



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΚΡΗΤΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Αριάδνη Καπελώνη

Η ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ
ΣΤΗΝ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΤΩΝ
ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ
ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Εισηγητής: Ανδρέας Αναστασάκης, Καθηγητής Εφαρμογών

Ηράκλειο
Μάιος 2012

Υπεύθυνη Δήλωση :

Βεβαιώνω ότι είμαι συγγραφέας αυτής της πτυχιακής εργασίας και έχω αναφέρει όποιες πηγές από τις οποίες έκανα χρήση δεδομένων, ιδεών ή λέξεων, είτε αυτές αναφέρονται ακριβώς είτε παραφρασμένες. Επίσης βεβαιώνω ότι αυτή η πτυχιακή εργασία προετοιμάστηκε από εμένα προσωπικά ειδικά για τις απαιτήσεις του προγράμματος σπουδών του Τμήματος Λογιστικής του Τ.Ε.Ι. Κρήτης.

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΡΟΛΟΓΟΣ.....	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1.ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ.....	5
1.1.ΟΡΙΣΜΟΣ ΚΑΙ ΕΞΕΛΙΞΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ	5
1.1.1 <i>Ιστορική εξέλιξη.....</i>	6
1.2 ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΕΠΙΔΟΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	7
1.3.ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	9
1.3.1. <i>Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση</i>	11
1.3.2. <i>Η Προσέγγιση των Modigliani-Miller.....</i>	13
1.4. ΣΥΣΤΑΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ	13
1.4.1. <i>Τα Ίδια Κεφάλαια</i>	13
1.4.2. <i>Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις.....</i>	15
1.4.3. <i>Ανάλυση Στοιχείων που Επηρεάζουν την Κεφαλαιακή Διάθρωση.....</i>	16
1.5.ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	18
1.6. ΣΧΕΣΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ, ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΣΕ ΣΥΝΘΗΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ	19
1.7. Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΤΩΝ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ ΓΙΑ ΤΗΝ ΟΜΑΛΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ	20
1.8. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑΣ.....	22
1.9. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ	24
1.10. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΚΑΙ ΒΙΩΣΙΜΟΤΗΤΑΣ. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΕΩΣ.....	27
1.11.ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ	32
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ.....	34
2.1. ΤΟ ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΣΗ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	34
2.2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ «ΕΡΓΑΛΕΙΑ» ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΕΠΙΔΡΑΣΗΣ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΣΤΗΝ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑ ΤΑΚΤΟΠΟΙΗΣΗΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.	35
2.2.1. <i>Ανάλυση με Χρηματοοικονομικούς Αριθμοδείκτες</i>	35
2.2.2. <i>Αριθμοδείκτες Τάσης.....</i>	38
2.3. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ	39
2.4. ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΑΝΑΛΥΣΗΣ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ ΤΑΣΗΣ	44
2.5.ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	47
2.6. ΣΥΝΘΕΤΙΚΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	48
2.6.1. <i>Αριθμοδείκτης διάρθρωσης κεφαλαίου</i>	48
2.6.2. ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΗΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ.....	49
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ..... ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.	
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ..... ΣΦΑΛΜΑ! ΔΕΝ ΕΧΕΙ ΟΡΙΣΤΕΙ ΣΕΛΙΔΟΔΕΙΚΤΗΣ.	

Πρόλογος

Η παρούσα εργασία έχει ως αντικείμενο την μελέτη επίδρασης της κεφαλαιακής διάρθρωσης στην ικανότητα τακτοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων επιχειρήσεων ορισμένων εταιρειών αναψυκτικών και χυμών βάσει ανάλυσης των στοιχείων των καταστάσεων των ισολογισμών τους. Η χρηματοοικονομική ανάλυση συμβάλει στην αντικειμενική αξιολόγηση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων με σκοπό την εκτίμηση της οικονομικής αποτελεσματικότητάς τους και τον προσδιορισμό των δραστηριοτήτων εκείνων που επιδρούν αρνητικά στην προοπτική ανάπτυξής τους.

Συγκεκριμένα, πρόκειται να εξετάσουμε συγκεντρωτικά ως υπόδειγμα κλάδου αναψυκτικών και ποτών τις οικονομικές καταστάσεις 10 εταιρειών για την περίοδο 2005-2009. Σκοπός της εργασίας είναι να επιδείξει ένα μοντέλο αξιολόγησης της κεφαλαιακής διάρθρωσης σε σχέση με την οικονομική αποδοτικότητα και αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου.

Κεφάλαιο 1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

Στο κεφάλαιο αυτό πρόκειται να προσδιορίσουμε ορισμένες σημαντικές έννοιες που σχετίζονται με την χρηματοοικονομική ανάλυση οποιασδήποτε επιχείρησης ή οργανισμού, όπως είναι οι επιχειρήσεις αναψυκτικών και χυμών στην δική μας περίπτωση. Συγκεκριμένα, πρόκειται αρχικά να εξηγήσουμε την έννοια της κεφαλαιακής διάρθρωσης. Στη συνέχεια, πρόκειται να μελετήσουμε τη σημασία της διάρθρωσης των κεφαλαίων μιας επιχείρησης στην ικανότητα τακτοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της. Για την αξιολόγηση των παραπάνω στοιχείων που αφορούν την οικονομική απόδοση της επιχείρησης, πρόκειται να χρησιμοποιηθούν βασικοί χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες.

1.1.Ορισμός και Εξέλιξη της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης

Η χρηματοοικονομική διοίκηση ασχολείται με τις βασικές κατηγορίες αποφάσεων τις οποίες καλείται να πάρει η διοίκηση κάθε επιχείρησης κατά την επιχειρηματική λειτουργία της και οι οποίες αναφέρονται στις αποφάσεις επενδύσεων, τρόπων χρηματοδοτήσεων και μερισματικών πολιτικών. Η απόφαση χρηματοδότησης συνδέεται με τον καθορισμό της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, και συμπεριλαμβάνει την αναζήτηση της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης. Με τον όρο «άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση» εννοούμε την ύπαρξη ενός συνδυασμού μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης της επιχείρησης (για παράδειγμα μακροπρόθεσμα δάνεια, έκδοση κοινών μετοχών μέσω αύξησης μετοχικού κεφαλαίου κλπ) ο οποίος μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της εταιρείας ή εναλλακτικά ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου της. Οι αποφάσεις χρηματοδότησης (financing) επιχειρήσεων και επενδυτικών προγραμμάτων (capitalbudgeting), οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής (dividendpolicy) και οι επενδυτικές (investment) αποφάσεις στο πλαίσιο της χρηματοοικονομικής διοίκησης τελικό σκοπό έχουν τη μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και των μετόχων της (shareholderwealthmaximization). Οι αποφάσεις χρηματοδότησης αναφέρονται στην άριστη κεφαλαιακή δομή (capitalstructure) της επιχείρησης σε όρους ενεργητικού και παθητικού. Οι αποφάσεις μερισματικής πολιτικής σχετίζονται με τη μορφή με την οποία διανέμεται μέρος των κερδών στους μετόχους. Οι επενδυτικές αποφάσεις έχουν να κάνουν με τη χρήση των αντληθέντων κεφαλαίων από τις χρηματοοικονομικές αγορές (αγορές χρήματος και κεφαλαίου – moneymarkets και

capitalmarkets, αντίστοιχα) σε παραγωγικές δραστηριότητες της επιχείρησης. Γενικά, η χρηματοοικονομική διοίκηση συνίσταται σε τρεις (3) αλληλοσυνδεόμενες περιοχές της χρηματοοικονομικής επιστήμης:

1. *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου*, που αναφέρονται στα χρηματοοικονομικά ιδρύματα ως διαμεσολαβητές, στην ανάπτυξη μιας ρυθμιστικής αρχιτεκτονικής των αγορών στο διεθνοποιημένο περιβάλλον, το ρόλο και τον τρόπο λειτουργίας των αγορών, τη συμβολή τους στην οικονομική ανάπτυξη, καθώς και τη μελέτη των αγορών χρεογράφων (μετοχές, ομολογίες, αγορές παραγώγων προϊόντων).
2. *Διαχείριση Επενδύσεων*, που αναφέρεται στον τρόπο λήψης αποφάσεων για την κατανομή επενδύσεων ιδιωτικών, θεσμικών και συνταξιοδοτικών κεφαλαίων σε αγορές και προϊόντα και τη διαχείριση των χαρτοφυλακίων τους στο πλαίσιο της σχέσης απόδοση-κίνδυνος.
3. *Χρηματοοικονομική Διοίκηση*(ή businessfinance), η οποία είναι ευρύτερη των προηγούμενων δυο κατευθύνσεων και, είναι σημαντική σε κάθε τύπο επιχείρησης συμπεριλαμβανομένων των οργανισμών κοινής ωφέλειας (σχολεία, Πανεπιστήμια, νοσοκομεία, κλπ), των πιστωτικών ιδρυμάτων (τράπεζες), των χρηματοοικονομικών εταιριών και οργανισμών.

1.1.1 Ιστορική εξέλιξη

Η Χρηματοοικονομική Διοίκηση εμφανίστηκε σαν ξεχωριστό και αυτόνομο πεδίο μελέτης στις αρχές του 1900.

Αρχές 1900 :Νομοθετική ρύθμιση σχετικά με συγχωνεύσεις εταιριών, τη δημιουργία νέων επιχειρήσεων και διαφόρων τύπων χρηματιστηριακών και χρηματοοικονομικών εταιριών (διαμεσολαβητών) με σκοπό την άντληση επενδυτικών κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν

10-ετία 1930:Πτώχευση και αναδιοργάνωση επιχειρήσεων, ρευστότητα εταιριών και ρύθμιση κεφαλαιαγορών

1940-αρχές 1950: Περιγραφική και στατική ανάλυση των επιχειρήσεων, θεωρούμενη από την εξωτερική πλευρά της και όχι από αυτήν του manager (δηλαδή, της διοίκησης)

1950-1970: Θεωρητική ανάπτυξη με έμφαση στη διαδικασία και τα υποδείγματα λήψης διοικητικών αποφάσεων (managerialdecisions) αναφορικά με την άριστη επιλογή των

περιουσιακών στοιχείων και των υποχρεώσεων (asset–liabilitymanagement, ALM), με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης και την περιουσία των μετόχων

1980 :Θεωρητική ανάπτυξη (τιμολόγηση, valuation) με έμφαση:

- (ι) στον πληθωρισμό και τις περιπτώσεις του στις επιχειρηματικές αποφάσεις
- (ιι) στην απορύθμιση (deregulation) των χρηματοοικονομικών αγορών και οργανισμών, με αποτέλεσμα την εμφάνιση μεγάλων και διεθνώς διαφοροποιημένων χρηματοοικονομικών οργανισμών και υπηρεσιών

1990-σήμερα: Τις 2 τελευταίες 10-ετίες παρατηρήθηκαν δυο νέες και σημαντικές τάσεις:

- (ι) η διεθνοποίηση των επιχειρήσεων και των συναλλαγών (globalizationofbusiness) και
- (ιι) η αυξανόμενη χρήση της τεχνολογίας μετάδοσης, αποθήκευσης και διαχείρισης των πληροφοριών (informationtechnology)

1.2 Ανάλυση Χρηματοοικονομικής Επίδοσης των Επιχειρήσεων

Η λογιστική αποτελεί τη βάση για τη σωστή λήψη των επιχειρηματικών αποφάσεων στις εταιρίες που θέλουν να επιβιώσουν απέναντι στον ολοένα αυξανόμενο ανταγωνισμό. Έτσι, οι λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρίας πέρα από νομοθετική / φορολογική υποχρέωση, αποτελούν πηγή πληροφοριών για μια ευρεία σειρά ατόμων. Μεταξύ άλλων αυτοί είναι:

- α) Οι μέτοχοι της εταιρίας με σκοπό να αξιολογήσουν το εάν τους συμφέρει να αγοράσουν και άλλες μετοχές της εταιρίας, ή να κρατήσουν αυτές που έχουν, ή τέλος να ρευστοποιήσουν τις μετοχές που κατέχουν, Επίσης το επενδυτικό κοινό αν εξετάζει την περίπτωση αγοράς μετοχών της εταιρίας.
- β) Οι πιστωτές της εταιρίας, οι οποίοι μελετούν τις λογιστικές καταστάσεις μιας εταιρίας για να αξιολογήσουν τη δυνατότητα της εταιρίας να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις της σε αυτούς.
- γ) Τα διευθυντικά στελέχη της ίδιας της εταιρίας που μέσω του ελέγχου των λογιστικών καταστάσεων μπορούν να “εντοπίσουν” τις αδυναμίες της εταιρίας που διοικούν και εκ των υστέρων να προσπαθήσουν να τις διορθώσουν.
- γ) Οι εργαζόμενοι στην εταιρία που επιθυμούν να γνωρίζουν την οικονομική υγεία της επιχείρησης στην οποία εργάζονται.

δ) Οικονομικοί αναλυτές και λοιποί επαγγελματίες (αναλυτές χρηματιστηριακών εταιριών, θεσμικών επενδυτών, εξειδικευμένων οικονομικών εντύπων, κλπ) για να προτείνουν τοποθέτηση ή όχι .

ε) Στελέχη της δημόσιας διοίκησης για να αξιολογήσουν τις επιπτώσεις των μέτρων που έλαβαν στο συγκεκριμένο οικονομικό κλάδο, σε συγκεκριμένη διοικητική περιφέρεια ή και στο σύνολο της οικονομίας όπως επίσης και για να διαγνώσουν υπάρχοντα προβλήματα και να λάβουν τα κατάλληλα μέτρα.

Οι κυριότερες κατηγορίες των στοιχείων που μπορούμε να αντλήσουμε από τις λογιστικές καταστάσεις των εταιριών αφορούν:

- Το ύψος των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας σε συγκεκριμένη ημερομηνία (ενεργητικό) και τη διάρθρωση τους (π.χ. διαίρεση σε πάγιο και κυκλοφορούν ενεργητικό και περαιτέρω διαίρεση του πάγιου ενεργητικού σε ασώματες και ενσώματες ακινητοποιήσεις κλπ).
- Τα κεφαλαία που χρησιμοποίησε η εταιρία για την απόκτηση των παραπάνω περιουσιακών στοιχείων κατά την ίδια συγκεκριμένη ημερομηνία (παθητικό), καθώς και την προέλευση τους (π.χ., ίδια και ξένα κεφάλαια, περαιτέρω διαίρεση των ξένων κεφαλαίων σε μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα και διαίρεση των βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων σε υποχρεώσεις προς τράπεζες, σε γραμμάτια πληρωτέα, σε μερίσματα πληρωτέα, κλπ).
- Το ύψος των εσόδων και των εξόδων της εταιρίας κατά τη διάρκεια μιας συγκεκριμένης περιόδου (συνήθως έτος ή εξάμηνο), καθώς και την κατανομή αυτών σε κατηγορίες.
- Το ύψος των κερδών ή των ζημιών της εταιρίας κατά την ίδια εξεταζόμενη περίοδο (συνήθως έτος ή εξάμηνο), και τον τρόπο διάθεσης των κερδών, σε περίπτωση βέβαια κερδοφόρου αποτελέσματος.
- Τη σύγκριση όλων των παραπάνω στοιχείων με τα αντίστοιχα στοιχεία της προηγούμενης περιόδου (συνήθως έτους ή εξαμήνου).

Οι πληροφορίες που παρέχουν οι λογιστικές καταστάσεις είναι ιδιαίτερα σημαντικές και συγκρινόμενες με τις αντίστοιχες περσινές, δίνουν σε γενικές γραμμές την θέση και την πορεία της εταιρίας κατά την εξεταζόμενη περίοδο (συνήθως έτος). Ο έλεγχος αυτός γίνεται περισσότερο αποτελεσματικός, όταν οι λογιστικές καταστάσεις μιας συγκεκριμένης εταιρίας συνεξετάζονται με τις λογιστικές καταστάσεις των

ανταγωνιστικών της εταιριών, καθώς τότε απομονώνονται οι παράγοντες που επηρέασαν το εξωτερικό περιβάλλον του κλάδου και αξιολογείται καλύτερα το management.

Η πληροφόρηση που παρέχουν οι λογιστικές καταστάσεις έχει διάφορα μειονεκτήματα τα σημαντικότερα των οποίων είναι:

α) Ο ισολογισμός περιγράφει την περιουσιακή και την κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Δεδομένου ότι οι λογιστικές καταστάσεις κυκλοφορούν με καθυστέρηση μερικών μηνών, είναι προφανές ότι η εικόνα της εταιρίας που εξετάζεται πιθανότατα να έχει μεταβληθεί σημαντικά.

Επιπλέον, επειδή τα στοιχεία του ισολογισμού αφορούν μια συγκεκριμένη ημερομηνία, η εικόνα των εταιριών που παρουσιάζουν έντονη εποχικότητα επηρεάζεται από την ημερομηνία που επιλέγεται για την κατάρτιση των λογιστικών καταστάσεων. Π.χ. οι εταιρίες που ετοιμάζουν ισολογισμό στις 31/12 παρουσιάζουν υψηλότερη ρευστότητα αν η αιχμή των πωλήσεων τους είναι κατά τους καλοκαιρινούς μήνες (αναψυκτικά, ξενοδοχεία, ακτοπλοϊκές εταιρίες, κλπ), ενώ παρουσιάζουν χαμηλότερη ρευστότητα εάν η αιχμή των πωλήσεων τους λαμβάνει χώρα στα τέλη κάθε έτους (καλλυντικά, πληροφορική, κλπ).

β) Λόγω της λογιστικής αρχής του ιστορικού κόστους (αποτίμηση περιουσιακών στοιχείων σε ιστορικές τιμές), η τρέχουσα αξία των περιουσιακών στοιχείων αρκετών εταιριών διαφέρει σημαντικά (είναι τις περισσότερες φορές μεγαλύτερη), από την αξία με την οποία τα ίδια περιουσιακά στοιχεία είναι αποτιμημένα στα λογιστικά βιβλία της εταιρίας.

1.3.Κεφαλαιακή Διάρθρωση των Επιχειρήσεων

Η **χρηματοοικονομική διάρθρωση** είναι συνδυασμός των ξένων - βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων- και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και δείχνει τον τρόπο χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της, δηλαδή τον τρόπο χρηματοδότησης του ενεργητικού της.

Η **κεφαλαιακή διάρθρωση** είναι συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Κατά συνέπεια ισχύει η ακόλουθη σχέση:

χρηματοοικονομική διάρθρωση- βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις = κεφαλαιακή διάρθρωση

Με μια διαφορετική προσέγγιση μπορούμε να ορίσουμε πως η κεφαλαιακή διάρθρωση ή κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης (capitalstructure) ονομάζεται η σύνθεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Η σύνθεση αυτή, όπως αναφέραμε, αποτελείται από μακροπρόθεσμα συνήθως δάνεια ή ομολογίες που έχει εκδώσει η επιχείρηση, οι οποίες ονομάζονται ξένα δανειακά κεφάλαια. Επίσης, το μείγμα αυτό αποτελείται από μετοχικά κεφάλαια με βάση τις κοινές μετοχές που έχει εκδώσει η επιχείρηση και βρίσκονται σε κυκλοφορία ως ιδία κεφάλαια. Οι επιχειρήσεις, ωστόσο, μπορούν να εκδώσουν και προνομιούχες μετοχές. Άλλες πηγές μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι και τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια. Κατά την ανάλυσή μας πρόκειται να εστιάσουμε στη σύνθεση της κεφαλαιακής δομής με δανειακά και μετοχικά κεφάλαια.

Η έννοια της κεφαλαιακής δομής είναι πολύ σημαντική για οποιαδήποτε επιχείρηση, καθώς μπορεί να επηρεάσει το κόστος κεφαλαίου της. Κι αυτό συμβαίνει γιατί όταν το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης ελαχιστοποιείται, η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται. Επομένως, η κεφαλαιακή δομή μπορεί να επηρεάσει την συνολική αξία της επιχείρησης. Οι διοίκηση της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η εύρεση ενός συνδυασμού μακροπροθέσμων πηγών χρηματοδότησης, (όπως μακροπρόθεσμα δάνεια, κοινές μετοχές, προνομιούχες μετοχές) ο οποίος να μεγιστοποιεί την τιμή της κοινής μετοχής της επιχείρησης ή εναλλακτικά να ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίου της. Ο συνδυασμός ονομάζεται **άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση**.

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης είναι σημαντική γιατί η επιχείρηση μπορεί να αποκτήσει χρηματοδοτική μόχλευση εάν προστεθούν δανειακά κεφάλαια. Στην περίπτωση των πρόσθετων δανειακών κεφαλαίων, η μεταβλητότητα των κερδών ανά μετοχή μπορεί να αυξηθεί, προκαλώντας αύξηση του κινδύνου κι άρα του απαιτούμενου ποσοστού απόδοσης των επενδυτών, με συνέπεια τη μείωση της αξίας της επιχείρησης και της τιμής της μετοχής της. Επίσης, τα κέρδη ανά μετοχή είναι δυνατόν να αυξηθούν. Η αύξηση αυτή μπορεί να προκαλέσει αύξηση της ζήτησης της μετοχής και άρα αύξηση της τιμής της. Επιπλέον, το μεσοσταθμικό κόστος κεφαλαίου ίσως μειωθεί, εφόσον το μετά φόρων κόστος δανειακών κεφαλαίων είναι μικρότερο από το κόστος μετοχικού κεφαλαίου ή παρακρατηθέντων κερδών. Συνεπώς, η αξία της επιχείρησης πρόκειται να αυξηθεί. Το ενδεχόμενο οι επενδυτές να ζητήσουν μεγαλύτερα ποσοστά απόδοσης για να καλύψουν τον αυξημένο κίνδυνο μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση του συστατικού κινδύνου δανειακών κεφαλαίων και μετοχικών κεφαλαίων. Η αύξηση των συστατικών μερών του κόστους

κεφαλαίου μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της αξίας της επιχείρησης και της τιμής της μετοχής της.

Συνεπώς, στην περίπτωση κατά την οποία ενσωματώνονται δανειακά κεφάλαια στην κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης, διακινδυνεύεται η ίδια η αξία της επιχείρησης. αναζητώντας, ωστόσο, τη σύνθεση εκείνη που μπορεί να μεγιστοποιήσει την αξία της, πραγματοποιείται ανάλυση της δομής των κεφαλαίων που μεγιστοποιούν τα κέρδη ανά μετοχή σε ένα προσδοκώμενο χρονικό διάστημα κατά το οποίο κυμαίνονται τα λειτουργικά κέρδη. Κατά την ανάλυση αυτή, πρέπει να αναφέρουμε το γεγονός ότι δεν λαμβάνεται υπόψη ο παράγοντας του κινδύνου, ο οποίος μπορεί να αυξηθεί μειώνοντας την αξία της επιχείρησης και του πλούτου της, όταν αυξάνονται τα δανειακά κεφάλαια.

Κάθε επιχείρηση πρέπει να υπολογίζει ώστε το μέγεθος της χρηματοδοτικής μόχλευσης όσον αφορά στην κεφαλαιακή δομή της να μην αυξάνεται σε επίπεδα μεγαλύτερα του μεσοσταθμικού κόστους. Και αυτό επειδή στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση είναι πιθανόν να μην έχει τη δυνατότητα να καλύψει τις δανειακές της υποχρεώσεις καθώς και τους τόκους. Αυτό μπορεί να την οδηγήσει σε χρηματοδοτική δυσπραγία ή ακόμα και σε πτώχευση. Επιπλέον, η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης πέραν των δυνατοτήτων της στην κεφαλαιακή δομή της μπορεί να προκαλέσει αύξηση του μεσοσταθμικού κόστους, επειδή το συστατικό κόστος δανειακών κεφαλαίων εξαιτίας του κόστους χρηματοδοτικής δυσπραγίας ή πτώχευσης και του κινδύνου θα είναι μεγαλύτερο, καθώς και το συστατικό κόστος των μετοχικών κεφαλαίων.

1.3.1. Παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή διάρθρωση

Η διοίκηση μιας επιχείρησης πρέπει να λαμβάνει υπόψη της ορισμένους παράγοντες οι οποίοι μπορούν να επηρεάσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση, μειώνοντας ή αυξάνοντας το κόστος της δανειακής επιβάρυνσης. Οι παράγοντες αυτοί είναι οι εξής:

A. Η σταθερότητα των πωλήσεων. Όσο σταθερότερες είναι οι πωλήσεις, τόσο μεγαλύτερη είναι η δανειακή επιβάρυνση που μπορεί να υποστεί μια επιχείρηση, καθώς μπορούν να προβλεφθούν με μεγαλύτερη ακρίβεια οι εισροές της και η κάλυψη των υποχρεώσεών της.

B. Η διάρθρωση των περιουσιακών στοιχείων. Όσο πιο κατάλληλα για ενέχυρα και εγγυήσεις είναι τα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης, τόσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί. Τα πολύ εξειδικευμένα περιουσιακά στοιχεία δεν είναι κατάλληλα για ενέχυρα και οι επιχειρήσεις που τα κατέχουν προτιμούν να έχουν περισσότερα μετοχικά

κεφάλαια. Σε αντίθετη περίπτωση, όταν η επιχείρηση έχει γενικά περιουσιακά στοιχεία, προτιμώνται τα δανειακά κεφάλαια.

Γ. Η λειτουργική μόχλευση. Εάν όλες οι άλλες μεταβλητές είναι σταθερές, όσο λιγότερη λειτουργική μόχλευση χρησιμοποιεί η επιχείρηση, τόσο περισσότερη χρηματοδοτική μόχλευση έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιεί.

Δ. Ο ρυθμός ανάπτυξης. Όσο μεγαλύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερες είναι οι χρηματοδοτικές της ανάγκες και τόσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια θα χρησιμοποιεί, καθώς έχουν χαμηλότερο συστατικό κόστος από τα μετοχικά.

Ε. Η αποδοτικότητα. Όσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης και δεν βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης, τόσο λιγότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί, καθώς έχει αρκετά κεφάλαια εσωτερικά προκειμένου να καλύψει τις ανάγκες της.

ΣΤ. Οι φόροι. Οι τόκοι των δανείων είναι φορολογικά απαλλάξιμοι. Επομένως, σε όσο πιο υψηλή φορολογική κλίμακα βρίσκεται η επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερο πλεονέκτημα έχει από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων.

Ζ. Ο έλεγχος. Ο έλεγχος μιας επιχείρησης εκ μέρους των μετόχων ή της διοίκησης είναι ένας σημαντικός παράγοντας που επηρεάζεται από την κεφαλαιακή δομή. Εάν η διοίκηση θέλει να προστατέψει την επιχείρηση από κάποια απειλή εξαγοράς, δεν πρέπει να διατηρεί χαμηλά επίπεδα δανειακής επιβάρυνσης. Εάν η διοίκηση ενδιαφέρεται για τον έλεγχο των ψήφων, θα περιορίσει το μετοχικό κεφάλαιο και θα προτιμήσει τα ξένα κεφάλαια. Γενικά, η διοίκηση μπορεί να φροντίσει ώστε η απόφαση για την κεφαλαιακή δομή να την προστατεύει από τυχόν απώλειες των δικαιωμάτων που έχει αποκτήσει.

Η. Η συμπεριφορά της διοίκησης. Όσο πιο συντηρητική είναι η διοίκηση απέναντι στον κίνδυνο, τόσο λιγότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί, και το αντίστροφο.

Θ. Οι συνθήκες της αγοράς. Οι συνθήκες στις αγορές ομολόγων και μετοχών μεταβάλλονται και προκαλούν μεταβολές και διάφορες συνέπειες στην κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

Ι. Η χρηματοδοτική ευελιξία. Όσο μεγαλύτερη χρηματοδοτική ευελιξία έχει η επιχείρηση, δηλαδή αρκετή δανειοληπτική ικανότητα, τόσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια μπορεί να χρησιμοποιήσει με χαμηλότερο κόστος.

1.3.2. Η Προσέγγιση των Modigliani-Miller

Οι Modigliani και Miller (MM) το 1963 απέδειξαν ότι η αξία μιας επιχείρησης αυξάνεται όσο περισσότερα δανεικά κεφάλαια χρησιμοποιεί. Η άποψη αυτή στηρίζεται στο γεγονός ότι οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων εκπίπτουν του φορολογητέου εισοδήματος. Επομένως οι επιχειρήσεις θα πρέπει να χρηματοδοτούν τις δραστηριότητες τους με όσο δυνατόν περισσότερα δανειακά κεφάλαια. Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων φέρνει αντίθετα αποτελέσματα όταν η απόδοση του ενεργητικού είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Στην περίπτωση αυτή εάν πραγματοποιηθούν ζημιές και η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της (βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) και μπορεί να πτωχεύσει. Κατά συνέπεια οι αποφάσεις σχετικές με το ύψος των δανειακών κεφαλαίων πρέπει να εξισορροπούν τις μεγαλύτερες αναμενόμενες αποδόσεις του ενεργητικού με τον πρόσθετο κίνδυνο αθέτησης των δανειακών υποχρεώσεων.

1.4. Συστατικά Στοιχεία της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

1.4.1. Τα Ίδια Κεφάλαια

Το ενεργητικό μιας εταιρίας αποτελεί το σύνολο των περιουσιακών της στοιχείων, υλικών και ορισμένες φορές άυλων. Για να αποκτήσει τα περιουσιακά αυτά στοιχεία του ενεργητικού της, η εταιρία χρησιμοποίησε: είτε τα κεφάλαια που έχουν επενδύσει οι μέτοχοι στην εταιρία συν τα κεφάλαια των κρατικών επιχορηγήσεων συν τα κεφάλαια που προήλθαν από την επανεπένδυση μέρους των κερδών της εταιρίας που λέγονται ίδια κεφάλαια, είτε ξένης ιδιοκτησίας κεφάλαια (ξένα κεφάλαια). Η επανεπένδυση κερδών γίνεται μέσω της δημιουργίας και αύξησης διαφόρων μορφών αποθεματικών (τακτικό αποθεματικό, ειδικό αποθεματικό ορισμένου νόμου, κλπ), ενώ υπάρχουν και αποθεματικά που δεν προέρχονται από την επανεπένδυση κερδών, όπως το αποθεματικό από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο (προέρχεται από αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου σε τιμές ανώτερες της ονομαστικής), το αποθεματικό επιχορηγήσεων (προέρχεται από κρατικές επιχορηγήσεις), κλπ. Είναι προφανές ότι το σύνολο του ενεργητικού θα ισούται με το άθροισμα ιδίων και ξένων κεφαλαίων και προβλέψεων ή συνολικά με το παθητικό της εταιρείας.

Τα **ίδια κεφάλαια** της εταιρίας αποτελούν τη λογιστική αξία της εταιρίας. Όμως η πραγματική αξία της εταιρίας σπάνια ταυτίζεται με τη λογιστική της αξία λόγω της αδυναμίας της λογιστικής να καταγράφει τα περιουσιακά στοιχεία κάθε εταιρίας στην τρέχουσα αξία τους. Έτσι, η οποιαδήποτε κάθε φορά διαφορά, θετική ή αρνητική, μεταξύ της τρέχουσας και της λογιστικής αξίας των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, θα έπρεπε να μεταβάλλει, θετικά ή αρνητικά, και τα ίδια κεφάλαια της ίδιας εταιρίας. Από τη στιγμή που αυτό δεν γίνεται, τότε η διάσταση μεταξύ αγοραίας και λογιστικής αξίας μιας εταιρίας είναι προφανής.

Σημαντικότερος όμως παράγοντας είναι ότι μια επιχείρηση δεν είναι απλά και μόνο ένα άθροισμα περιουσιακών στοιχείων, αλλά μια ομάδα περιουσιακών στοιχείων οργανωμένων και διοικούμενων κατά τέτοιον τρόπο ώστε να δημιουργούνται υπεραξίες δηλαδή κέρδος. Έτσι, στις περισσότερες περιπτώσεις η τρέχουσα αξία μιας εταιρίας είναι υψηλότερη της λογιστικής της αξίας, καθώς ο αγοραστής της εταιρίας εκτός από τα περιουσιακά της στοιχεία, αγοράζει και τη φήμη της, το πελατολόγιο της, την ήδη υφιστάμενη οργάνωσή και αποκτηθείσα εμπειρία του προσωπικού της, κλπ. Η διαφορά της αγοραίας αξίας από τη λογιστική επηρεάζεται από το είδος της επιχείρησης, καθώς και από τις προοπτικές της οικονομίας, του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η εταιρία, αλλά και της ίδιας της εταιρίας. Όσο θετικότερες είναι οι προοπτικές, συνήθως τόσο μεγαλώνει η διαφορά μεταξύ αγοραίας και λογιστικής αξίας. Σε κάθε περίπτωση πάντως, η λογιστική αξία μιας εταιρίας αποτελεί ένα σημείο αναφοράς για την προσέγγιση της αξίας κάθε εταιρίας και αυτό αποτελεί ένα γεγονός που πρέπει να συνεκτιμηθεί από τους μέτοχους, τους πιστωτές, κλπ.

Άλλα σημεία που πρέπει να προσεχθούν στα ίδια κεφάλαια μιας εταιρίας είναι:

α) Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού. Πρόκειται για ένα δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, που υπολογίζεται ως εξής:

$$\frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη, τόσο καλύτερη κρίνεται η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας εμμέσως δε και η ρευστότητα. Το ποια θεωρείται ικανοποιητική τιμή του δείκτη εξαρτάται και από το αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας. Έτσι, μια ικανοποιητική τιμή του δείκτη για τις εμπορικές εταιρίες είναι αρκετά χαμηλότερη από

αυτήν για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις διότι οι εμπορικές επιχειρήσεις είναι έντασης κυκλοφοριακού ενεργητικού που μπορεί να χρηματοδοτείται και με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Σε οποιαδήποτε περίπτωση, μια τιμή μεγαλύτερη του 50% θεωρείται ικανοποιητική.

β) Σε περίπτωση που το ύψος των διαφόρων αποθεματικών (και κυρίως του αποθεματικού από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο), είναι μεγάλο σε μέγεθος, τότε δίνεται η ευχέρεια στη Διοίκηση της εταιρίας να προχωρήσει σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με τη διανομή δωρεάν μετοχών. Η πράξη αυτή δεν πρέπει έχει καμιά επίδραση στην αγοραία αξία της εταιρίας διότι απλώς η πίτα (αξία της επιχείρησης) κόβεται σε περισσότερα κομμάτια (μετοχές) αλλά συχνά ικανοποιεί μια σημαντική μερίδα των μετόχων. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερα εάν η ενέργεια αυτή της εταιρίας μειώνει την πολύ υψηλή χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, η αν αυξάνει την εμπορευσιμότητα μιας μετοχής με περιορισμένη κυκλοφορία.

γ) Εάν υπάρχει στα ίδια κεφάλαια ο λογαριασμός ‘υπόλοιπο συσσωρευμένων ζημιών’ που είναι αποτέλεσμα ζημιογόνων χρήσεων του παρελθόντος ενός τέτοιου λογαριασμού με σημαντικό υπόλοιπο είναι γεγονός που θα πρέπει να προβληματίσει τους μετόχους, καθώς δεν είναι δυνατή η διανομή μερίσματος χωρίς να προηγηθεί η εξάλειψη των συσσωρευμένων ζημιών από το κέρδη της εταιρίας.

1.4.2. Μακροπρόθεσμες και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Οι μακροπρόθεσμες και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αποτελούν τα ξένα κεφάλαια της εταιρίας. Η κατάταξη μιας υποχρέωσης ως μακροπρόθεσμης ή βραχυπρόθεσμης εξαρτάται από τη χρονική διάρκεια της υποχρέωσης: μια υποχρέωση που πρέπει να αποπληρωθεί εντός του έτους θεωρείται βραχυπρόθεσμη ενώ αντίθετα μια υποχρέωση που πρέπει να αποπληρωθεί σε χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους εντάσσεται στις μακροπρόθεσμες.

Στις μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνονται δάνεια τραπεζών μακροπρόθεσμης διάρκειας (συνήθως 3-5 ετών), ομολογιακά δάνεια που έχει εκδώσει η εταιρία, ομολογιακά δάνεια μετατρέψιμα σε μετοχές που έχει εκδώσει η εταιρία, κλπ. Αντίθετα, στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις περιλαμβάνονται δάνεια τραπεζών βραχυπρόθεσμης διάρκειας, οι υποχρεώσεις της εταιρίας προς τους προμηθευτές, οι υποχρεώσεις της εταιρίας προς το δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία, οι υποχρεώσεις της εταιρίας προς

τους μετόχους για μερίσματα πληρωτέα, καθώς και μια σειρά άλλων, μικρότερης συνήθως σημασίας, υποχρεώσεων της εταιρίας προς τρίτους.

Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι εκείνες για τις οποίες η προθεσμία εξοφλήσεώς τους λήγει μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσεως. Σύμφωνα με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο οι κύριες βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις μιας επιχείρησης ταξινομούνται στις εξής κατηγορίες : Προμηθευτές ,Γραμμάτια πληρωτέα Τράπεζες - Λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων , όπου παρακολουθούνται οι υποχρεώσεις της οικονομικής μονάδας από βραχυπρόθεσμες, κάθε φύσεως, τραπεζικές χρηματοδοτήσεις προς αυτή, Υποχρεώσεις από φόρους - τέλη και Ασφαλιστικοί Οργανισμοί .

1.4.3. Ανάλυση Στοιχείων που Επηρεάζουν την Κεφαλαιακή Διάρθρωση

Όπως παρουσιάσαμε στο Κεφαλαίο 1.2. η **κεφαλαιακή διάρθρωση** είναι συνδυασμός μακροπροθέσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης.

Καταρχάς πρέπει να εξεταστεί εάν το ύψος των υποχρεώσεων είναι δυνατόν να προκαλέσει προβλήματα ρευστότητας στην εταιρία. Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούνται οι δείκτες ρευστότητας που έχουμε ήδη αναφέρει αλλά συνεκτιμώνται και άλλοι παράγοντες όπως η συμμετοχή των χρηματοοικονομικών εξόδων επί των πωλήσεων, ο λόγος των ιδίων προς τα συνολικά κεφάλαια, κλπ. Όταν οι άλλοι παράγοντες είναι σταθεροί, η ρευστότητα μιας εταιρίας είναι τόσο καλύτερη, όσο:

- χαμηλότερο είναι το ύψος των συνολικών υποχρεώσεων.
- υψηλότερο είναι το ποσοστό των μακροπροθέσμων επί των συνολικών υποχρεώσεων.
- όσο υψηλότερο ποσοστό των υποχρεώσεων δεν συνεπάγεται χρηματική εκροή όπως μερίσματα πληρωτέα με τη διάθεση μετοχών, προκαταβολές πελατών, κλπ.
- όσο μεγαλύτερη είναι η μέση περίοδος αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων

Επίσης, ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δοθεί στην περίπτωση που η εταιρία έχει συνάψει ομολογιακό δάνειο μετατρέψιμο σε μετοχές. Στο ομολογιακό αυτό δάνειο ο

ομολογιούχος έχει τη δυνατότητα (αλλά όχι και την υποχρέωση) να μετατρέψει σε συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία τις ομολογίες της εταιρίας που κατέχει σε μετοχές της εταιρίας, σύμφωνα με προκαθορισμένη σχέση ανταλλαγής (π.χ. στις 31-12- 2010 ο ομολογιούχος έχει το δικαίωμα μετατροπής κάθε ομολογίας του σε δύο μετοχές). Είναι προφανές ότι ο ομολογιούχος στις 31-12-2010 θα προτιμήσει να μην εισπράξει το ποσό της ομολογίας και άντ' αυτού να αποκτήσει δωρεάν τις δύο μετοχές αν η τιμή των δύο μετοχών την ημέρα εκείνη είναι υψηλότερη της τιμής της ομολογίας.

Η περίπτωση του ομολογιακού δανείου μετατρέψιμου σε μετοχές πρέπει να μας απασχολήσει στην περίπτωση που:

α) βρισκόμαστε σχετικά κοντά στην ημερομηνία του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές και η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι τέτοια ώστε να προβλέπεται ότι οι ομολογιούχοι δεν θα ασκήσουν το δικαίωμα μετατροπής οπότε θα πρέπει να λάβουμε υπόψη ότι θα καταβληθεί ένα μεγάλο ποσό μετρητών από την εταιρία, γεγονός που ενδέχεται να επηρεάσει σημαντικά τη ρευστότητά της.

β) η τρέχουσα τιμή της μετοχής εκτιμάται ότι θα είναι κατά πολύ ανώτερη από την τιμή της ομολογίας οπότε προβλέπεται ότι οι ομολογιούχοι θα σπεύσουν να μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε μετοχές. Τότε θα πρέπει να συνεκτιμηθεί ότι η μετατροπή δεν θα επιδεινώσει μεν τη ρευστότητα της εταιρίας αλλά θα ζημιώσει τους ήδη μετόχους της εταιρίας ιδίως στην περίπτωση που οι νέες μετοχές που θα εκδοθούν λόγω της μετατροπής του ομολογιακού δανείου είναι πολλές καθώς θα μειωθούν τα κέρδη ανά μετοχή ή στην περίπτωση που το επιτόκιο του ομολογιακού δανείου είναι χαμηλό (οπότε τα έξοδα τόκων είναι χαμηλά).

Ένα άλλο σημαντικό δεδομένο που αυξάνει το κόστος δανεισμού είναι η επιβολή πρόσθετων περιοριστικών όρων από τους δανειστές, που σκοπό έχουν να προστατέψουν τους δανειστές από τυχούσα απρόβλεπτη επιβάρυνσή τους προς όφελος των μετόχων. Μερικά παραδείγματα περιοριστικών όρων θα μπορούσαν να είναι περιορισμοί στην καταβολή μερισμάτων στους κοινούς μετόχους, διαμόρφωση ειδικού αποθεματικού επί των κερδών, αγορά ή πώληση περιουσιακών στοιχείων κλπ. Η ύπαρξη περιοριστικών όρων στα δανεικά κεφάλαια μιας επιχείρησης περιορίζει την αποτελεσματικότητα με την οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση. Επιπλέον η διοίκηση της επιχείρησης καλείται να ελέγχει τακτικά η εκπλήρωση των περιοριστικών αυτών όρων, που αποτελεί κόστος

δανεισμού και συμβάλλει στην αύξηση βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή μείωση ρευστότητας, και στην μείωση μετοχικής απόδοσης.

1.5.Διαχείριση Επιχειρηματικού Κινδύνου

Οι κίνδυνοι που μπορεί να προκύψουν, σε κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα, προέρχονται κυρίως από το εξωτερικό της περιβάλλον και συνοψίζονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- Απρόβλεπτες αλλαγές στο οικονομικό περιβάλλον. Τάσεις αύξησης του πληθωρισμού μπορεί να επηρεάσουν αρνητικά τη σύναψη κάποιων μακροχρόνιων εμπορικών συμφωνιών. Επίσης επιδρούν αυξητικά στα επιτόκια, άρα και στο κόστος δανεισμού. Τέλος, από τον πληθωρισμό επηρεάζεται η συναλλαγματική ισοτιμία, πράγμα που έχει επίπτωση στις εισαγωγές και εξαγωγές.
- Νομοθετικός και πολιτικός κίνδυνος. Είναι δυνατόν κάποιες κυβερνητικές αποφάσεις που συνοδεύονται ή όχι από νομοθετικές ρυθμίσεις να έχουν αρνητικό αντίκτυπο σε κάποιο επιχειρηματικό κλάδο ή σε κάποια κατηγορία επιχειρήσεων. Επίσης, αλλαγές στο ισχύον νομικό πλαίσιο που αφορούν θέματα φορολογικά, εργασιακά, αναπτυξιακά κ.α.

Οι μέθοδοι αντιμετώπισης των ανωτέρω κινδύνων από μια επιχείρηση είναι μάλλον περιορισμένες. Η μόνη προετοιμασία που οφείλει να κάνει μια επιχείρηση είναι να διατηρεί ανεπτυγμένα τα αντανακλαστικά της και την ευελιξία προσαρμογής της σε αλλαγές του εξωτερικού περιβάλλοντος. Ο κίνδυνος πρέπει να προσδιορίζεται ανά πάσα στιγμή, τόσο όσον αφορά τη μορφή του όσο και τις επιπτώσεις του και την έκταση που αυτές θα έχουν αν αυτός προκύψει ως γεγονός. Σε τέτοιες περιπτώσεις, θα πρέπει να αξιοποιηθούν έγκαιρα οι διαθέσιμες πληροφορίες οι οποίες θα πρέπει να λαμβάνονται συνεχώς και διαχρονικά. Με αυτά τα δεδομένα, η επιχείρηση μπορεί να προσαρμοστεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο στις συνθήκες, ενεργοποιώντας το πλέον κατάλληλο χρηματοοικονομικό εργαλείο αντιμετώπισης του εκάστοτε κινδύνου.

1.6. Σχέση Ρευστότητας, Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων και Αποδοτικότητας σε Συνθήκες Επιχειρηματικής Αβεβαιότητας

Η ρευστότητα του μόνιμου κυκλοφορούντος ενεργητικού και γενικότερα η διάρθρωση του κεφαλαίου κινήσεώς της καθορίζονται από τις διοικητικές αποφάσεις της επιχείρησης. Αυτές αφορούν διοίκηση αποθεμάτων, μετρητών, προσωρινών επενδύσεων (χρεογράφων) και πιστωτική πολιτική. Λαμβάνονται υπόψη οι γενικές αρχές που ορίζουν ότι η απόδοση των επενδύσεων

- είναι αντιστρόφως ανάλογη του βαθμού ρευστοποίησης του ενεργητικού και
- είναι ευθέως ανάλογη της συμμετοχής των παγίων στο σύνολο του ενεργητικού.

Η αποδοτικότητα της επιχείρησης είναι ευθέως ανάλογη με το ποσοστό συμμετοχής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στη χρηματοδότηση των στοιχείων του ενεργητικών. Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις επηρεάζουν άμεσα τα ταμειακά προγράμματα μιας επιχείρησης. Ενέχει μεγαλύτερο κίνδυνο, ο οποίος συνίσταται:

- στην πιθανότητα ανανέωσης ή εξόφλησης των δανείων κάτω από δυσμενείς συνθήκες,
- στο να προκύψουν διακυμάνσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων,
- στην αντιμετώπιση απρόβλεπτων καταστάσεων (εργατικά προβλήματα, κάμψη της ζήτησης ή ισχυρές αναγκαστικές πιέσεις κ.ο.κ.),
- στην πιθανότητα να βρεθεί η επιχείρηση με ανεπαρκή μετρητά.

Όπως είναι φυσικό, γεγονότα όπως τα ανωτέρω θα είχαν ως αποτέλεσμα τη μείωση των κερδών της. Κατά συνέπεια, αδυναμία εξασφάλισης νέας χρηματοδότησης από τις τράπεζες. Είναι δυνατόν σε τέτοια περίπτωση να αναγκαστεί η επιχείρηση είτε σε ρευστοποίηση περιουσιακών της στοιχείων ή ακόμα και σε χρεοκοπία.

Από τα παραπάνω προκύπτει ότι υπάρχει μια δυναμική ισορροπία μεταξύ της επιδίωξης της επάρκειας των μετρητών και της μεγιστοποίησης των κερδών. Η ρευστότητα, όσο επιθυμητή κι αν είναι, υπάρχει κίνδυνος να δημιουργήσει αδρανή κεφάλαια στο ταμείο

που δεν αποδίδουν. Από την άλλη πλευρά, αν τα μετρητά επενδυθούν, προσθέτουν αξία στο ενεργητικό της επιχείρησης η οποία όμως εκφράζεται σε γραμμάτια εισπρακτέα, απαιτήσεις, αποθέματα, πάγια κ.λ.π. και όχι ρευστά διαθέσιμα. Απομένει λοιπόν στην ευθύνη της διοίκησης της επιχείρησης να αποφασίσει και να υλοποιήσει με συνέπεια την πολιτική της για τον προσδιορισμό και την διατήρηση ενός βέλτιστου σημείου ισορροπίας μεταξύ ρευστότητας και αποδοτικότητας.

Σε ότι αφορά την αποδοτικότητα σε συνθήκες αβεβαιότητας, υπάρχει και εδώ ένα είδος δυναμικής ισορροπίας μεταξύ αποδοτικότητας και αβεβαιότητας, της οποίας η οικονομική διεύθυνση μιας επιχείρησης πρέπει να βρει το βέλτιστο σημείο. Η υψηλή αποδοτικότητα επιτυγχάνεται αφενός με μεγαλύτερες επενδύσεις σε πάγια και αφετέρου με μεγαλύτερο ποσοστό βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης των ενεργητικών. Όμως, μια τέτοια πολιτική, έχει ως συνέπεια την αύξηση του κινδύνου, ο οποίος επιτείνεται και από την αβεβαιότητα που υπάρχει στις ταμειακές ροές μιας επιχείρησης, τόσο στο χρόνο όσο και στο μέγεθός της.

1.7. Η Σημασία των Ταμειακών Ροών για την Ομαλή Επιχειρηματική Λειτουργία

Προκειμένου να συνθέσουν την κεφαλαιακή τους διάρθρωση οι επιχειρήσεις, ακολουθούν τον γενικό κανόνα που υπαγορεύει ότι κάθε στοιχείο του ενεργητικού τους θα πρέπει να χρηματοδοτείται από κεφάλαιο ανάλογης προθεσμίας της ταχύτητας κυκλοφορίας του. Έτσι, χαμηλής κυκλοφορίας ενεργητικά στοιχεία όπως τα πάγια, να χρηματοδοτούνται με ίδια κεφάλαια ή το πολύ μακροπρόθεσμα δάνεια. Ανάλογα, τα μόνιμα κυκλοφορούντα ενεργητικά –αποθέματα κλπ- που η αναγκαιότητά τους προκύπτει από την αύξηση των πωλήσεων της επιχείρησης, ενδείκνυται να χρηματοδοτηθούν με μακροπρόθεσμο χρέος ή ίδια κεφάλαια. Γενικά, ο τρόπος χρηματοδότησης του κυκλοφορούντος ενεργητικού προκύπτει από την ρευστότητα της επιχείρησης και την αλληλεπίδραση της επιδιωκόμενης αποδοτικότητας με τον χρηματοδοτικό κίνδυνο. Ο χρηματοδοτικός κίνδυνος αφορά την πιθανότητα αδυναμίας εξόφλησης των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης, σε κάθε δεδομένη χρονική στιγμή.

Η επίτευξη ισορροπίας μεταξύ ρευστότητας και αποδοτικότητας, αποτελεί τον κύριο στόχο της διοίκησης των χρηματικών διαθέσιμων μιας επιχείρησης. Τα ρευστά διαθέσιμα της επιχείρησης αποτελούνται από:

- α) τα μετρητά στο ταμείο,
- β) τα υπόλοιπα λογαριασμών όψεως σε τράπεζες και
- γ) χρηματογرافά όπως επιταγές κ.λ.π.

Τα ρευστά διαθέσιμα αποτελούν την κινητήρια δύναμη στη λειτουργία της επιχείρησης. Οι βραχυχρόνιες ανάγκες σε μετρητά και οι πηγές χρηματοδότησής τους προσδιορίζονται από **το ταμειακό προϋπολογισμό** μιας επιχείρησης και προέρχονται από τις πωλήσεις. Οι πωλήσεις επί πιστώσει δημιουργούν επιβράδυνση στις εισροές και επιβάρυνση του ταμειακού προγράμματος, εξαιτίας των κάτωθι παραγόντων:

- χρηματοοικονομικό κόστος για την επιχείρηση από τον ετεροχρονισμό της είσπραξης και ουσιαστικά την άτοκη χρηματοδότηση των πελατών της,
- διεύρυνση του κινδύνου για επαύξηση των επισφαλών απαιτήσεων.

Μόνιμος επιθυμητός στόχος των επιχειρήσεων είναι η κατά το δυνατόν συντομότερη είσπραξη ενός τιμολογίου. Όμως αυτό εξαρτάται από το γενικότερο οικονομικό και ανταγωνιστικό περιβάλλον, τον κλάδο στον οποίο λειτουργεί η επιχείρηση και φυσικά την οικονομική της ευρωστία.

Οι εκροές που σηματοδοτούν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις είναι :

- μισθοδοσία προσωπικού,
- εισφορές ασφαλιστικών ταμείων,
- πληρωμές φόρων,
- αποπληρωμή τοκοχρεολυσίων.
- πληρωμές ασφαλίσεων,
- πληρωμές προμηθευτών για αγορά πρώτων υλών και εμπορευμάτων,
- αγορές νέων παγίων,
- πληρωμές μερισμάτων.

Ενώ η πρόβλεψη των εισπράξεων της επιχείρησης γίνεται με μεγάλο ποσοστό αβεβαιότητας, αντίθετα οι υποχρεώσεις της είναι γνωστές με μεγαλύτερη ακρίβεια και ως εκ τούτου μπορούν ευκολότερα να προσδιοριστούν οι πληρωμές τους, τόσο χρονικά όσο

και ποσοτικά. Η ταμειακή θέση της επιχείρησης προσδιορίζεται από τη σύγκριση των εισπράξεων με τις πληρωμές σε κάθε χρονική στιγμή κατά τη διάρκεια της προγραμματιζόμενης περιόδου. Προκειμένου οι επιχειρήσεις να είναι σε θέση να εξασφαλίσουν την επαρκή ρευστότητα για την εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και την κάλυψη κεφαλαίου κίνησης πρέπει να παρακολουθήσουν τακτικά και να προγραμματίσουν τις ταμειακές τους ροές.

1.8. Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας

Οι δείκτες αποδοτικότητας αποτελούν σημαντικά κριτήρια, βάσει των οποίων εξάγουμε συνολικά συμπεράσματα για την αποτελεσματική ή όχι άσκηση της διοικήσεως, όπως αυτή κρίνεται εκ του αποτελέσματος με βάση το επίπεδο των κερδών της, την αποτελεσματική αξιοποίηση των βασικών δραστηριοτήτων της. Τους δείκτες αυτούς τους αναλύουμε και τους ερμηνεύουμε διαχρονικά, βάσει των οικονομικών στοιχείων της επιχείρησης για μια συγκεκριμένη περίοδο, ή τους ερμηνεύουμε συγκριτικά με τους αντίστοιχους δείκτες του κλάδου ή άλλων ανταγωνιστικών επιχειρήσεων για την ίδια χρονική περίοδο. Η έννοια της αποδοτικότητας αναφέρεται στην ικανότητα μιας επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη. Η διοίκηση μιας επιχείρησης συνήθως αμείβεται με βάση τις επιτεύξεις της και την καλύτερη ένδειξη για τις επιτεύξεις της παρέχουν οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας, αμοιβής.

Οι δείκτες αποδοτικότητας είναι οι ακόλουθοι:

1. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά Κέρδη χρήσης / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Αποτελεί τον βασικό δείκτη τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης.

Ο δείκτης αυτός είναι ένας ακόμη σπουδαίος δείκτης που απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος

πραγματοποιήσεως ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος. Αφορά άμεσα τον επιχειρηματία και τους μετόχους αφού παρέχει πληροφορίες για επιτυχία ή όχι τοποθέτηση και απόδοση των κεφαλαίων τους. Εκφράζεται από το πηλίκο της διαιρέσεως των καθαρών λειτουργικών κερδών της χρήσης, με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της επιχειρήσεως. Πολλαπλασιαζόμενος επί 100, μας δίνει το ποσοστό των καθαρών κερδών πάνω στα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, απεικονίζοντας έτσι, τη δυναμική της ικανότητα να πραγματοποιεί κέρδη.

Πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι ο δείκτης αυτός συναρτάται από το ύψος των ξένων κεφαλαίων που έχουν επενδυθεί μέσα στην επιχείρηση. Όταν αυξάνουν κατά τρόπο ανορθόδοξο και δεν αξιοποιούνται ορθολογικά, έχουν ως αποτέλεσμα τις αλυσιδωτές αυξήσεις σε τόκους, χρηματοοικονομικά έξοδα κ.λπ. και την μείωση του καθαρού κέρδους. Ακόμη, η είσπραξη νέων ιδίων κεφαλαίων (μετοχικού κεφαλαίου και καταθέσεων των μετόχων) μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της ιδιοφελούς αποδοτικότητας, όταν τα κεφάλαια ή μέρος αυτών παραμένουν αχρησιμοποίητα για αρκετά μεγάλο χρονικό διάστημα κατά τη διάρκεια της χρήσης.

2. Δείκτης Μεικτού Κέρδους = Μεικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης / Κύκλος Εργασιών (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μεικτό περιθώριο κέρδους, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μεικτού κέρδους τόσο καλύτερη από άποψης κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ένας υψηλός δείκτης μεικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές.

3. Δείκτης Καθαρού Κέρδους = Καθαρά Κέρδη Χρήσης / Κύκλος Εργασιών (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως καθαρό περιθώριο κέρδους, προσδιορίζει το κέρδος από τις λειτουργικές δραστηριότητες, δηλαδή το ποσοστό κέρδους που μένει στην επιχείρηση μετά την αφαίρεση από τις καθαρές πωλήσεις του κόστους πωληθέντων

και των λοιπών εξόδων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης τόσο πιο επικερδής είναι η επιχείρηση.

4. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού = Καθαρά Κέρδη Χρήσης/ Σύνολο Ενεργητικού (%)

Η απόδοση ενεργητικού μιας επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Δηλαδή ο δείκτης αυτός μετρά την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) μιας επιχείρησης (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008). Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Ο δείκτης φανερώνει την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντάς» τα ανάλογα. Δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές.

1.9. Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

Μια επιχείρηση οφείλει να διατηρεί επαρκείς χρηματικούς πόρους για να πληρώνει όλους τους νόμιμους λογαριασμούς όταν εμφανίζονται. Όταν όμως δεν τακαταφέρνει, σημαίνει ότι έχει εξαντλήσει τη ρευστότητά της και βρίσκεται σε πολύσοβαρή χρηματοοικονομική κατάσταση. Οι δείκτες ρευστότητας είναι μια ομάδακριτηρίων που σκοπό έχουν την μέτρηση της ικανότητας της επιχείρησης να ανταπεξέρχεται στις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της και γενικότερα στις τρέχουσεςβραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Τα μέσα που χρησιμοποιεί για αυτό το σκοπόείναι μετρητά, καταθέσεις σε τράπεζες, επιταγές και ακόμη απαιτήσεις απόλογαριασμούς χρεωστών, πελατών και γραμματίων εισπρακτέων.Οι δείκτες Ρευστότητας είναι οι ακόλουθοι:

1. Δείκτης Γενικής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικού / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (φορές)

Ο αριθμοδείκτης αυτός δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων

μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση.

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας εκφράζει την ικανότητα της επιχείρησης να αντιμετωπίζει τις τρέχουσες (βραχυπρόθεσμες) υποχρεώσεις της. Δηλαδή αποτελεί δείκτη, ο οποίος χρησιμοποιείται για τον υπολογισμό του βαθμού ασφαλείας των βραχυπροθέσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.

Ο δείκτης αυτός υπολογίζεται διαιρώντας το κυκλοφορούν ενεργητικό με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και μας δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξοφλήσει σε μια διαδεδομένη χρονική στιγμή, τις υποχρεώσεις της με την ρευστοποίηση των κυκλοφορούντων περιουσιακών της στοιχείων. Όμως υπάρχει περίπτωση μια επιχείρηση ενώ παρουσιάζει ισχυρό δείκτη να παρουσιάζει ταμειακά προβλήματα και αυτό οφείλεται στο ότι δεν έχει γίνει διάκριση μεταξύ διαφόρων τύπων κυκλοφορούντος ενεργητικού και έτσι ορισμένοι να έχουν μεγαλύτερη ρευστότητα από άλλους. Επίσης ενδέχεται κατά την διάρκεια ρευστοποίησης των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης να προκύψουν ζημιές, δηλ. να ρευστοποιηθούν στοιχεία του ενεργητικού σε τιμές μικρότερες των λογιστικών αξιών. Σε αυτήν την περίπτωση η παρουσία υψηλού κυκλοφορούντος ενεργητικού παρέχει εγγύηση στους πιστωτές για την κάλυψη αυτών των ζημιών. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης γενικής ρευστότητας, τόσο καλύτερη είναι η θέση της επιχείρησης από άποψη ρευστότητας.

Συνοπτικά :

- Μια χαμηλή τιμή του δείκτη δείχνει την ύπαρξη αδυναμίας κάλυψης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της επιχείρησης.
- Αντιθέτως, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή του δείκτη τόσο καλύτερη θεωρείται η επιχείρηση από άποψη ρευστότητας.
- Συνήθως ένας αριθμοδείκτης που κυμαίνεται γύρω στο 2 θεωρείται ιδανικός δείκτης για την εταιρία.
- Το αποτέλεσμα του κλάσματος μας υποδεικνύει πόσες φορές εάν ρευστοποιήσουμε τα κυκλοφοριακά στοιχεία του ενεργητικού καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

2. Δείκτης «Ειδικής» ή «Άμεσης» Ρευστότητας= (Κυκλοφορούν ενεργητικό – Αποθέματα)/ Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (φορές)

Δεν περιλαμβάνονται: τα αποθέματα πρώτων και βοηθητικών υλών, ημικατεργασμένων και ετοιμών προϊόντων και οι προκαταβληθείσες δαπάνες. Ο δείκτης αυτός είναι ένα αυστηρότερο κριτήριο ρευστότητας της επιχείρησης. Σύμφωνα με αυτήν την άποψη, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης πρέπει να καλύπτονται εξ ολοκλήρου από τα σχετικά εύκολα ρευστοποιημένα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, δηλαδή τα ταμειακά διαθέσιμα, τις απαιτήσεις κ. τους πελάτες. Μας δείχνει πόσες φορές τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης είναι σε θέση να καλύψουν τις βραχυχρόνιες υποχρεώσεις της. Ο δείκτης ειδικής ρευστότητας υπολογίζεται αν από το κυκλοφορούν ενεργητικό αφαιρεθούν τα αποθέματα και το υπόλοιπο διαιρεθεί με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Εάν ο δείκτης κυμαίνεται γύρω στη μονάδα είναι καλή ένδειξη για την επιχείρησή μόνο αν δεν παρουσιάζει στις απαιτήσεις της επισφαλείς ή ανεπίδεκτες εισπράξεις απαιτήσεις και αν η περίοδος είσπραξης των απαιτήσεων και εξόφλησης των υποχρεώσεων της επιχείρησης είναι περίπου ίσες. Επειδή όμως, αυτό είναι δύσκολο πρακτικά κρίνεται σκόπιμο οι απαιτήσεις να παρουσιάζονται μειωμένες ώστε να υπολογιστεί ο αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας.

Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης ειδικής ρευστότητας, ο οποίος παρουσιάζει αποτέλεσμα μικρότερο της μονάδας, μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η επιχείρηση να βασίζεται στις μελλοντικές της πωλήσεις, ώστε να μπορέσει να εξασφαλίσει έναν ικανοποιητικό βαθμό ρευστότητας. Εάν όμως, για οποιονδήποτε λόγο προβλέπεται μείωση των μελλοντικών πωλήσεων, τότε η επιχείρηση μπορεί, είτε να δανειστεί χρήματα είτε να εκδώσει μετοχές.

3. Δείκτης Ταμειακής Ρευστότητας = Χρηματικά Διαθέσιμα/Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (φορές)

Ο δείκτης ταμειακής ρευστότητας προσδιορίζει την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της με τα διαθέσιμα της. Προσδιορίζει, δηλαδή, την

ικανότητα να εξοφλεί με μετρητά τις υποχρεώσεις της αυτές. Στα ταμιακά διαθέσιμα περιλαμβάνονται και οι καταθέσεις όψεως τατοκομερίδια που έληξαν, οι επιταγές και το συνάλλαγμα. Δείχνει πόσες φορές τα διαθέσιμα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης καλύπτουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρήση του μας βοηθάει στο να υπολογίσουμε εάν τα μετρητά μιας επιχείρησης είναι επαρκή ή όχι ώστε να μπορέσει να εξοφλήσει τις τρέχουσες και ληξιπρόθεσμες ανάγκες της. Ο δείκτης μπορεί να χαρακτηριστεί επαρκής όταν κυμαίνεται ανάμεσα στο 35% - 45%. Ένας πολύ χαμηλός αριθμοδείκτης δεν σημαίνει πως υπάρχει απαραίτητα πρόβλημα ρευστότητας μπορεί όμως να σχετίζεται με κάποιο επενδυτικό πρόγραμμα εξαιρετικά επωφελές για την επιχείρηση ή μπορεί να αποτελεί ένδειξη μιας προεγκριθείσας δυνατότητας δανεισμού της επιχείρησης ανά πάσα χρήση. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

1.10. Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης και Βιωσιμότητας. Αριθμοδείκτες Οικονομικής Μοχλεύσεως

Οι δείκτες ρευστότητας μας δείχνουν την ικανότητα της επιχείρησης να επιβιώσει σε μικρό χρόνο πληρώνοντας τις τρέχουσες υποχρεώσεις της ενώ η κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης έχει μεγαλύτερη επίπτωση στην μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα αυτής.

Η διαδικασία προσδιορισμού της οικονομικής καταστάσεως μιας επιχείρησης από μακροχρόνια σκοπιά, περιλαμβάνει την ανάλυση της διάρθρωσης των κεφαλαίων της. Οι Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης δείχνουν την ποσοστιαία συμμετοχή των διαφόρων μορφών κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο της επιχείρησης και τη δυνατότητα επιβίωσης της μακροχρόνια. Είναι φανερό ότι οι διάφορες μορφές δανειακών κεφαλαίων μιας επιχείρησης περικλείουν και διαφορετικά ποσοστά κινδύνου για τους πιστωτές της. Η σπουδαιότητα της διάρθρωσης των κεφαλαίων απορρέει από την ουσιαστική διαφορά που υπάρχει μεταξύ των ιδίων και των δανειακών κεφαλαίων.

Η επίδραση των δανειακών κεφαλαίων στα κέρδη μιας επιχείρησης είναι θετική και επωφελής, αν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από την αποδοτικότητα του συνόλου των απασχολούμενων κεφαλαίων.

Η διαφορά αυτή δείχνει την επίδραση που ασκεί η χρησιμοποίηση των δανειακών κεφαλαίων επάνω στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης. Η επίδραση αυτή μπορεί να μετρηθεί με τον υπολογισμό του

αριθμοδείκτοικονομικής μοχλεύσεως, ο οποίος βρίσκεται αν διαιρέσουμε την αποδοτικότητα τωνιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης με την αποδοτικότητα του συνόλου τωναπασχολούμενων κεφαλαίων της.(Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008)

Η κεφαλαιακή διάρθρωση μιας επιχείρησης επηρεάζει την αποδοτικότητα, τηρευστότητα, την ανάπτυξη, το επίπεδο κινδύνου της κλπ, γι' αυτό η μελέτη της έχει προσελκύσει το ενδιαφέρον του ακαδημαϊκού και επαγγελματικού κόσμου εδώ και αρκετές δεκαετίες. Μεγαλύτερη προσοχή έχει δοθεί στη σχέση μεταξύ κεφαλαιακής δομής και αξίας της επιχείρησης, όπου κυριαρχούν τρεις βασικές απόψεις, οι οποίες όμως παρουσιάζουν σημαντικές διαφορές μεταξύ τους:

1. Η άποψη της αξιολόγησης της επιχείρησης στη βάση των καθαρών κερδών (NetIncomeApproach), σύμφωνα με την οποία η διεύρυνση της συμμετοχής των δανειακών κεφαλαίων μειώνει το μέσο κόστος των συνολικών κεφαλαίων και επομένως αυξάνει την αξία της επιχείρησης.
2. Η άποψη της αξιολόγησης της επιχείρησης στη βάση των καθαρών κερδών προσανξημένων κατά τους χρεωστικούς τόκους (NetOperatingIncomeApproach), που θεωρεί ότι η κεφαλαιακή διάρθρωση δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης.Σπουδαιότεροι υποστηρικτές αυτής της άποψης είναι οι ModiglianiandMiller, οι οποίοι βασίζουν τη θέση τους στο γεγονός ότι οι τόκοι εκπίπτουν από το φορολογητέο εισόδημα με αποτέλεσμα τη μείωση του πραγματικού κόστους δανεισμού (π) κάτω από το ονομαστικό επιτόκιο (i), ήτοι $\pi = i(1-\phi)$, όπου ϕ = συντελεστής φορολογίας εισοδήματος.
3. Η “Παραδοσιακή άποψη” (TraditionalApproach), κατά την οποία υπάρχει μια άριστη σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων με αντίστοιχα αποτελέσματα στην αξία της. Αν οι κεφαλαιαγορές ήταν τέλειες, οι επενδυτές θα αξιολογούσαν τις επιχειρήσεις με κοινά κριτήρια. Ακόμη, οι εκτιμήσεις τους για τις μελλοντικές εξελίξεις δεν θα διέφεραν σημαντικά, όπως οι δυνατότητες δανεισμού και το αντίστοιχο κόστος. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, ο επενδυτής θα μπορούσε να επιλέξει το επίπεδο δανειακής επιβάρυνσής του, επενδύοντας σε επιχειρήσεις με αντίστοιχη κεφαλαιακή διάρθρωση ή δανειζόμενος ο ίδιος, διότι θα υπήρχε τέλεια υποκαταστασιμότητα μεταξύ του δανεισμού της επιχείρησης και του δανεισμού του επενδυτή. Έτσι η δομή των πηγών χρηματοδότησης δεν θα επηρέαζε την αξία της οικονομικής μονάδας, διότι δεν θα διαφοροποιούσε τη δανειακή επιβάρυνση του επενδυτή.

Όμως η οικονομική πραγματικότητα είναι πολύ διαφορετική, οι δε αποκλίσεις της από την πιο πάνω περιγραφόμενη ιδεατή κατάσταση ποικίλουν από χώρα σε χώρα. Ειδικότερα, οι κεφαλαιαγορές δεν είναι αποτελεσματικές, η ευχέρεια πρόσβασης στις πηγές δανειακών κεφαλαίων διαφέρει μεταξύ των επιχειρήσεων, οι ιδιώτες επενδυτές αντιμετωπίζουν μεγαλύτερες δυσκολίες (σε σχέση με τις οικονομικές μονάδες) για τη χρηματοδότηση τους με δανειακά κεφάλαια, η διόγκωση των υποχρεώσεων δημιουργεί κινδύνους χρεοκοπίας μέσω της επιδείνωσης της ρευστότητας κλπ. Η πιο πάνω κατάσταση οδηγεί στον περιορισμό των χρηματοδοτικών επιλογών, την καθυστέρηση υλοποίησης των αντίστοιχων αποφάσεων και τελικά στην αδυναμία ουσιαστικής μεταβολής της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης, σε πρακτικά σύντομο χρονικό διάστημα. Για το λόγο αυτό, η σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια αποτελεί ένα σημαντικό χαρακτηριστικό γνώρισμα της επιχείρησης, που θα πρέπει να αξιολογείται στη βάση των δικών της, κυρίως, δεδομένων και χρηματοδοτικών ευχερειών, με συνεκτίμηση των γενικότερων συνθηκών της κεφαλαιαγοράς.

Οι δείκτες χρέους ή μόχλευσης δείχνουν τον τρόπο με τον οποίο μια επιχείρηση χρηματοδοτεί τις συνολικές της επενδύσεις(δηλαδή το ενεργητικό της). Οι παράγοντες που επηρεάζουν τις αποφάσεις μιας επιχείρησης για τη διατήρησής της διαδεδομένης διαρθρώσεως κεφαλαίου είναι οι εξής:

- Ο επιχειρηματικός κίνδυνος
- Η θέση της επιχείρησης από άποψη φορολογίας
- Η ικανότητα της επιχείρησης ν' αντλεί κεφάλαια με επωφελείς γι' αυτήν όρους, ακόμη και κάτω από δύσκολες συνθήκες.

Οι σημαντικότεροι δείκτες κεφαλαιακής Διάρθρωσης είναι:

1. Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης = Ξένα Κεφάλαια / Σύνολο Ενεργητικού (%)

Οι δανειστές της επιχείρησης προτιμούν χαμηλά επίπεδα συνολικής δανειακής επιβάρυνσης, διότι όσο μικρότερος είναι ο δείκτης τόσο περισσότερα ίδια κεφάλαια υπάρχουν για να ικανοποιηθούν οι δανειστές σε περίπτωση χρεοκοπίας της επιχείρησης.

Η διαφορά αυτού του δείκτη από το 100 δείχνει το ποσοστό των ξένων κεφαλαίων, που προσφέρθηκαν από τους πιστωτές για τη χρηματοδότηση του ενεργητικού. Οι μέτοχοι προτιμούν ψηλά σχετικά επίπεδα του δείκτη αυτού, διότι με τον τρόπο αυτό μεγεθύνονται τα κέρδη τους

2. Αριθμοδείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης = Ξένα Κεφάλαια/Ίδια Κεφάλαια (%)

Ο αριθμοδείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια χρησιμοποιείται για να διαπιστωθεί αν υπάρχει η όχι υπερδανεισμός σε μια επιχείρηση και εκφράζει τη σχέση μεταξύ των ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό κεφάλαιο + αποθεματικά) προς το σύνολο των ξένων κεφαλαίων (μακροπρόθεσμες + βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις). Δείχνει την ασφάλεια που παρέχει η επιχείρηση στους δανειστές της. Αν είναι μεγαλύτερος της μονάδας, μας δείχνει ότι οι φορείς της επιχείρησης συμμετέχουν σ' αυτήν με περισσότερα κεφάλαια από ότι οι πιστωτές. Αντίθετα, ένας αριθμοδείκτης 0,5 δείχνει ότι μια μονάδα υποχρεώσεων καλύπτεται από 0,5 της μονάδας ιδίων κεφαλαίων και ως εκ τούτου υπάρχει πολύ περιορισμένη εξασφάλιση των πιστωτών της επιχείρησης.

3. Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Πάγια = Ίδια Κεφάλαια / Καθαρά Πάγια (%)

Με τον υπολογισμό του αριθμοδείκτη αυτού σκοπός είναι η εύρεση του τρόπου χρηματοδότησης των παγίων επενδύσεων μιας επιχείρησης. Έτσι όταν τα ίδια κεφάλαια μιας επιχείρησης είναι μεγαλύτερα των επενδύσεων της σε πάγια, τότε ένα μέρος των κεφαλαίων κίνησης αυτής προέρχεται από τους μετόχους της. Αντίθετα, όταν τα ίδια κεφάλαια είναι μικρότερα των επενδύσεων σε πάγια, τότε για τη χρηματοδότηση των παγίων στοιχείων έχουν χρησιμοποιηθεί, εκτός από τα ίδια, και ξένα κεφάλαια.

Η πορεία του αριθμοδείκτη μας δείχνει την πολιτική που ακολουθεί μια επιχείρηση ως προς τον τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της στοιχείων.

4. Αριθμοδείκτης Κάλυψης Χρηματοοικονομικών Δαπανών = Καθαρά Κέρδη προ Τόκων και προ Φόρων / Χρεωστικοί Τόκοι (%)

Ο αριθμοδείκτης κάλυψης των τόκων εκφράζει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, δηλαδή, δείχνει πόσες φορές αυτοί οι τόκοι καλύπτονται από τα καθαρά κέρδη της. Ο δείκτης αυτός παρέχει ένδειξη για το περιθώριο ασφαλείας, που απολαμβάνουν οι μακροχρόνιοι πιστωτές και παρουσιάζει ιδιαίτερη σπουδαιότητα γι' αυτούς, εφόσον εμφανίζει την ικανότητα της επιχείρησης να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της.

Ο αριθμοδείκτης αυτός φανερώνει τη σχέση μεταξύ των καθαρών κερδών μιας επιχείρησης και των τόκων με τους οποίους αυτή επιβαρύνεται μέσα στη χρήση για τα ξένα κεφάλαια. Αποτελεί δηλαδή ένα μέτρο της δανειακής κατάστασής της σε σχέση με τη δυναμικότητά της να επιτυγχάνει κέρδη, καθώς εμφανίζει την ικανότητά της να εξοφλεί τους τόκους των ξένων κεφαλαίων από τα κέρδη της. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

5. Δείκτης Βαθμού Χρηματοδότησης του Πάγιου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μακράς Διάρκειας [$\Delta X M \Delta = (\text{Ιδια Κεφάλαια} + \text{Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις}) / \text{Αναπόσβεστη Αξία παγίων} = (IK + MY) / \Pi.$]

Η τιμή του δείκτη είναι ίση με τη μονάδα όταν τα στοιχεία του ενεργητικού χρηματοδοτούνται, κατά πλήρη αντιστοιχία, με ανάλογης διάρκειας κεφάλαια. Πραγματικά, σύμφωνα με τη θεμελιώδη λογιστική σχέση, το άθροισμα των στοιχείων του παγίου (Π) και του κυκλοφορούντος διαθέσιμου ενεργητικού (ΚΕ), ισούται με το άθροισμα των ιδίων κεφαλαίων (ΙΚ) και των υποχρεώσεων μακράς (ΜΥ) και βραχείας διάρκειας (ΒΥ):

Δηλαδή, όταν ο $\Delta X M \Delta$ είναι ίσος με τη μονάδα ισχύουν ταυτόχρονα οι πιο κάτω δυο σχέσεις:

$IK + MY = \Pi$, δηλαδή τα πάγια χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μακράς διάρκειας.

$KE = BY$, ήτοι το κυκλοφορούν ενεργητικό χρηματοδοτείται με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια.

Η οριακή ισορροπία, όμως, που εκφράζει η μοναδιαία τιμή του $\Delta X M \Delta$ είναι προφανώς εύθραυστη. Γι' αυτό, κρίνεται αναγκαίο να υπάρχουν κάποια περιθώρια, τα οποία θα επιτρέπουν στην επιχείρηση να αντιμετωπίζει τις πληρωμές της χωρίς ιδιαίτερα

προβλήματα. Αυτό σημαίνει ότι οι επιθυμητές τιμές του δείκτη αυτού είναι ανώτερες της μονάδας.

Για $\Delta X M \Delta > 1$, ισχύει :

$$IK + MY > \Pi \text{ και } KE > BY.$$

Προφανώς, η διαφορά $[(IK + MY) - \Pi]$ θα είναι ίση με τη διαφορά $(KE - BY)$. Δηλαδή, τα κεφαλαία μακράς διάρκειας που δεν χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των παγίων, χρηματοδοτούν το κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης. Με τον τρόπο αυτό, δημιουργείται μόνιμο κεφάλαιο κίνησης, το οποίο λειτουργεί εφεδρικά για την αντιμετώπιση των πληρωμών, στις περιπτώσεις που καθυστερεί η ρευστοποίηση των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού. Συμπερασματικά, τιμές του $\Delta X M \Delta$ ανώτερες της μονάδας δείχνουν καλή ρευστότητα, ενώ το αντίθετο συμβαίνει για τιμές κατώτερες της μονάδας.

Πάντως, υπάρχει κάποιο όριο, πέρα από το οποίο η χρησιμοποίηση μακροπρόθεσμων κεφαλαίων μειώνει την αποδοτικότητα της επιχείρησης. Αυτό συμβαίνει διότι, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων παρουσιάζει συνήθως θετική σχέση με τη διάρκεια των κεφαλαίων αυτών. Επομένως, από ένα σημείο και πέρα, η υποκατάσταση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού με μακροπρόθεσμο, συνεπάγεται αυξημένο κόστος χωρίς να προκαλεί αντίστοιχη μείωση του κινδύνου.

Επισημαίνεται ότι, οι τιμές του δείκτη εξαρτώνται και από τη δομή της περιουσίας και των υποχρεώσεων.

1.11.Ανάλυση με Αριθμοδείκτες Τάσης

Η μέθοδος ανάλυσης με αριθμοδείκτες τάσης μας βοηθάει να κάνουμε διαχρονικές αναλύσεις και ορισμένες φορές τονίζει πληροφορίες που δεν ήταν φανερές από την ανάλυση των αριθμοδεικτών.

Ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών τάσης, από τεχνική άποψη, δεν παρουσιάζει καμία δυσκολία: επιλέγεται ένα έτος (ή κάποιο άλλο χρονικό σημείο) ως βάση των υπολογισμών, για αυτό λέγεται και έτος βάσης. Στη συνέχεια, τα ποσά των επιλεγμένων στοιχείων των επόμενων ετών υπολογίζονται ως ποσοστά πάνω στο ποσό του έτους βάσης (το έτος βάσης

είναι ίσο με 100% ή απλά με το 100). Για τον υπολογισμό της σειράς των αριθμοδεικτών τάσης ενός οικονομικού στοιχείου, για καθένα από τα επόμενα έτη της υπό εξέταση χρονικής περιόδου, χρησιμοποιείται ο τύπος:

$$\text{Αριθμοδείκτης τάσης έτους } n = \frac{\text{Αξία μεγέθους έτους } n \times 100}{\text{Αξία μεγέθους έτους βάσης}}$$

Κρίνουμε σκόπιμο να σημειώσουμε ότι επειδή το έτος βάσης αποτελεί τηναφετηρία για όλους τους υπολογισμούς και όλες τις μετέπειτα συγκρίσεις, θα πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο τυπικό ή κανονικό, από την άποψη των συνθηκών λειτουργίας και των αποτελεσμάτων της επιχείρησης ή αλλιώς να αντιπροσωπεύει την καλούμενη «τυπική» ή «ομαλή» δραστηριότητα της επιχείρησης. Γενικά, κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων με αριθμοδείκτες τάσης, ως έτος βάσης λαμβάνεται το πρώτο έτος της χρονικής περιόδου που καλύπτει η ανάλυση, εκτός και αν το έτος αυτό δεν εκπληρώνει τις πιο πάνω προϋποθέσεις του έτους βάσης, οπότε θα πρέπει να επιλεγεί από τον αναλυτή ένα άλλο, πιο αντιπροσωπευτικό έτος. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΙΔΡΑΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ

2.1. Το Ερευνητικό Πλαίσιο Ανάλυσης Επίδρασης της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης στην Τακτοποίηση Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων

Όπως παρουσιάσαμε, ο σκοπός της λήψης επενδυτικών αποφάσεων στο πλαίσιο μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση της αγοραίας αξίας της επιχείρησης και της αύξησης περιουσίας των μετόχων της, με μέγιστο σκοπό την διαρκεί εκμετάλλευση των επενδυμένων κεφαλαίων για την δημιουργία μεγαλύτερων καθαρών κερδών .

Σημαντική προϋπόθεση για την μεγιστοποίηση της παραγωγική εκμετάλλευσης της κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι η ελαχιστοποίηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ή η κάλυψη τους από την διατεθειμένη ρευστότητα και/ ή τις απαιτήσεις από τους πελάτες της εταιρείας.

Πιο συγκεκριμένα, θεωρούμε πως η κεφαλαιακή διάρθρωση συμβάλλει στην μεγιστοποίηση της κερδοφορίας μια επιχείρησης όταν οι εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων δεν καλείται να καλύπτεται με μέρος Ίδιων Κεφαλαίων ή Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων.

Θεωρούμε πως η αποτελεσματική επιχειρηματική εκμετάλλευση της κεφαλαιακής διάρθρωσης δημιουργεί αυξημένο κύκλο πωλήσεων, μεγιστοποιεί τα καθαρά κέρδη, και έτσι ενδέχεται να αυξάνει την διαθέσιμη ρευστότητα που διατίθεται να εξοφλεί και μειώσει και να τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Σύμφωνα με την παραπάνω ερευνητική προϋπόθεση, στα πλαίσια της παρούσας, θα αναλύσουμε εάν η αύξηση κεφαλαιακής διάρθρωσης των εταιρειών του ερευνητικού δείγματος, οδήγησε σε αύξηση κερδοφορίας, και παράλληλα θα μελετήσουμε την διαμόρφωση ρευστότητας, των απαιτήσεων εισπράξεων από πελάτες σε συσχέτιση με το μέγεθος των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Η ερευνητική περίοδος είναι τα διαχειριστικά έτη από 2005 έως 2009.

2.2. Χρηματοοικονομικά «Εργαλεία» Ανάλυσης Επίδρασης της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης στην Ικανότητα Τακτοποίησης Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων των Επιχειρήσεων.

Η μέθοδος που προτείνεται για την ανάλυση της κεφαλαιακής διάρθρωσης των επιχειρήσεων είναι η σύγκριση και συσχέτιση διαφόρων χρηματοοικονομικών δεικτών και η διαχρονική ανάλυση με την χρήση αριθμοδεικτών τάσης των αντιπροσωπευτικών οικονομικών μεγεθών της ερευνητικής διάστασης.

2.2.1. Ανάλυση με Χρηματοοικονομικούς Αριθμοδείκτες

Όπως έχουμε παρουσιάσει, η κεφαλαιακή διάρθρωση είναι συνδυασμός μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων και ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης και δείχνει την έκταση κατά την οποία οι δραστηριότητες μιας επιχείρησης χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Είναι γενικά παραδεκτό πως η χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την αναμενόμενη απόδοση ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης. Αυτό μπορεί να συμβεί όταν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού υπερβαίνει το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Όταν συμβαίνει το αντίθετο μπορεί να πραγματοποιηθούν ζημιές και εάν η επιχείρηση αδυνατεί να καλύψει τις υποχρεώσεις της, πρώτα απ'όλα τις βραχυπρόθεσμες μπορεί να πτωχεύσει. Η παρούσα εργασία αποσκοπεί να αναδείξει ένα μοντέλο μέτρησης κεφαλαιακής διάρθρωσης και συσχετισμού με τις ικανότητες τακτοποίησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των επιχειρήσεων, παίρνοντας ως ερευνητικό δείγμα 10 εταιρειών του κλάδου των αναψυκτικών και ποτών, και αναλύοντας τα χρηματοοικονομικά τους στοιχεία και συμπεριφορές κατά την περίοδο 2005-2009. Οι εταιρείες του ερευνητικού δείγματος είναι οι εξής ανώνυμες εταιρείες: ΓΕΡΓΕΡΗΣ ΑΕ ΑΝΑΠΤΥΞΙΑΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ, ΕΤ.ΑΝ.ΑΠ.ΑΕ SAMARIA, GERANI REFRESHMENTS S.A., GRANINI S.A., INDUSTRY OF JUICES AND WINES, LENTA SA, MILAKIS VENIZELOS SA, VOTHILIA SA, VOTOMOS SA, ZIDIANAKIS SA.

A) Για να εξετάσουμε την κεφαλαιακή διάρθρωση των εταιρειών του δείγματος μας θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω δείκτη:

1. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις/Συνολική Κεφαλαιοποίηση (%),

που απεικονίζει τον βαθμό στον οποίο η επιχείρηση χρησιμοποιεί μακροπρόθεσμο δανεισμό ως μόνιμη πηγή χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της. Η επιστημονική

βιβλιογραφία αναφέρει πώς ένα αποτέλεσμα που κυμαίνεται στο 26%-30% είναι καλή ένδειξη κεφαλαιακής διάρθρωσης. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

Ένας δεύτερος δείκτης που παρουσιάζει τη σχέση μεταξύ μακροπρόθεσμου δανεισμού και ιδίων κεφαλαίων είναι ο δείκτης:

2. Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις/ Ίδια Κεφάλαια(%).

Ένας Δείκτης του παρόντος μοντέλου προτείνεται να είναι ο δείκτης που εκφράζει το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού. Πρόκειται για ένα δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης, που υπολογίζεται ως εξής:

$$\frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Σύνολο Ενεργητικού}}$$

Όσο υψηλότερη είναι η τιμή του δείκτη (%), τόσο καλύτερη κρίνεται η κεφαλαιακή διάρθρωση της εταιρίας εμμέσως δε και η ρευστότητα. Το ποια θεωρείται ικανοποιητική τιμή του δείκτη εξαρτάται και από το αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας. Έτσι, μια ικανοποιητική τιμή του δείκτη για τις εμπορικές εταιρίες είναι αρκετά χαμηλότερη από αυτήν για τις βιομηχανικές επιχειρήσεις διότι οι εμπορικές επιχειρήσεις είναι έντασης κυκλοφοριακού ενεργητικού που μπορεί να χρηματοδοτείται και με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Σε οποιαδήποτε περίπτωση, μια τιμή μεγαλύτερη του 50% θεωρείται ικανοποιητική. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

B) Για την μέτρηση της ρευστότητας των επιχειρήσεων θα χρησιμοποιήσουμε τον παρακάτω δείκτη:

1. Δείκτη Γενικής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό/ Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (φορές).

Το Κυκλοφορούν Ενεργητικό συμπεριλαμβάνει αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα και διαθέσιμα. Οι Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις περιλαμβάνουν προμηθευτές, γραμμάτια πληρωτέα, βραχυπρόθεσμα δάνεια, προκαταβολές πελατών, υποχρεώσεις από φόρους και τέλη, ασφαλιστικούς οργανισμούς, μερίσματα πληρωτέα, πιστωτές διάφοροι και γενικά υποχρεώσεις που λήγουν μέσα στην επόμενη του ισολογισμού χρήση. Γενικά ένας δείκτης γενικής ρευστότητας μεγαλύτερος του 2 θεωρείται καλή ένδειξη. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

Γ) Όσο μεγαλύτερος είναι ο ρυθμός ανάπτυξης της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερες είναι οι χρηματοδοτικές της ανάγκες και τόσο περισσότερα δανειακά κεφάλαια θα χρησιμοποιεί, καθώς έχουν χαμηλότερο συστατικό κόστος από τα μετοχικά.

Όσο μεγαλύτερη είναι η αποδοτικότητα μιας επιχείρησης και δεν βρίσκεται στο στάδιο της ανάπτυξης, τόσο λιγότερα δανειακά κεφάλαια χρησιμοποιεί, καθώς έχει αρκετά κεφάλαια εσωτερικά προκειμένου να καλύψει τις ανάγκες της. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

Για να εκφραστεί ο ρυθμός ανάπτυξης των επιχειρήσεων και ο βαθμός αποδοτικότητάς τους θα χρησιμοποιήσουμε τους εξής δείκτες:

1. Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων = Καθαρά Κέρδη χρήσης / Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός απεικονίζει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης και παρέχει ένδειξη του κατά πόσο επιτεύχθηκε ο στόχος πραγματοποίησης ενός ικανοποιητικού αποτελέσματος από τη χρήση των κεφαλαίων του μετόχου. Με άλλα λόγια, μετρά την αποτελεσματικότητα με την οποία τα κεφάλαια των φορέων της επιχείρησης απασχολούνται σε αυτήν. Αποτελεί τον βασικό δείκτη τον οποίο η διοίκηση μιας εταιρείας σε περίπτωση θετικού αποτελέσματος τείνει να προβάλει με τον πιο επιφανή τρόπο στον ετήσιο απολογισμό χρήσης. (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008).

2. Δείκτης Μεικτού Κέρδους = Μεικτά Κέρδη Εκμετάλλευσης / Κύκλος Εργασιών (%)

Ο αριθμοδείκτης αυτός, γνωστός και ως μεικτό περιθώριο κέρδους, είναι πολύ σημαντικός διότι παρέχει ένα μέτρο αξιολόγησης της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων. Δείχνει δηλαδή τη λειτουργική αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης και την πολιτική τιμών αυτής. Όσο μεγαλύτερος είναι ο αριθμοδείκτης μεικτού κέρδους τόσο καλύτερη από απόψεως κερδών είναι η θέση της επιχείρησης διότι μπορεί να αντιμετωπίσει, χωρίς δυσκολία, μια ενδεχόμενη αύξηση του κόστους των πωλούμενων προϊόντων της. Ένας υψηλός δείκτης μεικτού κέρδους δείχνει την ικανότητα της διοίκησης μιας επιχείρησης να επιτυγχάνει φθηνές αγορές και να πωλεί σε υψηλές τιμές.

3. Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού = Καθαρά Κέρδη Χρήσης/ Σύνολο Ενεργητικού (%)

Η απόδοση ενεργητικού μιας επιχείρησης αντανακλά την ικανότητα της διοίκησης να χρησιμοποιεί τους οικονομικούς πόρους της επιχείρησης για να δημιουργεί καθαρά κέρδη. Δηλαδή ο δείκτης αυτό μετρά την απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) μιας επιχείρησης (Βασιλείου Δ. Ηρειώτης Ν. 2008). Ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μετράει την απόδοση των συνολικών περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης και επιτρέπει την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας της λειτουργίας της. Ο δείκτης φανερώνει την ικανότητά της να μπορεί να επιζήσει οικονομικά και να προσελκύσει κεφάλαια που προσφέρονται για επένδυση, «ανταμείβοντάς» τα ανάλογα. Δεν περιλαμβάνονται οι συμμετοχές.

2.2.2. Αριθμοδείκτες Τάσης

Η μέθοδος ανάλυσης με αριθμοδείκτες τάσης μας βοηθάει να κάνουμε διαχρονικές αναλύσεις πρωταρχικών και βασικών οικονομικών στοιχείων του ισολογισμού που από την ανάλυση με αριθμοδείκτες δεν είναι φανερές. Οι μεταβλητές που συμπεριλαμβάνουμε στην ανάλυση μας είναι:

- Δείκτης Γενικής Ρευστότητας
- Ιδία Κεφαλαία
- Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις
- Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις
- Πωλήσεις
- Καθαρά Κέρδη προ φόρων

2.3. Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Ανάλυσης Αριθμοδεικτών

Τα αποτελέσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης για τους επιλεγμένους δείκτες της παρούσας έρευνας αποτυπώνονται συγκεντρωτικά στους πίνακες 2.1. , 2.2. και 2.3.

Πίνακας 2.1.: Δείκτες Απόδοσης περιόδου 2005-2009

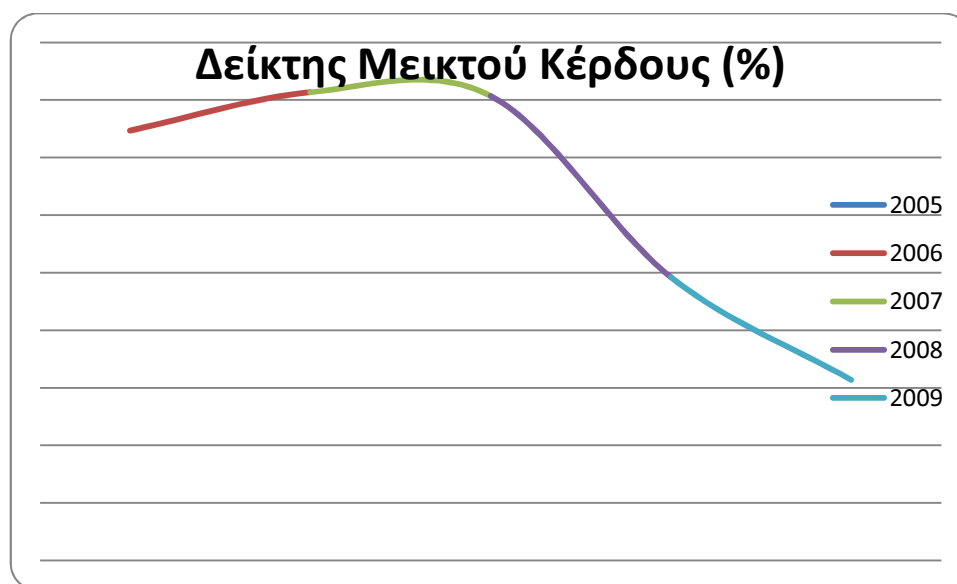
	Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους (%)	Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (%)	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (%)
2009	30,57%	2,47%	5,10%
2008	31,46%	4,27%	8,18%
2007	33,04%	6,03%	10,88%
2006	33,07%	5,67%	5,10%
2005	32,73%	5,79%	5,10%

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Από την αρχή της ανάλυσης μας προκύπτει πως ο κλάδος των αναψυκτικών και ποτών είναι ένας κλάδος που χαρακτηρίζεται από μεγάλη ομοιομορφία τόσο αποτελεσματικότητας όσο και στρατηγικής λειτουργίας, γεγονός που βρίσκει θεωρητική ερμηνεία και στην αρκετά σταθερή αγορά των παραγομένων προϊόντων, και στις εύκολα προϋπολογισμένες αντιδράσεις τις αγορές ως προς την ένταξη νέων προϊόντων. Τα κοινά δεδομένα και γνωστά χαρακτηριστικά στοιχεία της αγοράς των προϊόντων του κλάδου έχουν ως αποτέλεσμα να επιλέξουν οι εταιρείες του κλάδου ομοιόμορφες και σταθερές οικονομικές στρατηγικές που επιβεβαιώνονται και από τις διαχρονικές χρηματοοικονομικές αναλύσεις του κλάδου.

Ο Δείκτης Περιθωρίου Μικτού Κέρδους παρουσιάζει μια ελαφρώς καθοδική πορεία κατά την περίοδο 2005-2009 η οποία κυμαίνεται από 30.57% έως 33, 04%. (Διάγραμμα. 2.1.)

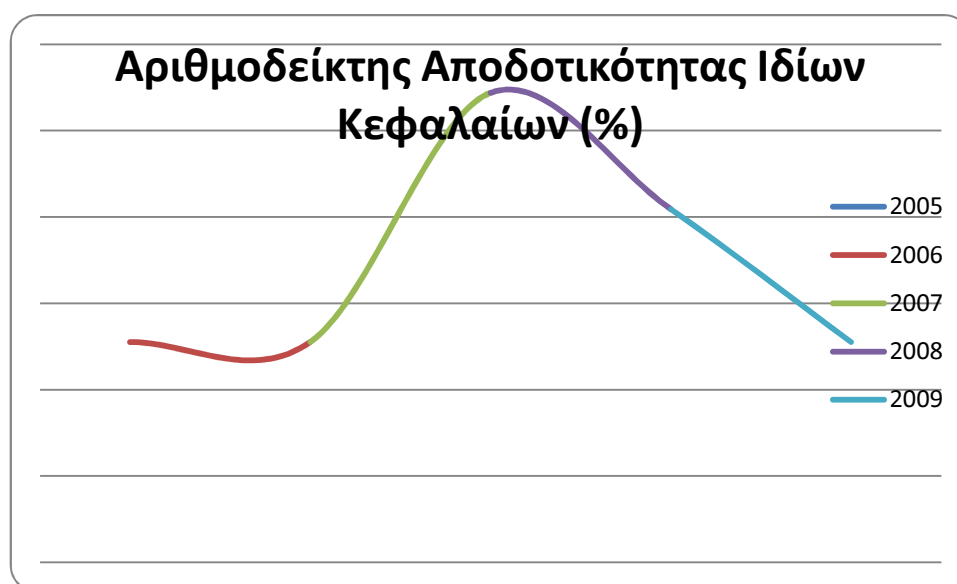
Διάγραμμα 2.1: Δείκτες Μικτού Κέρδους περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Ο Δείκτης Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων δείχνει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκε από τα κεφάλαια των μετόχων, δηλαδή από το μετοχικό κεφάλαιο. Παρατηρούμε μια σταθερή αποτελεσματικότητα του επιπέδου 5,10% με θετικότερες εξελίξεις στο 2007 όταν η απόδοση του δείκτη είχε 8,18% και στο 2008 όταν η απόδοση του δείκτη είχε 10.88%. (Διάγραμμα 2.3.)

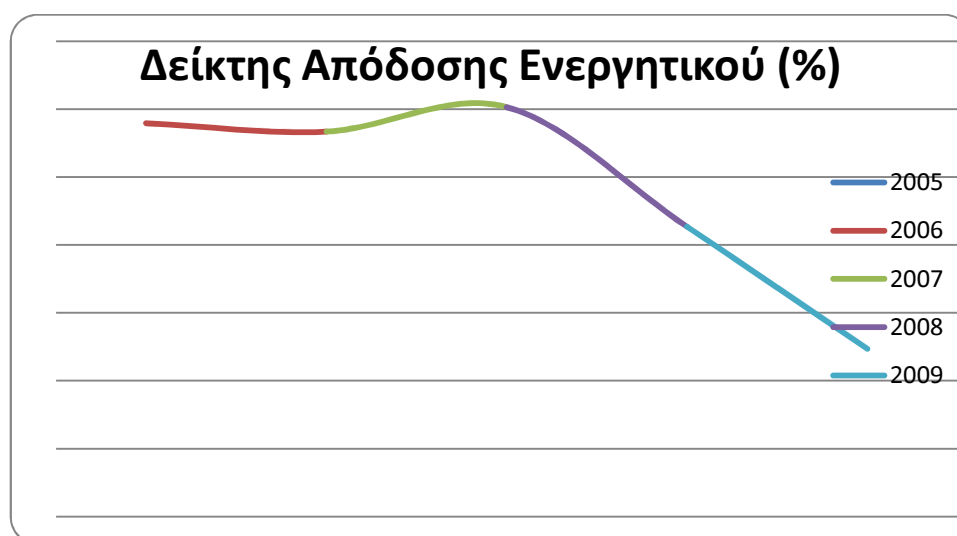
Διάγραμμα 2.2: Δείκτες Απόδοσης Ιδίων Κεφαλαίων περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Ο Δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού δείχνει την απόδοση όλων των επενδυμένων κεφαλαίων. Στην περίπτωση μας ακολουθεί μια ελαφρώς καθοδική πορεία από το επίπεδο 5,74% έως το 2,47%. Το επίπεδο αυτό δεν είναι ικανοποιητικό, όμως η παρούσα εργασία δεν επεκτείνεται πέραν της τακτοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων σε περαιτέρω ερμηνείες και προτάσεις αποτελεσματικότητας.

Διάγραμμα 2.3: Δείκτες Απόδοσης Ενεργητικού περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Πίνακας 2.2.: Δείκτες Γενικής Ρευστότητας περιόδου 2005-2009

	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (φορές)
2009	1,21
2008	1,23
2007	1,52
2006	1,45
2005	1,50

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Από την συσχέτιση των τιμών του Δείκτη Γενικής Ρευστότητας και Δείκτη Μακροπρόθεσμων Δανειακών Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια προκύπτει το ότι οι εταιρείες του ερευνητικού δείγματος διατηρούν χαμηλό επίπεδο ρευστότητας, ωστόσο δεν έχουν προβεί σε υψηλό επίπεδο μακροχρόνιας δανεισμού. Ο Δείκτης Γενικής Ρευστότητας είναι μια ένδειξη ικανότητας εξόφλησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Οι τιμές του δείκτη κυμαίνονται από 1,21 φορές έως 1,52 φορές που αποδεικνύει την σταθερή πορεία της χρηματοοικονομικής διοίκησης του κλάδου.

Διάγραμμα 2.4: Δείκτες Γενικής Ρευστότητας περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

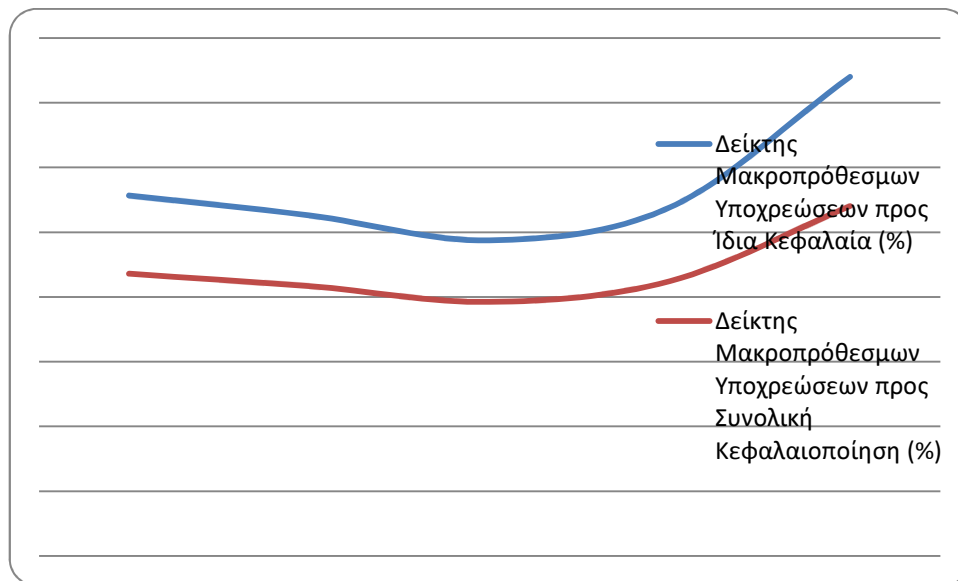
Πίνακας 2.3.: Δείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης Περιόδου 2005-2009

	Δείκτης Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Ίδια Κεφάλαια (%)	Δείκτης Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Συνολική Κεφαλαιοποίηση (%)	Ίδια Κεφάλαια /Σύνολο Ενεργητικού
2009	36,99%	27,00%	48,35%
2008	26,92%	21,21%	52,17%
2007	24,39%	19,61%	55,45%
2006	26,30%	20,83%	54,06%
2005	27,85%	21,78%	55,04%

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Ο Δείκτης Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων προς Συνολική Κεφαλαιοποίηση εκφράζει το ποσοστό χρησιμοποίησης του μακροπρόθεσμου δανεισμού ως μακροπρόθεσμη πηγή χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων. Τα ποσοστά χρήσης του μακροπρόθεσμου δανεισμού ως μακροπρόθεσμη πηγή χρηματοδότησης κυμαίνονται από 19,61% έως 27% ακολουθώντας ομαλή πορεία εξέλιξης (Διάγραμμα 2.3.)

Διάγραμμα 2.4: Δείκτες Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

2.4. Παρουσίαση Αποτελεσμάτων Ανάλυσης με Αριθμοδείκτες Τάσης

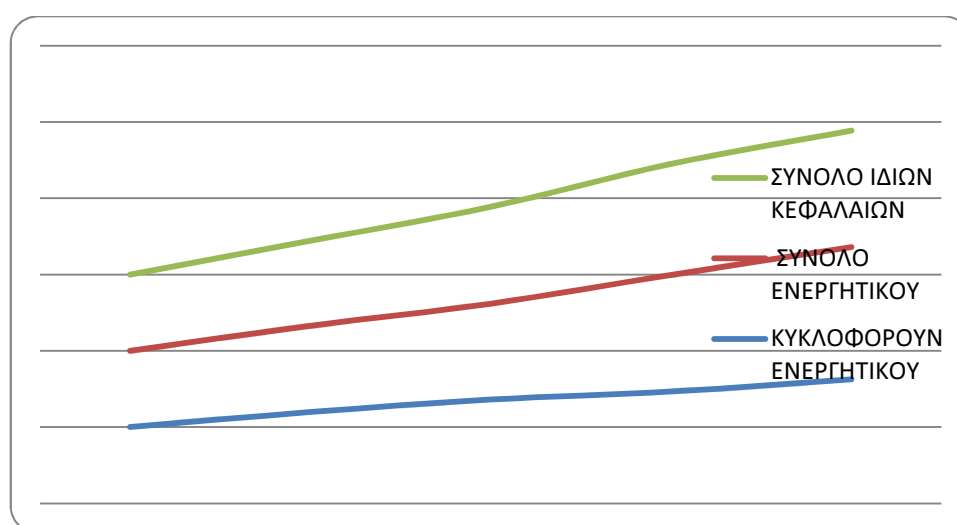
Τα αποτελέσματα χρηματοοικονομικής ανάλυσης με αριθμοδείκτες τάσης των οικονομικών μεγεθών -Κυκλοφορούν Ενεργητικού, Σύνολο Ενεργητικού, Ίδια Κεφάλαια, Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις, Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, Κύκλος Εργασιών, Μεικτά Αποτελέσματα Εκμεταλλεύσεως, Καθαρά Κέρδη προ Φόρων – παρουσιάζονται στον Πίνακα 2.4. όπου το έτος βάσης υπολογισμού θεωρήθηκε το αρχικό έτος της περιόδου έρευνας, δηλαδή το 2005.

Πίνακας 2.4. Δείκτες Τάσης περιόδου 2005-2009

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ	2005	2006	2007	2008	2009
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ	100,00%	119,51%	135,93%	146,38%	162,44%
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ	100,00%	113,39%	125,95%	153,28%	173,60%
ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	100,00%	111,36%	126,88%	145,29%	152,50%
ΣΥΝΟΛΟ ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100,00%	105,19%	111,12%	140,47%	202,59%
ΣΥΝΟΛΟ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ	100,00%	123,13%	133,41%	177,52%	199,96%
ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ	100,00%	111,21%	131,95%	146,79%	140,02%
ΜΙΚΤΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΕΩΣ	100,00%	112,34%	133,16%	141,08%	130,75%
ΚΑΘΑΡΑ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ (ΚΕΡΔΗ Η ΖΗΜΙΕΣ) ΧΡΗΣΕΩΣ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ	100,00%	110,99%	131,12%	112,94%	73,96%

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

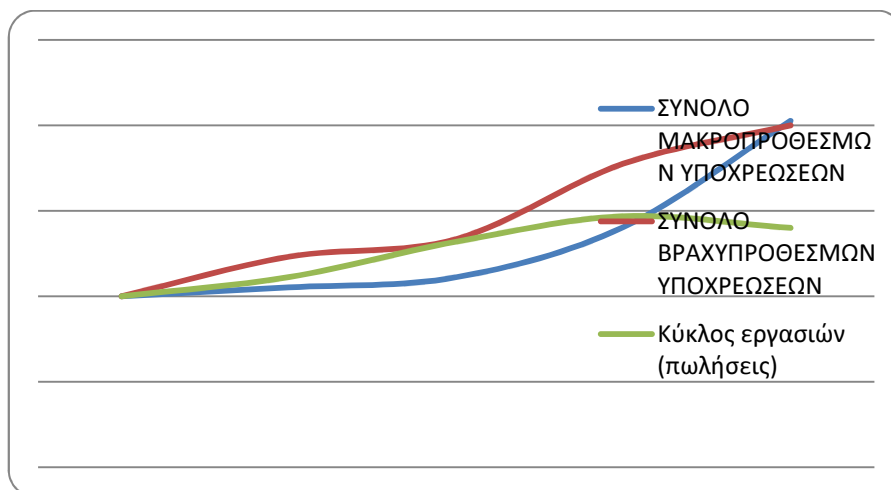
Διάγραμμα 2.5: Δείκτες Τάσης περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Παρατηρείται κατά μέσον όρων ετήσια αύξηση 11% του συνόλου του κυκλοφορούντος ενεργητικού, 14,86% του συνόλου του ενεργητικού και 11% του συνόλου των ιδίων κεφαλαίων.

Διάγραμμα 2.6: Δείκτες Τάσης περιόδου 2005-2009

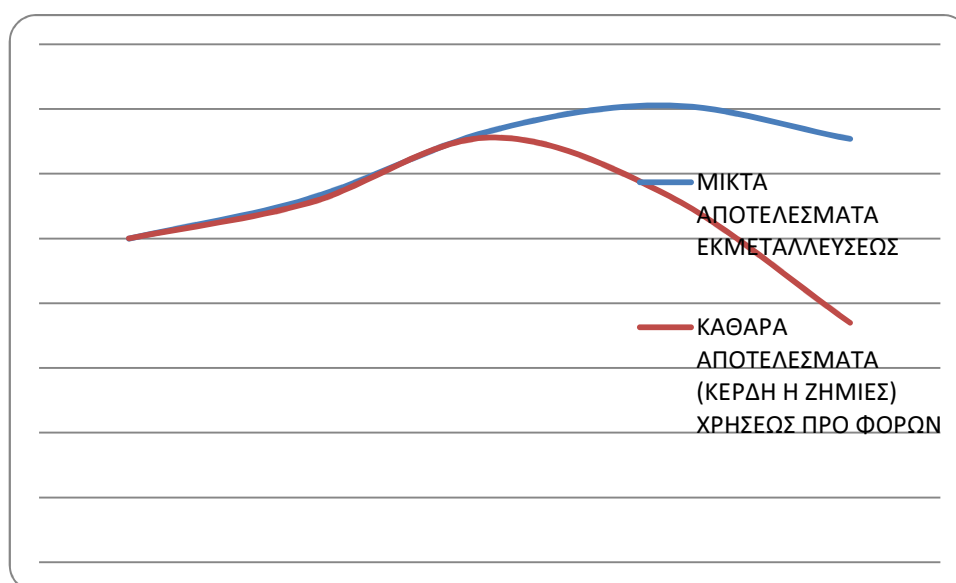


Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Από την διαχρονική ανάλυση των δεικτών τάσης προκύπτει πως τόσο οι βραχυπρόθεσμες όσο και οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις διπλασιάστηκαν από το 2005 έως το 2009.

Η αύξηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων σε σχέση με τη μειωμένη αύξηση αποδοτικότητας των καθαρών κερδών κατά την περίοδο 2005-2009 δημιουργεί ζητήματα αποτελεσματικής εκμετάλλευσης των επιχειρηματικών πόρων, (που έχουν προσαυξηθεί με μακροπρόθεσμα δάνεια) ωστόσο όσο παρατηρείται σχεδόν ανάλογη αύξηση κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και διατηρείται διαχρονικά μια πορεία σταθερής κερδοφορίας η ικανότητα τακτοποίησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων διατηρείται αμετάβλητη.

Διάγραμμα 2.7: Δείκτες Τάσης περιόδου 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

2.5.Συμπεράσματα

Ο αντικειμενικός σκοπός κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της, δηλαδή η παραγωγική εκμετάλλευση των επιχειρηματικών μέσων της με αποτέλεσμα την πραγματοποίηση μέγιστης δυνατής κερδοφορίας. Η σωστή διαχείριση και η διοίκηση κεφαλαιακής διάρθρωσης, δηλαδή η εύρεση των μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης των δραστηριοτήτων της επιχείρησης αποτελεί αντικείμενο της χρηματοοικονομικής διοίκησης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση εκτός από την παροχή πληροφοριών προβάλλει και αναδεικνύει και τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων της διοίκησης, οπότε αποτελεί ταυτόχρονα και εργαλείο αξιολόγησης των επιδόσεων της διοίκησης. Η διοίκηση της επιχείρησης έχει ως βασικό μέλημα τη διατήρηση ισορροπίας ανάμεσα στη ρευστότητα, την αποδοτικότητα, τη σταθερότητα και τη δυνατότητα ανάπτυξης της επιχείρησης. Πρωταρχικό στοιχείο του κάθε επενδυτικής απόφασης είναι η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης της. Για να μπορέσει η διοίκηση να αποφάσισεν το επιχειρηματικό μέλλον, πρέπει να γνωρίζει απόλυτα το επιχειρηματικό παρελθόν.

Η εμπρόθεσμη και προγραμματισμένη εξόφληση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αποτελούν βασική προϋπόθεση τόσο για την εξασφάλιση ομαλής οικονομικής και επιχειρηματικής λειτουργίας σε περιόδους οικονομικά δυσμενέστερους των αγορών (περιόδους μείωσης της ζήτησης) όσο και για την εξασφάλιση προοδευτικής επιχειρηματικής λειτουργίας σε περιόδους που η διοίκηση αποφασίσει άνοιγμα νέων αγορών ή ανάπτυξη υπαρχόντων.

Από την ανάλυση σχέσεων και επιδράσεων κεφαλαιακής διάρθρωσης και τακτοποίησης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ενός δείγματος εταιρειών του κλάδου αναψυκτικών και ποτών κατά την παρούσα εργασία, προέκυψε ότι για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων οι πρωταρχικές πηγές κάλυψης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων βρίσκονται στο κυκλοφορούν ενεργητικό. Η αύξηση ή και η διατήρηση επίπεδου του κυκλοφορούντος ενεργητικού έχει άμεση σχέση με την αύξηση ή διατήρηση της κερδοφορίας/αποτελεσματικότητας. Η κερδοφορία διασφαλίζεται μέσω της κεφαλαιακής διάρθρωσης της κάθε επιχείρησης.

2.6. Συνθετικά συμπεράσματα

2.6.1. Αριθμοδείκτης διάρθρωσης κεφαλαίου

$$\text{Αριθμοδείκτης κεφαλαιακής διάρθρωσης} = \frac{\text{Ίδια κεφάλαια}}{\text{Συνολικά κεφάλαια}} \times 100$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει το ποσοστό που η επιχείρηση χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια. Επίσης μας δίνει μια εικόνα της αυτονομίας που μπορεί να έχει μια επιχείρηση και της ανεξαρτησίας της από δανεικά κεφάλαια και άλλους πιστωτές.

Οι τιμές του δείκτη είναι αρκετά καλές αφού ξεπερνούν το 50% και κυμαίνονται από 52% - 59% άρα δεν προδιαθέτουν αρνητικά για την ρευστότητα στα επόμενα χρόνια αφού από την πλευρά των ξένων κεφαλαίων η πίεση για ταμιακές εκροές για εξυπηρέτηση τους θα είναι χαμηλή και αντιμετωπίσιμη.

	Ίδια κεφάλαια
2009	56%
2008	58%
2007	59%
2006	52%
2005	52%

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

2.6.2. Αριθμοδείκτης βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς πωλήσεις

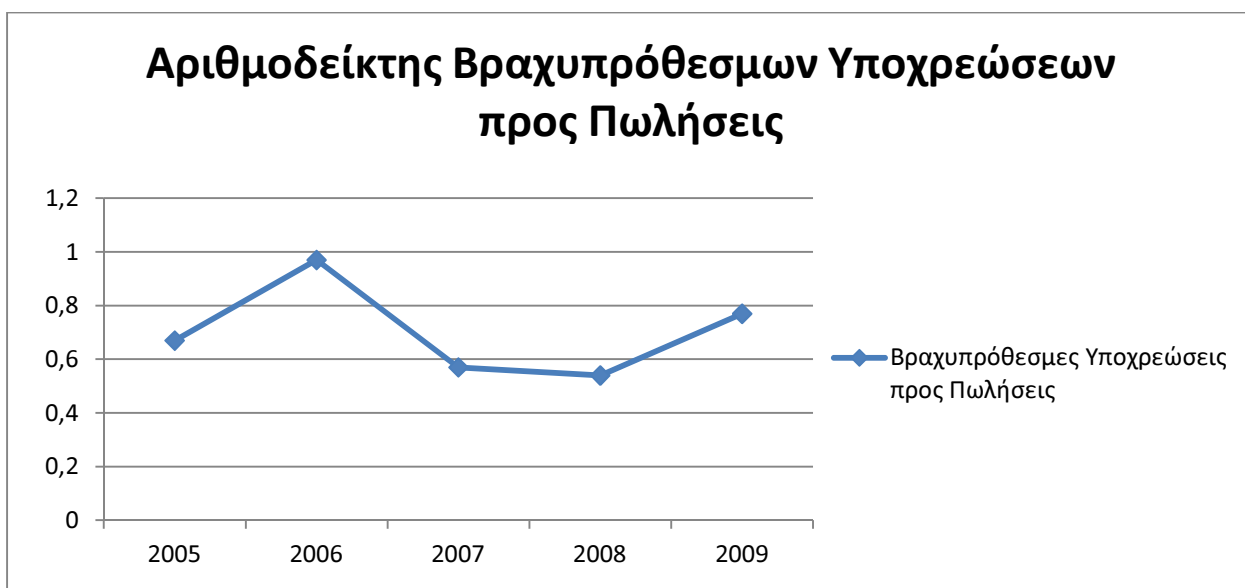
$$\frac{\text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο αριθμοδείκτης αυτός μας δείχνει κατά πόσο οι πωλήσεις μπορούν να εξυπηρετήσουν τις υποχρεώσεις και παράλληλα να αφήσουν κάποιο ικανοποιητικό περιθώριο κέρδους.

	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις προς Πωλήσεις
2005	0,67
2006	0,97
2007	0,57
2008	0,54
2009	0,77

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Οι τιμές του δείκτη μας δείχνουν πως οι πωλήσεις μπορούν να εξυπηρετήσουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις εκτός από το έτος 2006 όπου η τιμή του δείκτη δεν είναι καθόλου ικανοποιητική και τακτοποιεί οριακό τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.



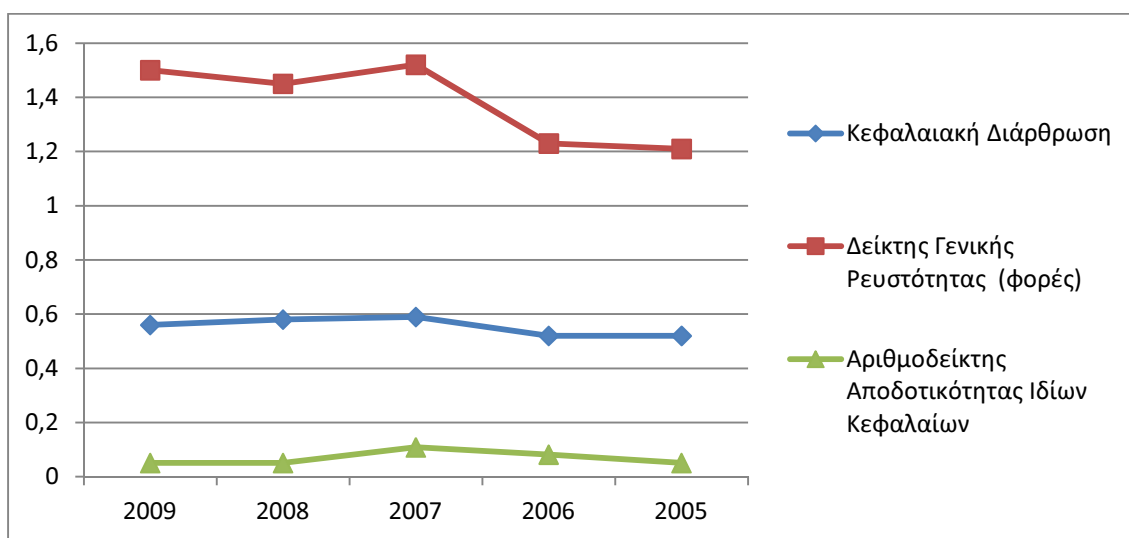
Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

Συνοψίζοντας λοιπόν συμπεραίνουμε ότι, η κάθε οικονομική μονάδα έχει τη δική της άριστη διάρθρωση κεφαλαίων, η οποία εξαρτάται και μεταβάλλεται σύμφωνα με τους παράγοντες που προαναφέραμε.

Ωστόσο βάση του δείγματος των εταιρειών του κλάδου αναψυκτικών και ποτών που μελετήσαμε και βάση των αριθμοδεικτών που θα δούμε αναλύσαμε προκύπτει ότι η κεφαλαιακή τους διάρθρωση είναι αρκετά καλή και επηρεάζει θετικά την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Εκτός των άλλων όπως φαίνεται κ στο διάγραμμα παρακάτω η κεφαλαιακή διάρθρωση έχει ανάλογη συμπεριφορά με τον αριθμοδείκτη αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων που δείχνει το μέγεθος των κερδών που δημιουργήθηκαν από τα κεφάλαια των μετόχων κ της γενικής ρευστότητας που μας δείχνει την ικανότητα τακτοποίησης των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

	Κεφαλαιακή Διάρθρωση	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας (φορές)	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων
2009	0,56	1,5	0,051
2008	0,58	1,45	0,051
2007	0,59	1,52	0,1088
2006	0,52	1,23	0,0818
2005	0,52	1,21	0,051

Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009



Πηγή: Ισολογισμοί εταιρειών 2005-2009

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση. Εκδόσεις : Rossili
- Καραθανάσης Γ. (1996), Αξιολόγηση επενδύσεων, Χρηματοδοτήσεις και Χρηματιστηριακές Αγορές, τόμος Β. Εκδόσεις: Σμπίλιας.
- Φιλιππάτος Γ, Αθανασόπουλος Π., (1986), Κόστος κεφαλαίου-Πολιτική Μερισμάτων καιΧαρτοφυλακίου, Εκδόσεις: Παπαζήση.
- Τζωάννος Ι., (1996), Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Εκδόσεις: Σμπίλιας
- Τραυλός Ν., (1996), Η Χρηματοδοτική επιστήμη και οι εφαρμογές της στη σύγχρονη χρηματοδοτική διαχείριση επενδυτών και επιχειρήσεων. Εκδόσεις: Επιλογή.
- Βασιλική Π. Μαλινδρέτου (2002), ‘Σύγχρονα χρηματοοικονομικά προϊόντα’. Εκδόσεις Παπαζήση
- Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης, ΧρυσοβαλάντηςΓαγάνης, Φώτιος Πασιούρας (2006), ‘Συστήματα αξιολόγησης και σύγχρονα θέματα στην οικονομική και χρηματοοικονομική διοίκηση’, Εκδόσεις: Κλειδάριθμος
- Κωνσταντίνος Ζοπουνίδης (2003), ‘Βασικές αρχές και σύγχρονα θέματα του χρηματοοικονομικού μάνατζμεντ’. Εκδόσεις: Κλειδάριθμος