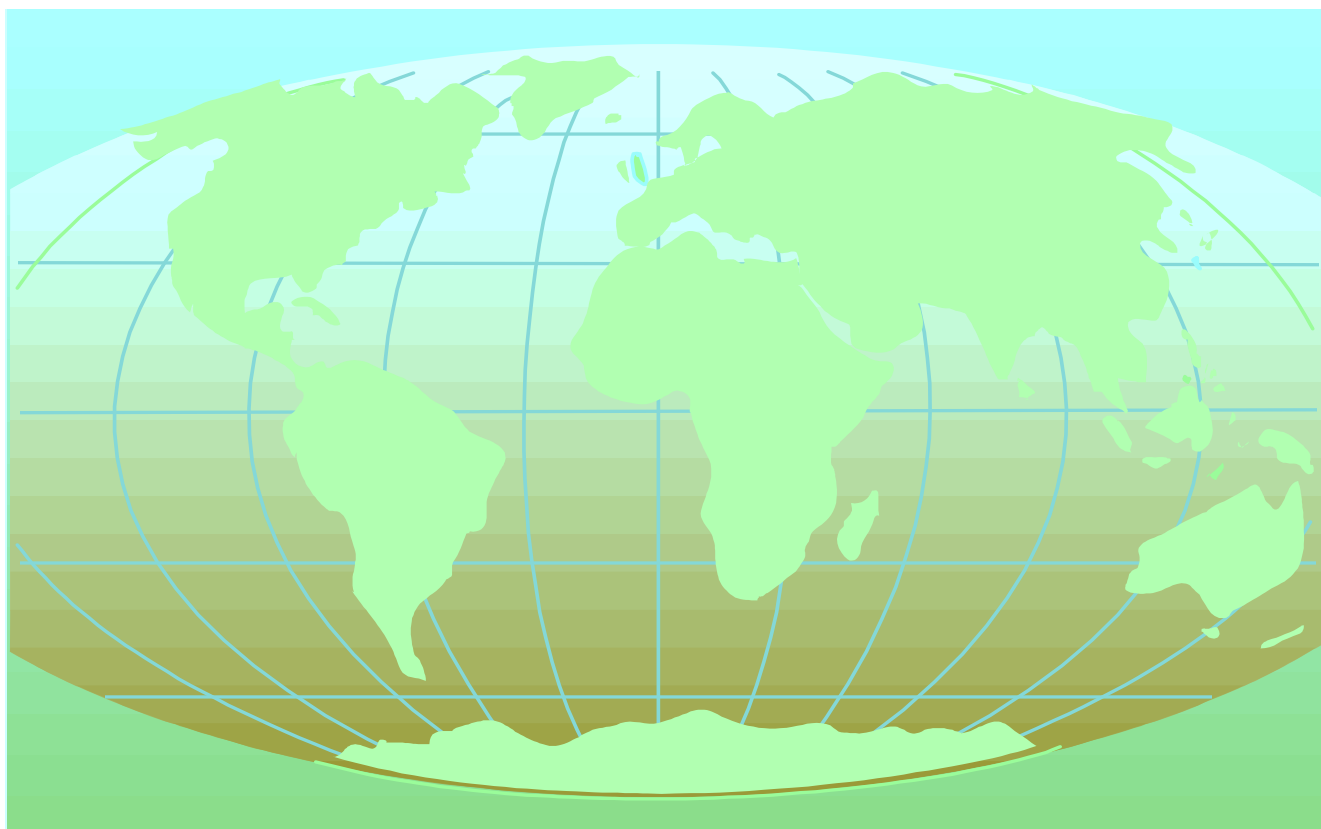


**ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ
ΙΔΡΥΜΑ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ**

**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ
ΤΜΗΜΑ ΕΜΠΟΡΙΑΣ
ΚΑΙ ΔΙΑΦΗΜΙΣΗΣ**

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ



ΔΗΜΑΚΑΚΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ

ΤΣΙΑΡΤΑ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2000 – 2001

Τ.Ε.Ι. ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗΣ
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ MARKETING

Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Εργασία των:

ΔΗΜΑΚΑΚΟΥ ΒΑΣΙΛΙΚΗ
ΤΣΙΑΡΤΑ ΕΛΕΥΘΕΡΙΑ

Για το μάθημα:

ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Υπεύθυνος Καθηγητής:

ΚΑΡΓΙΑΔΗΣ ΘΕΟΔΩΡΟΣ

ΧΕΙΜΕΡΙΝΟ ΕΞΑΜΗΝΟ
ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ 2000-2001

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

	σελ.
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	2
1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	3
1.1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ	3
1.2. ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ – ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	4
2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ	6
2.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	6
2.1.1. ΕΝΝΟΙΑ ΟΡΙΣΜΟΣ	6
2.1.1.1. Επιχειρηματικός (επενδυτικός) Κίνδυνος	6
2.1.1.2. Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος	6
2.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	7
2.2.1. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	9
2.2.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	9
2.2.2.1. Νεκρό Σημείο	9
2.2.2.2. Λειτουργική Μόχλευση	9
2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ	10
2.4. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ	11
2.4.1. ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΠΤΦ – ΚΑΜ	11
2.4.2. ΑΛΛΑ ΜΕΣΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ	15
2.4.2.1. Ανάλυση Ταμειακών Ροών	15
2.4.2.2. Δείκτες Κάλυψης	15
3. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ	18
3.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	18
3.2. Η ΣΧΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ – ΚΙΝΔΥΝΟΥ	18
4. ΕΠΙΛΟΓΟΣ	
ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ Η ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΑΤΟΜΩΝ	20
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	21

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ

1.1. ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

Καθημερινά, κατά τη προσωπική διαδικασία λήψεως αποφάσεων, ο καθένας έχει να αντιμετωπίσει τριών ειδών καταστάσεις: βεβαιότητα, αβεβαιότητα και κίνδυνο. Ομοίως και οι οικονομικοί οργανισμοί. Μιλώντας λοιπόν πιο οικονομικά θα ορίζαμε τις τρεις καταστάσεις ως εξής:

Ξεκινώντας με τον όρο της βεβαιότητας εννοούμε τη κατάσταση κατά την οποία ο λαμβάνων την απόφαση έχει πλήρη πληροφόρηση για κάθε εναλλακτικό τρόπο δράσης και επίγνωση ότι καθένας από αυτούς έχει μια μοναδική έκβαση.

Συνηθέστερα όμως, συναντώνται οι καταστάσεις της αβεβαιότητας και του κινδύνου. Αυτό συμβαίνει γιατί οι αποφάσεις αφορούν πολύπλοκα θέματα, των οποίων οι πτυχές είναι τόσες πολλές που είναι αδύνατο να τις γνωρίζουμε ολοκληρωτικά. Μάλιστα, στη σημερινή εποχή, ένας αυξανόμενος αριθμός επαγγελματιών και μάνατζερ, εξετάζοντας το θέμα απ' αυτή τη σκοπιά, διαπίστωσαν ποικιλοτρόπως ξανά και ξανά την κοινή αλήθεια: «όσα περισσότερα γνωρίζεις για ένα πολύπλοκο θέμα, τόσο περισσότερο διαπιστώνεις πόσο άγνωστο παραμένει».

Τόσο λοιπόν ο κίνδυνος όσο και η αβεβαιότητα χαρακτηρίζονται από ατελή γνώση των συνεπειών κάθε εναλλακτικής λύσης καθώς και το γεγονός ότι κάθε μία από αυτές έχει δύο ή περισσότερες δυνατές εκβάσεις. Ειδικότερα όμως όσον αφορά την αβεβαιότητα, αναφερόμαστε σε καταστάσεις όπου ο υπεύθυνος για τη λήψη αποφάσεων δεν γνωρίζει τις πιθανότητες των δύο εκβάσεων, αλλά και δεν μπορεί να βγάλει στατιστικά συμπεράσματα, γιατί τα φαινόμενα που χαρακτηρίζουν την αβεβαιότητα είναι άτακτα και μη επαναλαμβανόμενα.

Γενικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι η αβεβαιότητα χαρακτηρίζει κάθε διαδικασία λήψης αποφάσεων ανεξάρτητα από το αν αυτή:

- α) περιέχει ένα ή περισσότερα μέρη
- β) πιέζεται από οικονομικές και περιβαλλοντικές μελέτες

γ) οδηγείται από κοινωνικοπολιτικές ή γεωγραφικές δυνάμεις
δ) κατευθύνεται από διάφορους μεγαλοχρηματιστές ή μικροεπενδυτές.¹

Όσον αφορά δε τον κίνδυνο, ορίζουμε έτσι την κατάσταση στην οποία κάθε εναλλακτική πορεία δράσης της επιχείρησης οδηγεί σε ένα σύνολο συγκεκριμένων αποτελεσμάτων, καθένα από τα οποία είναι με κάποια πιθανότητα γνωστό στο λήπτη της απόφασης. Ο ορισμός αυτός, δηλαδή, συνδέει άμεσα το ύψος του κινδύνου με την πιθανότητα πραγματοποίησης ενός αποτελέσματος, που είναι σε θέση να γνωρίζει ο διευθυντής της επιχείρησης².

Συνοπτικά θα λέγαμε ότι στην κατάσταση του κινδύνου ο υπεύθυνος για τη λήψη της απόφασης έχει να αντιμετωπίσει:

- ✓ Περισσότερες από μία εναλλακτικές λύσεις
- ✓ Καθεμία από αυτές έχει δύο ή περισσότερες εκβάσεις

Αλλά σε αντίθεση με την αβεβαιότητα,

- ✓ Γνωρίζει εκ των προτέρων όλες τις πιθανές εκβάσεις
- ✓ Το συμβάν είναι επαναλαμβανόμενο και μπορεί να το παρατηρεί, να το μετρά και να βγάζει στατιστικά συμπεράσματα, γνωρίζοντας έτσι τις πιθανότητες κάθε έκβασης³.

1.2. ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ – ΕΙΔΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο κίνδυνος ως επιχειρηματική κατάσταση διακρίνεται σε διάφορες κατηγορίες ως εξής:

I) Με κριτήριο την πηγή προέλευσης:

α. *Ενδογενείς* είναι οι κίνδυνοι οι οποίοι σχετίζονται άμεσα με τη λειτουργία της επιχείρησης.

β. *Εξωγενείς* είναι οι κίνδυνοι που δεν εμπίπτουν στη σφαίρα λειτουργίας της επιχείρησης και δεν ελέγχονται από αυτή.

Οι κίνδυνοι αυτοί περαιτέρω χωρίζονται σε κινδύνους:

ι. Φυσικού περιβάλλοντος

¹ “Risk Modeling, Assessment, and Management”, Yacov Y. Haimes, John Wiley & Sons, Ink., 1998, p.3.

² «ΔΙΔΩΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», Δρος Πέτρου Α. Κιόχου, Αναπληρωτή Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιώς, Εκδόσεις Α-Σταμπούλης, Αθήνα, 1996, σελ.143

³ - «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ», Γ. Κ. Φιλίππατος, Π. Ι. Αθανασόπουλος, Εκδόσεις ΠΑΠΑΖΗΣΗ, ΑΘΗΝΑ, 1985, σελ. 385

- «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεωργίου Α. Καραθανάση, Καθηγητή Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών, Εκδόσεις ΕΥΓ. ΜΠΕΚΟΥ, Β΄ Έκδοση, ΑΘΗΝΑ, 1998

- ii. Νομοθετικού περιβάλλοντος
- iii. Οικονομικού περιβάλλοντος, όπου συναντώνται:
 - οι δυσμενείς φάσεις του οικονομικού κύκλου
 - οι κίνδυνοι της συναλλαγματικής αγοράς
 - οι κίνδυνοι της αγοράς χρήματος και κεφαλαίου
 - οι κίνδυνοι της αγοράς εργασίας
- iv. Τεχνολογικού περιβάλλοντος
- v. Κοινωνικού περιβάλλοντος, όπως:
 - κίνδυνοι ζημιών που οφείλονται σε κρατικές παρεμβάσεις
 - κίνδυνοι ζημιών που οφείλονται στον ανταγωνισμό ομοειδών επιχειρήσεων
 - κίνδυνοι που οφείλονται στη μεταβολή των προτιμήσεων και συνηθειών του καταναλωτικού κοινού και των εργαζομένων, γενικά μεταβολή στις αντιλήψεις, στάσεις των στοιχείων του κοινωνικού περιβάλλοντος.

II) Με κριτήριο τη λειτουργία οι κίνδυνοι διακρίνονται σε:

- α. Κινδύνους τεχνικής λειτουργίας*
- β. Κινδύνους χρηματοοικονομικής λειτουργίας*
- γ. Κινδύνους διοικητικής λειτουργίας*
- δ. Κινδύνους συναλλαγματικής λειτουργίας κτλ.*

III) Με κριτήριο το φορέα μπορούμε να τους διακρίνουμε σε:

- α. Κινδύνους που προέρχονται από την εργασία*
- β. Κινδύνους που προέρχονται από το κεφάλαιο*
- γ. Κινδύνους περιούσιας*

IV) Με κριτήριο την υπόσταση διακρίνονται σε:

- α. Σταθμητούς*
- β. Αστάθμητους*

Τέλος,

V) Με κριτήριο τη δυνατότητα ανίχνευσης οι κίνδυνοι διακρίνονται σε:

- α. Φανερούς ή προβλεπόμενους*
- β. Λανθάνοντες ή μη αναμενόμενους.*

2. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος είναι ένας εξωγενής σταθμητός κίνδυνος, που προέρχεται από ο οικονομικό περιβάλλον και φυσικά αφορά τη χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης. Για την κατανόησή του μας είναι απαραίτητες οι έννοιες του επιχειρηματικού και του λειτουργικού κινδύνου, καθώς και αυτή της λειτουργικής μόχλευσης. Επίσης, θα αναλύσουμε τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Τέλος, θα αναφερθούμε στην κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων, γιατί, όπως θα διαπιστώσουμε παρακάτω, η μέτρηση του χρηματοοικονομικού κινδύνου αποτελεί ένα μέσο διαχείρισης της κεφαλαιακής δομής.

2.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

2.1.1. ΕΝΝΟΙΑ – ΟΡΙΣΜΟΣ

2.1.1.1. Επιχειρηματικός (επενδυτικός) Κίνδυνος

Με τον όρο επιχειρηματικός κίνδυνος νοείται ο κίνδυνος που ενέχει κάθε οικονομική δραστηριότητα, ανεξάρτητα από τον τρόπο χρηματοδότησής της. Ο κίνδυνος αυτός εξαρτάται από την οικονομική και πολιτική κατάσταση μιας χώρας, την οικονομική και πολιτική κατάσταση των χωρών από τις οποίες η εταιρία εισάγει πρώτες ύλες και προς τις οποίες εξάγει τα προϊόντα της, τον ανταγωνισμό, εθνικό και διεθνή, την ποιότητα εργασίας του προσωπικού της επιχείρησης, το κόστος εργασίας κτλ.⁴

2.1.1.2. Χρηματοοικονομικός Κίνδυνος

⁴ - «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεωργίου Α. Καραθανάση, Καθηγητή Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών, Εκδόσεις ΕΥΓ. ΜΠΕΚΟΥ, Β' Έκδοση, ΑΘΗΝΑ, 1998, σελ. 310

Με τον όρο του χρηματοοικονομικού κινδύνου εννοούμε τον επιπλέον κίνδυνο των ΚΑΜ*, ο οποίος οφείλεται στην ύπαρξη σταθερών χρηματοοικονομικών εξόδων, τα οποία, λόγω του δικαιώματος προτεραιότητας στα ΚΠΤΦ* που έχουν οι δανειστές, επαυξάνουν την μεταβλητότητα των ΚΑΜ⁵.

2.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

2.2.1. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Ως λειτουργικός κίνδυνος μπορεί να οριστεί η επιπλέον μεταβλητότητα των ΚΠΤΦ, λόγω της λειτουργικής μόχλευσης, πέραν από αυτήν που ήδη υπάρχει εξαιτίας του επιχειρηματικού κινδύνου. Αυτή η επιπλέον μεταβλητότητα οφείλεται στο γεγονός ότι το σταθερό λειτουργικό κόστος παρεμβάλλεται μεταξύ ενός αβέβαιου επιπέδου πωλήσεων και των ΚΠΤΦ⁶.

2.2.2. ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Η λειτουργική μόχλευση αποτελεί τη μονάδα μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου και αναφέρεται στο πάγιο λειτουργικό κόστος που παρουσιάζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης. Για να μπορέσουμε να εφαρμόσουμε όμως τη λειτουργική μόχλευση πρέπει να γνωρίζουμε την έννοια του νεκρού σημείου, την οποία θα αναλύσουμε αμέσως πιο κάτω.

2.2.2.1. Νεκρό Σημείο

Το νεκρό σημείο αντιπροσωπεύει το επίπεδο των εσόδων από πωλήσεις που ισούται με το σύνολο του μεταβλητού και παγίου κόστους ενός δεδομένου όγκου παραγωγής με ένα συγκεκριμένο ποσοστό χρήσης της παραγωγικής ικανότητας⁷. Δηλαδή, είναι το σημείο όπου τα έσοδα

* Κέρδη Ανά Μετοχή

⁵ «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεωργίου Α. Καραθανάση, Καθηγητή Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών, Εκδόσεις ΕΥΓ. ΜΠΕΚΟΥ, Β΄ Έκδοση, ΑΘΗΝΑ, 1998, σελ. 310

⁶ «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεωργίου Α. Καραθανάση, Καθηγητή Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών, Εκδόσεις ΕΥΓ. ΜΠΕΚΟΥ, Β΄ Έκδοση, ΑΘΗΝΑ, 1998, σελ. 310, 316

⁷ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση:

ισούνται ακριβώς με το κόστος, και με την ανάλυσή του, που συνδέεται στενά με τη λειτουργική μόχλευση, μπορούμε να καθορίσουμε τις πωλήσεις που του αντιστοιχούν.

Για να κατανοήσουμε τόσο την έννοια όσο και την ανάλυση του νεκρού σημείου θα δούμε το εξής παράδειγμα⁸ όπου:

- S = πωλήσεις (\$)
- x = όγκος πωλήσεων σε μονάδες
- p = τιμή πώλησης μονάδας
- v = μεταβλητό κόστος μονάδας
- VC = μεταβλητό λειτουργικό κόστος
- FC = πάγιο λειτουργικό κόστος

Σημειώνουμε επίσης τις παρακάτω σημαντικές έννοιες:

- *Περιθώριο με βάση το μεταβλητό κόστος (CM)* – το πλεόνασμα των πωλήσεων (S) σχετικά με το μεταβλητό κόστος (VC) του προϊόντος. Είναι το ποσό των χρημάτων που διατίθενται για την κάλυψη του παγίου κόστους (FC) και τη δημιουργία κερδών. Συμβολικά, $CM = S - VC$.
- *Περιθώριο με βάση το μεταβλητό κόστος μονάδας* – το πλεόνασμα της τιμής πώλησης της μονάδας (p) σχετικά με το μεταβλητό κόστος της μονάδας (v). Συμβολικά, $CM \text{ μονάδας} = p - v$.

Έχουμε λοιπόν τα εξής δεδομένα της εταιρίας X:

	<u>Σύνολο</u>	<u>Ανά μονάδα</u>	<u>Ποσοστό</u>
Πωλήσεις (1.500 μονάδες)	\$37.000	\$25	100%
Μείον: Μεταβλητό κόστος	<u>15.000</u>	<u>10</u>	<u>40</u>
Περιθώριο με βάση το μεταβλητό κόστος:	\$22.500	\$15	60%
Μείον: πάγιο κόστος	<u>15.000</u>		
Καθαρά έσοδα	\$7.500		

Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 252

* Κέρδη Προ Τόκων και Φόρων

⁸ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 251

Από τα παραπάνω δεδομένα, το περιθώριο με βάση το μεταβλητό κόστος και το περιθώριο με βάση το μεταβλητό κόστος μονάδας υπολογίζονται ως εξής:

$$CM = S - VC = \$37.500 - \$15.000 = \$22.500$$

$$CM \text{ Μονάδας} = p - v = \$25 - \$10 = \$15$$

Με βάση το παραπάνω παράδειγμα θα καθορίσουμε το νεκρό σημείο εξισώνοντας τις πωλήσεις με το άθροισμα του μεταβλητού κόστους και του παγίου κόστους:

$$\begin{aligned} S &= VC + FC \\ px &= vx + FC \\ (p - v)x &= FC \end{aligned}$$

$$x = \frac{FC}{(p - v)}$$

Δηλαδή,

$$\text{Νεκρό σημείο σε μονάδες} = \frac{\text{πάγιο κόστος}}{CM \text{ μονάδας}}$$

Επομένως στο παραπάνω παράδειγμα με CM μονάδας = \$15, έχουμε:

$$\text{Νεκρό σημείο σε μονάδες} = \$15.000 : \$15 = \$1.000 \text{ μονάδες}$$

$$\text{Νεκρό σημείο σε δολάρια} = 1.000 \text{ μονάδες} \times \$25 = \$25.000$$

2.2.2.2. Λειτουργική Μόχλευση

Όπως προαναφέραμε, η λειτουργική μόχλευση, μέτρο του λειτουργικού κινδύνου, οφείλεται στην ύπαρξη σταθερού λειτουργικού κόστους, στο συνολικό κόστος παραγωγής, το οποίο πρέπει να καλυφθεί ανεξάρτητα από το επίπεδο πωλήσεων της επιχείρησης. Αν το επίπεδο των πωλήσεων είναι μικρότερο από το επίπεδο που αντιστοιχεί στο νεκρό σημείο, τότε η επιχείρηση θα σημειώσει λογιστές ζημιές, αν δε είναι μεγαλύτερο, τότε θα έχει κέρδη.

Απλή ένδειξη, λοιπόν, της λειτουργικής μόχλευσης είναι ο αντίκτυπος που έχει μία μεταβολή των πωλήσεων στα κέρδη προ τόκων και φόρων (ΚΠΤΦ). Πιο γενικευμένα θα λέγαμε ότι κατά τη λειτουργική μόχλευση μία ποσοστιαία μεταβολή των πωλήσεων προκαλεί μία μεγαλύτερη μεταβολή στα ΚΠΤΦ. Έτσι έχουμε για τη λειτουργική

μόχλευση τον τύπο:

$$\text{Λειτουργική μόχλευση σε δεδομένο επίπεδο πωλήσεων}(x) = \frac{\text{Ποσοστιαία μεταβολή στα ΚΠΤΦ}}{\text{Ποσοστιαία μεταβολή στις πωλήσεις}}$$

2.3. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ

Όπως είδαμε παραπάνω, ο λειτουργικός κίνδυνος οφείλεται στην ύπαρξη σταθερού λειτουργικού κόστους στο συνολικό κόστος παραγωγής μιας επιχείρησης. Η ύπαρξη αυτού του σταθερού κόστους έχει ως αποτέλεσμα τη μεγέθυνση της διακύμανσης αλλά και της αναμενόμενης τιμής των ΚΠΤΦ. Έτσι τα ΚΠΤΦ καθίστανται περισσότερο μεταβλητά απ' ό,τι οι πωλήσεις τις επιχείρησης.

Παρόμοια αποτελέσματα είναι δυνατά και λόγω της ύπαρξης σταθερών εξόδων. Η εξυπηρέτηση δανείων ή/και ομολογιών πρέπει να γίνει πριν από την καταβολή μερίσματος στους μετόχους. Κατά συνέπεια η ύπαρξη σταθερών χρηματοοικονομικών εξόδων καθιστά τα ΚΑΜ πιο μεταβλητά από τα ΚΠΤΦ.

Αυτή τη μεταβλητότητα των ΚΑΜ τη μετράμε με τη χρηματοοικονομική μόχλευση που αποτελεί μονάδα μέτρησης του χρηματοοικονομικού κινδύνου. Ένας τρόπος για τη μέτρηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι ο καθορισμός του πόσο επηρεάζονται τα ΚΑΜ από μια αλλαγή στα ΚΠΤΦ. Όταν χρησιμοποιείται η χρηματοοικονομική μόχλευση, οι αλλαγές στα ΚΠΤΦ ερμηνεύονται με μεγαλύτερες αλλαγές στα ΚΑΜ. Αν τα ΚΠΤΦ μειωθούν, μια εταιρεία που χρησιμοποιεί τη χρηματοοικονομική μόχλευση θα παρουσιάσει αρνητικές αλλαγές στα ΚΑΜ, που είναι μεγαλύτερες από τις σχετικές αλλαγές στα ΚΠΤΦ.

Κατά τον τύπο⁹ λοιπόν της λειτουργικής μόχλευσης έχουμε και αυτόν της χρηματοοικονομικής:

$$\text{Χρηματοοικονομική μόχλευση σε δεδομένο επίπεδο πωλήσεων}(x) = \frac{\text{Ποσοστιαία μεταβολή στα ΚΑΜ}}{\text{Ποσοστιαία μεταβολή στα ΚΠΤΦ}}$$

⁹ «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», Γεωργίου Α. Καραθανάση, Καθηγητή Οικονομικού Παν/μίου Αθηνών, Εκδόσεις ΕΥΓ. ΜΠΕΚΟΥ, Β' Έκδοση, ΑΘΗΝΑ, 1998, σελ. 323

2.4. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Η διαχείριση των κεφαλαίων, που συνδέεται στενά με το κόστος κεφαλαίων, είναι ο συνδυασμός των πηγών της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης που χρησιμοποιεί η εταιρία. Βασικός στόχος είναι η μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας της επιχείρησης. Ο συνδυασμός αυτός που ονομάζεται άριστη κεφαλαιακή δομή, ελαχιστοποιεί το συνολικό κόστος κεφαλαίων. Εν τούτοις δεν πιστεύουν όλοι οι οικονομικοί διευθυντές ότι υπάρχει πράγματι άριστη κεφαλαιακή δομή. Η συζητήσεις σχετικά με το ζήτημα αυτό επικεντρώνεται στο αν μια επιχείρηση μπορεί, πράγματι, να επηρεάσει την αποτίμησή της και το κόστος κεφαλαίων της διαφοροποιώντας το συνδυασμό των κεφαλαίων που χρησιμοποιεί.

Η απόφαση για τη χρήση χρέους και/ή προνομιούχων μετοχών για κεφαλαιοποίηση οδηγεί σε δύο είδη χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Το πρώτο αποτέλεσμα είναι αυξημένος κίνδυνος για τα κέρδη ανά μετοχή (ΚΑΜ) που προκαλείται από τη χρήση παγίων οικονομικών υποχρεώσεων. Το δεύτερο αποτέλεσμα σχετίζεται με το επίπεδο των ΚΑΜ σε δεδομένα ΚΠΤΦ υπό συγκεκριμένη κεφαλαιακή δομή. Η ανάλυση ΚΠΤΦ – ΚΑΜ χρησιμοποιείται για τη μέτρηση του δεύτερου αυτού αποτελέσματος.

2.4.1. ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΚΠΤΦ – ΚΑΜ

Η ανάλυση ΚΠΤΦ – ΚΑΜ είναι ένα πρακτικό μέσο που επιτρέπει στους οικονομικούς διευθυντές να εκτιμήσουν εναλλακτικά χρηματοδοτικά προγράμματα, ερευνώντας τα αποτελέσματά τους στα ΚΑΜ για ένα φάσμα επιπέδων ΚΠΤΦ. Βασικός της στόχος είναι να καθορίσει το σημείο αδιαφορίας ΚΠΤΦ, όπου τα ΚΑΜ θα είναι τα ίδια ανεξάρτητα από το πρόγραμμα χρηματοδότησης που έχει επιλέξει ο οικονομικός διευθυντής.

Το σημείο αδιαφορίας έχει ζωτική σημασία για τις αποφάσεις κεφαλαιακής δομής. Σε ποσά ΚΠΤΦ που είναι μεγαλύτερα από το σημείο αδιαφορίας των ΚΠΤΦ, ένα πρόγραμμα με μεγάλη μόχλευση θα προκαλέσει μεγαλύτερα ΚΑΜ. Σε ποσά ΚΠΤΦ κάτω από το σημείο αδιαφορίας, εν τούτοις, το χρηματοδοτικό πρόγραμμα που απαιτεί τη μικρότερη μόχλευση θα προκαλέσει υψηλότερα ΚΑΜ. Κατά συνέπεια, έχει μεγάλη σημασία για τον οικονομικό διευθυντή να γνωρίζει το επίπεδο αδιαφορίας των ΚΠΤΦ.

Τα σημεία αδιαφορίας μεταξύ οποιονδήποτε δύο μεθόδων χρηματοδότησης μπορούν να προσδιοριστούν λύνοντας την ακόλουθη εξίσωση για τα ΚΠΤΦ:

$$\frac{(ΚΠΤΦ - I)(1 - t) - PD}{S_1} = \frac{(ΚΠΤΦ - I)(1 - t) - PD}{S_2}$$

- Όπου: I = πάγια έξοδα χρηματοδότησης
 t = φορολογικός συντελεστής
 PD = μερίσματα προνομιούχων μετοχών
 S₁ και S₂ = αριθμός κοινών μετοχών σε κυκλοφορία μετά τη χρηματοδότηση για το πρόγραμμα 1 και 2, αντίστοιχα

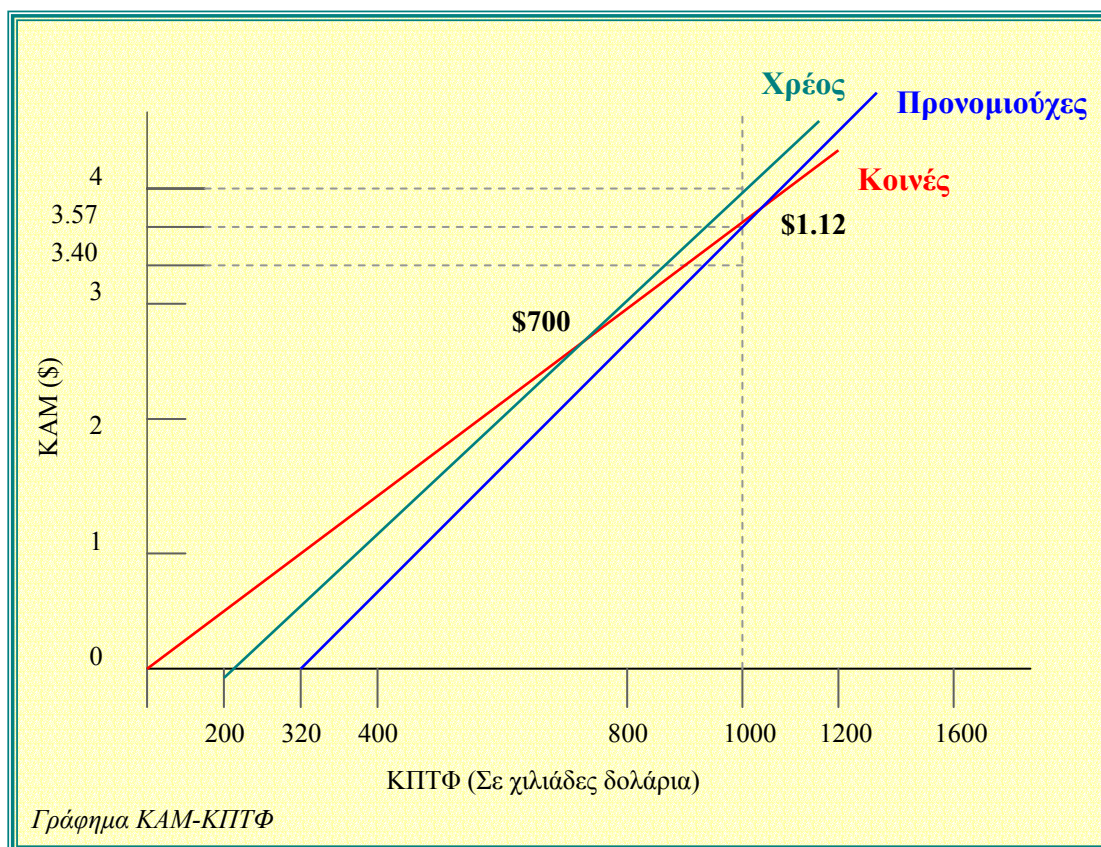
ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ¹⁰:

Έστω ότι η εταιρεία ABC, με μακροπρόθεσμη κεφαλαιοποίηση που αποτελείται αμιγώς από \$5 εκατομμύρια σε μετοχές, θέλει να βρει \$2 εκατομμύρια για να αγοράσει ειδικό εξοπλισμό (1) πωλώντας 40.000 κοινές μετοχές προς \$50 τη μία, (2) πωλώντας ομολογίες με 100% τόκο ή (3) εκδίδοντας προνομιούχες μετοχές με μέρισμα 8%. Τα τρέχοντα ΚΠΤΦ είναι της τάξεως των \$800.000, ο φορολογικός συντελεστής εισοδήματος 50% και κυκλοφορούν 100.000 κοινές μετοχές. Για υπολογιστούν τα σημεία αδιαφορίας, πρέπει ο υπολογισμός να αρχίσει από τα ΚΑΜ με προβλεπόμενο ΚΠΤΦ \$1 εκατομμυρίου.

	<u>Σύνολο Κοινών</u>	<u>Σύνολο Χρέους</u>	<u>Σύνολο Προνομιούχων</u>
ΚΠΤΦ	\$1.000.000	\$1.000.000	\$100.000
Τόκος		200.000	
Κέρδη προ φόρων (ΚΠΦ)	\$1.000.000	\$800.000	\$1.000.000
Φόροι	500.000	400.000	500.000
Κέρδη μετά τους φόρους (ΚΜΦ)	\$500.000	\$400.000	\$500.000
Μέρισμα προνομιούχων μετοχών			160.000
Κέρδη για τους κατόχους κοινών μετοχών	\$500.000	\$400.000	\$340.000
Αριθμός μετοχών	140.000	100.000	100.000
KAM	<u>\$3,57</u>	<u>\$4,00</u>	<u>\$3,40</u>

¹⁰ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron’s Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 259-263

Χρησιμοποιώντας το σχήμα ως πρότυπο, συνδέουμε τα ΚΑΜ στο επίπεδο των ΚΠΤΦ του \$1 εκατομμυρίου με τα ΚΠΤΦ για κάθε χρηματοδοτική εναλλακτική λύση στον οριζόντιο άξονα, ώστε να λάβουμε το γράφημα ΚΑΜ-ΚΠΤΦ. Σχεδιάζουμε τα αναγκαία ΚΠΤΦ για την κάλυψη όλου του πάγιου οικονομικού κόστους για κάθε χρηματοδοτική εναλλακτική λύση στον οριζόντιο άξονα. Το πρόγραμμα κοινών μετοχών δεν έχει πάγιο κόστος, επομένως η παρεμβολή στον οριζόντιο άξονα είναι μηδέν. Το πρόγραμμα του χρέους απαιτεί ΚΠΤΦ της τάξεως των \$200.000, για να καλυφθούν οι δαπάνες τόκων, επομένως η παρεμβολή στον οριζόντιο άξονα είναι στο σημείο αυτό. Το πρόγραμμα των προνομιούχων μετοχών απαιτεί ΚΠΤΦ της τάξεως των \$320.000[\$160.000/(1-0,5)], για να καλυφθούν \$160.000 μερίσματα προνομιούχων μετοχών με φορολογικό συντελεστή εισοδήματος 50%. Επομένως, \$320.000 είναι η παρεμβολή στον άξονα.



Στο παράδειγμα αυτό, το σημείο αδιαφορίας μεταξύ του συνόλου κοινών μετοχών και του συνόλου χρέους είναι:

$$\frac{(ΚΠΤΦ - I)(1 - t) - PD}{S_1} = \frac{(ΚΠΤΦ - I)(1 - t) - PD}{S_2}$$

$$\frac{(\text{ΚΠΤΦ} - 0)(1 - 0,5) - 0}{140.000} = \frac{(\text{ΚΠΤΦ} - 200.000)(1 - 0,5) - 0}{100.000}$$

Ανακατάταξη των αποδόσεων:

$$\begin{aligned} 0,5 (\text{ΚΠΤΦ})(100.000.) &= 0,5 (\text{ΚΠΤΦ})(140.000) - 0,5(200.000)(140.000) \\ 20.000 \text{ ΚΠΤΦ} &= 14.000.000.000 \\ \text{ΚΠΤΦ} &= \$700.000 \end{aligned}$$

Ομοίως, το σημείο αδιαφορίας μεταξύ του συνόλου των κοινών μετοχών και των προνομιούχων θα είναι:

$$\frac{(\text{ΚΠΤΦ} - I)(1 - t) - PD}{S_1} = \frac{(\text{ΚΠΤΦ} - I)(1 - t) - PD}{S_2}$$

$$\frac{(\text{ΚΠΤΦ} - 0)(1 - 0,5) - 0}{140.000} = \frac{(\text{ΚΠΤΦ} - 0)(1 - 0,5) - 160.000}{100.000}$$

Ανακατάταξη των αποδόσεων:

$$\begin{aligned} 0,5 (\text{ΚΠΤΦ})(100.000.) &= 0,5 (\text{ΚΠΤΦ})(140.000) - 160.000 (140.000) \\ 20.000 \text{ ΚΠΤΦ} &= 22.400.000.000 \\ \text{ΚΠΤΦ} &= \$1.120.000 \end{aligned}$$

Βασιζόμενοι στους παραπάνω υπολογισμούς και το σχήμα, μπορούμε να καταλήξουμε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Σε οποιοδήποτε επίπεδο ΚΠΤΦ, το χρέος είναι καλύτερη λύση από τις προνομιούχες μετοχές, επειδή προσφέρει μεγαλύτερα ΚΑΜ.
2. Σε επίπεδο ΚΠΤΦ μεγαλύτερο των \$700.000, το χρέος είναι προτιμότερο από τις κοινές μετοχές. Αν τα ΚΠΤΦ είναι χαμηλότερα από \$700.000, ισχύει το αντίθετο.
3. Σε επίπεδο ΚΠΤΦ υψηλότερο του \$1.120.000, οι προνομιούχες μετοχές είναι προτιμότερες από τις κοινές. Στο σημείο αυτό ή κάτω από αυτό ισχύει το αντίθετο.

Η χρηματοοικονομική μόχλευση μπορεί, βέβαια, να αυξήσει τα κέρδη, αλλά μπορεί να αυξήσει και τις ζημιές. Η προσέγγιση ΚΑΜ – ΚΠΤΦ βοηθά τους οικονομικούς διευθυντές να εξετάσουν τα αποτελέσματα της χρηματοοικονομικής μόχλευσης σαν μέθοδο χρηματοδότησης.

2.4.2. ΑΛΛΑ ΜΕΣΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ

Εκτός από την προσέγγιση των ΚΑΜ – ΚΠΤΦ, που είδαμε παραπάνω, τα οικονομικά στελέχη έχουν στη διάθεσή τους ακόμα δύο μέσα για τη διαχείριση της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησής τους. Αυτά είναι η Ανάλυση των Ταμειακών Ροών και οι Δείκτες Κάλυψης, που θα αναφέρουμε παρακάτω.

2.4.2.1. Ανάλυση των Ταμειακών Ροών

Δεύτερο μέσο λοιπόν για τη διαχείριση της κεφαλαιακής δομής είναι η *Ανάλυση των Ταμειακών Ροών*. Για την εύρεση της κατάλληλης κεφαλαιακής δομής είναι σημαντικό να αναλυθούν οι ταμειακές ροές της εταιρείας, με σκοπό να προσδιοριστεί η ικανότητά της να ανταποκριθεί στα πάγια έξοδα. Όσο μεγαλύτερο είναι το ποσό του χρέους σε χρηματικές μονάδες και/ή προνομιούχες μετοχές που εκδίδει η εταιρεία και η μικρότερη η ημερομηνία λήξης τους, τόσο μεγαλύτερες είναι οι πάγιες δαπάνες στις οποίες πρέπει να ανταποκριθεί η εταιρεία. Οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνουν το αρχικό κεφάλαιο και τις καταβολές του τόκου για το χρέος, τις καταβολές των μισθωμάτων και τα μερίσματα των προνομιούχων μετοχών. Πριν αναλάβει περαιτέρω πάγιες δαπάνες που θα απαιτήσουν εκροές διαθέσιμων, η εταιρεία πρέπει να αναλύσει τις αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές, διότι η ικανότητα να ικανοποιήσει αυτές τις μελλοντικές δαπάνες, με εξαίρεση τα μερίσματα για τις προνομιούχες μετοχές, θα την οδηγήσει σε αφερεγγυότητα. Όσο μεγαλύτερες και πιο σταθερές είναι οι αναμενόμενες μελλοντικές ταμειακές ροές της εταιρείας, τόσο μεγαλύτερη και η ικανότητα εξυπηρέτησης χρέους.

2.4.2.2. Δείκτες Κάλυψης

Το τρίτο μέσο για τη διαχείριση της κεφαλαιακής δομής είναι ο υπολογισμός των συγκριτικών δεικτών κάλυψης. Για τον υπολογισμό των δεικτών αυτών, το οικονομικό στέλεχος της εταιρείας χρησιμοποιεί τα ΚΠΤΦ ως πρόχειρο μέσο μέτρησης των ταμειακών ροών που διατίθενται για την κάλυψη υποχρεώσεων εξυπηρέτησης δανείων. Ίσως ο δείκτης κάλυψης που χρησιμοποιείται περισσότερο είναι ο *δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών*¹¹ που απλώς είναι:

¹¹ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» (“FINANCIAL MANAGEMENT”, Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron’s Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 264

$$\text{Δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών} = \frac{\text{ΚΠΤΦ}}{\text{Τόκοι επί του χρέους}}$$

Ένας δείκτης κάλυψης ύψους μόνο 1,0 δηλώνει ότι τα κέρδη απλώς επαρκούν για την ικανοποίηση του βάρους των τόκων. Αν και είναι δύσκολο να εκφράσουμε σε γενικές γραμμές την έννοια του κατάλληλου δείκτη κάλυψης τόκων, ένα οικονομικό στέλεχος συνήθως ενδιαφέρεται γι' αυτόν, όταν πέφτει κάτω από το 3:1. Εντούτοις, το πρότυπο για το δείκτη αυτό μπορεί να ποικίλει. Σε έναν πολύ σταθερό βιομηχανικό τομέα, ένας αρκετά χαμηλός δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών δαπανών μπορεί να είναι αποδεκτός, ενώ δεν είναι κατάλληλος για έναν πολύ κυκλικό.

Δυστυχώς, ο δείκτης αυτός δεν αποκαλύπτει τίποτα για την ικανότητα της επιχείρησης να αντεπεξέλθει στην αποπληρωμή του κεφαλαίου του χρέους της. Η ανικανότητα να ανταποκριθεί σε μία δόση αποπληρωμής κεφαλαίου αποτελεί νομικό παράπτωμα, όπως και η ανικανότητα καταβολής τόκων. Συνεπώς, είναι χρήσιμο να υπολογίζεται ο δείκτης κάλυψης για το σύνολο της εξυπηρέτησης του χρέους. Ο δείκτης αυτός είναι¹²:

$$\text{Κάλυψη Εξυπηρέτησης Χρέους} = \frac{\text{ΚΠΤΦ}}{\text{Τόκος} + \frac{\text{Βασικές καταβολές}}{1 - \text{Φορολογικός συντελεστής}}}$$

Επειδή το ΚΠΤΦ αντιπροσωπεύει τα κέρδη προ τόκων και φόρων, οι βασικές καταβολές τακτοποιούνται προς τα πάνω, για να αντισταθμιστεί το αντίκτυπο του φόρου. Οι βασικές καταβολές δεν εκπίπτουν από τη φορολογία. Πρέπει να εξοφληθούν από τα κέρδη μετά την αφαίρεση των φόρων. Συνεπώς πρέπει να τακτοποιηθούν οι καταβολές του αρχικού κεφαλαίου, ώστε να συμφωνούν με τα ΚΠΤΦ.

Όσο ο δείκτης πλησιάζει το 1,0, τόσο χειρότερα είναι τα πράγματα, αν και όλα τα άλλα παραμένουν ίδια. Εντούτοις, ακόμα και με δείκτη κάλυψης μικρότερο του 1,0 μία επιχείρηση μπορεί να εξακολουθήσει να

¹² «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 265

ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της, αν μπορεί να επαναχρηματοδοτήσει μέρος του χρέους της, όταν αυτό καθίσταται πληρωτέο.

Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος συνδεδεμένος με τη χρηματοοικονομική μόχλευση πρέπει να αναλυθεί με βάση την ικανότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει το σύνολο των πάγιων δαπανών της. Παρά το ότι η χρηματοδότηση των χρηματοπιστωτικών μισθώσεων δεν αποτελεί χρέος αυτό καθαυτό, έχει ακριβώς την ίδια επίπτωση στις ταμειακές ροές με τις καταβολές τόκων και αρχικού κεφαλαίου ενός χρέους. Συνεπώς, οι ετήσιες καταβολές για χρηματοπιστωτικές μισθώσεις πρέπει να προστεθούν στον παρανομαστή του τύπου ώστε να αντιπροσωπεύει το σύνολο του φορτίου των ταμειακών ροών.

Οι δείκτες κάλυψης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για δύο είδη συγκρίσεων. Πρώτον, μπορούν να συγκριθούν με παλαιότερους και αναμενόμενους μελλοντικούς δείκτες της ίδιας επιχείρησης, ώστε να προσδιοριστεί αν υπήρξε βελτίωση ή επιδείνωση της κάλυψης στο χρόνο. Και δεύτερον, μία ακόμα μέθοδος για την διαχείριση της κεφαλαιακής δομής μιας εταιρείας είναι η αξιολόγηση των κεφαλαιακών δομών άλλων εταιρειών του ίδιου τομέα. Αν μια επιχείρηση προσανατολίζεται σε μία κεφαλαιακή δομή που παρουσιάζει σημαντική απόκλιση από αυτήν των ομοειδών της, οι πιθανοί επενδυτές θα παρατηρήσουν πολύ γρήγορα αυτή τη διαφορά. Κάτι τέτοιο όμως δε σημαίνει ότι η απόφαση της επιχείρησης είναι λανθασμένη. Άλλες εταιρείες μπορεί να είναι πολύ συντηρητικές στη χρήση του χρέους τους. Η άριστη κεφαλαιακή δομή για όλες τις επιχειρήσεις του τομέα μπορεί να επιτρέψει μια μεγαλύτερη αναλογία χρέους – ιδίων κεφαλαίων απ' ό,τι ο τρέχων μέσος όρος. Έτσι, η επιχείρηση μπορεί να δικαιολογήσει περισσότερο χρέος από το μέσο όρο του τομέα. Η δικαιολόγηση της μιας τέτοιας απόκλισης είναι αναγκαία, γιατί οι αναλυτές επενδύσεων και οι πιστωτές έχουν την τάση να αξιολογούν τις επιχειρήσεις ανά τομέα.

Τέλος, τα οικονομικά στελέχη θέλουν να έχουν τη δυνατότητα να κάνουν γενικεύσεις σχετικά με το κατάλληλο ποσό χρέους (και χρηματοπιστωτικών μισθώσεων) μιας επιχείρησης. Επειδή, μακροπρόθεσμα, η πηγή των κεφαλαίων με τα οποία εξυπηρετεί το χρέος της είναι τα κέρδη, οι δείκτες κάλυψης αποτελούν σημαντικό μέσο ανάλυσης. Εντούτοις, παρουσιάζουν κάποιους περιορισμούς και συνεπώς δεν μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως μοναδικό μέσο για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής δομής. Και αυτό, γιατί το ότι τα ΚΠΤΦ μειώνονται κάτω από το βάρος της εξυπηρέτησης του χρέους, δε και άμεση καταδίκη της επιχείρησης. Συχνά, διατίθενται εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων, που περιλαμβάνουν ανανέωση δανείου, και πρέπει να λαμβάνονται υπόψη. Κι επίσης, βασίζονται σε στατικά δεδομένα, όπως ο ισολογισμός, σε αντίθεση με τη ζωτικότητα και την κινητικότητα των επιχειρήσεων.

3. ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΑΠΟΔΟΣΗ

3.1. ΟΡΙΣΜΟΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Η απόδοση, που αποτελεί βασικό παράγοντα στη λήψη οικονομικών και επενδυτικών αποφάσεων, δεν είναι τίποτα άλλο παρά **η αμοιβή της επένδυσης** και αποτελείται από τις ακόλουθες πηγές εσόδων:

(α) περιοδικές πληρωμές σε ρευστά, ονομαζόμενες *τρέχοντα έσοδα*.

(β) Ανατίμηση (ή υποτίμηση) της τρέχουσας αξίας, ονομαζόμενη *κεφαλαιουχικό κέρδος (ή ζημία)*¹³.

Τα τρέχοντα έσοδα, που εισπράττονται σε περιοδική βάση, μπορεί να πάρουν τη μορφή τόκων, μερίσματος ή μισθωμάτων. Τα κεφαλαιουχικά κέρδη ή ζημίες αντιπροσωπεύουν αλλαγές στην τρέχουσα αξία. Κεφαλαιουχικό κέρδος είναι το ποσό κατά το οποίο το προϊόν από την πώληση μιας επένδυσης υπερβαίνει την αρχική τιμή αγοράς, ενώ η κεφαλαιακή ζημία αντιπροσωπεύει το ποσό κατά το οποίο η τιμή πώλησης της επένδυσης μειώνεται σε σχέση με την αρχική τιμή αγοράς.

3.2. Η ΣΧΕΣΗ ΑΠΟΔΟΣΗΣ - ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Η έννοια της σχέσης κινδύνου και απόδοσης είναι σημαντική για τα οικονομικά, γιατί όλες οι οικονομικές αποφάσεις εμπεριέχουν κάποιο είδος σχέσης κινδύνου – απόδοσης.

Γενικά, ο κίνδυνος είναι άρρηκτα συνδεδεμένος με την απόδοση και για την ακρίβεια υπάρχει μεταξύ μία αναλογική σχέση (βλ. Σχήμα απόδοσης – κινδύνου)¹⁴. Δηλαδή, **όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος,**

¹³ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, BA. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 164

¹⁴ «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT» («FINANCIAL MANAGEMENT», Joel G. Siegel, Ph. D., CPA and Jae K. Smith, Ph.D., Barron's Educational Series, Inc., Hauppauge, NY, 1991), Μετάφραση:

τόσο μεγαλύτερη και η απόδοση, και κατά συνέπεια το κέρδος. Μάλιστα, η σωστή εκτίμηση και ισορροπία των σχέσεων αυτών των δύο εννοιών αποτελεί μέρος της κατάρτισης ενός σωστού οικονομικού και επενδυτικού προγραμματισμού.

Και για να γίνει πιο κατανοητή αυτή η σχέση μπορούμε να δούμε τα παρακάτω παραδείγματα. Π.χ. η επένδυση ενός εκατομμυρίου δραχμών σε αγορά κρατικών ομολογιών μπορεί να αποφέρει κέρδη 6% κάθε χρόνο με ελάχιστο ύψος κινδύνου. Αν όμως αποφασιστεί η επένδυση αυτή να στραφεί στη δημιουργία ενός νέου υποκαταστήματος, ενέργεια που συνοδεύεται από μεγάλο ύψος κινδύνου, το ποσοστό απόδοσης κάθε χρόνο θα ποικίλλει από μηδέν μέχρι 100% και ίσως περισσότερο¹⁵. Αλλά και σε γενικότερα παραδείγματα, στην περίπτωση επένδυσης σε μετοχές π.χ., από την πλευρά του επενδυτή απαιτείται υψηλότερη απόδοση από μια κερδοσκοπική μετοχή, για αντισταθμιστεί ο υψηλότερο συντελεστή κινδύνου. Η' στην περίπτωση της διαχείρισης κεφαλαίων κίνησης, όσο μικρότερα αποθέματα διατηρούνται, τόσο υψηλότερη είναι και η αναμενόμενη απόδοση (εφόσον δεσμεύεται μικρότερο μέρος από το κυκλοφορούν ενεργητικό). Όμως, υπάρχει αυξημένος κίνδυνος να παρουσιαστεί έλλειμμα στα αποθέματα και έτσι να χαθούν πιθανά έσοδα.



Αφροδίτη Τζαμουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, ΒΑ. Economics, MBA, **Singular Publications**, ΑΘΗΝΑ, 1994, σελ. 171

¹⁵ «ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», Δρος Πέτρου Α. Κιόχου, Αναπληρωτή Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιώς, Εκδόσεις Α-Σταμπούλης, Αθήνα, 1996, σελ.143

4. ΕΠΙΛΟΓΟΣ

ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ ΤΩΝ ΑΤΟΜΩΝ

Όπως είναι φυσικό, τα άτομα, και ειδικότερα οι λήπτες των αποφάσεων σε μια επιχείρηση συμπεριφέρονται διαφορετικά έναντι του κινδύνου. Άλλοι προτιμούν να αντιμετωπίσουν μεγάλο ύψος κινδύνου με την προσδοκία μεγάλου κέρδους, ενώ άλλοι προτιμούν ένα μέτριο ύψος κέρδους που να συνοδεύεται όμως και από μικρό ύψος κινδύνου.

Στην οικονομική θεωρία διακρίνονται τρία είδη πιθανής συμπεριφοράς έναντι του κινδύνου:

- ✓ Οι επιδιώκοντες των κίνδυνο
- ✓ Οι αποστρεφόμενοι των κίνδυνο και
- ✓ Οι αδιάφοροι έναντι του κινδύνου¹⁶.

Για παράδειγμα, εάν η επίτευξη του κέρδους δέκα εκατομμυρίων δραχμών μπορεί να προέλθει από τριών ειδών ενέργειες, η καθεμιά από τις οποίες συνδέεται με διαφορετικό ύψος κινδύνου, εκείνος που επιδιώκει τον κίνδυνο θα επιλέξει την περισσότερο επικίνδυνη ενέργεια, αυτός που αποστρέφεται τον κίνδυνο θα επιλέξει την λιγότερο επικίνδυνη και αυτός που είναι αδιάφορος προς τον κίνδυνο θα είναι αδιάφορος ως προς το είδος της ενέργειας που θα επιλέξει σε σχέση με τον κίνδυνο που αυτή ενέχει.

¹⁶ «ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», Δρος Πέτρου Α. Κιόχου, Αναπληρωτή Καθηγητή Πανεπιστημίου Πειραιώς, Εκδόσεις Α-Σταμπούλης, Αθήνα, 1996, σελ.147

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- **ΑΘΑΝΑΣΟΠΟΥΛΟΣ Π.Ι., ΦΙΛΙΠΠΑΤΟΣ Γ.Κ.:** «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ», εκδ. ΠΑΠΑΖΗΣΗ, ΑΘΗΝΑ, 1985
- **ΚΑΡΑΘΑΝΑΣΗ ΓΕΩΡΓΙΟΥ Α.:** «ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ», β' έκδοση, εκδ. ΕΥΓ. ΜΠΕΝΟΥ, ΑΘΗΝΑ, 1998
- **ΚΙΟΧΟΥ ΠΕΤΡΟΥ Α.:** «ΙΔΙΩΤΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ», εκδ. ΣΤΑΜΠΟΥΛΗΣ, ΑΘΗΝΑ, 1996
- **ΠΟΥΡΝΑΡΑΚΗΣ ΕΥΘΥΜΙΟΣ Δ., ΧΑΤΖΗΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΥ ΓΕΩΡΓΙΟΣ Θ.:** «ΑΡΧΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ», παραγωγή ΟΜΙΡΟΣ MASTERGRAPH, διάθεση Α. ΑΝΙΚΟΥΛΑ, ΑΘΗΝΑ – ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, 1999
- **ΤΣΑΚΛΑΓΚΑΝΟΣ ΑΓΓΕΛΟΣ Α.:** «ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΣΤΗΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, Πανεπιστημιακές Παραδόσεις», εκδ. ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΑΔΕΛΦΩΝ ΚΥΡΙΑΚΙΔΗ, ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, 1996
- **SIEGEL JOEL G., SHIM JAE K.:** «ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ MANAGEMENT», Μετάφραση: Αφροδίτη Τζαμπουράνη, Επιμέλεια: Χαράλαμπος Κ. Ξυλούρης, εκδ. Sigular Publications, για την ελληνική 1994
- **GRINOLATT MARK, TITMAN SHERIDAW:** “FINANCIAL MARKET AND CORPORATE STRATEGY”, Iwin/McGraw Hill, 1998
- **HAIMES YACOV Y.:** “RISK MODELING, ASSESMENT AND MANAGEMENT”, εκδ. John Wiley & Sons, Inc., 1998