά επίσης τη συμπεριφορά της διοίκησης μιας επιχείρησης και δείχνει αν αυτή προτιμά τον δανεισμό από την προσφυγή στην κεφαλαιαγορά για άντληση κεφαλαίων με έκδοση νέων μετοχών.

### **1.5 Σκοποί της διοίκησης της επιχείρησης**

Η οικονομική ανάλυση των στοιχείων μιας επιχείρησης αποτελεί το κυριότερο εργαλείο της διοικήσεως της, αυτό συμβαίνει επειδή οι δικαιούντες ενδιαφέρονται για τον προσδιορισμό της οικονομικής της κατάστασης, την κερδοφόρα δυναμικότητα της και μελλοντική της εξέλιξη.

Οι δικαιούντες μιας επιχείρησης συνδέονται άμεσα μ' αυτή και μπορούν να κάνουν συνεχή χρήση των βιβλίων της, βρίσκονται σε πλεονεκτικότερη θέση σε σύγκριση με τις δύο προηγούμενες κατηγορίες ενδιαφερόμενων. Έτσι η ανάλυση αυτών μπορεί να προχωρήσει σε μεγαλύτερο βάθος και να περιλάβει τη συστηματική μελέτη αριθμοδεικτών, που προκύπτουν από τις σχέσεις των διαφορών οικονομικών της στοιχείων και την τάση τους, ώστε να είναι δυνατός ο έγκαιρος εντοπισμός και η αντιμετώπιση τυχόν προβλημάτων.

Έτσι η διοίκηση στοχεύει κυρίως στο να ασκεί έλεγχο και στο να παρατηρεί την επιχείρηση από τη σκοπιά των εκτός αυτής τρίτων, δηλαδή των δανειστών και των επενδυτών μετοχών.

### **1.6 Σκοποί των αναλυτών σε περίπτωση εξαγορών ή συγχωνεύσεων**

Όταν πρόκειται για εξαγορά μιας επιχείρησης από άλλη ή για συγχώνευση δυο ή περισσότερων επιχειρήσεων, οι αναλυτές που επεξεργάζονται τα στοιχεία έχουν παρόμοιους σκοπούς με εκείνους των επενδυτών – μετόχων.

Στις περιπτώσεις αυτές θα πρέπει η ανάλυση να προχωρήσει στην εκτίμηση και των άυλων περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων, όπως είναι η φήμη και πελατεία καθώς και στον υπολογισμό των υποχρεώσεων τους, γιατί όλα αυτά τα στοιχεία περιλαμβάνονται στο προϊόν της εξαγοράς ή της συγχώνευσης. Έτσι η πραγματοποιούμενη από τους ειδικούς ανάλυση των οικονομικών στοιχείων είναι πολύτιμη για τον προσδιορισμό της οικονομικής και λειτουργικής αξίας των συγχωνευμένων επιχειρήσεων ή της εξαγοραζόμενης επιχείρησης.



### **1.7 Σκοποί των ελεγκτών λογιστικών καταστάσεων**

Οι ελεγκτές ασχολούνται με τον έλεγχο των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων και τελικά διατυπώνουν τα πορίσματα τους σχετικά με την ακρίβεια αυτών. Ένας από τους βασικούς σκοπούς των ελεγκτών είναι ο εντοπισμός ηθελημένων ή μη σφαλμάτων και ατασθαλιών, τα οποία αν δεν επισημανθούν και δεν αναφερθούν, δίνουν μια εσφαλμένη εικόνα για την επιχείρηση, πράγμα που είναι αντίθετο με τις γενικές παραδεκτές αρχές της Λογιστικής.

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τον υπολογισμό ορισμένων αριθμοδεικτών και η παρακολούθηση των μεταβολών των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης και των τάσεων τους διαχρονικά, αποτελούν τα κύρια μέσα στο έργο των ελεγκτών. Αυτό διότι τυχόν σημαντικά λάθη και ατασθαλίες επηρεάζουν την εικόνα της οικονομικής θέσης και τα αποτελέσματα μιας επιχείρησης. Τελικά η όλη ανάλυση αποτελεί συνολικό έλεγχο της ορθότητας των λογιστικών καταστάσεων.

### **1.8 Σκοποί λοιπών ομάδων ενδιαφερομένων**

Η ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων χρησιμοποιείται και από άλλες ομάδες ενδιαφερομένων, οι οποίοι ανάλογα με το σκοπό που επιδιώκουν, δίνουν και ανάλογη έμφαση στα διάφορα επιμέρους στοιχεία. Έτσι είναι δυνατόν να ενδιαφέρονται για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων οι εφοριακοί ελεγκτές σε μια φάση ελέγχου των εσόδων του κράτους από φόρους των επιχειρήσεων.

Επίσης οι συνδικαλιστικές ενώσεις των εργαζομένων μπορούν να κάνουν χρήση των μεθόδων ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων για να αξιολογήσουν την οικονομική θέση της επιχείρησης, προκειμένου να υπογράψουν μ' αυτή συλλογική σύμβαση εργασίας και να προσπαθήσουν να επιτύχουν καλύτερους όρους αμοιβών και εργασίας για τα μέλη τους. Τέλος και πελάτες της επιχείρησης μπορούν να χρησιμοποιούν την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων προκειμένου να προσδιορίσουν την κερδοφόρα δυναμικότητα της, την απόδοση των κεφαλαίων της με σκοπό την προσφορότερη συνεργασία και την επίτευξη καλύτερων τιμών και όρων συναλλαγής.

### **1.9 Είδη ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων**

Υπάρχουν 2 είδη ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων:

1)Ανάλογα με τη θέση του ατόμου που την διενεργεί και αυτή διακρίνεται σε εσωτερική και εξωτερική

2)Ανάλογα με τα κύρια στάδια διενέργειά της, η οποία διακρίνεται σε τυπική και ουσιαστική

### **1α)ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Η εσωτερική ανάλυση πραγματοποιείται από άτομα εντός της επιχείρησης τα οποία έχουν τη δυνατότητα να ελέγξουν τα λογιστικά βιβλία της επιχείρησης. Με αυτόν τον τρόπο ελέγχονται οι διάφοροι μέθοδοι και διαδικασίες που εφαρμόστηκαν, προσδιορίζεται η αποδοτικότητα της και ερμηνεύονται οι μεταβολές της οικονομικής της θέσεως.

### **1β)ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Η εξωτερική ανάλυση πραγματοποιείται από άτομα εκτός επιχείρησης και βασίζονται αποκλειστικά σε δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις και στις εκθέσεις των ελεγκτών. Πραγματοποιείται με σκοπό τον προσδιορισμό της οικονομικής θέσεως της επιχείρησης και της αποδοτικότητας της.

Δηλαδή μας βοηθάει να προσδιορίσουμε τη δυνατότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί στις τρέχουσες υποχρεώσεις της στο παρόν και στο μέλλον, τη δυνατότητα πληρωμής των ληξιπρόθεσμων τόκων και υποχρεώσεων της, τη δυνατότητα καταβολής μερισμάτων, καθώς και τη δυνατότητα να εκμεταλλευθεί τυχόν παρουσιαζόμενες ευκαιρίες.

### **2α)ΤΥΠΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Η τυπική ανάλυση αποτελεί το προπαρασκευαστικό στάδιο της ουσιαστικής γι αυτό και προηγείται. Ελέγχει την εξωτερική διάρθρωση του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσεως και προβαίνει στις απαραίτητες διορθώσεις.

### **2β)ΟΥΣΙΑΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Η ουσιαστική ανάλυση έπεται της τυπικής καθώς βασίζεται στα δεδομένα της. Επεκτείνεται στη κατάρτιση αριθμοδεικτών και στην εξήγηση των αποτελεσμάτων τους, οι οποίοι δίνουν την πραγματική εικόνα της επιχείρησης.

### **1.10 Μέθοδοι αναλύσεως των λογιστικών καταστάσεων**

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων στοχεύει στη μελέτη των σχέσεων των οικονομικών στοιχείων που αναφέρονται σ' αυτές τη δεδομένη χρονική στιγμή καθώς και των τάσεων τους διαχρονικά.

Υπάρχουν δύο κύριες κατηγορίες διαδικασιών αναλύσεως:

1) Συγκρίσεις και μετρήσεις με βάση τα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων περισσότερων από μίας χρήσεως.

Η κατηγορία αυτή περιλαμβάνει την τάση των συγκριτικών καταστάσεων και των αριθμοδεικτών διαχρονικά, καθώς και αναλύσεις των διαφόρων μεταβολών της οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης.

2) Συγκρίσεις και μετρήσεις με βάση τα οικονομικά στοιχεία των λογιστικών καταστάσεων μίας χρήσεως.

Η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τον προσδιορισμό των σχέσεων των στοιχείων ενός ισολογισμού και της καταστάσεως αποτελεσμάτων χρήσεως.

Για την ορθή χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων απαιτείται η διενέργεια και των δύο κατηγοριών αναλύσεως. Και στις δύο περιπτώσεις θα πρέπει να υπάρχει ένα μέτρο συγκρίσεως το οποίο μπορεί να είναι ένα πρότυπο μέτρο σύγκρισης ή κάποια άλλη επιχείρηση του ίδιου κλάδου.

Οι κυριότερες μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων είναι τέσσερις και χωρίζονται στις εξής κατηγορίες:

1. Διαστρωματική ή κάθετη μέθοδος αναλύσεως
2. Συγκριτική ή διαχρονική μέθοδος αναλύσεως
3. Μέθοδος αναλύσεως των χρονολογικών σειρών με δείκτες τάσεως
4. Εξειδικευμένες μέθοδοι (ανάλυση των μεταβολών της οικονομικής θέσεως μιας επιχείρησης, ανάλυση νεκρού σημείου κ.λ.π)

### 1.11 Αρνητικές πλευρές της μελέτης και ανάλυσης

Η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης μέσω της χρήσης των αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους χρηματοοικονομικής αναλύσεως. Δείκτης είναι μια σχέση, ένα πηλίκο μεταξύ δυο μεγεθών. Οι οροί του κλάσματος είναι μεγέθη που τα έχω πάρει από τον ισολογισμό ή το ένα μέγεθος από τον ισολογισμό και το άλλο από τα αποτελέσματα χρήσης ή και τα δυο να είναι μεγέθη από τα αποτελέσματα χρήσης και εκφράζονται σε απλή μαθηματική μορφή. Σκοπός της χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών είναι η ανάγκη της άμεσης κατανόησης της πραγματικής αξίας και των απόλυτων μεγεθών. Για να έχει αποτέλεσμα ένας αριθμοδείκτης, θα πρέπει να οδηγεί τους αναλυτές του σε συγκεκριμένα συμπεράσματα και αυτό γίνεται μέσω του οικονομικού ενδιαφέροντος που παρουσιάζει π.χ. αναλύοντας τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων μπορούμε να οδηγηθούμε σε σημαντικά συμπεράσματα διότι παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ των πωλήσεων μιας επιχείρησης και των αποθεμάτων της δείχνοντας μας τον ρυθμό ανανέωσης των αποθεμάτων της στην διάρκεια μιας χρήσης.

Παρόλα αυτά ένας μεμονωμένος αριθμοδείκτης δεν είναι σε θέση να μας δώσει μια πλήρη εικόνα της οικονομικής μονάδας που εξετάζουμε. Για να μπορέσουμε να οδηγηθούμε σε κάποια σαφή συμπεράσματα θα πρέπει να συγκριθεί με άλλους προτύπους, προγενέστερους ή αντιπροσωπευτικούς αριθμοδείκτες μιας προγενέστερης χρήσης. Τέτοιοι αριθμοδείκτες μπορεί να είναι:

1. Αριθμοδείκτες παλαιότερων οικονομικών καταστάσεων χρήσεων της επιχείρησης
2. Αριθμοδείκτες ανταγωνιστριών επιχειρήσεων
3. Αριθμοδείκτες αντίστοιχοι του μέσου όρου του κλάδου της επιχείρησης
4. Πρότυποι αριθμοδείκτες του αναλυτή βάση της εμπειρίας του

Ωστόσο, καλύτεροι αριθμοδείκτες προς ανάλυση θεωρούνται αριθμοδείκτες που συγκρίνονται με αντίστοιχους αριθμοδείκτες ανταγωνιστριών επιχειρήσεων.

Βέβαια, επειδή κάθε επιχείρηση έχει τα δικά της χαρακτηριστικά, η ανάλυση των αριθμοδεικτών του κλάδου είναι σε θέση να μας οδηγήσει σε σαφέστερα συμπεράσματα. Δίνοντας μας την δυνατότητα να συγκρίνουμε την αποδοτικότητα της εξεταζόμενης επιχείρησης σε σχέση με το μέσο όρο του κλάδου. Βασικός σκοπός της ανάλυσης αυτού του είδους αριθμοδεικτών είναι η εύρεση των αδυναμιών της εξεταζόμενης επιχείρησης σε σχέση με τον μέσο όρο του κλάδου.

Ωστόσο, η δυσκολία του υπολογισμού των κλαδικών αριθμοδεικτών έχει οδηγήσει τους αναλυτές στη δημιουργία <<επιδιωκόμενων αριθμοδεικτών>>. Οι όποιοι εκφράζουν την επιδίωξη της επιχείρησης σε σχέση με το τι πραγματικά επιτεύχθηκε και έτσι καθορίζεται εάν η επιχείρηση υστερεί ή υπερτερεί σε σχέση με τις καλύτερες επιχειρήσεις του κλάδου.

Οι αναλυτές καλούνται να επιλέξουν τους κατάλληλους υπολογιζόμενους αριθμοδείκτες ώστε αναλύοντας τους να μπορέσουν να οδηγηθούν στην ουσιαστική ανάλυση των ισολογισμών και των αποτελεσμάτων χρήσεων. Επιπλέον, μέσω αυτής της επιλογής η επιχείρηση θα μπορέσει να οδηγηθεί στην λήψη ουσιαστικών αποφάσεων που θα βοηθήσουν στην εξάλειψη των αδυναμιών και θα οδηγήσουν την επιχείρηση στην επίτευξη του οικονομικού αποτελέσματος που επιθυμεί.

Ένα από τα μειονεκτήματα των αριθμοδεικτών που πρέπει να προσεχθεί είναι και η ανεπαρκής εκτίμηση του παράγοντα χρόνου. Και αυτό γιατί τα συγκρινόμενα μεγέθη είναι επιδεκτικά συχνών μεταβολών σε μεγάλη αναλογία. Οι αριθμοδείκτες πρέπει να υπολογίζονται σε χρονικές στιγμές κανονικά χωρισμένες. Σύγκριση τους μέσα στο χρόνο επιτρέπει την παρακολούθηση της εξέλιξης της επιχείρησης. Για την πραγματοποίηση συγκρίσεων μεταξύ περισσότερων επιχειρήσεων, οι αριθμοδείκτες θα έχουν μεγαλύτερη σημασία, εφόσον υπολογίζονται κατά την ίδια χρονική στιγμή του κύκλου εκμετάλλευσης. Οι αριθμοδείκτες αναφέρονται συνηθέστερα σε παρωχημένες καταστάσεις, δεν εξηγούν μια εξέλιξη, απλά την επισημαίνουν. Πρέπει επίσης να αναφερθεί ότι με τους δείκτες γίνεται εκτίμηση της φερεγγυότητας και της ποιότητας της διαχείρισης των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Ένα ακόμη στοιχείο που πρέπει να ληφθεί υπόψη είναι η εύκολη μορφοποίηση των χρηματοοικονομικών δεικτών (Lambert 1996: 144-146) αφού είναι προϊόν επεξεργασίας



λογαριασμών που περιλαμβάνονται στις νόμιμα δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις των επιχειρήσεων (Mc Laney 1997: 39-44).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ-ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ

### 2.1 ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΑΙ ΟΙ ΚΥΡΙΕΣ ΜΟΡΦΕΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΤΟΥΣ

Για την εξαγωγή συμπερασμάτων από την ανάλυση των ετήσιων ή περιοδικών οικονομικών εκθέσεων των επιχειρήσεων (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων και διάθεσης κερδών) σημαντικότερο ρόλο παίζουν και οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες (ratios) (Gropelli και Nikbakht, 2002: 408). Οι οικονομικοί δείκτες που διαπραγματεύεται η παρούσα εργασία είναι ένα δείγμα του μεγάλου αριθμού των δεικτών που χρησιμοποιούνται από τους ειδικούς αναλυτές (credit analysts) για την λήψη επενδυτικών αποφάσεων, τον έλεγχο των χρηματοδοτήσεων, τον προσδιορισμό του κινδύνου κ.α. Ο υπολογισμός τους είναι εύκολος, η ερμηνεία τους όμως παρουσιάζει δυσκολίες γιατί παρέχουν μόνον ενδείξεις για την κατεύθυνση που πρέπει να ακολουθήσει ο αναλυτής και για τα ερωτήματα που πρέπει να θέσει. Επίσης, μετά από τα πρόσφατα παραδείγματα λογιστικών «ατασθαλιών» μεγάλων επιχειρήσεων (Enron, Parmalat κλπ), η ανάγκη προσδιορισμού λογαριασμών του ισολογισμού που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής από τους οικονομικούς αναλυτές είναι ακόμη εντονότερη αφού οι δείκτες σπάνια δίνουν συγκεκριμένες και σαφείς απαντήσεις. Ο πυρήνας όμως των συμπερασμάτων του αναλυτή βρίσκεται ανάμεσα στους δείκτες. Η εργασία του απαιτεί μια άμεση αντίληψη των εσωτερικών σχέσεων της οικονομίας, του κλάδου και της εταιρείας, καθώς επίσης και των αλλαγών μέσα σ' αυτή. Έγκειται στον αναλυτή να διαλέξει τους δείκτες που ταιριάζουν στο είδος της ανάλυσης που κάνει (Τζωάννος 1983: 24-25).

Ως «αριθμοδείκτης» ορίζεται μία σχέση μεταξύ δυο μεγεθών που μπορούν να παρασταθούν είτε σαν λόγος αυτών είτε σαν εκατοστιαία αναλογία αυτών. Πρόκειται για μια σχέση μεταξύ δυο χαρακτηριστικών δεδομένων της επιχείρησης, ενδεικτική της καθαρής θέσης, του δυναμικού, της δραστηριότητας ή της αποδοτικότητας αυτής. Μάλιστα, ο αριθμοδείκτης αποτελεί μία σχέση ενδεικτική γιατί από δυο δεδομένα παρέχεται ένα νέο στοιχείο.

Είναι αυτονόητο ότι ο αριθμοδείκτης είναι χωρίς αξία αν τα μεγέθη από τα οποία αποτελείται έχουν επιλεγεί εσφαλμένα. Πράγματι δεν αρκεί να συνδυάσουμε δυο οποιαδήποτε μεγέθη για να έχουμε ένα ενδιαφέρον νέο στοιχείο, αλλά πρέπει να υπάρχει και μία λογική συσχέτιση μεταξύ των δύο όρων του αριθμοδείκτη. Αν πχ

συσχετίσουμε τα οικόπεδα με τους προμηθευτές, η πληροφορία που θα αποκομίσουμε μάλλον είναι άχρηστη και μη επεξεργάσιμη οικονομικά. Σαν λογική σχέση νοείται από την βιβλιογραφία η συγκρισιμότητα των μεγεθών, η συνάρτηση μεταξύ τους καθώς και η βάση υπολογισμού τους π.χ. κόστος (Λαζαρίδης – Παπαδόπουλος, 2001:303). Τα μεγέθη που μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν όροι αριθμοδεικτών είναι τα λογιστικά δεδομένα που προκύπτουν από τον ισολογισμό, τους λογαριασμούς εκμετάλλευσης ή το λογαριασμό κερδών και ζημιών.

Πόσο όμως τα αναγραφόμενα λογιστικά μεγέθη ανταποκρίνονται στην πραγματική τους αξία; Υπάρχουν κάποια στοιχεία που θα πρέπει να προσέξει ο ενδιαφερόμενος αναλυτής – επενδυτής στους λογαριασμούς του ενεργητικού ώστε να περιορίσει πιθανόν λάθος εκτιμήσεις;

## **2.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ**

Οι βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών είναι 3 (τρεις)

1. Δείκτες Ρευστότητας
2. Δείκτες Αποδοτικότητας/Αποτελεσματικότητας
3. Δείκτες Δραστηριότητας

### **1. ΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Ένας από τους σκοπούς της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι ο προσδιορισμός της ικανότητας μίας επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Κάτι τέτοιο απαιτεί την ύπαρξη επαρκούς ρευστότητας, η οποία επιτυγχάνεται μέσω της καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά.

Η ύπαρξη ρευστότητας σε μία επιχείρηση έχει επίδραση στα κέρδη της: αν τα κυκλοφοριακά της στοιχεία δεν μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά ή αν δεν υπάρχουν επαρκή ρευστά διαθέσιμα, τότε η επιχείρηση δεν θα είναι σε θέση να πληρώσει τις υποχρεώσεις της. Έτσι, η μη εκπλήρωση των υποχρεώσεων της θα έχει σαν αποτέλεσμα τη δυσφήμιση της, τη μείωση της εμπιστοσύνης των συναλλασσομένων με αυτήν και πιθανώς την κήρυξη της σε κατάσταση πτώχευσης. Οι περισσότερες επιχειρήσεις φροντίζουν να διατηρούν πλεόνασμα κυκλοφοριακών στοιχείων

ανάλογο προς τις τρέχουσες υποχρεώσεις τους, ώστε να μπορούν να τις εξοφλούν κανονικά.

## 2. ΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ

Η ανταμοιβή των επενδυτών - μετόχων και των πιστωτών για τα κεφάλαια που έχουν τοποθετήσει και για τους κινδύνους που έχουν αναλάβει μετράται με την αποδοτικότητα της επιχείρησης, η οποία αντανακλά την ικανότητα της να πραγματοποιεί κέρδη.

Για τη μέτρηση της αποδοτικότητας χρησιμοποιούνται διάφορα κριτήρια, όπως η πορεία του όγκου των πωλήσεων, της παραγωγής, κ.λ.π., τα οποία αποκτήσουν σημασία θα πρέπει να συσχετιστούν τόσο μεταξύ τους, όσο και άλλα σχετικά μεγέθη της επιχειρήσεως.

Δημιουργήθηκε, έτσι, η ανάγκη χρησιμοποίησης των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας, οι οποίοι αναφέρονται αφ' ενός στις σχέσεις κερδών και απασχολούμενων κεφαλαίων και αφ' ετέρου στις σχέσεις μεταξύ κερδών και πωλήσεων.

## 3. ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Η αποτελεσματικότερη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μίας επιχείρησης ενδιαφέρει τόσο τη διοίκηση της, όσο και εκείνους που ενδιαφέρονται γι' αυτήν. Γενικά, όσο πιο εντατική είναι η χρησιμοποίηση των στοιχείων μίας εταιρείας τόσο τούτο αποβαίνει προς όφελος της.

Η χρησιμοποίηση ορισμένων δεικτών δραστηριότητας βοηθά να προσδιορίσουμε το βαθμό μετατροπής ορισμένων περιουσιακών στοιχείων (αποθεμάτων, απαιτήσεων) σε ρευστά.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ

### 3.1. ΑΝΑΛΥΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΝΝΟΙΩΝ

#### A. ΟΝΟΜΑΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η ονομαστική αξία (nominal price) είναι η αναγραφόμενη στον τίτλο της μετοχής τιμή. Προκύπτει κατά την πρώτη έκδοση των μετοχών διαιρώντας την αξία του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης με τον αριθμό των μετοχών που αρχικά εξέδωσε. Η ονομαστική αξία μπορεί να μεταβληθεί αργότερα με αποφάσεις των αρμοδίων οργάνων της εταιρίας. Η ονομαστική αξία δεν έχει ουσιαστική σημασία στην αποτίμηση της πορείας της εταιρίας και της τιμής της μετοχής της.

Η ονομαστική αξία της μετοχής διαφέρει από την τιμή έκδοσής της. Τιμή έκδοσης της μετοχής είναι η τιμή στην οποία διατίθεται η μετοχή και την οποία πρέπει να καταβάλει ο μέτοχος για την απόκτησή της. Η τιμή έκδοσης της μετοχής μπορεί να είναι ίση ή μεγαλύτερη αλλά ποτέ μικρότερη από την ονομαστική αξία της μετοχής.

#### B. ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΞΙΑ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η λογιστική αξία (book price) μιας μετοχής προκύπτει από τη διαίρεση του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων (καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο + διαφορές από εκδόσεις υπέρ το άρτιο + αποθεματικά κεφάλαια + αποτελέσματα σε νέο) και των προβλέψεων της εταιρίας με το σύνολο του αριθμού των μετοχών της.

#### Γ. ΤΡΕΧΟΥΣΑ ΤΙΜΗ

Είναι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής η οποία διαμορφώνεται καθημερινά στη συνεδρίαση του Χρηματιστηρίου μέσω της προσφοράς και της ζήτησης.

#### Δ. ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Είναι η αναλογία των καθαρών κερδών προς το πλήθος των μετοχών που υπάρχουν σε κυκλοφορία.



## Ε.ΜΕΡΙΣΜΑ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Μέρισμα ανά μετοχή είναι τα διανεμόμενα κέρδη στους μετόχους μιας εταιρίας διαιρεμένα με τον αριθμό των μετοχών της εταιρίας. Η έγκριση για τη διανομή μερίσματος δίνεται από την Τακτική Γενική Συνέλευση της εταιρίας που εγκρίνει τις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και η οποία συγκαλείται εντός εξαμήνου από το κλείσιμο της λογιστικής χρήσης. Το μέρισμα διανέμεται εντός δυο μηνών από την έγκριση του Ισολογισμού από τη Γενική Συνέλευση. Η ημέρα αποκοπής του μερίσματος αποφασίζεται από το ΔΣ της εταιρίας και ανακοινώνεται μέσω του ΗΔΤ του ΧΑ.

Δικαιούχοι του μερίσματος είναι όλοι οι μέτοχοι που είναι κάτοχοι μετοχών της συγκεκριμένης εταιρίας στο τέλος της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου που προηγείται της ημερομηνίας αποκοπής του. Πρέπει να σημειωθεί ότι σε περιπτώσεις διανομής μερίσματος από τις εισηγμένες εταιρίες δεν αναπροσαρμόζεται η τιμή της μετοχής, δηλ. το μέρισμα δεν αφαιρείται από την τιμή κλεισίματος της μετοχής της προηγούμενης της αποκοπής ημέρας.

## ΣΤ. ΠΑΡΑΚΡΑΤΗΘΕΝΤΑ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ

Είναι η αναλογία των κερδών προηγούμενων χρήσεων που δεν διανεμήθηκαν (αλλά ανήκουν στους μετόχους) προς το πλήθος των μετοχών σε κυκλοφορία.

## 3.2. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΟΥΣ (ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ-ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ-ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑΣ)

### Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας αναφέρονται στο μέγεθος και στις σχέσεις των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων και των κυκλοφοριακών στοιχείων μίας επιχείρησης. Τα κυκλοφοριακά στοιχεία αποτελούν τις πηγές κάλυψης των υποχρεώσεων αυτών. Η οικονομική κατάσταση μίας επιχείρησης μπορεί να θεωρηθεί καλή μόνον αν αυτή έχει επαρκή ρευστότητα. Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών ρευστότητας ενδιαφέρει

όλους εκείνους που σχετίζονται, κατά οποιονδήποτε τρόπο, με την επιχείρηση. Αποτελεί, όμως, ιδιαίτερα πολύτιμη βοήθεια για τη διοίκηση της, διότι της επιτρέπει να ελέγξει κατά ποιο τρόπο απασχολούνται μέσα στην επιχείρηση τα κεφάλαια κινήσεως της.

Περά απ' αυτό, ελέγχεται αν γίνεται κατάλληλη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων της επιχείρησης, αν τα κεφάλαια αυτά είναι επαρκή σε σχέση με τις εργασίες της ή αν υπολείπονται από τα κανονικά,. Τέλος, η παρακολούθηση των αριθμοδεικτών ρευστότητας διαχρονικά παρέχει τη δυνατότητα να διαπιστωθεί αν υπάρχει ή όχι βελτίωση της τρέχουσας οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης.

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας τους οποίους αναλύουμε είναι:

- a) Δείκτης Έμμεσης (κυκλοφοριακής) Ρευστότητας
- b) Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας
- c) Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ - ΕΜΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης υπολογίζεται από το λόγο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς τις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

(Εκφράζεται σε φορές)

Ο συγκεκριμένος λόγος φανερώνει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης, τόσο καλύτερη από πλευράς ρευστότητας είναι η επιχείρηση. Κατά τη μελέτη του δείκτη θα πρέπει να λαμβάνονται υπ' όψιν:

- ▶ Η σύνθεση των εργασιών ενός οικονομικού οργανισμού
- ▶ Η σύνθεση των περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούντος

ενεργητικού

- ▶ Ο ρυθμός κυκλοφορίας ή μετατροπής των περιουσιακών στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού
- ▶ Η κατανομή των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του οργανισμού (μπορεί λόγω χάρη να λήγουν σε ένα μήνα, μπορεί να λήγουν και σε έξι μήνες).

Ο δείκτης παρέχει επίσης ένδειξη του βαθμού ασφάλειας με τον οποίο βραχυχρόνιες πιστώσεις μπορούν να χορηγηθούν στην επιχείρηση από τους πιστωτές της.

Από την πλευρά των μετόχων, ένας υψηλός δείκτης γενικής ρευστότητας μπορεί να μην είναι καλός, ιδίως αν η επιχείρηση παρακρατεί ένα μεγάλο μέρος ταμειακών ή χρηματικών διαθεσίμων, αν έχει μεγάλα αποθέματα ή έχει χορηγήσει μεγάλες πιστώσεις στους πελάτες της. Θα μπορούσαμε να πούμε ότι η υπερβολική επένδυση χρηματικών διαθεσίμων δεν αποδίδει αρκετά και δε συνεισφέρει στην ανάπτυξη των πωλήσεων και των εσόδων της εταιρείας.

Η επάρκεια ή μη του αριθμοδείκτη ρευστότητας εξαρτάται από τη φύση των εργασιών της οικονομικής μονάδας. Οι συνθήκες βραχυπρόθεσμης ρευστότητας μιας επιχείρησης θεωρούνται γενικώς ικανοποιητικές όταν η τιμή του δείκτη αυτού είναι γύρω στο 2.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΜΕΣΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ

Ο δείκτης υπολογίζεται από το λόγο του κυκλοφορούντος ενεργητικού, από το οποίο έχουν αφαιρεθεί τα αποθέματα, προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

$$\text{Δείκτης Άμεσης Ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Αποθέματα}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

(Προσδιορίζεται σε φορές)

Ο δείκτης φανερώνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Διαφοροποιείται ελάχιστα από τον αριθμοδείκτη γενικής ρευστότητας, περιλαμβάνοντας όλα εκείνα τα στοιχεία τα οποία μετατρέπονται εύκολα και γρήγορα σε ρευστά και αγνοώντας τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα οποία δε μετατρέπονται εύκολα σε μετρητά. Σε ορισμένες περιπτώσεις, όπως για παράδειγμα στην περίπτωση τήρησης υψηλών αποθεμάτων, ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας αποτελεί καλύτερη ένδειξη της ικανότητας της επιχείρησης να εξοφλεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της από τον προηγούμενο δείκτη.

### **ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται από τον λόγο των Χρηματικών Διαθεσίμων (και των ισοδύναμων χρήματος - Cash Equivalents) που κατέχει η επιχείρηση προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Μετράει τον βαθμό ρευστότητας των και λαμβάνει τιμές μεταξύ του μηδενός και της μονάδας. Αν η τιμή του δείκτη πλησιάζει προς τη μονάδα αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση έχει υψηλό βαθμό ταμειακής ρευστότητας.

### **Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας**

Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας δείχνουν πόσο αποτελεσματικά λειτούργησε η επιχείρηση κατά τη διάρκεια μίας ή και περισσότερων χρήσεων και απαντούν σε ερωτήματα σχετικά με το αν τα κέρδη της ήταν ικανοποιητικά, ποια ήταν η απόδοση των κεφαλαίων της, ποια ήταν η απόδοση από τις κύριες δραστηριότητες της, κ.λ.π. Γενικά, οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας υπολογίζονται είτε με βάση τις πωλήσεις της επιχείρησης κατά τη διάρκεια μίας χρήσεως, είτε με βάση τις επενδύσεις της.

Οι δείκτες που αναλύουμε σε αυτήν την κατηγορία είναι:

1. Δείκτης Μικτού Περιθωρίου Κέρδους
2. Δείκτης Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους
3. Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΙΚΤΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Ο δείκτης αυτός δίνεται από τη σχέση:

$$\text{Δείκτης Μικτού Περιθ. Κέρδους} = \frac{\text{Έσοδα Πωλήσεων} - \text{Κόστος Πωληθέντα}}{\text{Έσοδα Πωλήσεων}}$$

(Προσδιορίζεται σε ποσοστό επί %)

Ο δείκτης αυτός αποτελεί ένδειξη της λειτουργικής αποτελεσματικότητας της επιχείρησης καθώς και της πολιτικής τιμών της. Όπως είναι λογικό, ένας υψηλός αριθμοδείκτης μικτού περιθωρίου σημαίνει ότι η επιχείρηση μπορεί να αντεπεξέλθει ευκολότερα σε μια αύξηση του κόστους των προϊόντων ή των υπηρεσιών που προσφέρει καθώς μπορεί με την πολιτική τιμών της να καταφέρνει να επιτυγχάνει υψηλά έσοδα.

Εξάλλου ένα υψηλό μικτό περιθώριο σημαίνει για την επιχείρηση μεγαλύτερη δυνατότητα κάλυψης των λειτουργικών της εξόδων αφήνοντας της ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος σε σχέση με τα κεφάλαια που απασχολούνται σε αυτή.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΑΘΑΡΟΥ ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ

Ο δείκτης αυτός δίνεται από τον τύπο:



$$\text{Δείκτης Καθαρού Περιθ. Κέρδους} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων}}{\text{Έσοδα Πωλήσεων}}$$

(Εκφράζεται σε ποσοστό επί της %)

Ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους δείχνει το ποσοστό καθαρού κέρδους που επιτυγχάνει η επιχείρηση από τις πωλήσεις της, αποτελεί δηλαδή μέτρο της καθαρής κερδοφορίας της επιχείρησης. Ο δείκτης καθαρού περιθωρίου κέρδους έχει ιδιαίτερη σημασία ως μέσο πρόβλεψης των μελλοντικών καθαρών κερδών μιας επιχείρησης στη βάση κάποιας ήδη υπάρχουσας πρόβλεψης για το μελλοντικό ύψος πωλήσεων.

Από την ανάλυση της πορείας του δείκτη καθαρού περιθωρίου κέρδους σε συνδυασμό με τον αριθμοδείκτη μικτού περιθωρίου μπορούν να βγουν σημαντικά συμπεράσματα για μια επιχείρηση. Πιο συγκεκριμένα, αν ο δείκτης μικτού περιθωρίου παρουσιάζει τάση μείωσης τη στιγμή που ο δείκτης καθαρού περιθωρίου παραμένει σταθερός ενδέχεται αυτό να σημαίνει δυσανάλογη αύξηση του κόστους πωληθέντων σε σχέση με τα έσοδα από τις πωλήσεις. Αυτό μπορεί να οφείλεται σε μείωση των τιμών των υπηρεσιών της επιχείρησης, ή μείωση της παραγωγικότητας των συντελεστών παραγωγής. Αντίθετα, αν ο αριθμοδείκτης καθαρού περιθωρίου παρουσιάζει κάμψη ενώ ο δείκτης μικτού περιθωρίου παραμένει διαχρονικά σταθερός, λαμβάνουμε ένδειξη δυσανάλογα αυξημένων εξόδων λειτουργίας της επιχείρησης σε σχέση με τον κύκλο εργασιών της. Εάν πάλι και οι δύο δείκτες ακολουθούν πτωτική πορεία με τα έξοδα λειτουργίας να μένουν σταθερά ως ποσοστό των πωλήσεων αυτό οφείλεται μόνο στην αύξηση του κόστους πωληθέντων.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Ο δείκτης αυτός δίνεται από τον τύπο:

$$\text{Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη Μετά Φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

(Προσδιορίζεται σε ποσοστό επί %)

Ο δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί άλλο ένα σημαντικό μέτρο της κερδοφόρας δυναμικότητας της επιχείρησης.

Μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτή. Όπως είναι λογικό ένας υψηλός δείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων αποτελεί ένδειξη επιτυχούς διοίκησης και αποτελεσματικής λειτουργίας της εταιρείας, ενώ ένας χαμηλός δείκτης σημαίνει ένδειξη προβλημάτων σε κάποιο τομέα της επιχείρησης, ανεπαρκή αξιοποίηση των παραγωγικών της δυνάμεων ή λανθασμένες επενδυτικές επιλογές.

### **Αριθμοδείκτες δραστηριότητας**

Εξετάζοντας τα οικονομικά δεδομένα μίας επιχείρησης ενδέχεται να γίνουν ορισμένες διαπιστώσεις. Γενικά, μεγάλα ποσά σε ρευστά διαθέσιμα και προσωρινές επενδύσεις δεν αυξάνουν τη μακροχρόνια κερδοφόρα δυναμικότητα της επιχείρησης, γι' αυτό και θα πρέπει να αποφεύγονται, εκτός αν πρόκειται να επενδυθούν στο άμεσο μέλλον. Επίσης, το ποσοστό των απαιτήσεων που εμφανίζει μία επιχείρηση έχει πάντα σχέση και πρέπει να εξετάζεται σε συνδυασμό με τις πιστωτικές της πωλήσεις.

Στην κατηγορία αυτή ανήκουν οι εξής δείκτες:

1. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων
2. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων
3. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων
4. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Είσπραξης Απαιτήσεων

5. Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων
6. Δείκτης Μέσης Διάρκειας Πληρωμής Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

## ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων βρίσκεται αν διαιρέσουμε τις πωλήσεις μίας επιχείρησης με το μέσο απόθεμα των εμπορευμάτων της.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο Ύψος Αποθεμάτων Αρχής και Τέλους Χρήσης}}$$

(Υπολογίζεται σε φορές)

Σκοπός του συγκεκριμένου δείκτη είναι να μετρήσει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα της επιχείρησης, σε σχέση με τις πωλήσεις της μέσα στη χρήση. Το ενδιαφέρον που παρουσιάζει ο εν λόγω αριθμοδείκτης συνίσταται στο γεγονός ότι η ικανότητα μίας επιχείρησης να πωλεί γρήγορα τα αποθέματα της αποτελεί ένα ακόμη μέτρο του βαθμού χρησιμοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων.

Γενικά, όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης ταχύτητας κυκλοφορίας αποθεμάτων, τόσο πιο αποτελεσματικά λειτουργεί η επιχείρηση. Για το λόγο αυτό, οι καλά οργανωμένες επιχειρήσεις, εκτός αν αναμένουν αύξηση των τιμών των προϊόντων τους, προσπαθούν να διατηρούν το ελάχιστο ποσό των αποθεμάτων που χρειάζονται.

Με τον τρόπο αυτό ελαχιστοποιούν το ύψος των τόκων των κεφαλαίων που δεσμεύουν για τα αποθέματα, εξοικονομούν δαπάνες αποθήκευσης και μειώνουν τον κίνδυνο μη πωλήσεως των αποθεμάτων τους λόγω αλλοιώσεως ή αλλαγής των προτιμήσεων των καταναλωτών.

Χαμηλές τιμές του δείκτη υποδηλώνουν την ύπαρξη πλεοναζόντων αποθεμάτων ή ακόμα και την πιθανότητα διατήρησης προβληματικών ή τεχνολογικά απαξιωμένων προϊόντων. Από την άλλη, όμως, ένας πάρα πολύ υψηλός δείκτης ταχύτητας αποθεμάτων μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση δεν διατηρεί αρκετά εμπορεύματα στις αποθήκες της και με αυτόν τον τρόπο μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τον όγκο των πωλήσεων της.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΠΑΡΑΜΟΝΗΣ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Η μέση διάρκεια παραμονής των αποθεμάτων στις αποθήκες της επιχείρησης αποτελεί ένα δείκτη μέτρησης της χρονικής περιόδου, που απαιτείται να περιμένει η επιχείρηση για την πώληση και την αντικατάσταση των εμπορευμάτων της. Ο χρόνος αυτός υπολογίζεται με βάση τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας των αποθεμάτων. Συγκεκριμένα, οι 365 ημέρες του έτους στις οποίες αναφέρεται ο δείκτης, διαιρούνται με την τιμή του. Με άλλα λόγια έχουμε:

$$\text{Δείκτης Μέσης Διάρκειας Παραμονής Αποθεμάτων} = \frac{365}{\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων}}$$

(Εκφράζεται σε ημέρες)

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας απαιτήσεων βρίσκεται αν διαιρέσουμε τις καθαρές πωλήσεις μίας επιχείρησης μέσα στη χρήση, με το μέσο όρο των απαιτήσεων της [(Απαιτήσεις αρχής Χρήσης + Απαιτήσεις τέλους Χρήσης) / 2].

$$\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσο Ύψος Απαιτήσεων Αρχής και Τέλους Χρήσης}}$$

(Προσδιορίζεται σε φορές)

Ο δείκτης υπολογίζει πόσες φορές, κατά μέσο όρο, εισπράττονται κατά τη διάρκεια της λογιστικής χρήσης οι απαιτήσεις της επιχείρησης. Παρέχει, έτσι, ένδειξη της

ποιότητας και του βαθμού ρευστότητας των απαιτήσεων ενός οργανισμού, καθώς και του κατά πόσο επιτυχής υπήρξε η διοίκηση αυτού στην είσπραξη των απαιτήσεων του.

Γενικά, όσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των απαιτήσεων μίας επιχείρησης, τόσο μικρότερος είναι ο χρόνος δεσμεύσεως των κεφαλαίων και τόσο καλύτερη η θέση της από απόψεως χορηγούμενων πιστώσεων. Επιπροσθέτως, μεγάλη ταχύτητα στην είσπραξη των απαιτήσεων σημαίνει μικρότερη πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς πελάτες.

Για την εύρεση, όμως, της μέσης πραγματικής δέσμευσης των κεφαλαίων μίας επιχείρησης από τους πελάτες της, σε αριθμό ημερών, θα πρέπει - εκτός από την ταχύτητα κυκλοφορίας απαιτήσεων - να υπολογίσουμε και τη μέση περίοδο είσπραξης των απαιτήσεων της.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΣΗΣ ΔΙΑΡΚΕΙΑΣ ΕΙΣΠΡΑΞΗΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

Ο δείκτης υπολογίζεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των ημερών του έτους (365 ημέρες) με τον αριθμοδείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας των απαιτήσεων. Έτσι, η μέση διάρκεια είσπραξης των απαιτήσεων στην επιχείρηση δίνεται από την παρακάτω σχέση:

$$\text{Δείκτης Μέσης Διάρκειας Είσπραξης Απαιτήσεων} = \frac{365}{\text{Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Απαιτήσεων}}$$

(Εκφράζεται σε ημέρες)

Η μέση περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων αποτελεί το χρονικό διάστημα που η επιχείρηση περιμένει για να εισπράξει τις απαιτήσεις της, από τη στιγμή που πραγματοποιήθηκε η πιστωτική πώληση μέχρι τη στιγμή που αυτή θα μετατραπεί σε μετρητά, ή το χρονικό διάστημα που παρέμειναν ανείσπρακτες οι υποχρεώσεις στην επιχείρηση.

Το χρονικό αυτό διάστημα αφ' ενός μετρά την αποτελεσματικότητα της διοίκησης ενός οργανισμού στην είσπραξη των απαιτήσεων του και αφ' ετέρου εκφράζει την πιστωτική του πολιτική. Ο αριθμοδείκτης θα πρέπει να διατηρείται σε όσο το δυνατόν χαμηλότερα επίπεδα, όχι μόνον διότι τα κεφάλαια που δεσμεύονται για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων έχουν κάποιο δραχμικό κόστος, αλλά διότι έχουν και ένα κόστος ευκαιρίας λόγω του ότι θα μπορούσαν να επενδυθούν αποδοτικά κάπου αλλού.

#### ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΤΑΧΥΤΗΤΑΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ

Ο αριθμοδείκτης αυτός βρίσκεται αν διαιρέσουμε το άθροισμα των υποχρεώσεων σε Προμηθευτές και Γραμμάτια Πληρωτέα μίας επιχείρησης με το μέσο ύψος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της.

$$\text{Δείκτης Κυκλ. Ταχύτητας Βραχυπρ. Υποχρ.} = \frac{\text{Προμηθευτές + Γραμμάτια Πληρωτέα}}{\text{Μέσο Ύψος Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων Αρχής και Τέλους Χρήσης}}$$

(Υπολογίζεται σε φορές)

Η παρακολούθηση του δείκτη αυτού για μία σειρά ετών δείχνει τη πολιτική της εταιρίας ως προς τη χρηματοδότηση των αγορών της . Μία μεταβολή του αριθμοδείκτη διαχρονικά δείχνει ότι η επιχείρηση αλλάζει τη πιστοληπτική της πολιτική. Αν, για παράδειγμα, μία επιχείρηση έχει ανάγκη κεφαλαίων, αυτό θα την οδηγήσει στο να αναζητήσει μεγαλύτερες πιστώσεις, παρά το γεγονός ότι έτσι δεν μπορεί να επιτύχει εκπτώσεις επί των τιμών αγοράς.

Τέλος, αξίζει να αναφέρουμε ότι ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης ενδέχεται να μην αντικατοπτρίζει την πραγματικότητα, διότι ορισμένες υποχρεώσεις των επιχειρήσεων εξοφλούνται πολύ γρήγορα, ενώ άλλες παραμένουν απλήρωτες επί μακρύ χρονικό διάστημα. Έτσι, το μέσο ύψος βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων εκφράζεται από τις ακραίες αυτές τιμές και ο δείκτης μπορεί να μην αντιπροσωπεύει την υφιστάμενη στην επιχείρηση κατάσταση. Λύση στο συγκεκριμένο πρόβλημα θα μπορούσε να



δοθεί με ιεράρχηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του οργανισμού με βάση το χρόνο λήξεώς τους.

### **3.3 ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ - ΕΚΤΙΜΗΣΗ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

Στο παρόν τμήμα της εργασίας παρουσιάζονται στοιχεία για την αποτίμηση - εκτίμηση εισηγμένων εταιριών. Ειδικότερα, παρουσιάζονται εκείνα τα στοιχεία που επηρεάζουν επιλεγμένους χρηματοοικονομικούς δείκτες και για αυτό το λόγο παρουσιάζουν ιδιαίτερο ενδιαφέρον.

#### Λογαριασμοί Ενεργητικού και επηρεασμός χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι βασικές ομάδες λογαριασμών του ενεργητικού περιλαμβάνουν το πάγιο ενεργητικό και το κυκλοφορούν ενεργητικό. Αν πάρουμε σαν αφετηρία τα λογιστικά αυτά δεδομένα μπορούμε να υπολογίσουμε ένα ορισμένο πλήθος αριθμοδεικτών, που καθορίζουν τις σχέσεις μεταξύ των διαφόρων παραμέτρων της επιχείρησης. Με την συγκέντρωση όλων των πληροφοριών που παρέχονται από πολλούς συντελεστές θα μπορέσει ο αναλυτής να σχηματίσει γνώμη για τις συνθήκες της οικονομικής ισορροπίας της επιχείρησης. Η έκφραση ορθής κρίσης όσον αφορά την οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης προκειμένου να ληφθεί μια επενδυτική απόφαση προϋποθέτει την μελέτη ενός ικανού και αναγκαίου πλήθους αριθμοδεικτών.

#### Πάγιο Ενεργητικό

Με βάση τον τρόπο παρουσίασης των οικονομικών στοιχείων μιας επιχείρησης στον ισολογισμό της και ιδιαίτερα στο Ενεργητικό, η πρώτη πληροφορία που παρέχεται στους αναλυτές και επενδυτές είναι οι λογαριασμοί των παγίων περιουσιακών στοιχείων. Στα πάγια στοιχεία περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί: οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα, μεταφορικά μέσα, έπιπλα και σκεύη, καθώς και τα άυλα πάγια όπως φήμη και πελατεία (goodwill), τεχνογνωσία (know-how) κλπ.

Προσεγγίζοντας πιο αναλυτικά τους λογαριασμούς των παγίων που εμφανίζονται στο Ενεργητικό ενός ισολογισμού θα πρέπει να τονισθεί ότι:

Η απεικόνιση της αξίας των παγίων (μηχανήματα, τεχνολογικός εξοπλισμός, μεταφορικά μέσα ), μεταξύ ακόμη και ομοειδών επιχειρήσεων, διαφέρει τόσο λόγω ουσιαστικών αποκλίσεων (άλλη τεχνολογία, διαφορετικός χρόνος κτήσης κλπ) όσο και λόγω διαφορετικής μεθόδου αποτίμησης.

Η παλαιότητα των παγίων και επομένως η αποδοτικότητα και πιθανή ανάγκη για αντικατάσταση τους πρέπει να ελεγχθούν. Τα στοιχεία αυτά δεν δημοσιεύονται γιατί δεν επιβάλλεται από την υφιστάμενη νομοθεσία. Όμως, η μικρή αναπόσβεστη αξία των παγίων περιουσιακών στοιχείων και ιδίως των μηχανημάτων και του λοιπού εξοπλισμού, μπορεί να υποδηλώνει τη παλαιότητα τους (Meigs κ. α. , 1999 : 391).

Η μέθοδος απόσβεσης (σταθερά ή φθίνουσα)<sup>1</sup> που εφαρμόζεται από την κάθε επιχείρηση, διαμορφώνει διαφορετική υπολειμματική αξία των παγίων.

Οι επιχειρήσεις πρέπει να δίνουν πρόσθετες πληροφορίες σχετικά με τη βάση εκτίμησης κάθε παγίου ( κόστος απόκτησης), τα έξοδα απόσβεσης για την συγκεκριμένη περίοδο καθώς και τις συνολικές αποσβέσεις. Λόγω της πολυπλοκότητας των λογαριασμών αυτών η ανάλυση και ερμηνεία τους θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτική.

Ιδιαίτερη μνεία πρέπει να γίνει για το λογαριασμό Οικόπεδα – Κτίρια όπου καθοριστικό ρόλο στην αποτίμηση της αξίας τους - εκτός από την τοποθεσία - έχει και το αντικείμενο δραστηριότητας της επιχείρησης. Για παράδειγμα, ο προσδιορισμός της αξίας μιας ιδιόκτητης έκτασης ενός λατομείου εξόρυξης μαρμάρων ή μιας γεωργικής επιχείρησης (φυτεία), σχετίζεται όχι τόσο με την αξία της σε μέγεθος (τμ) όσο με τον βαθμό εκμετάλλευσης που έχει υποστεί στην πάροδο του χρόνου και ποια είναι η μελλοντική παραγωγική της δυνατότητα. Η μείωση<sup>2</sup> της παραγωγικής ικανότητας πιθανόν να οφείλεται σε πραγματική ελάττωση των φυσικών αποθεμάτων ή σε παραπλανητική καταγραφή στοιχείων από πλευράς διοίκησης.

Επίσης, σε επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στον τομέα της παραγωγής και της έρευνας, παρουσιάζεται και το θέμα της αξιολόγησης των άυλων περιουσιακών στοιχείων που αφορούν συνήθως τα διπλώματα ευρεσιτεχνίας, τα πνευματικά δικαιώματα, τα εμπορικά σήματα, τις άδειες παραγωγής και εκμετάλλευσης

(licences), τις μεθόδους παραγωγής(Know How) κ.λ.π. Τα άυλα περιουσιακά στοιχεία περιορισμένης ωφέλιμης ζωής αποσβένονται περιοδικά, ενώ τα αορίστου ζωής όχι (π.χ. υπεραξία επιχείρησης, goodwill)(Eisen, 1997 : 221-224). Και σε αυτούς τους λογαριασμούς υπάρχει το στοιχείο της υπο- ή υπερ- εκτίμησης τους, με αποτέλεσμα τη διαστρέβλωση της πραγματικής τους αξίας, και την πιθανότητα της υπο- ή υπερ- απόσβεσης τους (Stice κ. α., 1999 : 300-304).

Με βάση τις παραπάνω επισημάνσεις οι ενδιαφερόμενοι αναλυτές – επενδυτές θα πρέπει:

Να προσδιορίσουν από τις δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις και μετά από συζήτηση με τη Διοίκηση της επιχείρησης σε ποιο βαθμό τα δημοσιευμένα στοιχεία των παγίων είναι αντιπροσωπευτικά της παραγωγικής διαδικασίας ή αν ο μηχανολογικός εξοπλισμός με τον οποίο πραγματοποιείται το μεγαλύτερο μέρος της παραγωγής είναι ενοικιασμένος (leasing) και έτσι δεν εμφανίζεται στον Ισολογισμό (Αθιανός, 2004 : 284).

Να διευκρινίσουν την μέθοδο απόσβεσης σε περίπτωση που παρουσιάζει αμφιλεγόμενα σημεία υπολογισμού.

Να αξιολογήσουν την υφιστάμενη παραγωγική δυνατότητα των μηχανημάτων και να πληροφορηθούν πιθανές προγραμματισμένες νέες επενδύσεις σε πάγια και τις ανάγκες σε χώρο και έκταση εγκαταστάσεων. Η συγκέντρωση πληροφοριών όσον αφορά την αντικατάσταση – ανανέωση - επέκταση των παγίων θα βοηθήσει τον αναλυτή στην πρόβλεψη μελλοντικών ταμειακών εκροών και πιθανές ανάγκες σε χρηματικά κεφάλαια.

Να υπολογίσουν την πραγματική αγοραία (εμπορική) αξία των ακινήτων (οικοπέδων – κτιρίων) και να λάβουν υπόψη τους πιθανές αναπροσαρμογές στην αξία τους με βάση την υφιστάμενη νομοθεσία<sup>3</sup>. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι η αγοραία αξία ενός βιομηχανοστασίου σε σχέση με την τιμή κτήσης δέχεται μειωτικές πιέσεις πολύ ισχυρότερες από ένα αστικό ακίνητο (διαμέρισμα, κατάστημα).

Για τα άυλα περιουσιακά στοιχεία, ο αναλυτής πρέπει να συζητήσει με τη Διοίκηση τη φύση και την έκταση των αναμενόμενων μελλοντικών ωφελημάτων, καθώς επίσης

και τις μεθόδους που χρησιμοποιούνται για να καθοριστεί η υπολειπόμενη ωφέλιμη ζωή τους.

### Λογαριασμοί και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες που επηρεάζονται

Ο άμεσα συνδεδεμένος δείκτης με τα πάγια στοιχεία μιας επιχείρησης που ενδιαφέρει τους αναλυτές είναι ο δείκτης της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Παγίων και ορίζεται ως:

$$\text{Κυκλοφ. Ταχύτητα Παγίων} = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Παγίων}}$$

Δηλώνει τον βαθμό χρησιμοποίησης των παγίων (Fixed Assets) στην διαμόρφωση του όγκου των πωλήσεων. Χαμηλός δείκτης σημαίνει δέσμευση κεφαλαίων σε πάγια με μικρό βαθμό απασχόλησης. Υψηλός δείκτης πιθανόν να δηλώνει την πλήρη απαξίωση των παγίων στοιχείων (ολοκληρωτικά ή σε μεγάλο βαθμό αποσβεσμένα)

Η μη αντιπροσωπευτική καταγραφή της αξίας των παγίων μειώνει (ή αυξάνει) το σύνολο του Ενεργητικού και παράλληλα έχει επιπτώσεις και στα ίδια κεφάλαια. Τα πάγια στοιχεία μιας επιχείρησης, αν και επηρεάζουν άμεσα την διαμόρφωση του δείκτη «Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων», εν τούτοις έμμεσα έχουν επίπτωση στα καθαρά κέρδη (λόγω αποσβέσεων) και καθορίζουν το μέγεθος μιας σειράς άλλων δεικτών όπως ο δείκτης ρευστότητας, δανειακής επιβάρυνσης, κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών (EBIT), αποδοτικότητας επενδύσεων (ROI), αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (ROE), περιθωρίου κέρδους εκμετάλλευσης καθώς και το δείκτη περιθωρίου καθαρού κέρδους. Λάθος υπολογισμός των άυλων περιουσιακών στοιχείων, επηρεάζει επίσης το σύνολο του Ενεργητικού. Ανακριβή έξοδα αποσβέσεων και υπερεκτίμηση της υπεραξίας έχουν αντίκτυπο στα καθαρά κέρδη και στα ίδια κεφάλαια.

## Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Η ομάδα αυτή λογαριασμών του Ενεργητικού (αποθέματα, απαιτήσεις και διαθέσιμα) ίσως αποτελεί το σημαντικότερο σημείο τριβών, αναλύσεων, συζητήσεων και ατέρμονης επιχειρηματολογίας μεταξύ λογιστών, χρηματοοικονομικών αναλυτών και ενδιαφερόμενων επενδυτών για την αξιολόγηση των πραγματικών μεγεθών που εμφανίζονται στον Ισολογισμό. Το βέβαιο επίσης είναι ότι αποτελεί την σοβαρότερη ένδειξη – πηγή πληροφόρησης για την δυνατότητα και ικανότητα της επιχείρησης να επιβιώσει. Η πρόσφατη οικονομική κατάρρευση της Βρετανικής αυτοκινητοβιομηχανίας Rover λόγω μειωμένης ρευστότητας, αποτελεί ίσως το καλύτερο παράδειγμα για την σημαντικότητα του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των δεικτών που διαμορφώνονται από τους λογαριασμούς αυτούς.

## Αποθέματα

Ο βασικότερος ίσως λογαριασμός που προσδιορίζει αν και κατά πόσο είναι αξιόπιστο το κυκλοφορούν ενεργητικό (ιδιαίτερα στις παραγωγικές και εμπορικές επιχειρήσεις) είναι ο λογαριασμός των αποθεμάτων (ά υλές και βοηθητικές, έτοιμα – ημιέτοιμα προϊόντα – εμπορεύματα, υλικά συσκευασίας). Το ποιοτικό και ποσοτικό περιεχόμενο του λογαριασμού αυτού και ο τρόπος αποτίμησής του είναι πιθανό να είναι μοναδικό για κάθε επιχείρηση και για το λόγο αυτό να είναι δύσκολο να συγκριθεί με τον αντίστοιχο λογαριασμό άλλων επιχειρήσεων ακόμη και ομοειδών. Ο αναλυτής πρέπει να κατανοήσει τα ουσιαστικά συστατικά των αποθεμάτων ώστε η εκτίμησή του να είναι όσο το δυνατόν ρεαλιστική και αξιόπιστη. Πρέπει επίσης να γνωρίζει τη μέθοδο αποτίμησης που ακολουθεί η επιχείρηση, καθώς και τη μέθοδο κοστολόγησης (Glautier και Underdown, 1997 : 426-428). Οι επιμέρους λογαριασμοί ίσως να έχουν υπολογιστεί με τη χρήση διαφορετικών μεθόδων κοστολόγησης, οι οποίες μπορεί να έχουν επίδραση στο τελικό συνολικό ποσό. Η μέθοδος LIFO (Last In, First Out), μεγιστοποιεί το κόστος αποθεμάτων (με δεδομένη την διαρκή αύξηση των τιμών) και ελαχιστοποιεί τα καθαρά κέρδη. Η μέθοδος FIFO (First In, First Out), ελαχιστοποιεί το κόστος αποθεμάτων και επομένως μεγιστοποιεί τα καθαρά κέρδη. Έτσι δυο επιχειρήσεις που έχουν τον ίδιο κατάλογο αποθεμάτων και η πρώτη εφαρμόζει τη μέθοδο LIFO, θα έχει μεγαλύτερο συνολικό ποσό αποθεμάτων, από τη



δεύτερη που (θεωρητικά) θα εφαρμόσει τη μέθοδο FIFO (Λαζαρίδης - Παλαδόπουλος, 2001 : 320).

Αν και δεν είναι επιτρεπτό με βάση την κείμενη νομοθεσία <sup>4</sup> να αλλάζει μία επιχείρηση την μέθοδο αποτίμησης εντός της οικονομικής χρήσης, όμως ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίπτωση της περιοδικής εφαρμογής της μεθόδου LIFO. Η πρακτική που συνήθως εφαρμόζεται είναι η εξής: Ακολουθείται ένα σύστημα επαναλαμβανόμενης αποτίμησης αποθεμάτων όπου υπολογίζεται ξεχωριστά η αξία κάθε προϊόντος. Στη συνέχεια η συγκεκριμένη αξία του προϊόντος εισάγεται στο κόστος πωληθέντων με αντίστοιχη μείωση των αποθεμάτων. Με αυτό τον τρόπο οι πωλήσεις για παράδειγμα του Ιανουαρίου θα έχουν ως κόστος πωληθέντων το αντίστοιχο του Ιανουαρίου. Άρα στο σύνολο του κόστους αποθεμάτων –στο τέλος του οικονομικού έτους- από Ιανουάριο μέχρι Δεκέμβριο, πρώτα εισάγεται αντίστροφα ως κόστος αποθεμάτων το κόστος αγορών του Δεκεμβρίου, μετά του Νοεμβρίου και ούτω καθ' εξής. Έτσι αυτή η διαφορά του χρονισμού, τείνει να καταστήσει το κόστος αποθεμάτων μεγαλύτερο κάτω από το πρίσμα της περιοδικής εφαρμογής της μεθόδου LIFO , παρά αν εφαρμοζόταν συνεχώς (Pizzey, 1998 : 42).

Ένα άλλο θέμα που τίθεται από πλευράς εγγραφής – παρουσίασης των διαφόρων λογιστικών πράξεων είναι το θέμα του καθορισμού της αξίας αντικατάστασης των αποθεμάτων (Pike και Neale, 1997 : 92). Στην ουσία στις περισσότερες επιχειρήσεις το κόστος αντικατάστασης καθορίζεται ή από τον προμηθευτή, ή από το τμήμα κοστολόγησης, ή από τη ζήτηση που έχει το ίδιο το προϊόν στην αγορά, δημιουργώντας κλίμα και προϋποθέσεις για ασυνέπεια (Lambert, 1996 : 154-155). Οι επιχειρήσεις δεν υποχρεούνται να αποκαλύψουν λεπτομέρειες αυτής της αξιολόγησης του κόστους αντικατάστασης των αποθεμάτων στις δημοσιευμένες οικονομικές εκθέσεις τους.

Ζήτημα ελέγχου τίθεται επίσης αν σκόπιμα η επιχείρηση έχει προγραμματίσει τις αγορές εμπορευμάτων στο τέλος του έτους. Σε περιόδους πληθωριστικών πιέσεων οι επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τη μέθοδο LIFO, αν αυξήσουν τα αποθέματα των εμπορευμάτων στο τέλος του έτους, αυξάνουν το κόστος πωληθέντων. Δεύτερος



τρόπος αύξησης του κόστους πωληθέντων είναι να καθυστερήσουν το «γέμισμα» της αποθήκης μέχρι την επόμενη χρήση. Αντίθετα μπορούν να εξαντλήσουν τα αποθέματα προκειμένου να παρουσιαστούν οι παλαιότερες χαμηλότερες τιμές LIFO στο κόστος πωληθέντων. Μια τέτοια αντιμετώπιση μέσω της LIFO θα αυξήσει τα καθαρά κέρδη.

Οι οικονομικοί αναλυτές και οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές προκειμένου να αξιολογήσουν σωστά την λογιστική αξία των αποθεμάτων που εμφανίζονται στον ισολογισμό θα πρέπει:

Να γνωρίζουν πλήρως τα συστήματα αποτίμησης LIFO και FIFO. Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, με το σύστημα FIFO το κόστος πωληθέντων συνήθως είναι μειωμένο. Με την μέθοδο LIFO εκτός του ότι το κόστος αποθεμάτων εμφανίζεται υψηλότερο (σε σχέση με τη FIFO), παρουσιάζεται ο κίνδυνος ανατροπής της ισορροπίας του συνολικού κόστους των αποθεμάτων λόγω του γεγονότος ότι με την LIFO παλιά αποθέματα μπορεί να μείνουν σε αδράνεια από πολλές περιόδους συσσωρευτικά.

Να αναλύσουν σε βάθος τα αποθέματα ώστε να προσδιορίσουν τον βαθμό ευκολίας ρευστοποίησης των αποθεμάτων. Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δοθεί σε προϊόντα που ενώ εμφανίζονται με το λογιστικό τους κόστος, η αξία πώλησής τους πιθανόν να είναι πολύ χαμηλότερη λόγω απαξίωσης (πχ ενδύματα εκτός μόδας ή συστήματα υπολογιστών περασμένης τεχνολογίας) Επίσης απαραίτητο είναι να εκτιμήσουν αν και τότε τα ημιτελή ή ημικατεργασμένα προϊόντα θα πάρουν τη τελική μορφή πώλησης τους.

Να διαπιστώσουν αν έγινε αλλαγή στο σύστημα αποτίμησης αποθεμάτων ή αν πραγματοποιείται περιοδική ή συνεχή χρήση της LIFO.

#### Λογαριασμοί και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες που επηρεάζονται

Η λανθασμένη ή μη ακριβής εκτίμηση της αξίας των αποθεμάτων επηρεάζει το σύνολο της αξίας του ενεργητικού μιας επιχείρησης καθώς επίσης και τον προσδιορισμό του κόστους πωληθέντων, το μικτό κέρδος, το λειτουργικό και το καθαρό κέρδος.

Οι ομάδες τώρα λογαριασμών του ενεργητικού μιας επιχείρησης που εμπλέκονται στην διαμόρφωση ενός βασικού χρηματοοικονομικού δείκτη είναι το Σύνολο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού σε σχέση με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (πληρωτέες εντός του έτους) της επιχείρησης. Ο δείκτης ονομάζεται γενική ή κυκλοφοριακή ρευστότητα και προσδιορίζεται από τον τύπο:

$$\text{Κυκλοφοριακή ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούν Ενεργητικό}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης μας πληροφορεί αν η επιχείρηση έχει την δυνατότητα να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της χρησιμοποιώντας τα άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία της (κυκλοφορούν ενεργητικό). Είναι ιδιαίτερα σημαντικός δείκτης και προσδιορίζει την φερεγγυότητα της επιχείρησης απέναντι στους προμηθευτές της και τις Τράπεζες. Οποιαδήποτε αδυναμία ικανοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων έγκαιρα, πιθανόν να έχει δυσμενείς επιπτώσεις στην επιχείρηση (πχ άρνηση από την Τράπεζα να επαναχορηγήσει δάνειο κεφαλαίου κίνησης ή άρνηση από τον προμηθευτή να παρέχει πίστωση στην αγορά πρώτων υλών).

Επειδή στον υπολογισμό της γενικής ρευστότητας λαμβάνονται υπόψη και τα αποθέματα, που πιθανόν να είναι απαξιωμένα ή δύσκολα επιβεβαιώνεται η πραγματική τους αξία κατά τον πιθανό χρόνο ρευστοποίησης, χρησιμοποιείται και ο δείκτης άμεσης ρευστότητας (αφαιρουμένων των αποθεμάτων από το κυκλοφορούν ενεργητικό) που υπολογίζεται από τον παρακάτω τύπο.

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα + Χρεόγραφα + Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}$$

Εκτός βέβαια από τους παραπάνω άμεσα επηρεαζόμενους δείκτες από την σωστή αποτίμηση των αποθεμάτων, επηρεάζονται και άλλοι επίσης σημαντικοί δείκτες

όπως: ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων (inventory turnover ratio). Ο δείκτης συγκρίνει το κόστος πωληθέντων σε σχέση με το μέσο όρο αποθεμάτων και μας πληροφορεί για το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την παραγωγή μέχρι την πώληση (όχι είσπραξη!) του προϊόντος. Στην εξέταση του δείκτη αυτού προεξέχοντα ρόλο διαδραματίζει το είδος της επιχείρησης και ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται. Σε επιχειρήσεις με ευαίσθητα προϊόντα (όπως νωπά κρέατα ή φρούτα ή λαχανικά) αν ο χρόνος ανακύκλωσης των αποθεμάτων είναι πχ πάνω από 180 μέρες μάλλον πουλάει τελικά κατεψυγμένα και όχι φρέσκα προϊόντα. Φυσικά όσο βραδύτεροι είναι οι ρυθμοί ανανέωσης των εμπορευμάτων τόσο αυξάνεται και το κόστος αποθήκευσης και είναι σημαντική ένδειξη για μειωμένο ρυθμό πωλήσεων (Λαζαρίδης – Παπαδόπουλος, 2001). Άλλοι χρηματοοικονομικοί δείκτες που επίσης επηρεάζονται από την μη σωστή εκτίμηση των αποθεμάτων είναι οι δείκτες: δανειακής επιβάρυνσης, χρέους, αποδοτικότητας, ρευστοποίησης αποθεμάτων (inventory conversion ratio), αποδοτικότητας επενδύσεων (Return On Investment, ROI) και αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων (Return On Equity, ROE), (Higson κ.α., 1997 : 32-34).

#### Εισπρακτέοι Λογαριασμοί (Πελάτες – Χρεώστες )

Μία σημαντική ομάδα λογαριασμών του Ενεργητικού μιας επιχείρησης με ελλειπείς πληροφορίες είναι οι λογαριασμοί που αφορούν τους «πελάτες» και τους «χρεώστες». Στον ισολογισμό ή στις άλλες ενημερωτικές καταστάσεις δεν αναφέρεται η πίστωση που παρέχει η επιχείρηση στους πελάτες και ο βαθμός επικινδυνότητας είσπραξης των απαιτήσεων. Στον λογαριασμό «επισφαλείς πελάτες» συνήθως αναφέρονται τα ποσά που έχει ήδη ξεκινήσει δικαστική διαδικασία είσπραξης όπου ο χρόνος και η πιθανότητα είσπραξης είναι απροσδιόριστα. Στην Ελληνική επιχειρηματική πραγματικότητα χρησιμοποιούνται μεταχρονολογημένες επιταγές (postdated checks) σαν μέσο αυξημένης (θεωρητικά) εξασφάλισης είσπραξης της απαίτησης. Αν και οι περισσότερες πληροφορίες είναι χρήσιμες, οι επιχειρήσεις πρέπει να δίνουν στοιχεία για τα εξής: τα συνολικά ποσά των επιμέρους σχετικών λογαριασμών (π.χ. απαιτήσεις από τρίτους, επιταγές εισπρακτέες κ.λ.π.), τη μέθοδο που χρησιμοποιήθηκε στον καθορισμό των ποσών, περιγραφή των παραγόντων που επηρέασαν τη διοικητική κρίση για τον τρόπο υπολογισμού των μακροχρόνιων εισπρακτέων, τους

επικίνδυνους προς απώλεια λογαριασμούς καθώς και τον τρόπο υπολογισμού των ημερών είσπραξης κάθε επιμέρους κατηγορίας.

Για τον οικονομικό αναλυτή Χρηματοοικονομικών Δεικτών, ο μεγαλύτερος κίνδυνος είναι ο χωρίς πρόθεση, από απροσεξία ή ακόμη και σκόπιμα λανθασμένος υπολογισμός των εισπρακτέων, έτσι ώστε ένα μεγάλο μέρος τους να γίνουν επισφαλή. Επιπλέον μια εσφαλμένη εκτίμηση (σε χρόνο και μέγεθος) των εισπρακτέων θα αυξήσει ή θα μειώσει και κάποιον άλλο λογαριασμό του Ενεργητικού εκτός από τα μετρητά. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, σημαντικές θετικές αποκλίσεις στους εισπρακτέους λογαριασμούς μπορεί να σηματοδοτήσουν μια υπερεκτίμηση των κερδών ή την ίδια τη δυνατότητα είσπραξης τους (Weygant κ.α., 1999, : 326-332). Δεδομένου ότι τα εισπρακτέα πρέπει να καταγράφονται στον Ισολογισμό επακριβώς, είναι σημαντικό για τον αναλυτή να λάβει σοβαρά υπόψη τις διάφορες πιθανότητες παραποίησης τους μέσω των πολιτικών του λογιστικού συστήματος που εφαρμόζει η εταιρεία και οι οποίες διαφοροποιούν το τελικό ποσό (Τσακλάγκανος, 1996 : 197-205).

Επίσης υπάρχει η περίπτωση η επιχείρηση να αλλάξει κατά την διάρκεια μιας οικονομικής χρήσης, τη μέθοδο υπολογισμού των επιμέρους λογαριασμών των εισπρακτέων. Μια αλλαγή στον τρόπο προσδιορισμού τους (από ποσοστό επί των πωλήσεων, σε ποσοστό επί των πωλήσεων επί πιστώσει, παραδείγματος χάριν), ή μια αλλαγή εφαρμογής της μεθόδου (πιο ελαστική πιστωτική πολιτική της διοίκησης για λόγους ανταγωνισμού - αλλαγή των προκαθορισμένων κατηγοριών εισπρακτέων), μπορεί να είναι ο λόγος για τον οποίο η εταιρεία παρουσιάζει σημαντικές διαφορές των σχετικών λογαριασμών σε σχέση με το συνολικό μέγεθος των εισπρακτέων (Anthony κ. α., 2003 : 122). Ανεξάρτητα όμως από τη μέθοδο, η επιχείρηση υπολογίζει ένα ποσοστό, χρησιμοποιώντας πληροφορίες που δεν είναι διαθέσιμες στον ανεξάρτητο αναλυτή οικονομικών εκθέσεων. Πιθανά να έχουν χρησιμοποιηθεί διαφορετικά ποσοστά για τις διαφορετικές κατηγορίες και διαφορετικά ποσοστά αναλόγως της παλαιότητας των λογαριασμών, καθώς ένα ποσό υπερήμερο για μεγάλο χρονικό διάστημα είναι δυσκολότερο να εισπραχθεί από ένα πρόσφατο ποσό. Κάθε ποσοστό μπορεί να έχει βασιστεί στη πρόσφατη ιστορία της επιχείρησης, στους μέσους όρους του κλάδου, ακόμη και σε προβλέψεις και υπολογισμούς (Wapen κ. α., 2005 : 280-290).

Από τα παραπάνω αναφερθέντα είναι έκδηλο το γεγονός ότι το έργο του οικονομικού αναλυτή αντιμετωπίζει σημαντικό βαθμό δυσκολίας στον σωστό υπολογισμό των μεγεθών των εισπρακτέων λογαριασμών και κυρίως στον χρονικό προσδιορισμό της είσπραξής τους.

#### Συνιστάται προς τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές και ενδιαφερόμενους επενδυτές:

Να διαβάσουν προσεκτικά τις υποσημειώσεις του ισολογισμού, τα παραρτήματα και την έκθεση των ορκωτών λογιστών (όπου φυσικά υπάρχουν). Οι επιχειρήσεις μπορεί, αλλά δεν επιβάλλεται από το νόμο, να αποκαλύψουν διάφορα ενδιαφέροντα στοιχεία για τον αναλυτή, όπως π.χ. τις προβλέψεις σχετικά με τη χρονική είσπραξη, διάφορα ποσά που έχουν ήδη εισπραχθεί, ποσά που έχουν παραγραφεί ή είναι επίδικα

Αν θεωρηθεί εφικτό, ο αναλυτής μπορεί να ζητήσει πληροφορίες για το αν έχει χρησιμοποιηθεί μόνο μια μέθοδος για τον υπολογισμό των σχετικών εισπρακτέων λογαριασμών. Επίσης μπορεί να εξεταστεί η επίπτωση των επίσημων ετησίων επιτοκίων στον τρόπο υπολογισμού τους (περιλαμβάνονται οι εισπρακτέοι τόκοι επί των καθυστερημένων εισπρακτέων ποσών ή όχι;), καθώς και στις μικτές εισπράξεις και τα κέρδη (μείωση κερδών λόγω αυξημένων χρηματοοικονομικών εξόδων).

#### Λογαριασμοί και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες που επηρεάζονται

Είναι απολύτως λογικό ότι η μη σωστή καταγραφή των στοιχείων που αφορούν τους εισπρακτέους λογαριασμούς να επηρεάζει τόσο το σύνολο του Κυκλοφορούντος Ενεργητικού όσο και το Συνολικό Ενεργητικό. Παράλληλα, επίπτωση υπάρχει στον υπολογισμό των χρηματοοικονομικών εξόδων, στις λειτουργικές εισροές στα καθαρά κέρδη και στο σύνολο των ιδίων κεφαλαίων .

Επομένως όλοι οι δείκτες που διαμορφώνονται από τους παραπάνω λογαριασμούς επηρεάζονται (θετικά ή αρνητικά) από τα παραποιημένα ή ελλιπή στοιχεία των εισπρακτέων λογαριασμών. Άμεση επιρροή δέχονται οι δείκτες ρευστότητας (γενικής και άμεσης) καθώς και οι δείκτες χρέους και δανειακής επιβάρυνσης. Αναμφίβολα ουσιαστική επίδραση υπάρχει και στον δείκτη μέσης περιόδου



είσπραξης (average collection period), καθώς και στους δείκτες αποδοτικότητας όπως: δείκτης περιθωρίου κέρδους εκμετάλλευσης (operating profit margin),:126) και δείκτης αποδοτικότητας επενδύσεων (Return On Investment, ROI) (Λαζαρίδης και Παπαδόπουλος, 2005).

#### Χρεόγραφα και Χρηματικά διαθέσιμα (Μετρητά και ισοδύναμα μετρητών)

Οι δύο τελευταίοι λογαριασμοί του Ενεργητικού (όπως αυτοί είναι ταξινομημένοι στο Ελληνικό Λογιστικό Σχέδιο) περιλαμβάνουν τα χρεόγραφα και τα ταμειακά διαθέσιμα. Ο λόγος που περιλαμβάνονται προς διερεύνηση στην ίδια ενότητα είναι – όπως αναλύεται παρακάτω – ότι η ικανότητα ρευστοποίησης είναι πιο άμεση σε σχέση με τα αποθέματα ή ακόμη περισσότερο σε σχέση με τα πάγια στοιχεία μιας επιχείρησης. Βέβαια ο κίνδυνος λανθασμένης αποτίμησης είναι σαφέστατα μεγαλύτερος στα χρεόγραφα από ότι στα ταμειακά διαθέσιμα. Πιο αναλυτικά οι δύο αυτοί λογαριασμοί περιλαμβάνουν:

Χρεόγραφα: Αναφέρονται στη συμμετοχή της εξεταζόμενης επιχείρησης στο Μετοχικό Κεφάλαιο άλλων εταιρειών ή αφορούν επενδύσεις σε κινητές αξίες άλλων οργανισμών (ομόλογα κρατικά ή επιχειρηματικά, εμπορικά χρεόγραφα, προθεσμιακά συμβόλαια, παράγωγα κ.λ.π.).(Horngren και Sundem, 1990 :233). Εκείνο το οποίο ενδιαφέρει τον αναλυτή, είναι ο βαθμός ελέγχου τον οποίο παρέχει αυτή η επένδυση. Αν δεν είναι τόσο μεγάλος, τότε ο αναλυτής πρέπει να αναζητήσει τη πρόθεση της επιχείρησης να διατηρήσει ή να πουλήσει τους συγκεκριμένους τίτλους, με σκοπό το κέρδος. Φυσικά πρέπει να αναζητηθεί και η μέθοδος αξιολόγησης της αξίας κάθε τίτλου που κατέχει η επιχείρηση (Baker κ .α., 1996: 67-70). Η μέθοδος αυτή συνήθως είναι ένας συνδυασμός εσωτερικών υπολογισμών εκ μέρους της εταιρείας και της αγοραίας αξίας του τίτλου. Η αξία που έχει κάθε τίτλος, έχει να κάνει με τη δυνητική διαθεσιμότητα του στην αγορά (τη ζήτηση και τις αποδόσεις τις οποίες θα παράσχει σε διάστημα ενός χρόνου). Όμως χωρίς τη πραγματική τιμή διαθέσεως στην αγορά, δημιουργείται πρόβλημα το οποίο μελλοντικά θα έχει αντίκτυπο στα ίδια κεφάλαια της εταιρείας.

Από κάποιους συγγραφείς τα χρεόγραφα θεωρούνται ισοδύναμα μετρητών. Όμως κάποιες παράμετροι (αγοραία αξία, δυνατότητα ρευστοποίησης κλπ) τα καθιστούν



επικίνδυνα ως προς την είσπραξη του ποσού με το οποίο αναφέρονται (Φιλιππάτος και Αθανασόπουλος, 1985 : 191-192). Συνήθως αυτού του είδους οι επενδύσεις είναι χαμηλού κινδύνου. Αλλά άλλο χαμηλός κίνδυνος (π.χ. μετοχές , ομόλογα) και άλλο καθόλου κίνδυνος (μετρητά). Επίσης, το αποτέλεσμα του γενικού συνόλου του εν λόγω λογαριασμού είναι προϊόν εσωτερικής λογιστικής διαδικασίας. Αυτή η διαδικασία επηρεάζει το πώς καταγράφονται τα κέρδη και οι ζημίες από τους τίτλους. Αναληθή κέρδη ή ζημίες από τη διατήρηση ή πώληση των τίτλων του χαρτοφυλακίου της εταιρείας έχουν αντίκτυπο όχι μόνο στο σύνολο του ανάλογου λογαριασμού αλλά και στο σύνολο των κερδών που πραγματοποιεί η επιχείρηση (Meigs και Meigs, 1998 : 174-204). Η κατάσταση περιυλέκεται περισσότερο στο λογαριασμό των παραγώγων όπου ο οικονομικός αναλυτής πρέπει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός.

Μετρητά: Αναφέρονται στα χρηματικά διαθέσιμα που βρίσκονται είτε στο ταμείο της εταιρείας είτε στον τραπεζικό λογαριασμό όψεως της επιχείρησης. Συνήθως θεωρούνται σίγουρα όσον αφορά το ποσό και την αξία τους. Είναι όμως τα μετρητά πάντα διαθέσιμα προς τους δανειστές της επιχείρησης; Όταν εκδίδεται η κατάσταση μετρητών μιας επιχείρησης συνήθως περιλαμβάνει και τις καταστάσεις μετρητών των υποκαταστημάτων, θυγατρικών, εξαγορασμένων κ.λ.π. επιχειρήσεων, που ανήκουν στην μητρική εταιρεία και που συχνά αφορούν ξένα νομίσματα λόγω τόπου δραστηριοποίησης τους (Beams κ. α. 2000 : 487-496). Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μην ότι υπάρχει απόλυτη συνάφεια των πραγματικών (άμεσα ρευστοποιήσιμων μετρητών) με τα εμφανιζόμενα στη λογιστική κατάσταση. Έτσι δημιουργείται η ανάγκη της εκ νέου αποτίμησης με τις μεθόδους αποτίμησης που χρησιμοποιούνται για την ενοποίηση, και η σωστή εγγραφή τους στον ανάλογο λογαριασμό, εκτός αν το αποτέλεσμα από τη νέα αυτή αποτίμηση είναι ασήμαντο (Γκίνογλου και Ταχυνάκης, 2004 : 38).

Επίσης, ένα άλλο σημείο που αξίζει προσοχής είναι η χρονική τοποθέτηση των πληρωμών και εισπράξεων κατά τέτοιο τρόπο ώστε να βελτιστοποιείται η εικόνα όχι όμως και το αποτέλεσμα. Η δημοσιευμένη κατάσταση μετρητών αφορά μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Αυτό το γεγονός παρέχει τη δυνατότητα επιβράδυνσης των πληρωμών και επιτάχυνσης των εισπράξεων, έτσι ώστε στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή να μεγιστοποιηθεί το αποτέλεσμα της κατάστασης μετρητών. Υπάρχει ο κίνδυνος η πραγματική κατάσταση μετρητών να έχει αλλάξει σημαντικά

από την ημέρα έκδοσης της ανάλογης κατάστασης. (Ξενοφών Χρ. Εμμανουηλίδης, ΚΕΤΑ-ΚΕΜΑΚ)

Με βάση όσα παραπάνω αναλύθηκαν, οι χρηματοοικονομικοί αναλυτές και οι ενδιαφερόμενοι επενδυτές, θα πρέπει να εστιάσουν το ενδιαφέρον τους όσον αφορά τα χρεόγραφα στα εξής σημεία:

Για τις χρηματοοικονομικές επενδύσεις σε κινητές αξίες, θα πρέπει να εκτιμήσουν το χαρτοφυλάκιο κατά την ημερομηνία ανάλυσης. Είναι βέβαιο ότι η καταγραφή του ποσού του χαρτοφυλακίου κατά την ημέρα υποβολής των οικονομικών εκθέσεων θα διαφέρει (στο σύνολο ή επιμέρους) από την ημέρα εκτίμησής του από τον αναλυτή. Σ' αυτή τη περίπτωση ο αναλυτής πρέπει να εξετάσει αρχικά αν το χαρτοφυλάκιο της εταιρείας είναι διαθέσιμο και να αναζητήσει στοιχεία έτσι ώστε να επικαιροποιήσει τα επιμέρους ποσά και το σύνολο. Παράλληλα, θα πρέπει να λάβει υπόψη και τις καταγεγραμμένες τάσεις της χρηματιστηριακής αγοράς κατά την περίοδο της ανάλυσης ώστε να εκτιμήσει αναμενόμενες απώλειες ή κέρδη σε πιθανή ρευστοποίηση του συνόλου ή μέρους του χαρτοφυλακίου.

Στην περίπτωση δημοσιευμένων καταστάσεων ταμειακών ροών (Cash Flow Statement), ο αναλυτής πρέπει να ταυτοποιήσει τη χρονική κατανομή των ταμειακών ροών, υπολογίζοντας και συγκρίνοντας τις αναλογίες των μετρητών με την προκύπτουσα αύξηση των στοιχείων του Ενεργητικού, στη τρέχουσα και στη παρελθούσα χρήση (Τσακλάγκανος, 2000 : 263-264). Αν ο αναλυτής αντιληφθεί ότι μετά τον ενδελεχή έλεγχο και υπολογισμό των εισροών και εκροών συνεχών ετών, η κατάσταση ταμειακών ροών είναι συνεπής τότε το τελικό σύνολο που προκύπτει είναι αποτέλεσμα: (1) μετρητών από τους πελάτες που προκύπτουν από τις πωλήσεις και (2) μετρητών που πληρώθηκαν για τις λειτουργικές δαπάνες της επιχείρησης.

Σε κάθε περίπτωση συνιστάται στον αναλυτή να διαβάσει τις υποσημειώσεις και τα προσαρτήματα έτσι ώστε να γίνει γνώστης της πραγματικής πολιτικής της Διοίκησης της επιχείρησης σύμφωνα με την οποία υπολογίζονται τα ισοδύναμα μετρητών. Θα πρέπει να κατανοήσει την στρατηγική (μακροπρόθεσμη επένδυση ή κερδοσκοπία) με βάση την οποία δομήθηκε το χαρτοφυλάκιο. Ακόμη η γνώση του τρόπου σύνταξης των ταμειακών ροών θεωρείται απαραίτητη ώστε να διαπιστωθεί αν περιέχονται

εύσχημα καλυμμένα ποσά που αφορούν συνάλλαγμα και πιθανούς κινδύνους από συναλλαγματικές διακυμάνσεις.

#### Λογαριασμοί και Χρηματοοικονομικοί Δείκτες που επηρεάζονται

Ο προσδιορισμός της αξίας του χαρτοφυλακίου, της πιθανής υπεραξίας ή υποτίμησης των μετοχών (σε σχέση με την τιμή κτήσης), της εκτίμησης του συναλλαγματικού κινδύνου και της χρονικής ταυτοποίησης των χρηματικών ροών είναι στοιχεία που διαμορφώνουν διαφορετική λογιστική απεικόνιση των λογαριασμών «χρεόγραφα» και «διαθέσιμα». Τροποποίηση ή αλλαγές στον λογαριασμό των χρεογράφων ή λάθος υπολογισμός των μετρητών έχει επίδραση στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό (και στο σύνολο του Ενεργητικού), με αντίστοιχη επίδραση στα Ίδια Κεφάλαια (Equity) της επιχείρησης.

Αποτέλεσμα των επιδράσεων αυτών είναι η άμεση διαφοροποίηση των δεικτών ρευστότητας, δανειακής επιβάρυνσης και χρέους. Επηρεάζονται επίσης οι δείκτες αποδοτικότητας επενδύσεων (Return On Investment, ROI), περιθωρίου κέρδους εκμετάλλευσης (operating profit margins), καθώς και ο δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους (net profit margins).

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΜΕΛΕΤΗ ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΩΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΤΙΤΑΝ

### 4.1. ΙΣΤΟΡΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΤΙΤΑΝ

Ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ είναι η πρώτη τσιμεντοβιομηχανία της Ελλάδας και συμπλήρωσε τελευταία πάνω από 100 χρόνια συνεχούς επιχειρηματικής δραστηριότητας στον κλάδο του τσιμέντου, καθώς η μητρική εταιρία ιδρύθηκε στην Ελλάδα το 1902 και μόλις 10 χρόνια αργότερα εισήχθη η μετοχή της στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (Χ.Α.Α.)<sup>217</sup>. Με όραμα την καθιέρωση του Ομίλου ως «ανεξάρτητης πολυ-περιφερειακής δύναμης» στη διεθνή αγορά των δομικών υλικών ο ΤΙΤΑΝΑΣ αναπτύσσει σήμερα καθετοποιημένη δράση, παραγωγική και εμπορική, σε 12 χώρες παγκοσμίως απασχολώντας άμεσα συνολικά 6.300 εργαζομένους.

Η κύρια δραστηριότητα του Ομίλου ασκείται μέσω θυγατρικών εταιριών, στις οποίες ο ΤΙΤΑΝΑΣ ασκεί έλεγχο μέσω συμμετοχής του ως μετόχου ή συμμετοχής σε κοινοπραξίες. Οι δραστηριότητες του Ομίλου εκτείνονται σε όλο το φάσμα των δομικών υλικών (τσιμέντο, έτοιμο σκυρόδεμα, αδρανή υλικά, κονιάματα) και σε όλους τους συγγενείς κλάδους (τσιμεντοβιομηχανία, λατομεία, ορυχεία). Πέρα από τη παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα του Ομίλου, ο ΤΙΤΑΝΑΣ έχει εδραιώσει ισχυρές υπηρεσίες Ε&Α, διαχείρισης αποβλήτων και μεταφοράς, τις οποίες είτε ιδιοχρησιμοποιεί είτε προσφέρει σε άλλες βιομηχανίες.

Η διαχρονική επιτυχής επιχειρηματική πορεία του Ομίλου – στην Ελλάδα κατέχει το 40% του μεριδίου αγοράς, με ανάλογες αποδόσεις στις αγορές του εξωτερικού – στηρίχθηκε στην εφαρμογή των εκάστοτε πιο σύγχρονων τεχνολογιών, μεθόδων παραγωγής και διακίνησης προϊόντων και στο υψηλής ποιότητας ανθρώπινο δυναμικό του. Το 2006 και 2007, υπό την αιγίδα του Υπουργείου Ανάπτυξης, ο ΤΙΤΑΝΑΣ έλαβε το βραβείο «Leading Company Greece», ενώ πρωτοστατεί σε πλήθος άλλων αξιολογήσεων. Από το 2000 και μετά ο ΤΙΤΑΝΑΣ έχει επενδύσει πάνω από 2,8 δισεκατομμύρια ευρώ για επέκταση των διεθνών δραστηριοτήτων του. Για το 2009 και προσαρμοζόμενος στην παγκόσμια οικονομική ύφεση θέτει προτεραιότητες την παραγωγή θετικών χρηματορροών για τη μείωση του δανεισμού, τη μείωση του λειτουργικού και παραγωγικού κόστους και τον περιορισμό των νέων κεφαλαιακών δαπανών. Με σεβασμό στον άνθρωπο, την κοινωνία και το περιβάλλον

και συνδυάζοντας την επιχειρηματική ικανότητα και ανταγωνιστικότητά του, ο Όμιλος ΤΙΤΑΝ θα συνεχίσει να αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες δυνάμεις στην παγκόσμια αγορά των δομικών υλικών.

#### 4.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΩΝ ΔΕΙΚΤΩΝ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΙΤΑΝ

Οι βασικοί χρηματιστηριακοί δείκτες που αποτελούν σημαντικό κριτήριο για την επιλογή μιας μετοχής από τους επενδυτές είναι:

##### I ) Κέρδη ανά μετοχή

Ο υπολογισμός των ανά μετοχή κερδών μιας επιχείρησης η οποία έχει μόνο κοινές και προνομιούχες μετοχές ( με ψήφο ή χωρίς ψήφο ) βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καθαρών κερδών της χρήσης με το μέσο αριθμό των μετοχών της που ήταν στην κυκλοφορία κατά την διάρκεια αυτής.

$$\text{Κέρδη ανά μετοχή} = \frac{\text{Σύνολο κερδών χρήσης ( μετά φόρων )}}{\text{Μέσος αριθμός μετοχών σε κυκλοφορία}}$$

Επισημαίνεται ότι πολλοί αναλυτές ,στην περίπτωση που θέλουν να υπολογίσουν τα κέρδη ανά μετοχής μιας επιχείρησης , λαμβάνουν υπόψη τους μόνο τις κοινές με ψήφο μετοχές. Στην συγκεκριμένη παρουσίαση η άποψη μου είναι ότι θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη και οι δύο κατηγορίες μετοχών( κοινές και προνομιούχες ) διότι στην χώρα μας οι προνομιούχες μετοχές δεν διαφέρουν σε τίποτα από τις κοινές παρά μόνο στο ότι δεν έχουν δικαίωμα ψήφου.

##### II ) Δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ( Δείκτης P/E )

Ο δείκτης P/E υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{P/E} = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$$



Ο δείκτης τιμής προς κέρδη ανά μετοχή μας δείχνει:

α) Πόσο πληρώνει ο επενδυτής όταν αγοράζει μια μετοχή για κάθε νομισματική μονάδα των κερδών ανά μετοχή της εταιρείας.

β) Πόσες φορές η τιμή μιας μετοχής είναι μεγαλύτερη από τα κέρδη της χρήσης μιας εταιρείας που αναλογούν σε κάθε μετοχή.

Θεωρητικά όσο χαμηλότερος είναι αυτός ο δείκτης P/E , τόσο υποτιμημένη ( φθηνότερη ) είναι η μετοχή και όσο ψηλότερος είναι ο δείκτης P/E τόσο υπερτιμημένη ( ακριβότερη ) είναι η μετοχή.

Από πολλούς αναλυτές ο δείκτης P/E χρησιμοποιείται ως το βασικό κριτήριο προκειμένου να αποφασισθεί εάν μια μετοχή είναι υποτιμημένη διότι έχει χαμηλό P/E , οπότε πρέπει να αγοραστεί ή αν είναι υπερτιμημένη διότι έχει υψηλό P/E, οπότε πρέπει να πουληθεί. Όμως θα πρέπει να τονιστεί η επιλογή των μετοχών με μοναδικό κριτήριο τον δείκτη P/E οδηγεί πολλές φορές σε εσφαλμένες επιλογές μετοχών και θα πρέπει να συνδυάζεται ταυτόχρονα και με άλλα κριτήρια. (Κιόχος-Παπανικολάου-Κιόχος Διαχ.Χαρτοφ.κ' Χρηματ.Κινδύνων 2003:71)

### III ) Δείκτης τιμής προς λογιστική αξία μετοχής ( Δείκτης P/BV )

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται ως εξής :

$$P/BV = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Λογιστική αξία μετοχής}}$$

Η λογιστική αξία της μετοχής βρίσκεται εάν διακρίνουμε την συνολική λογιστική αξία της εταιρείας με τον αριθμό των μετοχών της . Ο δείκτης P/BV δείχνει πόσες φορές η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την λογιστική της αξία.

Όταν ο δείκτης είναι μεγαλύτερος από την μονάδα η μετοχή θεωρείται υπερτιμημένη , ενώ αντίθετα όταν είναι μικρότερος από την μονάδα η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη. Όσο πλησιέστερος προς την μονάδα είναι ο δείκτης τόσο ελκυστικότερη καθίσταται η αγορά της μετοχής , διότι η τιμή της αντιστοιχεί στην πραγματική αξία της επιχείρησης και η διαμόρφωσή της φαίνεται ότι εξαρτάται από υγιείς παράγοντες. Κάποιοι αναλυτές πιστεύουν ότι δεν θα πρέπει να δείχνουμε



ιδιαίτερη σημασία στον δείκτη αυτό επειδή η δύναμη μιας εταιρείας δεν βασίζεται στα πάγια της και στα διαθέσιμά της , τα οποία μπορεί να υφίστανται υποεκμετάλλευση , αλλά στην δυναμικότητά της για πραγματοποίηση τρέχοντα και κυρίως μελλοντικά κέρδη. .(Κιόχος-Παπανικολάου-Κιόχος Διαχ.Χαρτοφ.κ' Χρηματ.Κινδύνων 2003:72)

### III ) Μερισματική απόδοση

Η μερισματική απόδοση δείχνει την απόδοση που απολαμβάνουν οι επενδυτές από μερίσματα των μετοχών που έχουν επενδύσει τα κεφάλαιά τους και βρίσκεται αν διαιρέσουμε το μέρισμα ανά μετοχή με την τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο , ήτοι :

$$\text{Μερισματική απόδοση} = \frac{\text{Μέρισμα ανά μετοχή}}{\text{Τιμή μετοχής στο χρηματιστήριο}} \times 100$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η μερισματική απόδοση μιας μετοχής , τόσο πιο ελκυστική γίνεται στους επενδυτές. Σύγκριση της μερισματικής απόδοσης μιας επιχείρησης με τη μερισματική απόδοση άλλων επιχειρήσεων δείχνει τη σχετική σπουδαιότητα αυτής. Οι μερισματικές αποδόσεις διαφόρων επιχειρήσεων διαφέρουν σημαντικά μεταξύ τους και τούτο διότι το ύψος των μερισμάτων που καταβάλλει κάθε μία εξαρτάται από την μερισματική πολιτική που ακολουθεί. .(Κιόχος-Παπανικολάου-Κιόχος Διαχ.Χαρτοφ.κ' Χρηματ.Κινδύνων 2003:73)

### V ) Το ποσοστό διανεμόμενων κερδών

Το ποσοστό των κερδών, που διανέμει μια επιχείρηση ,σαν μέρισμα στους μετόχους της , βρίσκεται αν διαιρέσουμε το σύνολο των καταβαλλόμενων μερισμάτων με το σύνολο των καθαρών της κερδών , ήτοι :

$$\text{Ποσοστό διανεμόμενων κερδών} = \frac{\text{Σύνολο μερισμάτων χρήσεως}}{\text{Σύνολο καθαρών κερδών χρήσεως}} \times 100$$

Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών τόσο μεγαλύτερο είναι το καταβαλλόμενο στους μετόχους μέρισμα. Αντίθετα, όσο μικρότερο είναι το ποσοστό αυτό , τόσο πιο συντηρητική είναι η μερισματική πολιτική, που ακολουθεί η

επιχείρηση , και τόσο μεγαλύτερο το ύψος των παρακρατουμένων κερδών , με τη μορφή διαφόρων αποθεματικών , για τη χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων. Αυτή την τακτική ακολουθούν συνήθως νέες και αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις , τείνουν δηλαδή να έχουν χαμηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών. Αντίθετα , παλιές και μη αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις τείνουν να μοιράζουν μέρος των κερδών τους για μέρισμα και ως εκ τούτου να παρουσιάζουν υψηλό ποσοστό διανεμόμενων κερδών ή μερισμάτων. .(Κιόχος-Παπανικολάου-Κιόχος Διαχ.Χαρτοφ.κ' Χρηματ.Κινδύνων 2003:73)

#### V I) Δείκτης Price Earnings Growth ( PEG )

Ο δείκτης PEG υπολογίζεται ως εξής :

**P/E**

$$\text{Δείκτης PEG} = \frac{\text{P/E}}{\text{Ετήσιο ρυθμό αύξησης κερδών της εταιρείας για συγκεκριμένη χρονική περίοδο}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη σχέση του P/E της εταιρείας και του ρυθμού αύξησης των κερδών αυτής. Ο δείκτης αυτός θεωρείται καλός όταν είναι μικρότερος της μονάδος  $PEG < 1$ . Όταν μια μετοχή έχει δείκτη  $PEG < 1$  π.χ. 0,5 τότε προτείνεται η αγορά της . Όταν ο δείκτης  $PEG > 1$  π.χ.  $PEG = 2$  (ή ανώτερο του 2 ) τότε προτείνεται η πώληση της μετοχής. Ο δείκτης PEG λειτουργεί σαν εργαλείο για μακροχρόνιες επενδυτικές επιλογές και σε μετοχές με ικανοποιητική εμπορευσιμότητα. Αντίθετα , ο δείκτης αυτός δεν προσφέρει ιδιαίτερο σημαντικό έργο στην αναζήτηση επιλογών βραχυχρόνιας διάρκειας. .(Κιόχος-Παπανικολάου-Κιόχος Διαχ.Χαρτοφ.κ' Χρηματ.Κινδύνων 2003:75)

### 4.3 ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΒΑΣΕΙ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ-ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ-ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

Η έντονη αναπτυξιακή πολιτική του Ομίλου και οι συνεχείς επενδυτικές του δραστηριότητες σε όλο το φάσμα των αγορών όπου δραστηριοποιείται επέφεραν την τελευταία πενταετία μεγάλες αλλαγές στον κύκλο εργασιών του. Στις Η.Π.Α., μια

από τις κυριότερες αγορές του TITANA, οι πωλήσεις ξεκινώντας το 2004 από περίπου €450 εκατ. ακολούθησαν μια ραγδαία άνοδο μέχρι το 2006, όπου ξεπέρασαν τα €700 εκατ., ενώ τα επόμενα δύο χρόνια επανήλθαν σχεδόν στα αρχικά επίπεδα. Η μεταστροφή της αυξητικής πορείας του κύκλου εργασιών απεικονίζει αφ' ενός την αύξηση του τοπικού ανταγωνισμού και αφ' ετέρου τους νομικούς περιορισμούς με τους οποίους ήρθε αντιμέτωπη η TITAN AMERICA. Στην Ελλάδα, με την έναρξη λειτουργίας της νέας γραμμής παραγωγής στο εργοστάσιο της Θεσσαλονίκης η εγχώρια παραγωγικότητα αυξήθηκε, γεγονός που επέτρεψε την διεύρυνση του κύκλου εργασιών, ο οποίος το 2008 φθάνοντας στο αποκορύφωμά του ξεπέρασε τα €600 εκατ. Στη Νοτιοανατολική Ευρώπη, η εξαγορά του εργοστασίου στη Βουλγαρία συντέλεσε στη συνεχή αύξηση των πωλήσεων, οι οποίες το 2008 αυξημένες κατά 65% σε σχέση με το προηγούμενο έτος ανήλθαν περίπου στα €290 εκατ. Τέλος, οι επενδύσεις στην Αίγυπτο και την Τουρκία αύξησαν το 2007 ραγδαία τις πωλήσεις του Ομίλου στην Ανατολική Μεσόγειο. Τα ενοποιημένα βασικά οικονομικά μεγέθη του Ομίλου, ενώ ακολούθησαν αυξητική πορεία μέχρι το 2006, ύστερα, επηρεαζόμενα από την επίδωση της TITAN AMERICA σημείωσαν σταδιακή μείωση. Αναλυτικότερα, καθώς ο κύκλος εργασιών του Ομίλου αυξήθηκε μέχρι το 2006 κατά 37.3%, τα οργανικά κέρδη προ τόκων, φόρων και αποσβέσεων (EBITDA) αυξήθηκαν κατά 56% αντικατοπτρίζοντας τα αυξημένα παραβιομηχανικά έσοδα σε σχέση με τα έξοδα εκμετάλλευσης<sup>255</sup>. Τα κέρδη προ φόρων και μετά φόρων αυξήθηκαν κατά 57% και 46% αντίστοιχα, καταδεικνύοντας τη σχετικά μικρή ανάληψη επενδύσεων χαρτοφυλακίου από τον Όμιλο. Τον επόμενο χρόνο οι συνολικές πωλήσεις μειώθηκαν κατά 4.5% και τα λειτουργικά κέρδη (EBITDA) κατά 16.7% αντικατοπτρίζοντας την αύξηση των λειτουργικών εξόδων, συνεχίζοντας τη μείωση μέχρι το 2008 στην ίδια περίπου κλίμακα. Από την άλλη, τα κέρδη προ φόρων μειώθηκαν ετησίως από το 2006 κατά 21% και 30%, ενώ τα καθαρά κέρδη μετά φόρων και δικαιωμάτων μειοψηφίας κατά 7% και 14% αντίστοιχα, γεγονός που τονίζει την αύξηση των εξόδων από τη χρηματοοικονομική λειτουργία του TITANA.

**Σε συνέχεια της προηγούμενης γενικής οικονομικής ανάλυσης, παρουσιάζουμε αναλυτικά τους αριθμοδείκτες της εταιρείας TITAN για την περίοδο αναφοράς.**

## 1. Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Η αποδοτικότητα εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσω των πάσης φύσεως κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε αυτήν από τους μετόχους. Η επιθυμητή τάση του δείκτη είναι ανοδική, που σημαίνει διαχρονική αύξηση της αποδοτικότητας. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικά τα ίδια της κεφάλαια, δίνοντας έτσι τη δυνατότητα στους κατόχους να συγκρίνουν τη συγκεκριμένη απόδοση με αποδόσεις επενδύσεων άλλων μορφών. Εκφράζει την αναλογία των κερδών επί του κεφαλαίου ή αλλιώς της αποδοτικότητας του κεφαλαίου.

Από τον τρόπο υπολογισμού των όρων του αριθμοδείκτη και κυρίως των κερδών εξαρτάται το μέγεθος της αποδοτικότητας.

Στην επιχείρηση μας η συνολική πορεία του δείκτη αποδεικνύεται σταθερή παρά το γεγονός ότι το 2007 είχαμε μείωση των κερδών που είχε ως αποτέλεσμα την μείωση του δείκτη. Αναλυτικά, την χρονιά 2004 τα καθαρά κέρδη σημείωσαν μικρή μείωση. Το 2005 με αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της κατά 82% ο όμιλος κατάφερε να αυξήσει τα κέρδη του. Η κυριότερη αιτία της αύξησης αυτής των κερδών είναι αποτελεί ο διπλασιασμός των οργανικών και έκτακτων κερδών. Την επόμενη χρονιά δεν επενδύθηκαν αρκετά κεφάλαια στον όμιλο από τους μετόχους έτσι ώστε τα κέρδη να παραμείνουν στα ίδια επίπεδα. Το 2007 το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων αυξήθηκε αισθητά άλλα με το γεγονός ότι μειώθηκαν τα κέρδη, ο δείκτης της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων μειώθηκε. Τέλος να επισημαίνουμε ότι στην σημαντική αύξηση των κερδών οφείλεται και ο βαθμός αύξησης των πωλήσεων ο οποίος είναι μεγαλύτερος από αυτόν του κόστους πωληθέντων.

Ο αριθμοδείκτης εξετάζει την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα καθαρά αποτελέσματα εκμετάλλευσης και όπως στον προηγούμενο δείκτη, η επιθυμητή τάση του δείκτη είναι ανοδική που σημαίνει αυξημένη διαχρονικά αποδοτικότητα με μια μικρή πτώση όμως της χρονιάς 2004.

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Καθαρό Περιθώριο Κέρδους	0,29	0,31	0,27	0,30	0,29	0,27	0,31	0,34	0,31	0,29
Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους	0,14	0,15	0,10	0,11	0,12	0,15	0,16	0,17	0,16	0,16
Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων	0,21	0,22	0,20	0,22	0,23	0,25	0,20	0,21	0,18	0,19

Την χρονιά 2003 ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων σε σχέση με τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης σημείωσε μια αξιόλογη άνοδο. Η άνοδος αυτή οφείλεται κυρίως στην μεγάλη αύξηση των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης της τάξης των 45% σε αντίθεση με την άνοδο που σημείωσαν τα ίδια κεφάλαια της τάξης των 16%. Την επόμενη χρονιά έχουμε σημαντική πτώση του αριθμοδείκτη η οποία οφείλεται στην μείωση των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης. Τα οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα είναι αυτά που οδήγησαν τα καθαρά κέρδη σε αυτήν την πτώση. Τα ίδια κεφάλαια σημειώνουν αύξηση αλλά η αύξηση αυτή είναι μικρότερη από αυτή των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης. Το 2005 ο δείκτης υπερδιπλασιάζεται εντυπωσιακά λόγω ότι τα καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης και τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν τρομερή αύξηση. Το 2006 είναι σταθερό για τον δείκτη με αυξανόμενα τα κέρδη εκμετάλλευσης και ταυτόχρονα των ιδίων κεφαλαίων. Τέλος την χρονιά 2007 ο δείκτης δείχνει μια ελάχιστη μείωση λόγω της μείωσης των καθαρών κερδών εκμετάλλευσης.

#### **Αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους εκμετάλλευσης**

Στον συγκεκριμένο δείκτη πρέπει να συνεξετάσουμε και τη συμμετοχή των λειτουργικών εξόδων και διαθέσεως στον κύκλο εργασιών (πωλήσεις), δεδομένου ότι τα έξοδα αυτά επηρεάζουν σοβαρά τη διαμόρφωση του αριθμοδείκτη. Η επιθυμητή



τάση αυτού του δείκτη είναι ανοδική, που σημαίνει ότι σε μία ενδεχόμενη αύξηση του κύκλου εργασιών της επιχείρησης αντιστοιχεί μία μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση των κερδών εκμετάλλευσης.

Ο δείκτης παρόλο που την χρονιά 2003 βρίσκεται σε χαμηλή κλίμακα, τις επόμενες χρονιές παρουσιάζει ανοδική τάση, που σημαίνει ότι σε μία ενδεχόμενη αύξηση του κύκλου εργασιών της επιχείρησης αντιστοιχεί μία μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση των κερδών εκμετάλλευσης. Αυτό φαίνεται και από την μελέτη που κάναμε την επόμενη χρονιά. Το 2006 ο δείκτης αγγίζει την μέγιστη τιμή του λόγω του μεγάλου ποσού των κερδών εκμετάλλευσης. Τις χρονιές 2005 και 2007 ο δείκτης ακολουθεί την ίδια αυξανόμενη τάση παρόλο την αύξηση των πωλήσεων.

#### Αριθμοδείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους

Ο δείκτης αυτός εκφράζει τα περιθώρια κέρδους της επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της και είναι σκόπιμο να συνεξετάζεται και σχετικός προς αυτόν ο δείκτης περιθωρίου κέρδους εκμετάλλευσης (επόμενος δείκτης). Ικανοποιητική πορεία του δείκτη θεωρείται η ανοδική, πράγμα που σημαίνει πως σε μια ενδεχόμενη αύξηση των πωλήσεων θα πρέπει να αντιστοιχεί μια μεγαλύτερη ποσοστιαία αύξηση των καθαρών κερδών

Ο δείκτης την χρονιά 2003 είναι στην αποκορύφωση του με ένα ποσοστό τις τάξης του δεκαοχτώ τις εκατό. Αυτό οφείλεται κυρίως στο μικρό ποσοστό των πωλήσεων σε σχέση με τις επόμενες χρονιές. Το 2004 και το 2005 ο δείκτης εμφανίζει μια μικρή ελάττωση η οποία οφείλεται στην άνοδο των πωλήσεων και την μικρή άνοδο των κερδών. Ακολουθεί το 2006 και το 2007 στις οποίες ο δείκτης έχει σταθερό ρυθμό περίπου στο δεκάξι τα εκατό. Η επιχείρηση δείχνει ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους πράγμα που είναι θετικό για τις επόμενες χρήσεις.

### **Αριθμοδείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους εκμετάλλευσης**

Ο αριθμοδείκτης του περιθωρίου μικτού κέρδους είναι σημαντικός, γιατί επηρεάζει τη διαμόρφωση των δύο προηγούμενων, αφού τα στοιχεία που τον συνθέτουν αποτελούν σημείο εκκίνησης της τάσης τους. Μια επιχείρηση για να θεωρηθεί επιτυχημένη θα πρέπει να έχει ένα αρκετά υψηλό ποσοστό μικτού κέρδους, που να της επιτρέπει να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδα της και 41 συγχρόνως να της αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί.

Ο δείκτης περιθωρίου μικτού κέρδους εκμετάλλευσης παρουσιάζει συνεχή άνοδο χρονιά με την χρονιά, αν εξαιρέσουμε το 2004 όπου παρουσιάζει μια μικρή μείωση. Συγκεκριμένα, το 2003 τα μικτά καθαρά κέρδη εκμετάλλευσης καλύπτουν το είκοσι εννέα της εκατό των πωλήσεων. Την χρονιά 2005 παρατηρείται αύξηση στα μικτά κέρδη και σε συνάρτηση με την μείωση που υπάρχει στις πωλήσεις, ο δείκτης αυξάνεται. Το 2006 τα μικτά κέρδη αυξάνονται το ίδιο και οι πωλήσεις αλλά σε μικρότερη συχνότητα με αποτέλεσμα ο δείκτης να παρουσιάσει μια μικρή άνοδο. Την τελευταία χρονιά ο δείκτης υφίσταται μια ελάχιστη μείωση λόγω της μείωσης και των μικτών κερδών και των πωλήσεων. Γενικά τα μικτά κέρδη κυμαίνονται σε ικανοποιητικά επίπεδα με αποτέλεσμα ο όμιλος να καλύπτει τα λειτουργικά και άλλα έξοδα του και να του αφήνει ένα ικανοποιητικό καθαρό κέρδος, σε σχέση με τις πωλήσεις και τα ίδια κεφάλαια που απασχολεί

### **ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**

#### **Αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας**

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει αν η επιχείρηση με τα ρευστά που διαθέτει, είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ανά πάσα στιγμή. Ο δείκτης αυτός πρέπει να είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα, πράγμα που σημαίνει ότι το κεφάλαιο κίνησης είναι θετικό και ότι το σύνολο των κυκλοφορούντων και των διαθέσιμων είναι μεγαλύτερο από αυτό των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η σχέση

αυτή δίνει τον βαθμό κατά τον οποίο η επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει τις τρέχουσες ή ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τη χρήση των διαθέσιμων και των λοιπών κυκλοφοριακών περιουσιακών στοιχείων της. Ο βαθμός ρευστότητας εξαρτάται σημαντικά από την δυνατότητα της επιχειρήσεως να ρευστοποιεί έγκαιρα τα αποθέματα και τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της.

Στην πενταετία αυτή ο αριθμοδείκτης αυξάνεται σταθερά, ωστόσο είναι κάτω από το επιθυμητό όριο του κλάδου δηλαδή κάτω από 2 μονάδες. Ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας το 2004 παρουσιάζει μια μικρή αύξηση σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Το κεφάλαιο κίνησης παρουσιάζει αύξηση, η αύξηση αυτή είναι μεγαλύτερη από αυτή που παρουσιάζουν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο δείκτης είναι θετικός αφού είναι μεγαλύτερος από την μονάδα. Η επιχείρηση την συγκεκριμένη χρονιά μπορεί να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Την επόμενη χρονιά οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρουσιάζουν μια μειωτική τάση και σε συνάρτηση με την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης, ο δείκτης αυξάνεται και μάλιστα αγγίζει την μεγαλύτερη τιμή του. Θα πρέπει να τονίσουμε ότι ένας καλός δείκτης ρευστότητας είναι αυτός που η τιμή του είναι μεγαλύτερη από τη μονάδα αλλά μικρότερος του δύο. Το 2006 και το κυκλοφορούν ενεργητικό και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται εντυπωσιακά με αποτέλεσμα ο δείκτης να αγγίξει τις 2 μονάδες. Την τελευταία χρονιά οι απαιτήσεις αυξάνονται θεαματικά έτσι ώστε με συνδυασμό της μικρής αύξησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, ο δείκτης να ξεπεράσει το φράγμα των 2 μονάδων και να αγγίξει την μεγαλύτερη τιμή του. Ο αριθμοδείκτης είναι μεγαλύτερος από την μονάδα που σημαίνει ότι ο όμιλος ρευστοποίησε έγκαιρα τα αποθέματα και τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις του.

Αριθμοδείκτης ρευστότητας	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Γενική Ρευστότητα	1,35	0,38	1,43	0,92	1,03	1,10	1,30	1,32	1,40	0,78
Μεση ρευστότητα	1,80	0,51	1,96	1,29	1,36	1,58	1,92	1,94	2,06	1,31
Μειακή ρευστότητα	0,29	0,10	0,46	0,17	0,16	0,20	0,34	0,43	0,50	0,18

## Αριθμοδείκτης Άμεσης Ρευστότητας

Ο αριθμοδείκτης αυτός εμφανίζει την ικανότητα της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της με τα μετρητά του ταμείου και τους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως των τραπεζών. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός ρευστότητας. Θα πρέπει όμως να επισημανθεί, ότι πολύ μεγάλος βαθμός ρευστότητας δεν σημαίνει πάντοτε σωστή οικονομική διαχείριση, ιδίως όταν η επιχείρηση είναι σε θέση να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της με μικρότερο βαθμό ρευστότητας. Επομένως, το άριστο ύψος του αριθμοδείκτη αυτού πρέπει να κυμαίνεται σε ένα σημείο, το οποίο θα επιτρέπει στην επιχείρηση να ανταποκρίνεται στα βραχυχρόνια χρέη της με τη σχετική άνεση, χωρίς όμως ένα σημαντικό μέρος των διαθέσιμων της να λιμνάζει στο ταμείο της και στις τράπεζες. Πρακτικά το επίπεδο του αριθμοδείκτη πρέπει να είναι πάντοτε κάτω της μονάδας.



Η άμεση ρευστότητα την χρονιά 2003 κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα με αποτέλεσμα ο όμιλος να μην μπορεί να ανταπεξέλθει στις υποχρεώσεις του με την χρήση των μετρητών του ταμείου και τους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως των τραπεζών. Την

επόμενη χρονιά ο δείκτης κυμαίνεται στα ίδια σχεδόν επίπεδα με μια μικρή αύξηση η οποία οφείλεται στην μεγάλη μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε αντίθεση με τα διαθέσιμα τα οποία παρουσιάζουν μικρή αύξηση. Το 2005 τα διαθέσιμα αυξάνονται σημαντικά της τάξης των 240% και σε συνάρτηση με την μείωση των υποχρεώσεων ο δείκτης αυξάνεται με ποσοστό 32 210%. Η αύξηση αυτή είναι καλή αλλά ο δείκτης παραμένει μικρότερος της μονάδας και έτσι ο όμιλος δεν μπορεί να ανταποκριθεί πλήρως στις υποχρεώσεις του. Το 2006 αυξάνονται και τα διαθέσιμα και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις με συνέπεια να αυξάνεται ελαφρά ο δείκτης. Την τελευταία χρονιά ο δείκτης κυμαίνεται στα ίδια επίπεδα αύξησης αλλά με περισσότερη αύξηση στα διαθέσιμα. Γενικά, με την χρήση του συγκεκριμένου δείκτη συμπεραίνουμε ότι ο όμιλος δεν μπόρεσε σε καμία χρονιά να καλύψει τις υποχρεώσεις του μόνο με την χρήση των χρημάτων του ταμείου και των καταθέσεων όψεως των τραπεζών.

#### **Αριθμοδείκτης σχετικής ρευστότητας**

Η επιχείρηση για την πληρωμή των χρεών της, μπορεί να στηριχθεί, εκτός από τα διαθέσιμα της και στις τρέχουσες απαιτήσεις της, που πηγάζουν κυρίως από τους λογαριασμούς χρεωστών, πελατών και γραμματίων εισπρακτέων, όταν αυτές μπορούν να μετατραπούν σε ρευστό στις κανονικές τους προθεσμίες. Η διαφορά του αριθμοδείκτη αυτού από τον προηγούμενο είναι, ότι περιλαμβάνει μόνο τα διαθέσιμα και τα γρήγορα ρευστοποιούμενα στοιχεία ( δηλαδή, τις τρέχουσες απαιτήσεις των λογαριασμό χρεωστών, πελατών και γραμματίων εισπρακτέων ). Εκφράζει επομένως την ικανότητα της επιχειρήσεως να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, χωρίς να προσφεύγει στα αποθέματά της. Όπως ο προηγούμενος δείκτης έτσι και αυτός όταν είναι μεγαλύτερος της μονάδας. Φυσικά όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του τόσο μεγαλύτερη είναι και η σχετική ρευστότητα της επιχειρήσεως. (Α. Αδαμίδης, 1998)





Ο δείκτης σχετικής ρευστότητας το 2003 είναι θετικός αφού είναι μεγαλύτερος από την μονάδα, που σημαίνει ότι τα διαθέσιμα και οι απαιτήσεις κάλυψαν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Την επόμενη χρονιά έχουμε μείωση και στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και στα διαθέσιμα και στις απαιτήσεις. Μείωση που παρουσιάζουν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερη από αυτή των διαθεσίμων και των απαιτήσεων με συνέπεια την μικρή αύξηση του δείκτη. Το 2005 και το 2006 ο δείκτης φτάνει στην μέγιστη τιμή του λόγω της συνεχής αύξησης των απαιτήσεων και των διαθεσίμων σε αντίθεση με την μικρή αύξηση που παρουσιάζουν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.



Με βάση τον τύπο της σχετικής ρευστότητας, αύξηση του αριθμητή και μείωση του παρονομαστή έχουν ως αποτέλεσμα την αύξηση του δείκτη. Τέλος το 2007 ο δείκτης καταγράφει μια σταθερή πορεία που έχει ως αποτέλεσμα ο όμιλος να μπορεί να καλύψει τις υποχρεώσεις του.

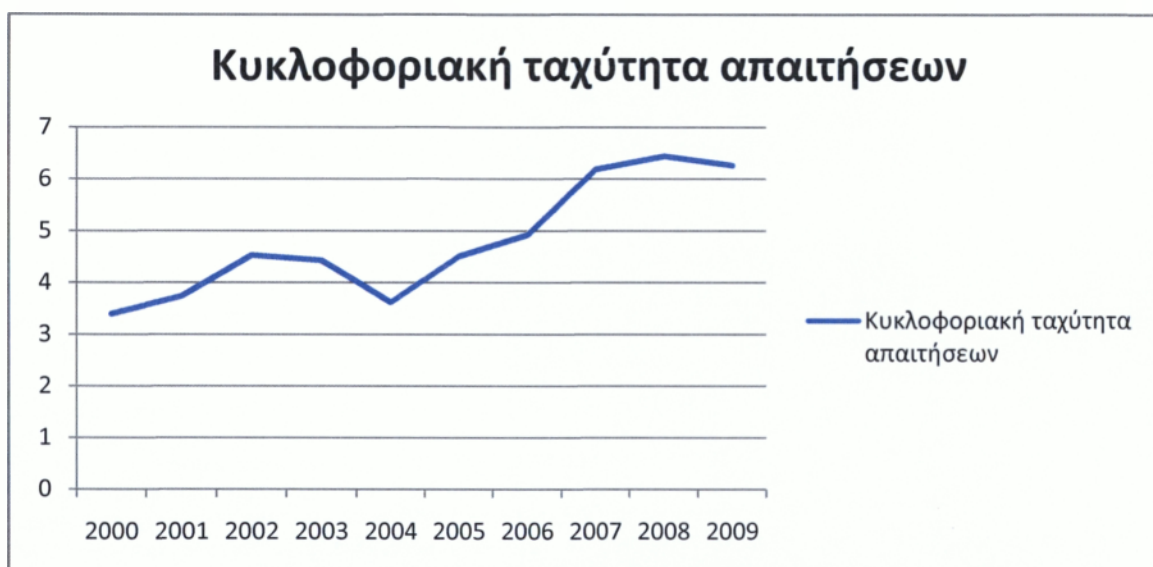
## ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ

### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού αναφέρεται στη σχέση του συνολικού ενεργητικού με τις ετήσιες πωλήσεις, δείχνει το βαθμό αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του συνολικού ενεργητικού, δηλαδή πόσες φορές ανακυκλώνεται μέσα σε ένα χρόνο το συνολικό επενδυμένο κεφάλαιο στην επιχείρηση. Όσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα, τόσο καλύτερα είναι για την επιχείρηση.

Μοδείκτες τηριότητας	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
οφοριακή τητα απαιτήσεων	3,39	3,73	4,53	4,43	3,62	4,51	4,93	6,19	6,44	6,26
η διάρκεια για την αξία απαιτήσεων	107,66	97,77	80,59	82,39	100,95	80,99	74,11	59,01	56,66	58,31
οφοριακή τητα αποθεμάτων	5,18	4,92	5,47	5,77	5,94	5,43	4,85	4,71	4,14	3,68
η διάρκεια μονής των εμάτων στην ρηση	70,52	74,26	66,70	63,22	61,47	67,18	75,29	77,46	88,15	99,31
οφοριακή τητα υποχρεώσεων ομηθευτές	9,23	10,25	10,80	10,27	9,83	11,16	10,77	11,07	10,27	7,77
η διάρκεια ησης των ηθευτών	39,54	35,62	33,78	35,55	37,15	32,72	33,90	32,96	35,54	46,98

Την περίοδο 2003 ο συνολικός δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας είναι στην μεγαλύτερη τιμή του αφού οι πωλήσεις καλύπτουν το ενεργητικό κατά 1,62 φορές . Αυτό σημαίνει ότι το συνολικό επενδυμένο κεφάλαιο στην επιχείρηση ανακυκλώνεται ετησίως κατά τον δείκτη αυτόν. Την επόμενη χρονιά ο δείκτης παρουσιάζει μια μικρή μείωση καθώς οι συνολικές πωλήσεις σε σχέση με πέρυσι παρουσιάζονται μειωμένες σε αντίθεση με το ενεργητικό, το οποίο αυξήθηκε την συγκεκριμένη χρονιά.

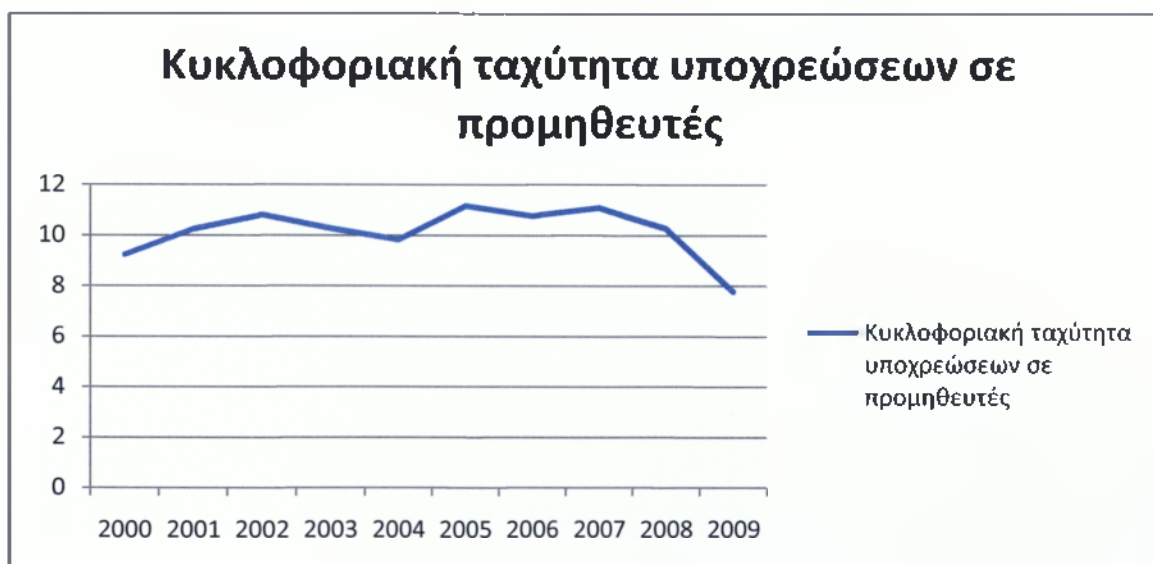


Έτσι ο ρυθμός ανακύκλωσης του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου είναι μικρότερος σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Ακολουθεί και 35 το 2005 στο οποίο ο δείκτης ήταν σταθερός και κατόπιν ισχύουν τα παραπάνω που ειπώθηκαν. Οι πωλήσεις μαζί με το ενεργητικό την χρονιά 2006 αυξάνονται αλλά με διαφορετική συχνότητα. Η αύξηση που σημειώνεται στο ενεργητικό είναι μικρότερη από αυτή που σημειώνεται στις πωλήσεις με αποτέλεσμα ο δείκτης να αυξηθεί έστω και λίγο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η ανακύκλωση του συνολικού επενδυμένου κεφαλαίου να παρουσιάζει μια μικρή βελτίωση σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά. Την τελευταία χρονιά οι πωλήσεις μειώνονται και με την αύξηση του ενεργητικού έχει ως

αποτέλεσμα να μειωθεί ο δείκτης στην ελάχιστη τιμή του και το επενδυόμενο κεφάλαιο να μην μπορεί να ανακυκλωθεί όσο είναι αναγκαίο για την επιχείρηση.

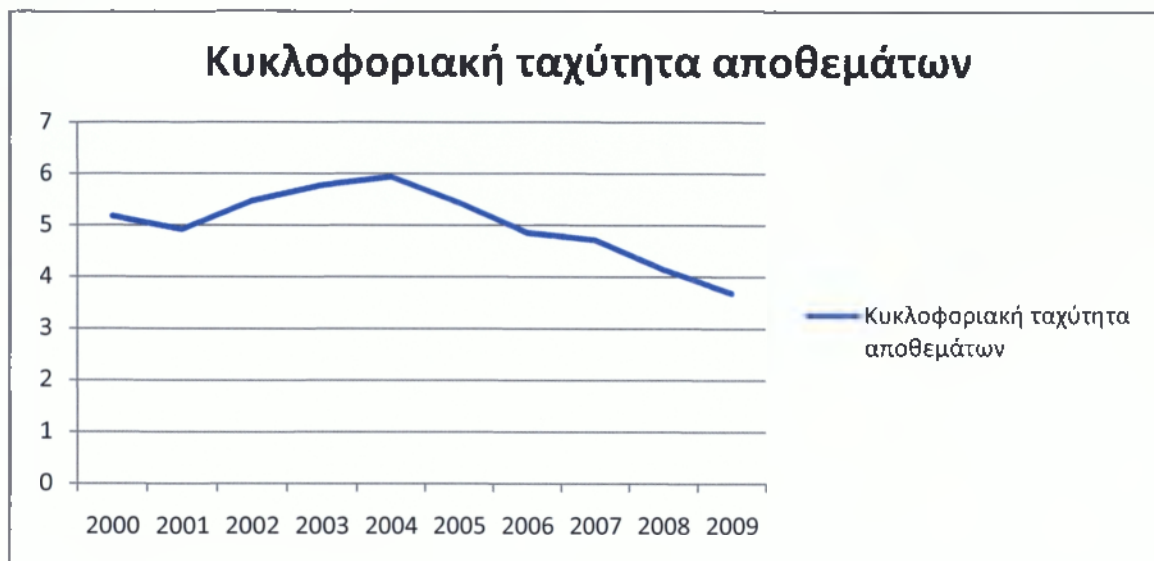
### Δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων

Ο δείκτης Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Αποθεμάτων αναφέρεται στη σχέση του Αποθεμάτων με τις πωλήσεις και δείχνει τον βαθμό απασχόλησης, αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του Αποθεμάτων. Όσο περισσότερο αυξάνονται οι πωλήσεις της επιχείρησης τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του παραγωγικού δυναμικού της επιχείρησης. Ο δείκτης δείχνει ακόμη πόσες φορές ανακυκλώνεται μέσα σε ένα χρόνο το επενδυμένο κεφάλαιο στο πάγιο ενεργητικό, που χαρακτηρίζει το παραγωγικό δυναμικό της επιχείρησης.



Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας Αποθεμάτων όλες τις χρονιές ακολουθεί μια αυξομείωση η οποία χαρακτηρίζει τον δείκτη ως να μην μπορεί να αξιοποιήσει το παραγωγικό δυναμικό σε ικανοποιητικά επίπεδα. Αναλυτικά το 2003 ο δείκτης έχει

την μέγιστη τιμή του και μπορεί να αξιοποιήσει το δυναμικό ως ένα βαθμό. Την χρονιά 2004 οι πωλήσεις εμφανίζονται με μια μικρή σχετικά αύξηση ενώ τα πάγια εμφανίζονται με μια μεγάλη ως αποτέλεσμα την μείωση του δείκτη.



Η αξιοποίηση και η αποτελεσματικότητα του παραγωγικού δυναμικού παρουσιάζεται μειωμένος σε σχέση με πέρυσι. Τα πάγια την χρονιά 2005 παρουσιάζονται αυξημένα σε σχέση με την προηγούμενη χρονιά κατά 20% σε ίδια κλίμακα ακολουθούν και οι πωλήσεις. Αυτό έχει ως συνέπεια να παραμείνει σταθερός ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας και συνάμα το παραγωγικό δυναμικό του ομίλου. Το 2006 υπάρχει μια σχετικά μικρή άνοδο του δείκτη η οποία οφείλεται κυρίως στην αύξηση των πωλήσεων. Την τελευταία χρονιά ο δείκτης φτάνει στο ελάχιστο ποσό του αφού την συγκεκριμένη χρονιά τα πάγια αυξάνονται στο διπλάσιο από ότι οι πωλήσεις. Ο βαθμός αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του παραγωγικού δυναμικού του ομίλου το 2007 βρίσκεται στο μικρότερο βαθμό.



#### 4.4 ΑΝΑΛΥΣΗ ΠΑΛΙΝΔΡΟΜΗΣΗΣ ΑΝΑΜΕΣΑ ΣΤΗΝ ΑΠΟΔΟΣΗ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ ΚΑΙ ΣΤΟΥΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Από τις προηγούμενες ενότητες της παρούσας εργασίας έγινε φανερό ότι υπάρχει ισχυρή συσχέτιση μεταξύ των αριθμοδεικτών και των αποδόσεων των μετοχών. Ιδιαίτερα σημαντική είναι η επίδραση των αριθμοδεικτών επί των αποδόσεων της μετοχής.

Στην παρούσα ενότητα επιχειρείται η εκτίμηση γραμμικών υποδειγμάτων των αποδόσεων, ως ένας άλλος τρόπος για να καθοριστεί ο αντίκτυπος των μεμονωμένων στοιχείων του κάθε αριθμοδείκτη επί των αποδόσεων των μετοχών. Ο ακόλουθος πίνακας εκθέτει τους εκτιμητές της κλίσεως και τους σταθερούς όρους για κάθε υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης. Ως εξαρτώμενη μεταβλητή σε κάθε παλινδρόμηση λαμβάνεται η ετήσια απόδοση της μετοχής.

Αύξων αριθμός	Εξίσωση παλινδρόμησης
1	Απόδοση μετοχής = $-0,34009 - 0,00705 \times \text{Άμεση Ρευστότητα}$
2	Απόδοση μετοχής = $-0,28124 - 0,0288 \times \text{Έμμεση ρευστότητα}$
3	Απόδοση μετοχής = $-0,15326 - 0,07080 \times \text{Ταμειακή ρευστότητα}$
4	Απόδοση μετοχής = $0,31719 + 0,0553 \times \text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων}$
5	Απόδοση μετοχής = $-0,8456 + 0,069074 \times \text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων}$
6	Απόδοση μετοχής = $-1,1961 + 0,018904 \times \text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα υποχρεώσεων σε προμηθευτές}$
7	Απόδοση μετοχής = $-1,3059 - 1,47458 \times \text{Μικτό Περιθώριο Κέρδους}$
8	Απόδοση μετοχής = $-0,1655 - 0,09907 \times \text{Καθαρού Περιθωρίου Κέρδους}$
9	Απόδοση μετοχής = $-0,6373 - 0,23101 \times \text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}$

Παρατηρούμε ότι σε κάθε εξίσωση παλινδρόμησης από τις 1,2 και 3, η απόδοση της μετοχής είναι αρνητικά συσχετισμένη με την ρευστότητα. Ειδικότερα, όσο υψηλότερη είναι η ρευστότητα τόσο χαμηλότερη είναι η απόδοση της μετοχής. Αυτό το συμπέρασμα είναι συμβατό με την υποκείμενη θεωρία που υποστηρίζει ότι όσο υψηλότερη είναι η ρευστότητα μιας επιχείρησης τόσο μικρότερη είναι η αποδοτικότητα της, αφού οι χρηματικοί πόροι παραμένουν ανεκμετάλλευτοι για να υπάρχουν διαθέσιμοι σε ρευστή μορφή.

Επιπρόσθετα, παρατηρούμε ότι σε κάθε εξίσωση παλινδρόμησης από τις 4,5 και 6, η απόδοση της μετοχής είναι θετικά συσχετισμένη με την δραστηριότητα της επιχείρησης. Ειδικότερα, όσο υψηλότερη είναι η ταχύτητα κυκλοφορίας των απαιτήσεων, των υποχρεώσεων και των αποθεμάτων, τόσο αποδοτικότερη είναι η μετοχή. Αυτό το συμπέρασμα είναι επίσης συμβατό με την υποκείμενη θεωρία που υποστηρίζει ότι όσο πιο γρήγορα ολοκληρώνεται ο εμπορικός κύκλος της επιχείρησης τόσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα της, αφού η επιχείρηση προλαβαίνει να ανακυκλώνει τα περιουσιακά της στοιχεία περισσότερες φορές μέσα στην χρήση.

Ακόμη, παρατηρούμε ότι σε κάθε εξίσωση παλινδρόμησης από τις 7,8 και 9, η απόδοση της μετοχής είναι αρνητικά συσχετισμένη με την κερδοφορία. Ειδικότερα, όσο υψηλότερη είναι η κερδοφορία της επιχείρησης τόσο χαμηλότερη είναι η απόδοση της μετοχής. Αυτό το συμπέρασμα δεν είναι συμβατό με την υποκείμενη θεωρία που υποστηρίζει ότι όσο υψηλότερη είναι η κερδοφορία μιας επιχείρησης τόσο μεγαλύτερη θα έπρεπε να είναι η αποδοτικότητα της.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: Επίλογος**

Η παρούσα εργασία συνεισφέρει ουσιαστικά στην διαπίστωση ότι ο συνδυασμός μεγεθών του ισολογισμού σε κατάλληλους αριθμοδείκτες ερμηνεύει την σχέση αυτών των λογαριασμών με την μελλοντική απόδοση της μετοχής της επιχείρησης και

προτείνει την χρήση του για την δημιουργία υποδειγμάτων γραμμικής παλινδρόμησης για την πρόβλεψη των αποδόσεων. Η επιχείρηση TITAN αναλύθηκε με την χρήση αριθμοδεικτών ως προς την ρευστότητα, την δραστηριότητα και την αποτελεσματικότητα.

Προέκυψε ότι η επιχείρηση αντιμετώπισε οξύ πρόβλημα ρευστότητας, ακόμα και σε επίπεδο έμμεσης ρευστότητας που θεωρεί τα αποθέματα ως ικανά να καλύψουν βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Σε ό,τι αφορά την ανάλυση της δραστηριότητας προέκυψε ότι η επιχείρηση καθυστερεί σημαντικά την είσπραξη των απαιτήσεων της, ενώ έχει σχετικά σύντομη περίοδο αποπληρωμής των προμηθευτών της.

Πρόσθετα, σε ό,τι αφορά την αποτελεσματικότητα της επιχείρησης παρατηρήθηκε ότι παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα για όλη την διάρκεια της περιόδου αναφοράς.

Αξιοσημείωτο είναι το γεγονός ότι ενώ η επιχείρηση παρουσιάζει ικανοποιητικό περιθώριο μικτού κέρδους, τα καθαρά κέρδη εμφανίζονται μικρότερα. Τούτο υποδεικνύει ότι η επιχείρηση έχει αποτελεσματική εμπορική λειτουργία (αποτελεσματικές πωλήσεις και αποτελεσματικές αγορές) αλλά διόγκωση των γενικών εξόδων που έχει ως αποτέλεσμα την ανάλωση του εμπορικού κέρδους.

Για την υπό εξέταση επιχείρηση (TITAN) προέκυψε ότι η ρευστότητα επιδρά αρνητικά πάνω στην απόδοση της μετοχής, κάτι το οποίο είναι συμβατό με την υποκείμενη θεωρία. Ακόμη, προέκυψε ότι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των περιουσιακών στοιχείων επιδρά θετικά στην απόδοση της μετοχής, κάτι το οποίο είναι επίσης συμβατό με την υποκείμενη θεωρία. Τέλος, προέκυψε ότι η κερδοφορία της επιχείρησης επιδρά αρνητικά στην απόδοση της μετοχής, κάτι το οποίο δεν είναι συμβατό με την υποκείμενη θεωρία.

Η επιχείρηση που μελετούμε είναι εντάσεως πάγιας περιουσίας δηλαδή είναι βιομηχανική επιχείρηση. Όσο αφορά στη ρευστότητα της επιχείρησης είναι ανεπαρκής και αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιχείρηση να μην μπορεί να εξοφλήσει τα βραχυπρόθεσμα χρέη της χρησιμοποιώντας διαθέσιμα και στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που εύκολα ρευστοποιούνται. Για να μπορέσει η επιχείρηση να βελτιώσει τη ρευστότητά της θα πρέπει να μειώσει της

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της και ν' αυξήσει τα κυκλοφοριακά της στοιχεία και τα διαθέσιμά της.

Όσο αφορά στη βελτίωση του αριθμοδείκτη ρευστότητας θα πρέπει να γίνουν προσπάθειες μείωσης των προβλεπόμενων ημερήσιων λειτουργικών δαπανών και αύξηση των διαθεσίμων και των απαιτήσεων της επιχείρησης.

Αντίστοιχη, εικόνα παρουσιάζει η επιχείρηση και κατά την ανάλυση των αριθμοδεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας. Όπου η επιχείρηση θα πρέπει να μειώσει το κόστος πωληθέντων ή τις καθαρές πωλήσεις της και αντίστοιχα ν' αυξήσει το μέσο ύψος του εξεταζόμενου στοιχείου.

Η ανάλυση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας της επιχείρησης δεν μας δίνει ενθαρρυντικά στοιχεία για την παραγωγή ικανοποιητικού κέρδους από τις πωλήσεις που πραγματοποιεί η επιχείρηση καθώς και από τη χρήση των κεφαλαίων της. Η διοίκηση δεν έχει επιτυχία στο τομέα των αγορών και των πωλήσεων, ακόμα παρατηρείται αναποτελεσματικότητα στο τρόπο που χρησιμοποιεί τα κεφάλαια της επιχείρησης ώστε να δημιουργεί κέρδη. Η στασιμότητα που παρατηρείται στις πωλήσεις προφανώς οφείλεται σε αύξηση των λειτουργικών της εξόδων συνεπώς σε αύξηση του κόστους παραγωγής. Ακόμα παρατηρείται δανεισμός με επαχθείς όρους, δηλαδή έχει στραφεί στον υπερδανεισμό οποίος όμως είναι επιζήμιος για τη επιχείρηση.

Συνεπώς θα πρέπει να παρθούν κάποια μέτρα ώστε να βελτιωθεί η εικόνα της επιχειρήσεως. Το γεγονός της μικρής αύξησης των δεικτών κατά τη τελευταία χρήση είναι ενθαρρυντικό, προφανώς οι πωλήσεις έχουν βελτιωθεί σε μικρό βαθμό και γίνεται προσπάθεια να ελεγχθούν τα λειτουργικά της έξοδα, παρ' όλα αυτά η αύξηση είναι μηδαμινή και θα πρέπει να γίνουν περαιτέρω ενέργειες ως προς αυτή την κατεύθυνση. Αναγκαίο επίσης είναι η διοίκηση να πρέπει να διαφοροποιήσει τον τρόπο με τον οποίο χρησιμοποιεί τα 45

κεφαλαία της επιχείρησης διότι είναι αναποτελεσματικός στο να δημιουργεί κέρδη, καθώς και να μετριαστεί ο υπερδανεισμός

Τέλος αναλύοντας τους αριθμοδείκτες διάρθρωσης κεφαλαίου διαπιστώνουμε ότι η κατάσταση της επιχείρησης όσο αναφορά στην οικονομική αυτονομία που διαθέτει αντιμετωπίζει πρόβλημα και αυτό εξηγείται από τα χαμηλά αποτελέσματα που έχουμε από τους δείκτες. Αναλυτικότερα η επιχείρηση είναι αδύναμη αφού τα ίδια κεφάλαια είναι πολύ μικρότερα από το ήμισυ του συνολικού κεφαλαίου και συνεπώς από τα ξένα κεφάλαια κάτι που έχει ως απόρροια την ύπαρξη μιας επικίνδυνης

κατάστασης λόγω της πιθανότητας να προκύψουν μεγάλες ζημιές στην επιχείρηση των οποίων το βάρος για την κάλυψη θα φέρουν τα ίδια κεφάλαια.

Από την άλλη το πρόβλημα συνεχίζεται και στα ξένα κεφάλαια αφού οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι το μεγαλύτερο μέρος του ξένου κεφαλαίου σε σχέση με τις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις και αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση καλείται σε σύντομο χρονικό διάστημα να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της. Συνοψίζοντας τα αναγκαία μέτρα που πρέπει να λάβει η διοίκηση της επιχείρησης για την βελτίωση των δεικτών κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η βελτίωση της σχέσης μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων υπέρ των πρώτων, τη μείωση των υποχρεώσεων βραχυπρόθεσμου χαρακτήρα, τη μείωση του κόστους εκμετάλλευσης και την αύξηση του κύκλου εργασιών.

Θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας ότι ο ισολογισμός είναι μία φωτογραφία της οικονομικής κατάστασης της επιχείρησης την συγκεκριμένη χρονική στιγμή πχ. 31/12/XXXX. Το σίγουρο είναι ότι την προηγούμενη ημέρα τα οικονομικά δεδομένα μιας επιχείρησης ήταν διαφορετικά και την επόμενη μέρα θα είναι επίσης διαφορετικά. Αυτή η «στατική» παρουσίαση των πεπραγμένων μιας επιχείρησης, επιδέχεται διαφορετικές ερμηνείες και προσεγγίσεις, αφού ο τρόπος καταγραφής και εκτίμησης της αξίας των διαφόρων περιουσιακών στοιχείων (Ενεργητικό) δύναται να είναι διαφορετικός από εταιρεία σε εταιρεία έστω και αν ανήκει στον ίδιο κλάδο. Για παράδειγμα, αν η λογιστική αξία των αποθεμάτων σε δύο επιχειρήσεις παραγωγής ετοιμών ενδυμάτων είναι ίδια, αυτό δεν σημαίνει ότι και η ρευστοποίησή τους θα αποδώσει το ίδιο ποσό είσπραξης και στο ίδιο χρονικό διάστημα. Καλείται ο χρηματοοικονομικός αναλυτής να εξετάσει και να εντοπίσει τον βαθμό απαξίωσης που έχουν υποστεί τα αποθέματα ώστε να εκτιμήσει την πραγματική τους αξία. Το ίδιο θα πρέπει να κάνει και στους λογαριασμούς του πάγιου ενεργητικού λαμβάνοντας υπόψη την μέθοδο απόσβεσης που έχει υιοθετήσει η κάθε επιχείρηση καθώς και την απαξίωση (ή υπεραξία) που έχει υποστεί ο τεχνολογικός εξοπλισμός. Επομένως, το λογιστικό σύστημα παρέχει την δυνατότητα και τα περιθώρια επηρεασμού της αξίας που εμφανίζουν οι λογαριασμοί του Ενεργητικού και τα οποία θα πρέπει να εξετασθούν αναλυτικά (Leuz κ.α. 2004:67-68).

Στην σύγχρονη επιχειρηματική πραγματικότητα η ευημερία και η οικονομική ευρωστία μιας επιχείρησης, επηρεάζονται από το πως εκτιμούν την θέση της οι επενδυτές, οι πιστωτές και γενικά όλοι οι ενδιαφερόμενοι (stakeholders) (Λαζαρίδης – Παπαδόπουλος 2002: 422). Έτσι, ο ρόλος του οικονομικού αναλυτή δεν



περιορίζεται στην επαλήθευση των λογιστικών στοιχείων μιας εταιρείας αλλά σε συνδυασμό με την χρήση των απαραίτητων δεικτών να προχωρήσει στην εξαγωγή ασφαλών συμπερασμάτων σε σχέση με την πραγματική δυναμική και προοπτική της επιχείρησης. Η χρήση και η σωστή ερμηνεία των χρηματοοικονομικών δεικτών είναι ένα σημαντικό εργαλείο στα πλαίσια της σύγχρονης χρηματοοικονομικής διοίκησης (Παπαδόπουλος, 1986:167-168). Επίσης, με την χρήση των χρηματοοικονομικών δεικτών, είναι σε θέση να προσδιορίσει σε κάποιο βαθμό και την στρατηγική που εφαρμόζουν τα διάφορα στελέχη με στόχο και την δική τους προσωπική εξέλιξη παράλληλα με την ανάπτυξη της εταιρείας (Chew 1997: 183)

Η ανάλυση των καταστάσεων, των ισολογισμών και των πινάκων διαθέσεως κερδών του ομίλου TITAN μας οδηγούν στα ακόλουθα συμπεράσματα τα οποία αφορούν τα στοιχεία που μας δίδονται από την επιχείρηση. Με μια γενική εικόνα προκύπτει ότι ο όμιλος TITAN τις περιόδους χρήσεων 2003 μέχρι 2007 πραγματοποιεί κέρδη τα οποία αυξάνονται συνεχώς με μια μικρή σχετικά τάση. Σε αυτό συμβάλει και ο κύκλος εργασιών του ομίλου ο οποίος είναι αυξανόμενος σε όλες τις χρήσεις. Άρα οι πωλήσεις είναι αυτές οι οποίες συμβάλλουν στην αύξηση των κερδών της επιχείρησης και στην άνοδο της. Τα μικτά κέρδη παρουσιάζονται αυξημένα σε κάθε χρήση εκτός της χρονιάς 2007 που εκεί μειώνονται ελάχιστα Δ πιστοποιώντας με τον τρόπο αυτό την εξαγωγή του συμπεράσματος που αναφέρεται όχι μόνο στην πραγματοποίηση κερδών κάθε χρόνο, αλλά και στην αύξηση των καθαρών κερδών κάθε χρήσης. Πριν καταλήξουμε στα καθαρά κέρδη πρέπει πρώτα να εξεταστούν και οι αποσβέσεις των πάγιων περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, το οποίο είναι το τελευταίο μέγεθος ώστε να προκύψουν τα καθαρά κέρδη. Παρά την συνεχή άνοδο των τιμών των αποσβέσεων των πάγιων περιουσιακών στοιχείων η επιχείρηση 43 καταφέρνει σχεδόν σε όλες τις χρονιές να καταγράψει άνοδο. Αυτό οφείλεται κυρίως στην συμβολή των άλλων στοιχείων που καταφέρνουν να απαλείψουν την διαφορά που δημιουργούν οι αποσβέσεις όπως ο φόρος εισοδήματος που καταβάλλει η επιχείρηση. Επίσης αρνητικό είναι ότι υπάρχει συνεχής αύξηση των εξόδων των λειτουργιών διαθέσεως και διοικητικής. Αλλά η άνοδος ήταν σχετική μικρή ώστε η επιχείρηση να μειώσει τα κέρδη της και να μην καταγράψει ανοδική πορεία. Σημαντικό ρόλο σε κάθε επιχείρηση και χρήζουν ιδιαίτερης αναφοράς είναι οι απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις. Ο όμιλος παρουσιάζει αυξητικές τάσεις όσον αφορά τις υποχρεώσεις του καθώς και τις απαιτήσεις του. Οι απαιτήσεις και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις εξετάζονται παράλληλα όταν αναλύουμε την ρευστότητα μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, από την ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων με τους αριθμοδείκτες παρατηρούμε ότι είναι θετικό για τον όμιλο ότι η γενική ρευστότητα είναι μεγαλύτερη από την μονάδα σε κάθε χρήση. Ο δείκτης γενικής ρευστότητας δείχνει αν η επιχείρηση με τα ρευστά που διαθέτει, είναι σε θέση να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Ο βαθμός ρευστότητας εξαρτάται σημαντικά από την δυνατότητα της επιχείρησης να ρευστοποιεί έγκαιρα τα αποθέματα και τις βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις της. Η επιχείρηση για την

πληρωμή των χρεών της, μπορεί να στηριχθεί, εκτός από τα διαθέσιμα της και στις τρέχουσες απαιτήσεις της, που πηγάζουν κυρίως από τους λογαριασμούς χρεωστών, πελατών και γραμματίων εισπρακτέων, όταν αυτές μπορούν να μετατραπούν σε ρευστό στις κανονικές τους προθεσμίες. Ο αριθμοδείκτης κάλυψης των παγίων με ίδια κεφάλαια είναι η σχέση μεταξύ ιδίου κεφαλαίου και πάγιων περιουσιακών στοιχείων, από τα οποία έχουν αφαιρεθεί οι αποσβέσεις. δείχνει το ποσοστό καλύψεως των παγίων, από το ίδιο κεφάλαιο και 44 θεωρείται ικανοποιητικός όταν είναι τουλάχιστον μεγαλύτερος από την μονάδα, όταν δηλαδή το ίδιο κεφάλαιο υπερτερεί της αξίας των καθαρών παγίων. Η επιθυμητή τάση του δείκτη είναι ανοδική, δηλαδή η όλο και μεγαλύτερη κάλυψη των παγίων από το ίδιο κεφάλαιο. Ο όμιλος δεν δείχνει δυσκολία στην κάλυψη των παγίων γιατί η διάθεση των ίδιων κεφαλαίων είναι αυξανόμενη κάθε χρόνο. Η αποδοτικότητα εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη μέσω των πάσης φύσεως κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί σε αυτήν από τους μετόχους. Η επιθυμητή τάση του δείκτη είναι ανοδική, που σημαίνει διαχρονική αύξηση της αποδοτικότητας. Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης δείχνει κατά πόσο η επιχείρηση χρησιμοποιεί αποδοτικά τα ίδια της κεφάλαια. Παρατηρώντας τους σχετικούς αριθμοδείκτες βλέπουμε ότι η αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων είναι ικανοποιητική τόσο σε σχέση με τα καθαρά κέρδη χρήσης όσο και σε σχέση με αυτά της εκμετάλλευσης. Κατά την 2003-2004 ο όμιλος παρουσίασε μείωση του σχετικού αριθμοδείκτη καθώς και της αποδοτικότητας των ίδιων κεφαλαίων. Παρόλα αυτά ο όμιλος κατάφερε στην επόμενη περίοδο να διπλασιάσει την αποδοτικότητα και συνεπώς να μην δημιουργηθούν προβλήματα στις επόμενες χρήσεις. Συνεχία των συμπερασμάτων είναι η ανάλυση του δείκτη Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ενεργητικού που δείχνει την σχέση του ενεργητικού με τις πωλήσεις. Όσο περισσότερο αυξάνονται οι πωλήσεις της επιχείρησης τόσο καλύτερος είναι ο βαθμός αξιοποίησης και αποτελεσματικότητας του παραγωγικού δυναμικού της επιχείρησης. Ο δείκτης είναι σε συνεχή άνοδο με εξαίρεση την χρονιά 2007 η οποία δείχνει ότι η επιχείρηση δεν μπορεί να ανακυκλώσει το επενδυόμενο κεφάλαιο όσο τις άλλες χρονιές και μπορεί να προκύψει πρόβλημα στις μελλοντικές χρήσεις. 45 Τέλος, τα συμπεράσματα που βγάλαμε από την ανάλυση των καταστάσεων του ομίλου είναι αρκετά θετικά. Όλοι οι αριθμοδείκτες εμφανίζουν αυξανόμενα αποτελέσματα με εξαίρεση κάποιων χρήσεων οι οποίες είχαν περισσότερα έξοδα και μικρό κύκλο εργασιών. Η πορεία του ομίλου είναι ανοδική και τα καθαρά κέρδη ολοένα και αυξάνονται.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

### Α.Ελληνική

- 1) Αθιανός, Σ., (2004). Αποτίμηση Επενδύσεων & Αξιολόγηση Επιχειρήσεων. Έκδοση Α΄. Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Ηλιάδης Σάββας.
- 2) Γκίνογλου, Δ., Ταχυνάκης Π., (2004). Λογιστική Ενοποιημένων Οικονομικών Καταστάσεων. Αθήνα, Γέρακας : εκδόσεις Rosili.
- 3) Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ., (2001). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Τεύχος Α. Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Λαζαρίδης- Παπαδόπουλος.
- 4) Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ., (2002). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Τεύχος Β. Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Λαζαρίδης- Παπαδόπουλος.
- 5) Λαζαρίδης, Γ., Παπαδόπουλος, Δ., (2005). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Ανάλυση Περιπτώσεων Χρηματοοικονομικής Διοίκησης. Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Λαζαρίδης- Παπαδόπουλος.
- 6) Παπαδόπουλος, Δ.,(1986). Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της Επιχείρησης. Β Έκδοση. Τόμος Α΄. Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Παρατηρητής.
- 7) Παπαδόπουλος, Δ.,(1986). Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων της Επιχείρησης. Β Έκδοση. Τόμος Β΄. Θεσσαλονίκη : εκδόσεις Παρατηρητής.
- 8) Τζωάννος, Ι., (1983). Χρηματοδοτική Διοίκηση. Τόμος Α΄. Αθήνα : Εκδόσεις «Το Οικονομικό».
- 9) Τσακλάγκανος Α., (1996). Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων ΙΙ. Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Αφων Κυριακίδη Α.Ε.
- 10) Τσακλάγκανος Α., (2000). Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων ΙΙΙ. Θεσσαλονίκη : Εκδόσεις Αφων Κυριακίδη Α.Ε.
- 11) Φιλιππάτος, Γ.Κ., Αθανασόπουλος Π. Ι., (1985). Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Διοικητική. Αθήνα : Εκδόσεις Παπαζήση.
- 12) Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες και η αξιολόγηση των στοιχείων του ενεργητικού μιας επιχείρησης από τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές.
- 13) Νιάρχος Α. Νικήτας. Χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, Έκδοση Έβδομη ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΘ.ΣΤΑΜΟΥΛΗΣ
- 14) Π.Κιόχος-Γ.Παπανικολάου-Γ.Θάνος-Α.Κιόχος(MSC)(2002).Χρηματοοικονομική διοίκηση και πολιτική. Αθήνα ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ
- 15) Π.Κιόχος-Γ.Παπανικολάου-Α.Κιόχος(MSC) Διαχείριση χαρτοφυλακίων κ' χρηματοοικονομικών κινδύνων Αθήνα ΣΥΓΧΡΟΝΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ
- 16) Όλες οι τιμές των λογιστικών τύπων έχουν βρεθεί σε συνεργασία με την << Ελληνοαμερικανική χρηματιστηριακή ΑΧΕΠΕΥ >>

### Β.Ξένη

- 1) Antony, R. N., Hawkins, D. F., Merchant, K.A. (2003). Accounting.Text and Cases. 11<sup>th</sup> Edition. New York : Mc Graw Hill.
- 2) Baker, R. E., Lembke, V. C., King, T. E. (1999). Advanced Financial Accounting. 4<sup>th</sup> Edition. Burr Ridge, Boston: Mc Graw Hill.
- 3) Beams,F.A., Brozovsky, J. A., Shoulders, C. D. (2000). Advanced Accounting. 7<sup>th</sup> Edition.Upper Saddle River, New Jersey : Prentice Hall.
- 4) Chew, D. H.,(1997). Studies in International Corporate Finance and Governance Systems. New York, Oxford : Oxford University Press.

- 5) Eisen, P. S. (1997). Λογιστική. Τρίτη Αμερικάνικη Έκδοση. Αθήνα : Εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- 6) Glautier, M. W. E., Underwood, B. (1997). Accounting Theory and Practice. 6th Edition. London : Financial Times, Pitman Publishing.
- 7) Groppelli, A. A., Nikbakht, E., (2002). Χρηματοοικονομική. Τρίτη Αμερικάνικη Έκδοση, Αθήνα : εκδόσεις Κλειδάριθμος.
- 8) Higson, C., et al., (1997). Management Mastering. London : Financial Times, Pitman Publishing.
- 9) Horngren, C., Sundem, G., (1990). Introduction to Management Accounting. London : Prentice Hall.
- 10) Lambert, T.,(1996). Key Management Solutions. London : Financial Times, Pitman Publishing.
- 11) Leuz, C., Pfaff, D., Hopwood, A. (2004). The Economics and Politics of Accounting. New York : Oxford University Press.
- 12) Mc Laney, E. J.,(1997). Business Finance.4<sup>th</sup> Edition. London : Financial Times, Pitman Publishing.
- 13) Meigs, W. B., Meigs, R. F. (1998). Λογιστική. Η βάση των Επιχειρηματικών Αποφάσεων. Τόμος Β. Έβδομη Έκδοση. Αθήνα : Εκδόσεις Παπαζήση.
- 14) Meigs, R. F., Williams, J. R., Bettner. M. S. (1999). Accounting. 11<sup>th</sup> Edition. Burr Ridge, Boston : Mc Graw- Hill.
- 15) Pike, R., Neale B., (1997). Corporate Finance and Investment. 2<sup>nd</sup> Edition. London : Prentice Hall.
- 16) Pizzey, A., (1998). Finance and Accounting. London : Financial Times, Pitman Publishing.
- 17) Stice, J. D., Stice E. K., Aldrecht, W. J., Skousen, K. F., Swain, M. R.(1999). Survey of Accounting. Cincinnati, Ohio : South- Western College Publishing.
- 18) Warren, C. S., Reeves J. M., Fess, P. E. (2005). Financial and Managerial Accounting. 8<sup>th</sup> Edition. Mason, Ohio : Thomson, South- Western.
- 19) Weygant, J. J., Kieso, D. E., Kimmel, P. D. (1999). Accounting Principles. 5th Edition. New York : John Wiley and Sons Inc.