



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**  
**Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

Ιωάννα Καπακλή

Επιβλέπων: Διακομιχάλης Μιχαήλ  
Αναπληρωτής Καθηγητής

Πρέβεζα , Ιούνιος 2018



ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ

ΠΜΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ – ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΗ

ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΠΡΟΫΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ**

**Η ΕΦΑΡΜΟΓΗ ΤΟΥΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ**

Ιωάννα Καπακλή

Επιβλέπων: Διακομιχάλης Μιχαήλ  
Αναπληρωτής Καθηγητής

Πρέβεζα , Ιούνιος 2018

**Capital Investment Decisions and Capital Budgeting Techniques**

**Their application in Greek companies**

**Εγκρίθηκε από τριμελή εξεταστική επιτροπή**

Πρέβεζα 20/06/2018

**ΕΠΙΤΡΟΠΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ**

1. Επιβλέπων καθηγητής Διακομιχάλης Μιχαήλ Αναπληρωτής Καθηγητής
2. Μέλος επιτροπής Σωτηρόπουλος Ιωάννης, Καθηγητής
3. Μέλος επιτροπής Ναξάκης Χαρίλαος , Καθηγητής

© Καπακλή , Ιωάννα , 2018. Με επιφύλαξη παντός δικαιώματος. All rights reserved

## Δήλωση μη λογοκλοπής

Δηλώνω υπεύθυνα και γνωρίζοντας τις κυρώσεις του Ν. 2121/1993 περί Πνευματικής Ιδιοκτησίας, ότι η παρούσα μεταπτυχιακή εργασία είναι εκ ολοκλήρου αποτέλεσμα δικής μου ερευνητικής εργασίας, δεν αποτελεί προϊόν αντιγραφής ούτε προέρχεται από ανάθεση σε τρίτους. Όλες οι πηγές που χρησιμοποιήθηκαν (κάθε είδους, μορφής και προέλευσης) για τη συγγραφή της περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία.

Καπακλή Ιωάννα

Υπογραφή

## ***Ευχαριστίες***

Η παρούσα Διπλωματική Εργασία, εκπονήθηκε στο πλαίσιο του Μεταπτυχιακού Προγράμματος Σπουδών “Λογιστική - Χρηματοοικονομική και Διοικητική Επιστήμη” με κατεύθυνση «Λογιστική, Ελεγκτική και Χρηματοοικονομική» του τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του ΤΕΙ Ηπείρου.

Θα ήθελα να εκφράσω τις θερμές μου ευχαριστίες στον επιβλέποντα αναπληρωτή καθηγητή κ. Διακομιχάλη Μιχαήλ , τόσο για την ανάθεση του θέματος ,όσο για την καθοδήγηση και τη συμπαράσταση καθ’ όλη την διάρκεια συγγραφής της παρούσης μελέτης .

Ευχαριστώ θερμά, όλους τους συμμετέχοντες στην έρευνα που με την πολύτιμη βοήθειά τους συνέβαλλαν στην υλοποίηση της παρούσας μελέτης.

Τέλος, περισσότερο από όλους ευχαριστώ την οικογένεια μου που με για την αμέριστη κατανόηση και την πολύτιμη στήριξη τους , συνέβαλαν στην περάτωση των μεταπτυχιακών μου σπουδών .

*Πρέβεζα, Ιούνιος 2018*

*Καπακλή Ιωάννα*

## Περίληψη

Ένα από τα σημαντικότερα προβλήματα που καλείτε να αντιμετωπίσει η χρηματοοικονομική διοίκηση των επιχειρήσεων, αφορά την απόφαση για επενδύσεις παγίου κεφαλαίου. Η επιλογή για επένδυση αρχίζει από την δημιουργία των επιχειρήσεων και συνεχίζει καθ' όλη την πορεία τους, ενώ παίζει ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στην βιωσιμότητά τους. Είναι άλλωστε αδιαμφισβήτητο το γεγονός ότι ανεξάρτητα από την αιτία που οι επιχειρήσεις επιλέγουν να προβούν σε μία αύξηση των περιουσιακών τους στοιχείων, απαιτείται μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα, γι αυτό ο σχεδιασμός τους είναι πολύ σημαντικός. Το σχεδιασμό αυτό, έρχεται να καλύψει ο προϋπολογισμός επενδύσεων, ο οποίος έχει αναπτυχθεί ιδιαίτερα τα τελευταία σαράντα χρόνια με την συμβολή της ακαδημαϊκής κοινότητας.

Η ανάγκη των οικονομικών στελεχών για ποσοτικοποίηση των αποτελεσμάτων που οδηγούν στην λήψη επενδυτικών αποφάσεων και την μετ' έπειτα αξιολόγησή τους, οδήγησε τους πανεπιστημιακούς, στην ανάπτυξη του θεωρητικού πλαισίου της χρηματοοικονομικής επιστήμης και στην δημιουργία τεχνικών αξιολόγησης. Τα προηγούμενα χρόνια εκπονήθηκε μεγάλος αριθμός μελετών, ώστε να διαπιστωθεί η χρησιμότητα των θεωρητικών μοντέλων ενώ παράλληλα να διερευνηθήκε το χάσμα μεταξύ της θεωρητικής προσέγγισης και της πρακτικής εφαρμογής των τεχνικών αυτών από τις επιχειρήσεις.

Η παρούσα μελέτη, πραγματοποιήθηκε με σκοπό την καταγραφή της στάσης των ελληνικών επιχειρήσεων του ευρύτερου βιομηχανικού και τουριστικού τομέα, έναντι της κατάρτισης προϋπολογισμού κεφαλαίου, και της αξιολόγησης των επενδυτικών τους σχεδίων. Επίσης μελετήθηκε επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων, όπως αυτή αποτυπώνεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, κατά το πρώτο έτος της επένδυσης, αλλά και την αλληλεπίδραση διαφόρων εξαρτημένων μεταβλητών με τον Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE).

Αρχικά μέσω της χρήσης ερωτηματολογίου πραγματοποιήθηκε μια περιγραφική έρευνα, αποτυπώνοντας τη άποψη των επιχειρήσεων σχετικά με τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου, ώστε να κατανοήσουμε τους λόγους για τους οποίους προχωρούν ή όχι στην κατάρτιση προϋπολογισμού παγίων επενδύσεων, την επιρροή του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος κατά την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, αλλά και τις τεχνικές αξιολόγησης των επενδύσεων που επιλέγουν να χρησιμοποιήσουν.

Έπειτα, το θέμα προσεγγίστηκε μέσα από την οπτική της στατιστικής ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων του δείγματος, ώστε να αποτυπωθεί η επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Επίσης μέσω μοντελοποίησης εξετάστηκε η παλινδρόμηση του Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE) με άλλους δείκτες. Για την εξαγωγή στατιστικών συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν το excel, google forms, και STATA 14. Η προσέγγιση των δεδομένων έγινε τόσο από πλευράς περιγραφικής στατιστικής όσο και από την πλευρά της στατιστικής συμπερασματολογίας.

Τα αποτελέσματα έδειξαν ότι οι επιχειρήσεις του δείγματος που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο Βιομηχανικό και Τουριστικό κλάδο, προχωρούν περισσότερο σε επενδύσεις αντικατάστασης παγίων ενώ λίγο περισσότερες από τις μισές προβαίνουν σε σύνταξη προϋπολογισμού παγίου κεφαλαίου. Όσον αφορά τις τεχνικές



αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων που προτείνονται από θεωρητικής πλευράς , αυτές δεν χρησιμοποιούνται ιδιαίτερος συχνά στην πράξη από τις επιχειρήσεις. Κατά την επαναξιολόγηση των επενδύσεων που πραγματοποιούν , χρησιμοποιούν ευρέως αριθμοδείκτες.

Η στατιστική ανάλυση στην οποία προβήκαμε βάση οικονομικών στοιχείων επιχειρήσεων , που πραγματοποίησαν επενδύσεις το 2014, έδειξαν μια όχι και τόσο ευνοϊκή κατάσταση για τους μετόχους , ενώ κατά μέσο όρο δεν αντιμετώπισαν ιδιαίτερες δυσκολίες αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους. Επίσης αποτυπώθηκε η αύξηση της πρόσθετης αξίας των πωλήσεων έναντι του κόστους, μια θετική εξέλιξη έναντι των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν.

Τέλος με τα στοιχεία που συλλέξαμε κατά το πρώτο έτος της επένδυσης, διαπιστώθηκε στατιστικά σημαντική η σχέση του δείκτη αποδοτικότητας με τους δείκτες Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου, και Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολουμένων Κεφαλαίων, αλλά και Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια Περιθώριο Καθαρού Κέρδους .

Λέξεις-κλειδιά: χρηματοοικονομική διοίκηση , προϋπολογισμός επενδύσεων , αξιολόγηση επενδυτικών αποφάσεων , Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων , αριθμοδείκτες

## **ABSTRACT**

One of the most important problem , that financial managers deal with, is making the correct capital investments. Investment options, start from companies establishing , and continues through their expanding , playing a particularly important role in their sustainability . Regardless of the reason that companies choose to increase their assets , long-term commitment of capital is required for a long time , so planning is highly required. This planning is covered by the investment budget , which has been particularly developed in the last forty years with the contribution of the academic community.

The need for financial managers to quantify the results leading to investment decisions and their subsequent assessment has led academics to develop the theoretical framework of financial science and to develop assessment techniques. A number of studies have been carried out in previous years to determine the usefulness of theoretical models, while exploring the gap between the theoretical approach and the practical application of these techniques by business.

This study was conducted to highlight how Greek businesses in the wider industrial and tourism sector are engaged in preparing a capital budget and evaluating their investment plans. We have also studied the impact of investment decisions as reflected in the company's financial statements in the first year of the investment, as well as the interaction of the various dependent variables with return on equity (ROE).

Initially through the use of a questionnaire, a descriptive survey was carried out, capturing the companies' view of the capital investment budget in order to understand the reasons why they did or did not proceed investment budget, the influence of the internal and external environment in the process of taking investment decisions, but also the valuation techniques of the investment they choose to use.

Subsequently, the issue was approached from the point of view of the statistical analysis of the financial data of the sample companies in order to demonstrate the impact of investment decisions on the financial figures of the enterprises. Also, through modeling, the return of capital return (ROE) was examined with other indicators. In order to draw out statistical conclusions, excel, Google forms and STATA 14 were used. The data approach was done both in terms of descriptive statistics and from statistical conclusions

The results show that sample companies operating in the broader industry and tourism sector are moving more towards asset replacement investments while little more than 50% make capital budget. With regard to the capital budgeting techniques proposed by the theoretical side, they are not used very often in practice by businesses. When reviewing the investments they make, they use a wide range of ratios.

The statistical analysis we made based on business data, of companies which made investments in 2014, showed a less favorable situation for shareholders, and on average they had no particular difficulty in fulfilling their obligations. It also reflects the increase in value-added sales versus costs, a positive development of the investments made.

Finally, with the data collected during the first year of the investment, the index of the profitability index and the ratio of the capital movement and the working capital ratio were statistically significant, as well as the ratio of the foreign earnings margin.

Keywords: financial management, investment budget, investment decision assessment, share return, indices

# Περιεχόμενα

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ.....	i
ΠΕΡΙΛΗΨΗ.....	ii
ABSTRACT.....	iv
ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ.....	v
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 - Επενδυτικές Αποφάσεις ( <i>Investment Decisions</i> ).....	1
1.1 Σκοπός των επιχειρήσεων.....	1
1.2 Βασικές χρηματοοικονομικές αποφάσεις.....	2
1.3 Ορισμός επένδυσης.....	3
1.4 Επένδυση και κερδοσκοπία.....	4
1.5 Είδη επενδύσεων.....	4
1.5.1 Επενδύσεις εκτός επιχείρησης.....	5
1.5.2 Επενδύσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού.....	5
1.5.3 Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία του ενεργητικού.....	6
1.6 Διάκριση των επενδύσεων.....	7
1.7 Χαρακτηριστικά επενδύσεων κεφαλαίου .....	10
1.8 Κατηγορίες επενδύσεων κεφαλαίου .....	11
1.8.1 Επενδύσεις αντικατάστασης.....	11
1.8.2 Επενδύσεις επέκτασης ή βελτίωσης .....	11
1.8.3 Λοιπές επενδύσεις.....	11
1.9 Σχέση εξάρτησης μεταξύ των επενδύσεων.....	12
1.9.1 Ανεξάρτητες επενδύσεις.....	12
1.9.2 Εξαρτημένες επενδύσεις .....	12
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 Προϋπολογισμός Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου ( <i>Capital Budgeting</i> )..	14
2.1 Σπουδαιότητα του προϋπολογισμού επενδύσεων κεφαλαίου.....	15
2.2 Κατάρτιση & παρακολούθηση προϋπολογισμού επενδύσεων παγίου κεφαλαίου. 18	
2.2.1 Μελέτη πιθανών επενδυτικών προτάσεων.....	18
2.2.2. Συλλογή στοιχείων για διενέργεια αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων.....	19

2.2.3	Αξιολόγηση και επιλογή επενδυτικών προτάσεων .....	20
2.2.4	Έλεγχος επενδύσεων .....	20
2.2.5	Εξέταση αποτελεσμάτων επένδυσης.....	20
2.3	Οικονομοτεχνικές μελέτες .....	21
2.4	Το περιβάλλον των επιχειρήσεων.....	23
2.4.1	Έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον .....	24
2.4.2	Άμεσο εξωτερικό περιβάλλον .....	26
2.4.3	Εσωτερικό περιβάλλον.....	26
2.5	Η σημασία των επενδυτικών σχεδίων στην οικονομική ανάπτυξη.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 - Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδυτικών Προτάσεων.....		33
3.1	Προσδιοριστικοί παράγοντες που εμπλέκονται στην αξιολόγηση επενδύσεων.....	33
3.2	Τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων.....	36
3.2.1	Βασικές έννοιες κατά την αξιολόγηση επενδύσεων.....	36
3.2.1.1	Αρχικό κόστος.....	36
3.2.1.2	Ταμειακές ροές.....	37
3.2.1.3	Χρονική αξία του χρήματος.....	39
3.2.2	Καθεστώς βεβαιότητας .....	40
3.2.2.1	Μέθοδος λογιστικής απόδοσης( <i>accounting rate of return</i> ARR).40	
3.2.2.2	Περίοδος επαναείσπραξης ( <i>payback period</i> ).....	41
3.2.2.3	Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας ( <i>net present value- NPV</i> )...42	
3.2.2.4	Δείκτης αποδοτικότητας ( <i>Profitability Index-PI</i> ) .....	43
3.2.2.5	Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης ( <i>Internal Rate Of Return- IRR</i> ).....	44
3.2.3	Κίνδυνος επενδύσεων κεφαλαίου.....	44
3.2.4	Τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων υπό καθεστώς αβεβαιότητας .....	45
3.2.4.1	Ισοδυναμία με την βεβαιότητα ( <i>certainty equivalent approach</i> ) και προσαρμογή προεξοφλητικού επιτοκίου ( <i>risk adjusted discount rate</i> ).....	45
3.2.4.2	Ανάλυση ευαισθησίας ( <i>sensitivity analysis</i> ).....	47
3.2.4.3	Ανάλυση σεναρίου ( <i>senario analysis</i> ).....	48

3.2.4.4	Τεχνικές προσομοίωσης ( <i>mode carlo simulation</i> ).....	48
3.2.4.5	Δέντρα των αποφάσεων ( <i>decision tree</i> ).....	48
3.2.5	Μέτρηση απόδοσης επενδύσεων μέσω αριθμοδεικτών.....	49
3.2.5.1	Δείκτης ταχύτητας ενεργητικού ( <i>asset turnover ratio</i> ).....	49
3.2.5.2	Δείκτης Γενικής Ρευστότητας.....	50
3.2.5.3	Δείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας Ιδίων κεφαλαίων .....	50
3.2.5.4	Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων ( <i>fixed assets turnover</i> ).....	50
3.2.5.5	Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης ( <i>debt ratio</i> ) – Δείκτης Ξένων προς Ιδια Κεφάλαια ( <i>debt to equity ratio</i> ).....	51
3.2.5.6	Δείκτες ιδίων κεφαλαίων προς σύνολο απασχολουμένων κεφαλαίων .....	52
3.2.5.7	Δείκτης περιθωρίου Μεικτού κέρδους ( <i>Gross profit margin</i> )....	52
3.2.5.8	Δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους ( <i>Net Profit Margin/NPM – Return on Sales/ROS</i> ) .....	53
3.2.5.9	Δείκτης Απόδοσης ενεργητικού ( <i>return on assets –ROA</i> ).....	53
3.2.5.10	Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ( <i>return on equity/ROE</i> ).....	53
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 - Διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία , εφαρμογή τεχνικών αξιολόγησης από τις επιχειρήσεις .....	55
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5- ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ.....	71
5.1	Σκοπός και περιορισμοί της έρευνας.....	71
5.2	Περιγραφή του δείγματος.....	72
5.3	Σχεδιασμός του ερευνητικού εργαλείου.....	73
	ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 - ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	75
6.1	Αποτελέσματα περιγραφικής έρευνας (ερωτηματολογίων).....	75
6.2	Αποτελέσματα έρευνας στατιστικής ανάλυσης .....	86
6.3	Συμπεράσματα .....	91
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	94
	Παράρτημα	
	Πίνακας 1	

*Πίνακας 2*

*Ερωτηματολόγιο*

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## Επενδυτικές Αποφάσεις (Investment Decisions)

Σε αυτό το κεφάλαιο , γίνεται αναφορά στον αντικειμενικό σκοπό των επιχειρήσεων αλλά και στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις που καλείτε να λάβει η οικονομική διοίκηση , οι οποίες έχουν αντίκτυπο στην πορεία της μετοχής της επιχείρησης. Δίνοντας τον ορισμό της επένδυσης και διαχωρίζοντας την επένδυση από τη κερδοσκοπία , ο αναγνώστης είναι σε θέση να μελετήσει τα είδη των επενδύσεων και διαχωρίσει την κατάταξη τους βάση του αντικειμενικού σκοπού των επιχειρήσεων αλλά και βάση λεπτομερέστερων κριτηρίων . Στην παρούσα μελέτη , θα ασχοληθούμε με τις επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και γι αυτό τον λόγο , γίνεται εκτενής αναφορά στα χαρακτηριστικά επενδύσεων κεφαλαίου, αλλά και στις κατηγορίες επενδύσεων κεφαλαίου (επενδύσεις αντικατάστασης, επενδύσεις επέκτασης ή βελτίωσης ή λοιπές επενδύσεις), Τέλος , γίνεται αναφορά στις σχέσεις εξάρτησης μεταξύ των επενδύσεων .

### 1.1 Σκοπός των επιχειρήσεων

Αντικειμενικός σκοπός των επιχειρήσεων όπως αναφέρεται στα εγχειρίδια της μικροοικονομίας , είναι η μεγιστοποίηση των κερδών τους και κατά συνέπεια η μεγιστοποίηση της αξίας των μετόχων τους. Για τις εισηγμένες επιχειρήσεις αυτό αποτυπώνεται από την αύξηση της χρηματιστηριακής αξίας της μετοχής τους.

Το σύνθημα πρόβλημα που παρουσιάζεται κατά την πορεία προς την επίτευξη αυτού του στόχου είναι ότι οι χρηματοοικονομική διοίκηση παραβλέπει τον κίνδυνο που ενέχουν τα επενδυτικά προγράμματα και σταματά μόνο στην μέτρηση της αποδοτικότητας τους .Επίσης , πολλές φορές δεν λαμβάνει υπ όψιν την χρονική στιγμή που θα πραγματοποιηθεί η απόδοση , πράγμα που επηρεάζει την χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής.

Συνεπώς αν θα θέλαμε να ιεραρχήσουμε τους αντικειμενικούς σκοπούς μιας επιχείρησης , ως βασικός σκοπός θα θεωρηθεί η μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης και κατ' επέκταση η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της επιχείρησης , ο οποίος επιτυγχάνεται μέσω της μεγιστοποίησης της αγοραστικής τους δύναμης σε ορισμένο χρονικό διάστημα και αποδίδεται σε αυτούς ως μέρος . (Π.Ε. Πετράκης , 1999)

## **1.2 Βασικές χρηματοοικονομικές αποφάσεις**

Η χρηματοοικονομική διοίκηση έρχεται συχνά αντιμέτωπη με την επιλογή αποφάσεων που αφορούν τρόπους χρηματοδότησης της επιχείρησης, μεθόδους μερισματικής πολιτικής της επιχείρησης και επιλογής ή απόρριψης επενδύσεων που σκοπεύουν να πραγματοποιήσουν. Η επίδραση αυτών των αποφάσεων συχνά συνδέεται με την μελλοντική εξέλιξη της ίδιας της επιχείρησης και θεωρούνται αποφάσεις στρατηγικού χαρακτήρα, καθώς επηρεάζουν την επιβίωση, την ανάπτυξη και την ευημερία της. Είναι άλλωστε κοινώς αποδεκτό ότι η μεγιστοποίηση των κερδών της επιχείρησης είναι και ο βασικός σκοπός της, η οποία επιτυγχάνεται μέσω σωστών επιλογών της χρηματοοικονομικής διοίκησης που επιφέρει αύξηση της αξίας των μετοχών της,

- 1) Η απόφαση για χρηματοδότηση (financing decisions) υποδεικνύει την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. Θέτοντας ως σκοπό την μεγιστοποίηση της κοινής μετοχής της εταιρίας, επιλέγεται ο καταλληλότερος συνδυασμός δανείων, μετοχών ή και άλλων μακροπρόθεσμων πηγών χρηματοδότησης, ώστε να διασφαλιστούν τα απαιτούμενα κεφάλαια που είναι απαραίτητα για την διεκπεραίωση των σκοπών που θέτει η επιχείρηση. Στο παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης αναγράφονται οι πηγές προέλευσης αυτών των κεφαλαίων. Οι πηγές χρηματοδότησης μπορεί να είναι εξωτερικές, όπως δανεισμός από πιστωτικά ιδρύματα, χρηματοδοτικές μισθώσεις και άλλα. Μπορεί όμως να επιλεγεί και εσωτερική πηγή χρηματοδότησης μέσω των αποσβέσεων και των μη διανεμηθέντων κερδών. Οι σκοποί και οι στόχοι της επιχείρησης θα πρέπει να είναι σαφείς και συγκεκριμένοι, ώστε η χρηματοοικονομική διοίκηση να είναι σε θέση να επιλέξει την καταλληλότερη πηγή χρηματοδότησης από ένα πλήθος εναλλακτικών επιλογών, αφού προηγηθεί πρόβλεψη των εσόδων και εξόδων της επιχείρησης και η εκτίμηση του ύψους των επενδύσεων σε πάγιο και κυκλοφορούν ενεργητικό. Η χρηματοδότηση του ενεργητικού μπορεί να είναι μόνιμου χαρακτήρα, περιλαμβάνοντας μακροχρόνιο δανεισμό και ίδια κεφάλαια ή προσωρινού χαρακτήρα για παράδειγμα κάλυψη βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων με γραμμάτια πληρωτέα. Τέλος μπορεί να προέλθει με έμμεσο τρόπο χρηματοδότησης που είναι για παράδειγμα η καθυστέρηση σε μισθούς πληρωτέους, οφειλές σε φόρους, οφειλές σε προμηθευτές. Οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, συχνά προβαίνουν στην χρηματοδότηση στοιχείων του ενεργητικού με διάρκεια μεγαλύτερη του ενός έτους με μακροχρόνιο δανεισμό και στοιχείων του ενεργητικού με διάρκεια μικρότερη του ενός έτους με βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Αυτή η τακτική είναι γνωστή ως αρχή της αντιστάθμισης κινδύνου και προκύπτει από την ανάγκη για εξίσωση των ταμειακών εισροών που προέρχονται από στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού πχ. αύξηση αποθεμάτων λόγω εποχικής ζήτησης, με ταμειακές ροές



που απαιτούνται ταμιακές ροές που απαιτούνται για την χρηματοδότηση του συγκεκριμένου στοιχείου του κυκλοφορούντος ενεργητικού πχ. λήψη βραχυπρόθεσμου δανείου για την κάλυψη της αύξησης των αποθεμάτων , που θα αποπληρωθεί από την πώληση τους.

- 2) Η απόφαση για διανομή κερδών (devided policy decision) σχετίζεται με την διανομή των κερδών της επιχείρησης προς τους μετόχους ή την δια κράτησή τους με σκοπό την χρηματοδότηση μελλοντικών σχεδίων της επιχείρησης. Η μερισματική πολιτική της επιχείρησης αφορά αποκλειστικά την επιλογή ή μη εσωτερικής χρηματοδότησης και συνδέεται άμεσα με την βέλτιστη κεφαλαιακή διάρθρωση καθώς απορρέει το ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθούν (παρακρατηθέντων κερδών) για την χρηματοδότηση μελλοντικών επενδύσεων.
- 3) Η απόφαση επένδυσης (investment decision) λαμβάνεται από το Διοικητικό Συμβούλιο αφού πρώτα ο οικονομικός διευθυντής συλλέξει όλες τις πληροφορίες που αφορούν την παρουσίαση, αξιολόγηση και επιλογή των επενδυτικών σχεδίων μιας επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψιν τον αναμενόμενο κίνδυνο απόδοσης της επένδυσης. Σημαντικό ρόλο παίζουν αλώςτε ο σκοπός και τα χαρακτηριστικά της επένδυσης, ο χρόνος και το περιβάλλον στο οποίο πραγματοποιείτε μία επένδυση, παράμετροι που θα αναπτυχθούν λεπτομερώς. (Βασιλείου Δ., Ν.Ηρειώτης ,2008).

### **1.3 Ορισμός επένδυσης**

Ο όρος επένδυση, αναφέρεται στη δέσμευση οικονομικών πόρων , που πραγματοποιείται με την ελπίδα ότι η επιχείρηση ή ο επενδυτής, θα αποκομίσει οφέλη τα οποία αναμένεται ότι θα προκύψουν σταδιακά ή κάποια στιγμή μετά από κάποια χρονική περίοδο στο μέλλον. Στο βιβλίο του «Επενδύσεις» , ο καθηγητής Νικόλαος Φίλιππας αναφέρει ότι γίνεται κοινά αποδεκτό ότι ο ορισμός της επένδυσης αφορά την δέσμευση ενός συγκεκριμένου ποσού κεφαλαίου στο τρέχον χρονικό διάστημα , η οποία πραγματοποιείτε με κίνητρο την προσδοκία υψηλότερων απολαβών στο μέλλον . Συνεπώς όρος επένδυση εμπεριέχει το στοιχείο της άμεσης και βέβαιης θυσίας με αντάλλαγμα κάποια μελλοντική αναμενόμενη καθαρή ωφέλεια. (Αναστασίου Θ, 2009)

Αντικειμενικός σκοπός μίας επένδυσης είναι να αποτρέψει τον επενδυτή στην κατανάλωση κεφαλαίων με αμφίβολη μελλοντική ωφέλεια . Λαμβάνοντας υπ όψιν ότι κάθε επένδυση ενέχει βαθμό κινδύνου , σκοπός του επενδυτή είναι ο μετριασμός αυτού του κινδύνου (Βασιλείου Δ., Ν.Ηρειώτης ,2008).

Διαβάζοντας έναν ισολογισμό , αμέσως ξεχωρίζουμε στο ενεργητικό τα πάγια περιουσιακά στοιχεία και το κυκλοφορούν ενεργητικό. Στο πάγιο ενεργητικό

περιλαμβάνονται τα κτίρια, γήπεδα, εγκαταστάσεις, υλικοτεχνικός εξοπλισμός, μεταφορικά μέσα κ.α χαρακτηριστικό γνώρισμα των οποίων είναι ότι προορίζονται για μακροχρόνια χρήση με σκοπό την αύξηση της παραγωγικότητας και του κέρδους και όχι για μεταπώληση. Από την άλλη στα κυκλοφορούντα ενεργητικά περιουσιακά στοιχεία, αποθέματα, απαιτήσεις, χρεόγραφα, διαθέσιμα, προορίζονται να αλλάζουν θέση και μορφή μέσα στην διαχειριστική περίοδο και είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα

Η έννοια της επένδυσης έχει ταυτιστεί με την απόκτηση πάγιου ενεργητικού εξοπλισμού όμως η άποψη ότι η έννοια της επένδυσης συμπεριλαμβάνει την τοποθέτηση κεφαλαίων και στα κυκλοφορούντα ενεργητικά περιουσιακά στοιχεία, θεωρείτε σωστότερη. Οι αποφάσεις για επένδυση αφορούν και τις δύο ομάδες προαναφερθείσες ομάδες του ενεργητικού και η κατανομή των πόρων ανάμεσα σε αυτές προκύπτει από τον σκοπό και τις ανάγκες της εκάστοτε επιχείρησης διαχωρίζοντάς τις σε επενδύσεις μεγάλης ή μικρής διάρκειας αντίστοιχα. ( Αρτίκης Γ.Π. , 2010)

#### **1.4 Επένδυση και κερδοσκοπία**

Η διαφορά της επένδυσης από την κερδοσκοπία διαφέρει σε δύο σημαντικά σημεία. Κατ' αρχάς οι επενδυτές αναμένουν της αποδόσεις της επένδυσής τους σε ένα σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, ενώ οι κερδοσκόποι αναμένουν άμεσα τα αποτελέσματα των ενεργειών τους. Κατά δεύτερον, οι επενδυτές αναμένουν κανονικές αποδόσεις για τις επενδύσεις τους σε καθορισμένη χρονική διάρκεια, ενώ οι κερδοσκόποι αναμένουν υπερβολικά υψηλές αποδόσεις, αδιαφορώντας για την διαχρονική συνέπεια. (Βασιλείου Δ.-Ηρειώτης ν.,2008).

Επιπροσθέτως, οι κερδοσκόποι χρησιμοποιούν μεθόδους και τακτικές αθέμιτες, όπως insider information, καθώς προχωρούν άμεσα σε αγοραπωλησίες μετοχών ώστε να λάβουν κέρδος από την αλλαγή της τιμής τους στοχεύοντας έτσι στο γρήγορο κέρδος. Εκτός από το χρονικό ορίζοντα της απόφασης, και το κίνητρο των κερδοσκόπων διαφέρει σε σχέση με αυτό των επενδυτών. Οι επενδυτές λαμβάνουν σοβαρά τους βραχυπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους στόχους, τις ανάγκες και τους περιορισμούς που τίθενται από την αγορά ώστε να προχωρήσουν σε μια επένδυση. (Νικόλαος Φίλιππας, 2005)

#### **1.5 Είδη επενδύσεων**

Στην αρθρογραφία και βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής διοίκησης αναφέρονται πολλές κατηγορίες επενδύσεων. Ποίο συχνά συναντάμε τις παρακάτω τρεις:

- Επενδύσεις εκτός επιχείρησης
- Επενδύσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού
- Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία του ενεργητικού

### 1.5.1. Επενδύσεις εκτός επιχείρησης

Η πρώτη κατηγορία αφορά επενδυτική δραστηριότητα σε προϊόντα που δεν σχετίζονται με την κύρια παραγωγική δραστηριότητα της επιχείρησης μας . Τέτοια παραδείγματα επενδύσεων είναι οι συμμετοχές σε μετοχικό κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων ή η χορήγηση δανείων σε άλλες επιχειρήσεις κ.α.

### 1.5.2.Επενδύσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού

Το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει όλα εκείνα τα στοιχεία που προορίζονται για ταχεία οικονομική κυκλοφορία ,που πρόκειται λοιπόν να κινηθούν ή να αλλάξουν μορφή μία ή και περισσότερες φορές μέσα σε μία διαχειριστική περίοδο. Το κυκλοφορούν ενεργητικό αναφέρεται και ως κεφάλαιο κίνησης (working capital) μιας επιχείρησης και αποτελείται από το σύνολο των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται για την αντιμετώπιση των τρεχουσών αναγκών της επιχείρησης. Οι επενδύσεις που πραγματοποιούνται στα στοιχεία του ενεργητικού αφορούν επενδύσεις σε αποθέματα, απαιτήσεις και διαθέσιμα .Οι παράγοντες που προσδιορίζουν το απαιτούμενο μέγεθος των επενδύσεων αυτών , προκύπτουν από τις συνθήκες που επικρατούν στον κλάδο που δραστηριοποιείτε η επιχείρηση, από την ταχύτητα κυκλοφορίας ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού και την σύνθεσή του αλλά και από την ίδια την φύση της επιχείρησης. Άλλωστε είναι ευρέως διαδεδομένη η κυκλική ροή του κεφαλαίου κίνησης , δηλαδή η εκροή μετρητών προς τους προμηθευτές με σκοπό την δημιουργία αποθεμάτων που διατίθενται προς πώληση με πίστωση με αποτέλεσμα την δημιουργία απαιτήσεων από τους πελάτες , οι οποίες μόλις εισπραχθούν επανέρχονται στην επιχείρηση ως εισροή μετρητών και ανατροφοδοτούν την ίδια αλυσίδα.

Είτε αφορά επενδύσεις πρώτων υλών ,είτε ετοιμών ή ημικατεργασμένων προϊόντων, η επιχείρησης θέτουν ως στόχο οι επενδύσεις σε αποθέματα, να καλύπτουν τις ανάγκες τους έναντι της αγοραστικής ζήτησης ελαχιστοποιώντας τα κόστη αγοράς και διακράτησης τους. Η διαχείριση των αποθεμάτων άλλωστε , αποτελεί ξεχωριστή μονάδα στην οργανωτική δομή των επιχειρήσεων , πράγμα που αποδεικνύει την σημαντικότητα της. Ανάλογα με το είδος της επιχείρησης και των προϊόντων που εμπορεύεται ή παράγει, διαφοροποιούνται και οι πολιτικές διαχείρισης των αποθεμάτων, και κατ' επέκταση οι επενδυτικές ανάγκες . Παράγοντες που λαμβάνονται υπ όψιν είναι η σωστή πρόγνωση της ζήτησης στην οποία έρχεται να προστεθεί η δυσκολία που επέφερε η αστάθεια της αγοράς λόγω της οικονομικής δυσχέρειας, η ορθολογική διαχείριση των αποθεμάτων ασφαλείας , και η ελαχιστοποίηση του κόστους παραγγελίας.

Στις απαιτήσεις του ενεργητικού περιλαμβάνονται οι λογαριασμοί που αφορούν οφειλόμενα από τρίτους (πελάτες δημόσιο κα) προς την επιχείρηση. Οι απαιτήσεις αυτές μπορεί να προέρχονται από πιστώσεις σε πελάτες της επιχείρησης. Η πολιτική των εμπορικών πιστώσεων ( credit policy) που ακολουθήθηκε την προηγούμενη δεκαετία

χαρακτηρίστηκε από χαλάρωση των πιστώσεων και επιμήκυνση της περιόδου είσπραξης με απώτερο σκοπό την αύξηση των πωλήσεων. Η πρακτική αυτή οδηγούσε σε εύρεση χρηματοδότησης και αύξησης του κόστους. Άλλες απαιτήσεις του ενεργητικού προκύπτουν από επιταγές ή συναλλαγματικές που υπάρχουν στο χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης, από οφειλές των μετόχων για την κάλυψη αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου, βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις από συμμετοχές της επιχείρησης σε άλλη οικονομική μονάδα, επιστροφές φόρου και άλλες απαιτήσεις από το δημόσιο, προκαταβολές σε προμηθευτές για εκτέλεση παραγγελιών, μειωμένες απαιτήσεις επισφαλών ή επίδικων πελατών (Μιχελιάκης, 2013).

Τα διαθέσιμα τα οποία συμπεριλαμβάνουν μετρητά στο ταμείο, καταθέσεις στους τραπεζικούς λογαριασμούς, και εύκολα ρευστοποιήσιμα χρεόγραφα, χρηματοδοτούν τις καθημερινές άμεσες ανάγκες της επιχείρησης. Με την διακράτηση περισσότερων διαθεσίμων επιτυγχάνεται η κάλυψη καθημερινών ή απρόβλεπτων αναγκών χωρίς χρήση τραπεζικών χρηματοδοτικών μέσων και άρα επιπλέον κόστους χρήματος.

Η επάρκεια του κεφαλαίου κίνησης δίνει στην επιχείρηση την ευχέρεια χωρίς πρόσθετη επένδυση, να διατηρήσει ένα ικανοποιητικό επίπεδο αποθεμάτων ώστε να ανταποκρίνεται άμεσα στην ζήτηση των προϊόντων της, να κατέχει ανάλογο ταμειακό διαθέσιμο ώστε να ανταποκρίνεται στην άμεση εξόφληση των τρεχουσών υποχρεώσεων της, να έχει την δυνατότητα χαλάρωσης των όρων πίστωσης προς τους πελάτες ώστε να είναι πιο ανταγωνιστική στην αγορά και να αυξάνει τις πωλήσεις των προϊόντων της.

### 1.5.3.Επενδύσεις σε πάγια στοιχεία του ενεργητικού

Οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία της επιχείρησης είναι από τις πιο συχνές τόσο κατά την δημιουργία όσο και κατά την μεγέθυνση της κάθε επιχείρησης. Στην βιβλιογραφία συναντάται ο όρος επενδύσεις πάγιου κεφαλαίου (capital investments) και ορίζεται ως επενδύσεις σε στοιχεία του ενεργητικού με χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα, που απαιτούν δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Τέτοιες επενδύσεις μπορεί να είναι σε υλικά, απόκτηση οικοπέδων, κτιριακών εγκαταστάσεων, μηχανολογικού εξοπλισμού, οχημάτων, πλοίων, αεροσκαφών κ.α. αλλά και σε άυλα περιουσιακά στοιχεία, προνόμια ευρεσιτεχνίας, φήμη και πελατεία.

Η σημαντικότητα των επενδύσεων αυτών οδήγησε στην ανάγκη για περαιτέρω ανάλυση και ποσοτικοποίηση των κινδύνων και των αποτελεσμάτων που θα αποφέρουν στην επιχείρηση. Οι επενδύσεις παγίου κεφαλαίου απαιτούν δέσμευση μεγάλων κεφαλαίων σε συγκεκριμένη χρονική περίοδο χωρίς να αναμένεται άμεσο όφελος από την επένδυση αυτή. Αντιθέτως, απαιτείται η διάθεση χρηματοδότησης από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης, μιας και η εύρεση άλλων χρηματοδοτικών λύσεων για την κάλυψη του εκατό της εκατό της επένδυσης δεν είναι εφικτή, ή και πολλές φορές είναι ασύμφορη. Τα κεφάλαια που προορίζονται για την χρηματοδότηση μένουν δεσμευμένα για σειρά ετών, καθώς οι επενδύσεις αυτές είναι μακροχρόνιες, χωρίς δυνατότητα άμεσης ρευστοποίησης των παγίων στοιχείων και ενώ ελλοχεύει ο κίνδυνος οικονομικής απαξίωσης τους.

Στοχεύοντας στην ελαχιστοποίηση των δυσμενών επιπτώσεων που απορρέουν από μία λάθος επένδυση πάγιου κεφαλαίου η οποία μπορεί να επιφέρει ανεπανόρθωτες ζημιές στην μελλοντική εξέλιξη της εκάστοτε επιχείρησης , οι διοικήσεις προχωρούν σε λεπτομερή σχεδιασμό και ανάλυση διαφόρων εναλλακτικών σχεδίων. Η διαδικασία σχεδιασμού ανάλυσης και αξιολόγησης διαφόρων επενδυτικών σχεδίων λέγεται προϋπολογισμός κεφαλαίου ( capital budgeting ) και έχει ως σκοπό την εκτίμηση των μελλοντικών ταμειακών ροών του έργου καθώς αυτές επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης. Λόγω του ότι ένα έργο είναι δύσκολο να ακυρωθεί αφού εκτελεστεί , απαιτείτε ακριβής ο προσδιορισμός των κινδύνων της επένδυσης , αλλά και των αναμενόμενων αποδόσεων ώστε η διοίκηση να προχωρήσει στην αποδοχή η απόρριψή του την δεδομένη χρονική στιγμή. (Αναστασίου Θεόδωρος , 2005)

## **1.6 Διάκριση των επενδύσεων**

Η πολυδιάστατη φύση των επενδύσεων είχε ως αποτέλεσμα, να δημιουργηθεί μια πληθώρα κριτηρίων για την ταξινόμηση των επενδυτικών επιλογών από τους μελετητές , οι οποίοι προσαρμοζόταν στις ανάγκες των μελετών. Ενδεικτικά θα αναφέρουμε κάποιες από της κατηγορίες διάκρισης των επενδύσεων.

Βασικά μπορούν να διακριθούν βάση του αντικειμενικού σκοπού που επιδιώκει η επιχείρηση διακρίνονται σε

Επενδύσεις αντικατάστασης παγίων – μικρές βελτιώσεις οι οποίες αποσκοπούν στην διατήρηση της θέσης που έχει η επιχείρηση παραδείγματος χάριν επενδύσεις για την συντήρηση ή εκσυγχρονισμό μηχανημάτων και κτηριακών υποδομών με σκοπό την διατήρηση της ποιότητας των προϊόντων της ή εκσυγχρονισμός που πληροφοριακού συστήματος καθώς το υπάρχον δεν καλύπτει τον όγκο των δεδομένων της επιχείρησης με αποτέλεσμα την αύξηση της άμεσης εργασίας.

Επίσης διακρίνονται και σε στρατηγικής δράσης που αποσκοπούν στην επίτευξη νέων θέσεων από την επιχείρηση , μέσω ανάπτυξης νέων προϊόντων, επέκταση του κύκλου εργασιών της , εξερεύνηση νέων μεθόδων παραγωγής, επέκτασης σε νέες αγορές ή νέους κλάδους κ.α. Η σημασία αυτών των επενδύσεων είναι πολύ υψηλή , η επιλογή τους γίνεται μετά από προσεκτική συλλογή και αξιολόγηση όλων των παραγόντων που επηρεάζουν το εγχείρημα της επένδυσης. Οι επιπτώσεις μιας λάθους επιλογής έχει αντίκτυπο στην φήμη της επιχείρησης και φυσικά στα οικονομικά αποτελέσματα της.

Τέλος διακρίνονται σε επενδύσεις επέκτασης . Πρόκειται για ευκαιρίες επενδύσεις που προέρχονται από το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείτε ήδη η επιχείρηση και αφορούν την επέκταση σε ήδη υπάρχοντα προϊόντα και αγορές. (Βενιέρης Γ. – Κοέν Σ., 2007)

Βάση λεπτομερέστερων κριτηρίων μπορούν να κατηγοριοποιηθούν :

1) Βάση ένταξης σε κλάδο διακρίνονται σε :

Βιομηχανικές, Τουριστικές, Αγροτικές, Μεταλλευτικές κ.α.

2) Βάση το μέγεθός τους διακρίνονται σε :

Μικρές , Μεσαίες , Μεγάλες

Η διάκριση βάσει του μεγέθους της επένδυσης , έχει ιδιαίτερο ενδιαφέρον κατά την αξιολόγηση καθώς τα μεγάλα έργα προσελκύουν το ενδιαφέρον λόγω των αναπτυξιακών επιπτώσεων τόσο μέσα σε ένα κλάδο όσο και σε επίπεδο εθνικής οικονομίας.

4) Βάση τον φορέα που ενδιαφέρεται για την επένδυση διακρίνονται σε :

-Επενδύσεις κοινωνικού ενδιαφέροντος που προωθούνται από κρατικούς φορείς και έχουν ως σκοπό την πραγματοποίηση έργων κοινωνικής ωφέλειας

-Επενδύσεις ιδιωτικού ενδιαφέροντος που προωθούνται από ιδιωτικούς σκοπούς για εξυπηρέτηση ιδιωτικών προτιμήσεως (πχ ίδρυση βιομηχανίας παραγωγής αλουμινοκατασκευών )

-Μεικτού ενδιαφέροντος ή κοινού ενδιαφέροντος (πχ δημιουργία δημοτικού κολυμβητηρίου που θα έχει ιδιωτική καφετέρια)

5) Βάση τον επιδιωκόμενο σκοπό

Επενδύσεις ενός σκοπού ή πολλαπλού σκοπού

6) Βάση ένταξης στη χρήση ή την εισροή των συντελεστών παραγωγής

Επενδύσεις ένταξης κεφαλαίου , ένταξης εργασίας , ένταξης εδαφικών πόρων

7) Βάση της γεωγραφικής κάλυψης της αγοράς

Τοπικής σημασίας , Περιφερικής σημασίας , Εθνικής σημασίας, Πολυεθνικής σημασίας

8) Βάση τον κίνδυνο που διατρέχουν

- Απολύτως εξασφαλισμένες έναντι του κινδύνου αβεβαιότητας
- Χαμηλού κινδύνου
- Υψηλού κινδύνου

9) Βάση την δημιουργούμενη πρόσοδο που είναι σε θέση να αποφέρουν οι επενδύσεις , διακρίνονται σε

- Ποριστικές , κερδοσκοπικές ή κύριες επενδύσεις , αυτές που αποφέρουν απευθείας κέρδος στην επιχείρηση , τα έσοδα υπερβαίνουν τις δαπάνες εκμετάλλευσης και συντήρησής τους
- Δευτερεύουσες ή συμπληρωματικές επενδύσεις , αυτές που αποβλέπουν στη βελτίωση ή διατήρηση της αποδοτικότητας υφισταμένων επενδύσεων
- Εξισωτικές ή επενδύσεις σκοπιμότητας , αυτές που αποσκοπούν στην δημιουργία ενός έργου μη ποριστικού χαρακτήρα, αποβλέπουν στην διευκόλυνση των εργασιών της επιχείρησης ή της αύξησης του γοήτρου της επιχείρησης
- Αναγκαστικές ή κοινωνικού χαρακτήρα , αυτές οι επενδύσεις που δεν αποφέρουν όφελος ή αποφέρουν όφελος κατώτερο του απαιτούμενου χρηματικού κεφαλαίου για την λειτουργία και συντήρηση του έργου , είναι όμως επιθυμητές από κοινωνική σκοπιά ή επιβάλλονται από τον νόμο.

10) Βάση της φυσικής τους διάστασης μπορεί να είναι

- Νέα παραγωγική μονάδα
  - Επέκταση της υφιστάμενης παραγωγικής μονάδας
  - Συμπλήρωση ή προσαρμογή του παραγωγικού δυναμικού υφιστάμενης μονάδας
  - Ανανέωση ή εκσυγχρονισμός του εξοπλισμού
  - Συμμετοχή σε υφιστάμενη επιχειρηματική δραστηριότητα
  - Πρόγραμμα επενδυτικής δράσης για προώθηση κάποιου επιχειρηματικού σκοπού
- (Θεοφανίδης Σταύρος ,1985, σελ 31-33)

## 1.7 Χαρακτηριστικά επενδύσεων κεφαλαίου

Τα χαρακτηριστικά στοιχεία τα οποία συναντώνται σε κάθε επένδυση και κατ'επέκταση και στις επενδύσεις κεφαλαίου έχουν να κάνουν με την διάρκειά τους, το ύψος των κεφαλαίων που θα δαπανηθεί, τις αναμενόμενες ωφέλειες και την χρονική στιγμή πραγματοποίησης της επένδυσης.

Οι ανάγκες για επένδυση ποικίλουν ανάλογα των χαρακτηριστικών της εκάστοτε επιχείρησης. Για παράδειγμα οι επιχειρήσεις έντασης κυκλοφοριακής περιουσίας χαρακτηρίζονται από μικρή αναλογία σταθερών εξόδων και έχουν ανάγκη από βραχυπρόθεσμο δανεισμό, ενώ χαρακτηρίζονται από εύκολη αλλαγή τόπου εγκατάστασης και το κέρδος τους προέρχεται από τις υψηλές τιμές πώλησης των προϊόντων τους. Σε αντιπαράθεση, οι επιχειρήσεις πάγιας περιουσίας έχουν υψηλή αναλογία σταθερών εξόδων και ανάγκη για μακροπρόθεσμο δανεισμό για την κάλυψη παγίων, είναι πολύ δύσκολη η αλλαγή τόπου εγκατάστασης λόγω του μεγέθους των ακινητοποιήσεων του ενεργητικού τους, και το κέρδος τους προκύπτει από την υψηλή παραγωγή.

Η διάρκεια ζωής μίας επένδυσης, μπορεί να ισοδυναμεί με την κατασκευαστική περίοδο αλλά δεν θεωρείται πάντα δεδομένη. Η παράγοντες που την επηρεάζουν έχουν να κάνουν με τις τεχνικές προδιαγραφές αλλά και την φύση της επένδυσης.

Οι θυσίες (χρήματα) που απαιτούνται για την διεκπεραίωση μιας επένδυσης αναφέρονται όχι μόνο στο στάδιο της αγοράς ή κατασκευής, αλλά και στο κόστος που προκύπτει κατά την διάρκεια ζωής της επένδυσης, όπως υλικά συντήρησης, μισθοί, πρώτες ύλες. Το ίδιο ισχύει και για τις αναμενόμενες ωφέλειες, οι οποίες θα συνοδεύουν την επένδυση καθ' όλη την διάρκεια της ζωής της, καθώς είναι ταυτόσημες με τα έσοδα από την εκμετάλλευση του επενδυτικού αγαθού.

Ο χρόνος πραγματοποίησης μιας επένδυσης, δεν έχει να κάνει μόνο με την εμφάνιση μίας ευκαιρίας για επένδυση. Σημαντικοί παράγοντες όπως ο τύπος της επένδυσης, επένδυση αντικατάστασης, επένδυση ανάπτυξης ή επένδυση εκσυγχρονισμού, επισπεύδουν ή επιβραδύνουν το χρόνο πραγματοποίησης της. Βέβαια στην πλειονότητα των περιπτώσεων, ο χρόνος πραγματοποίησης μιας επένδυσης, εξαρτάται από την οικονομική συγκυρία και από της εισροές και της εκροές της επιχείρησης. (Harold Bierman, , μεταφρ. Βαρδάκος Χρήστος)



## ***1.8 Κατηγορίες επενδύσεων κεφαλαίου***

Κατά κανόνα, οι διοικήσεις των επιχειρήσεων είναι σε θέση να γνωρίζουν τις ανάγκες της επιχείρησης σε επενδύσεις παγίου κεφαλαίου σε όλα τα τμήματα τους, και τις δυνατότητες που μπορούν να προσφέρουν στην μεγιστοποίηση της αποδοτικότητας τους. Ο επιδιωκόμενος σκοπός της κάθε επενδυτικής πρότασης, είναι αυτός που προσδιορίζει την κατηγορία στην οποία εντάσσεται η εκάστοτε επένδυση. Καυαυτόν τον τρόπο μπορούμε να διακρίνουμε τις εξής κατηγορίες επένδυσης παγίου κεφαλαίου :

### ***1.8.1 Επενδύσεις αντικατάστασης***

Αποσκοπούν στην συντήρηση ή επισκευή παλιού μηχανολογικού εξοπλισμού, διατηρώντας έτσι την συνέχιση της παραγωγής κερδοφόρων προϊόντων, εξασφαλίζοντας την συνέχιση των τρεχουσών δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Μέσω της αντικατάστασης παγίων στοιχείων, η επιχείρηση μπορεί να προβλέπει σε μείωση του κόστους, καθώς παρατηρείται πως η λειτουργία μηχανημάτων παλιάς τεχνολογίας να είναι ασύμφορη και κοστοβόρα σε σύγκριση με την αγορά και χρήση νέων τεχνολογικά ανεπτυγμένων μηχανημάτων. Το ρίσκο που λαμβάνεται σε μία τέτοια επένδυση χαρακτηρίζεται ως χαμηλό, καθώς δεν περιλαμβάνεται αλλαγή στην φύση του προϊόντος.

### ***1.8.2 Επενδύσεις επέκτασης ή βελτίωσης***

Σχετίζονται με τις τεχνολογικές εξελίξεις ώστε να προβούν στην κάλυψη των αναγκών της αγοράς. Μέσω της ανάπτυξης νέων δραστηριοτήτων, προϊόντων, περισσότερων σημείων διάθεσης, βελτιστοποίησης στην εφοδιαστικής αλυσίδας, η επιχείρηση είναι σε θέση να αποκτήσει συγκριτικό πλεονέκτημα έναντι του ανταγωνισμού. Οι επενδύσεις επέκτασης έχουν ως σκοπό την διεύρυνση της διαθεσιμότητας του προϊόντος όταν αυτό εισέρχεται σε νέες αγορές. Το ρίσκο των επενδύσεων επέκτασης ή ανάπτυξης είναι εξαιρετικά υψηλό, καθώς απαιτείται ολική αναδιάρθρωση ή και αλλαγή στην φύση του προϊόντος, ωστόσο εάν είναι επιτυχής, η ωφέλεια είναι επίσης υψηλή.

### ***1.8.3 Λοιπές επενδύσεις***

Στην κατηγορία αυτή εμπίπτουν οι επενδύσεις που δεν μπορούν να εναχθούν σε μία από της ανωτέρω κατηγορίες. Τέτοιες είναι επενδύσεις υποχρεωτικές από την εργατική νομοθεσία ή από τις απαιτήσεις της κυβέρνησης, από ασφαλιστικούς ή περιβαλλοντικούς

κανονισμούς. Για παράδειγμα αφορούν την προστασία των εργαζομένων, ή του οικολογικού περιβάλλοντος, αλλά και διάφορες άλλες επένδυσης όπως την εγκατάσταση μηχανογραφικού συστήματος, εξαγορά άλλης επιχείρησης κ.α.

(Τσαγκλάνος Άγγελος, 1985).

## **1.9 Σχέση εξάρτησης μεταξύ των επενδύσεων**

Καίριο ρόλο στην αξιολόγηση δύο ή περισσότερων και επενδυτικών σχεδίων , παίζει η σχέση εξάρτησης μεταξύ τους. Είναι λοιπόν σημαντικό , ο μελετητής να γνωρίζει εάν οι επενδύσεις είναι ανεξάρτητες ή εξαρτημένες μεταξύ τους .

1.9.1 Ανεξάρτητες επενδύσεις: Η αποδοχή ή απόρριψη μιας επενδυτικής πρότασης , δεν επηρεάζει τις χρηματοροές μίας άλλης επενδυτικής πρότασης. Ως εκ τούτου , κάθε μία επένδυση επιτελεί διαφορετικό λειτουργικό έργο , και η πραγματοποίηση της μίας δεν αποκλείει την πραγματοποίηση μίας άλλης επένδυσης. Αν και στην πραγματικότητα σε μία επιχείρηση είναι ελάχιστες οι επενδύσεις που είναι εντελώς ανεξάρτητες μεταξύ τους, συνηθίζεται όταν δεν υπάρχει προφανής λόγος ,να τις χαρακτηρίζουμε ως ανεξάρτητες. Παραδείγματος χάριν μία μηχανή παραγωγής , ένα σύστημα ασφαλείας, ένα φορτηγό αυτοκίνητο και έπιπλα γραφείου , υπό κανονικές συνθήκες μπορούν να χαρακτηριστούν ως ανεξάρτητες επενδυτικές προτάσεις.

1.9.2 Εξαρτημένες επενδύσεις: Η αποδοχή ή απόρριψη μιας επενδυτικής πρότασης , επηρεάζει τις χρηματοροές μίας άλλης επενδυτικής πρότασης, αφού αυτές αποτελούν εναλλακτικούς τρόπους εκτέλεσης του ίδιου έργου. (Ζώης Κωνσταντίνος – Γαρουφαλής Κωνσταντίνος, 2008)

Οι επενδύσεις μεταξύ τους μπορεί να είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες , δηλαδή η απόρριψη της μίας να επιφέρει ως άμεσο αποτέλεσμα την απόρριψη της άλλης. Αμοιβαίως αποκλειόμενες ενδύσεις , προκύπτουν όταν η διοίκηση της επιχείρησης, προσβλέπει στο να καλύψει μία ανάγκη της επιχείρησης, και υπάρχει μεγάλη ποικιλία προτάσεων του μπορεί να καλύψουν την ίδια ανάγκη. Για παράδειγμα , έστω ένα εργολάβος οδοποιίας χρειάζεται ένα ακόμα μηχάνημα ασφαλτόστρωσης. Υπάρχουν πολλοί τύποι τέτοιων οχημάτων , ο καθένας εκ των οποίων μπορεί να δώσει το ίδιο αποτέλεσμα στον εργολάβο. Παρόλο που οι επενδυτικές προτάσεις για αγορά μηχανήματος ασφαλτόστρωσης μπορεί να έχουν διαφορετικά στοιχεία όσον αφορά τα τεχνικά χαρακτηριστικά, το αρχικό κόστος επένδυσης, θεωρούνται αμοιβαίως

αποκλειόμενες δεδομένου ότι η επιλογή της μία προτάσεις αυτομάτως σημαίνει αποκλεισμό της άλλης πρότασης αφού ουσιαστικά καλύπτουν την ίδια ανάγκη.

Υπάρχει όμως και το ενδεχόμενο να είναι συμπληρωματικές , δηλαδή η αποδοχή της μίας επενδυτικής πρότασης , να δημιουργεί θετικές συνθήκες για την αποδοχή της άλλης . Έτσι η αγορά ενός λογισμικού , συμπληρώνεται από την αγορά τερματικών.

Τέλος μπορεί να είναι προαπαιτούμενες , όπου η αποδοχή της μίας επενδυτικής πρότασης , προϋποθέτει προγενέστερη αποδοχή μίας άλλης επενδυτικής πρότασης. Η δόμηση του τρίτου ορόφου μίας κτηριακής εγκατάστασης προϋποθέτει την δόμηση του πρώτου ορόφου. (Κιόχος Πέτρος,1999)

Όταν υπάρχει περιορισμός στο χρηματικό ποσό που διατίθεται για επένδυση και το αρχικό κόστος των επενδυτικών προτάσεων υπερβαίνει το ποσό αυτό, τότε εισάγονται μεταξύ των προτάσεων οικονομικές αλληλεξαρτήσεις. Αυτές είναι συνήθως περίπλοκες και εξαρτάται από το αν οι προτάσεις είναι ανεξάρτητες επενδύσεις, εξαρτημένες αμοιβαίως αποκλειόμενες ή συμπληρωματικές. Κάθε φορά που τίθεται ένας χρηματοοικονομικός περιορισμός σε αποφάσεις επενδύσεων , η αξιολόγηση του μπορεί να έγκειται σε αλληλεξαρτήσεις που δεν είναι τόσο προφανείς.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### Προϋπολογισμός Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου (Capital Budgeting)

Οι επιχειρήσεις δαπανούν κάθε χρόνο κεφάλαια για την αύξηση των παγίων περιουσιακών τους στοιχείων , μηχανημάτων , κτηριακών υποδομών, έργων προστασίας του περιβάλλοντος, έργων υποδομής, επίπλων και γραφείων. Οι επενδύσεις επέκτασης περιλαμβάνουν ανάπτυξη παραγωγικών μονάδων, εκσυγχρονισμό εγκαταστάσεων κ.α., οι επενδύσεις αντικατάστασης κρίνονται απαραίτητες ώστε να συνεχιστεί κατά τον ίδιο ρυθμό η παράγωγή , χωρίς το κόστος επισκευής των παλαιωμένων μηχανημάτων, ενώ άλλες επενδύσεις συνήθως επιβάλλονται από την νομοθεσία .

Αδιαμφισβήτητο είναι το γεγονός ότι ανεξάρτητα από την αιτία που οι επιχειρήσεις επιλέγουν να προβούν σε μία αύξηση των περιουσιακών τους στοιχείων , απαιτείται μια μεγάλη αρχική εκροή κεφαλαίων η επανάκτηση των οποίων θα γίνει μετά από μεγάλο χρονικό διάστημα. Η μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα , είναι πρωταρχικό γνώρισμα των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου και γι αυτό ο σχεδιασμός τους είναι πολύ σημαντικός Το σχεδιασμό αυτό , έρχεται να καλύψει ο προϋπολογισμός επενδύσεων .

Επιπροσθέτως , λόγω του μεγέθους των ποσών που διοχετεύονται από τις επιχειρήσεις στην αγορά από τις πραγματοποιούμενες επενδύσεις, επηρεάζεται η εθνική οικονομία , αφού αυξάνονται οι θέσεις εργασίας, το εθνικό ακαθάριστο προϊόν , το ισοζύγιο πληρωμών, και γενικά παρουσιάζεται μία εικόνα ανάπτυξης και προόδου στην εθνική οικονομία.

Τα χαρακτηριστικά μιας επιτυχημένης επένδυσης , εξαρτώνται από την κατάλληλη στρατηγική της επιχείρησης, τα βήματα που ακολουθούνται για την ορθή λήψη επενδυτικών αποφάσεων , καθώς και τις ισορροπίες μεταξύ κινδύνου και αναμενόμενων εσόδων επενδυτής με την επιλογή του, αποκαλύπτει την προτίμησή και τις επιθυμίες του , φανερώνοντας την στρατηγική της επιχείρησης σε συνδυασμό με την κερδοφορία , το απαιτούμενο επίπεδο ρευστότητας , και την βεβαιότητα που έχει για την επικείμενη επένδυση ορθή λήψη για μία επενδυτική απόφαση , προϋποθέτει μία αλληλουχία βημάτων . Την επιλογή μίας συγκεκριμένης επένδυσής έναντι άλλων εναλλακτικών, την εμπειρία και την γνώση του επενδυτή ή την συμβολή οικονομικών συμβούλων, την διαφοροποίηση των επενδύσεων για λόγους μείωσης των επιχειρηματικών ρίσκων, και την πεποίθηση ότι η επένδυση αυτή ταιριάζει με τις δυνατότητες, την εμπειρία και τις εγκαταστάσεις την επιχείρησης. Τέλος η επιχείρηση αναζητά την επένδυση που θα της προσφέρει το μεγαλύτερο δυνατό όφελος με το μικρότερο δυνατό κόστος.

Η ανάλυση όλων των συνιστωσών που θα οδηγήσουν μία επιχείρηση να αποδεχθεί ή να απορρίψει μία επένδυση , πραγματοποιείται κατά την διαδικασία του προϋπολογισμού επενδύσεων , όπου υπολογίζονται όχι μόνο οι δαπάνες που θα χρειαστούν για την απόκτηση ενός παγίου περιουσιακού στοιχείου , αλλά και κυρίως η εξεύρεση επενδυτικών προτάσεων , η εκτίμηση του αναμενόμενης ωφέλειας κάθε πρότασης (πρόσθετων ταμειακών ροών) , η αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων , και τέλος η επιλογή της επένδυσης βάση συγκεκριμένων κριτηρίων.

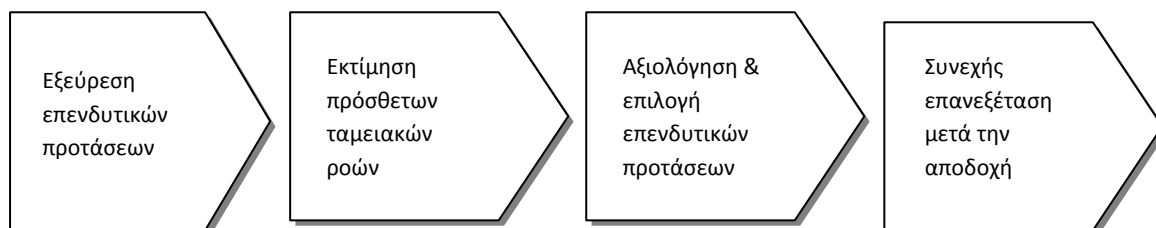
## 2.1 Σπουδαιότητα του προϋπολογισμού επενδύσεων κεφαλαίου

Η απόφαση για επένδυση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, είναι μια σημαντική απόφαση για κάθε διοίκηση. Η δέσμευση μεγάλου ποσού κεφαλαίων για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους για απόκτηση στοιχείων που δύσκολα ρευστοποιούνται , είναι μία απόφαση που πρέπει να λαμβάνεται μετά από εξέταση όλων των παραμέτρων. Οι μεταβαλλόμενες συνθήκες του οικονομικού περιβάλλοντος, η πολυπλοκότητα των μεγάλων επενδύσεων , η ταχεία τεχνολογική απαξίωση των μηχανημάτων, η ανάπτυξη των υπολογιστικών συστημάτων , οδήγησαν τα στελέχη των επιχειρήσεων, να αναζητούν ποσοτική ανάλυση των μελλοντικών επενδύσεων.

Ο προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου (*capital budgeting*) είναι η διαδικασία αξιολόγησης , σύγκρισης και αποτίμησης εναλλακτικών επενδυτικών σχεδίων τα οποία θα χρησιμοποιηθούν στην παραγωγή ενός αγαθού ή υπηρεσίας. Η διοίκηση μιας επιχείρησης θα πρέπει να είναι σε θέση να αποφασίσει μέσω της διαδικασίας αναζήτησης του αν αξίζει να επενδύσει σε διάφορα , εναλλακτικά κεφαλαιουχικά αγαθά από τα οποία θα προκύψουν αναμενόμενες εισροές για τα επόμενα έτη. (Groppelli AA – Ehsan Nikbakht,2012)

Κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης ενός επενδυτικού σχεδίου αποτελεί η αναμενόμενη απόδοση του, δηλαδή τα οφέλη που προσδοκά να αποκομίσει η επιχείρηση για τα επόμενα έτη με δεδομένο τον κίνδυνο που ενέχει η εξεταζόμενη επένδυση.( <https://el.wikipedia.org> )

Κατά τους Βασιλείου Δ.Ηρειώτη Ν, 2008 ,τα στάδια που ακολουθούνται κατά τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου περιγράφονται από το κάτωθι διάγραμμα



Αρχικά αναζητούνται οι επενδυτικές προτάσεις, έπειτα εκτιμώνται οι πρόσθετες ταμειακές ροές της κάθε επενδυτικής πρότασης , και μετέπειτα αξιολογούνται και επιλέγονται οι επενδυτικές προτάσεις. Τέλος απαιτείται συνεχή επανεξέταση των επενδυτικών προτάσεων μετά την αποδοχή τους .

Η διαδικασία που ακολουθείτε κατά τον σχεδιασμό των εκροών που θα πραγματοποιήσει η επιχείρηση για την μακροπρόθεσμη απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, η επιλογή επενδυτικής πρότασης καθώς και ο χρόνος υλοποίησης της λέγεται προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου κατάρτιση του προϋπολογισμού επενδύσεων κεφαλαίου εμπεριέχει την ανάλυση επενδυτικών σχεδίων και την αξιολόγησή των επενδυτικών προτάσεων , με απώτερο σκοπό την αποδοχή τους ή την απόρριψη τους.

Η σπουδαιότητα κατάρτισης προϋπολογισμού επενδύσεων αποτυπώνεται από την επίδραση που έχει σε διάφορα τμήματα της επιχείρησης , πχ τμήμα παραγωγής (προϋπολογισμό παραγωγής) , τμήμα πωλήσεων ( προϋπολογισμό πωλήσεων) ,αλλά και στην μακροχρόνια επίτευξη των στρατηγικών στόχων της επιχείρησης. Ο συνολικός προϋπολογισμός της εταιρείας , εξαρτάται άμεσα από την κατάρτιση του προϋπολογισμού επενδύσεων. Λόγου χάρη, η επένδυση σε μηχανολογικό εξοπλισμό , θα επηρεάσει τον προϋπολογισμό των ΓΒΕ λόγω αυξημένων αποσβέσεων και δαπανών λειτουργίας του νέου μηχανήματος, τον ταμειακό προϋπολογισμό λόγω των ταμειακών εκροών που θα πραγματοποιηθούν, για την αποπληρωμή των μηχανημάτων, την ανάγκη εκπαίδευσης του προσωπικού κ.α. (Βενιέρης Γ. – Κοέν Σ ,2007, σελ 166)

Η κατάρτιση του προϋπολογισμού παγίων επενδύσεων κεφαλαίου κρίνεται αναγκαία για τους εξής λόγους :

#### 1) Μακροχρόνιες επιπτώσεις

Μία επένδυση παγίου κεφαλαίου , απαιτεί δέσμευση μεγάλου χρηματικού ποσού , για μακρύ χρονικό διάστημα , με αποτέλεσμα η επιχείρηση να χάνει την ευελιξία της για αυτό το διάστημα, αφού δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιήσει τα δεσμευμένα της κεφάλαια σε άλλες τρέχουσες ανάγκες. Η επαναείσπραξη του ποσού αυτού της αρχικής επένδυσης , δεν είναι άμεση, και άρα οι συνέπειες μια τέτοιας επένδυσης είναι μακροχρόνιες για την επιχείρηση. Από την άλλη πλευρά, κρίνεται απαραίτητη πρόβλεψη των πωλήσεων .ώστε να υπολογισθεί το μέγεθος του διατιθέμενου πόσου, για την κάλυψη της επένδυσης , καθώς και την αναμενόμενης παραγωγικής ικανότητας , για την ορθή επιλογή του πάγιου εξοπλισμού ή εγκαταστάσεων.( Κανελλόπουλος Χαρ, 1994)

## 2) Ανταγωνιστικότητα επιχείρησης

Η διατήρηση ή η αύξηση της ανταγωνιστικότητας της επιχείρησης, εξαρτάται από την κατάρτιση του προϋπολογισμού επένδυσης παγίου κεφαλαίου. Αυτό προκύπτει , εάν κάποιος αναλογιστεί ότι η ορθή απόφαση για μία επένδυση παγίου εξοπλισμού , έχει αντίκτυπο στις πωλήσεις . Το σενάριο υπερεπένδυσης από μέρους της επιχείρησης, θα οδηγήσει σε αύξηση των σταθερών εξόδων χωρίς την απαιτούμενη αύξηση των πωλήσεων, που κατά συνέπεια θα έχει την μείωση των κερδών ή εμφάνιση ζημιών στις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης.

Στον αντίποδα , στο σενάριο της υποεπένδυσης ή ανεπαρκούς επένδυσης , επιδρά στην επιχείρηση με δύο τρόπους, Πρώτον μειώνει την ανταγωνιστικότητα της στον κλάδο συναφών επιχειρήσεων καθώς δεν δίνει την δυνατότητα παραγωγής ποιοτικών προϊόντων σταθερής ποιότητας με χαμηλό κόστος, . Για παράδειγμα η επένδυση σε μηχανήματα παραγωγής παλαιότερης τεχνολογίας έναντι μηχανημάτων νέα τεχνολογίας που διαθέτει κάποιος ανταγωνιστής , περιορίζει την παραγωγή σε ποιότητα , χρόνο και τιμή έναντι του ανταγωνιστή.

Δεύτερον , τίθεται θέμα ανεπάρκειας και μείωση της παραγωγικότητας της επιχείρησης με αποτέλεσμα την σμίκρυνση του μεριδίου της αγοράς.

Επικρατεί η άποψη ότι σε περιπτώσεις φθίνουσας οικονομικής δραστηριότητας , η ανεπαρκής επένδυση, μπορεί να θεωρηθεί ορθή επιλογή. Η άποψη αυτή στηρίζεται στο ότι η επιχείρηση σε μια περίοδο κρίσης , απαλλάσσεται από τα υψηλά σταθερά έξοδα μίας μεγάλης επένδυσης. Σε τέτοιες περιόδους κρίσεων ο κρατικός μηχανισμός επιλέγει την ενεργοποίηση της οικονομίας , δίνοντας κίνητρα για την αναζωογόνηση της οικονομίας και την αύξηση του ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος , κατά συνέπεια και του κατακεφαλήν εισοδήματος , που με την σειρά θα αυξήσει την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών και άρα θα απαιτήσει αύξηση των πωλήσεων και του παραγόμενου προϊόντος. Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι και σε αυτή την περίπτωση η συντηρητική άποψη για υποεπένδυση , θα έχει ως αποτέλεσμα και εδώ την μείωση της ανταγωνιστικότητας και την συρρίκνωση του μεριδίου αγοράς της επιχείρησης. (Κιόχος – Παναγικολάου κ Συν, 2002)

## 3) Απαιτούμενα κεφάλαια

Μια επιχείρηση θα πρέπει να είναι σε θέση να γνωρίζει το κόστος που απαιτείται για επένδυση που θέλει να πραγματοποιήσει, και ποία μέσα και πότε θα τα χρησιμοποιήσει ώστε να πετύχει τον σκοπό της. Στον προϋπολογισμού επένδυσης παγίου κεφαλαίου , προσδιορίζονται οι πηγές χρηματοδότησης και η συμβολή της κάθε πηγής στο απαιτούμενο κεφάλαιο για επένδυση. Στις μεγάλες επενδύσεις δε , η χρηματοδότηση ξεκινά ίσως και χρόνια πριν προϋπολογιστικά , ώστε να

υπάρχουν χρηματικά διαθέσιμα την στιγμή της επένδυσης.(Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος , 2001)

#### 4) Κεφαλαιουχικός εξοπλισμός

Σημαντικότερη είναι η συμβολή του προϋπολογισμού επένδυσης παγίου κεφαλαίου στην εύρεση ποιοτικού εξοπλισμού που θα εισέλθει την κατάλληλη χρονική στιγμή στο παραγωγικό κύκλωμα της επιχείρησης. Αφού συγκεντρωθούν οι πληροφορίες που αφορούν την παραγωγική ικανότητα, τα τεχνικά χαρακτηριστικά , την ωφέλιμη ζωή , την ισχύ, το αρχικό κόστος και άλλες πληροφορίες που θα βοηθήσουν στη ορθή επιλογή κεφαλαιουχικών αγαθών, θα πρέπει να έχει γίνει σωστός προγραμματισμός και για την διαθεσιμότητα των κεφαλαιουχικών αγαθών . Ο συνδυασμός και των δύο , της ορθής επιλογής και της διαθεσιμότητας την κατάλληλη χρονική στιγμή, αποτελούν κρίσιμο σημείο για την μελλοντική πορεία της επιχείρησης. (Βανάκας Κωνσταντίνος , 2001)

## **2.2 Κατάρτιση και παρακολούθηση προϋπολογισμού επενδύσεων παγίου κεφαλαίου**

Η κατάρτιση του προϋπολογισμού επενδύσεων προϋποθέτει την πραγματοποίηση συγκεκριμένων βημάτων που ακολουθούνται από τον επενδυτή. Τα βήματα αυτά βοηθούν στον προσδιορισμό και την υλοποίηση των επενδύσεων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν και στην συλλογή συνδεδεμένων στοιχείων για την αξιολόγηση. Προσδιορίζονται τα αποτελέσματα των αξιολογούμενων επενδυτικών προτάσεων και αξιολογούνται ώστε να επιλεγούν εκείνα που συνάδουν με την σκοπιμότητα και τους στόχους της διοίκησης. Ακολουθούνται συγκεκριμένα στάδια ελέγχου κατά την υλοποίηση της επένδυσής ώστε να αποφευχθούν μεγάλες αποκλίσεις από τον προϋπολογισμό της επένδυσης, ενώ μετά την ολοκλήρωση , πραγματοποιείτε σύγκριση μεταξύ της προϋπολογισθείσας αποδοτικότητας και την πραγματικής.

Καταστεί λοιπόν λόγω της πολυπλοκότητας και της σημαντικότητας των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, επιτακτική ανάγκη , να συνοψιστούν τα στάδια που ακολουθούνται τόσο για την κατάρτιση , όσο και για την παρακολούθηση ενός προϋπολογισμού ενδύσεων ως εξής;

### 2.2.1 Μελέτη πιθανών επενδυτικών προτάσεων

Αν λάβουμε υποψιών μόνο την ύπαρξη μίας επιχείρησης , γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι επιλογές επένδυσης σε πάγιο ενεργητικό , είναι ανεξάντλητες και μπορούν να



αφορούν όλες τις δραστηριότητες και τα τμήματα της επιχείρησης. Δεδομένων των θέσεων , του οράματος , των αξιών και των στρατηγικών στόχων μίας επιχείρησης , προσδιορίζεται η δραστηριότητα ή ο κλάδος στον οποίο επιθυμεί η επιχείρηση να επενδύσει. Η επιλογή του κλάδου ή του τμήματος που θα πραγματοποιηθεί μια επένδυση , γίνεται κατόπιν προσεχτικής μελέτης, ενώ λαμβάνεται υπ όψιν η εμπειρία των διοικήσεων που κατά κανόνα είναι σε θέση να γνωρίζουν τις ανάγκες της επιχείρησης. Γνωρίζοντας την κατηγοριοποίηση των επενδύσεων κεφαλαίου , αναλογικά ταξινομούνται και οι επενδυτικές προτάσεις κατά την κατάρτιση και την παρακολούθηση του προϋπολογισμού επενδύσεων παγίου κεφαλαίου σε

- Επενδύσεις εκσυγχρονισμού και αντικατάστασης της υπάρχουσας επένδυσης
- Επενδύσεις επέκτασης ή βελτίωσης που αφορούν παράγωγη νέων προϊόντων ή υπηρεσιών , επέκταση υπάρχουσών παραγωγικών εγκαταστάσεων
- Λοιπές επενδύσεις , πολλές φορές υποχρεωτικές από τον νόμο

#### 2.2.2 Συλλογή στοιχείων για διενέργεια αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων

Πριν ακόμα προσδιοριστούν τα στοιχεία που απαιτούνται για την αξιολόγηση των πραγματοποιήσιμων επενδυτικών επιλογών, θα πρέπει να επιλεγεί:

- Ο τόπος εγκατάστασης που θα γίνει η επένδυση
- Ο μηχανολογικός εξοπλισμός που θα χρησιμοποιηθεί για την επένδυση
- Ο τρόπος διαμόρφωσης του περιβάλλοντος χώρου

Τα στοιχεία που απαιτούνται για την αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων είναι:

- Ο ακριβής προσδιορισμός των χρηματικών εκροών
- Ο προσδιορισμός των προσδοκώμενων ετήσιων χρηματικών εισροών
- Το κόστος χρήσης κεφαλαίου
- Η ετήσια απόσβεση των παγίων περιουσιακών στοιχείων
- Ο φόρος εισοδήματος
- Τα φορολογικές επιβαρύνσεις ή ελαφρύνσεις

- Το κόστος παραγωγής και έξοδα διοίκησης
- Ειδικά στοιχεία που συνδέονται με την εκάστοτε επένδυση

### 2.2.3 Αξιολόγηση και επιλογή επενδυτικών προτάσεων

Σε αυτό το στάδιο αξιολογούνται και επιλέγονται οι επενδυτικές επιλογές βάση της συμβολής τους στην επίτευξη του αντικειμενικού στόχου της επιχείρησης.

Πριν παρθεί από την διοίκηση η οριστική απόφαση για τη επένδυση που θα συμπεριληφθεί στον προϋπολογισμό επενδύσεων παγίου κεφαλαίου, αξιολογούνται όλες οι εναλλακτικές προτάσεις . Το συνηθέστερο κριτήριο αποδοχής ή απόρριψης μία επενδυτικής πρότασης είναι η απόδοσή της , μετατρέποντας τα έξοδα και τις δαπάνες μια επένδυσης σε δείκτες που αντικατοπτρίζουν την αποτελεσματικότητα της επένδυσης.

Τέλος η αξιολόγηση μπορεί να διακριθεί σε ιδιωτική ,που πραγματοποιείτε με γνώμονα την επιχείρηση και αναφέρεται στις εκροές που θα πραγματοποιηθούν σωκρατικά με την απόδοση της επένδυσης , και σε κοινωνική , κατά την οποία λαμβάνεται υπ όψιν αν οι πόροι που θα διατεθούν για την επένδυση , θα χρησιμοποιηθούν με γνώμονα την ωφέλεια του κοινωνικού συνόλου ή της εθνικής οικονομίας.

Απαιτείται μετά της αξιολόγησης η οριστική επιλογή της επενδυτικής πρότασης, η οποία γίνεται από τα καταρτισμένα στελέχη της διοίκησης, τα οποία έχουν λάβει υποψιών όλες τις παραμέτρους και τα αποτελέσματα της αξιολόγησης και κατά ποσό αυτά συνάδουν με την επίτευξη των σκοπών της επιχείρησης.

### 2.2.4 Έλεγχος επενδύσεων

Πριν από το στάδιο της εκτέλεσης και σύναψης συμβάσεων , κρίνεται απαραίτητος ο έλεγχος της επένδυσης σε επίπεδο έκκρισης από τα αρμόδια όργανα. Κατά την εκτέλεση είναι επιθυμητός ο έλεγχος του κόστους σε κάθε στάδιο της επένδυσης , ώστε να αποφευχθούν υπερβάσεις συγκριτικά με τα προϋπολογισθέντα έξοδα.

### 2.2.5 Εξέταση αποτελεσμάτων επένδυσης

Μετά την περάτωση του έργου της επένδυσης απαιτείτε επαναξιολόγηση του προϋπολογισμού επενδύσεων παγίου κεφαλαίου , ώστε να προσδιοριστούν τυχών αποκλίσεις. Έχοντας πλέον πραγματικά γεγονότα, είναι επιθυμητή η σύγκριση των προϋπολογισθέντων εκροών αλλά και εισροών με τα πραγματικά έξοδα και

την πραγματική απόδοση της επένδυσης. Τα συμπεράσματα από αυτή την σύγκριση είναι πού χρήσιμα για τις μελλοντικές επιχειρηματικές αποφάσεις. (Αναστασίου Θεόδωρος , 2009)

### 2.3 Οικονομοτεχνικές μελέτες

Η έκθεση που συντάσσετε και καταγράφει ολοκληρωμένα την επενδυτική πρόταση συμπεριλαμβάνοντας οικονομικές και τεχνικές εκφάνσεις της, ονομάζεται οικονομοτεχνική μελέτη . Η μελέτη αποσκοπεί στην διερεύνηση των υπάρχουσών και μελλοντικών συνθηκών της εγχώριας και διεθνούς αγοράς , ώστε να καταστεί εφικτή η πραγματοποίηση της συγκεκριμένης επένδυσης. Επίσης , συμβάλει στην λήψη ορθής επιχειρηματικής απόφασης , καθώς μαζί με τους αναγκαίους προϋπολογισμούς στην μελέτη προσδιορίζεται το απαιτούμενο αρχικό κεφάλαιο και τα αποτελέσματα της επένδυσης. Βέβαια η απόφαση για επένδυση θα πρέπει να εξετάζεται σε σχέση με τα προγράμματα οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και όχι μεμονωμένα.

Οι οικονομοτεχνικές μελέτες αποτελούν την βάση των μελλοντικών δραστηριοτήτων κάθε επιχείρησης και διαφέρουν στην συνθετότητα τους , τον χαρακτήρα τους και την σύνθεσή τους. Σε όλες γίνεται αναφορά στην σκοπιμότητα που έχει η επένδυση για την οικονομική μονάδα, την ίδρυση ,τον εκσυγχρονισμό ή την επέκταση της οικονομικής μονάδας.

Οι οικονομοτεχνικές μελέτες εκπονούνται από εξειδικευμένα στελέχη ή και εξωτερικούς συνεργάτες , η εξειδίκευση των οποίων ποικίλει ανάλογα το αντικείμενο και τις απαιτήσεις της επενδυτικής πρότασης. Η συνηθέστερη σύνθεση της ομάδας που εκπονεί μία μελέτη είναι ο συντονισμός από οικονομολόγοι έπειτα συμμετοχή αναλυτή αγοράς , πολιτικού μηχανικού , μηχανολόγου μηχανικού, περιβαλλοντολόγου, μάνατζερ και ειδικού μάρκετινγκ.

- Έλεγχος ικανοποίησης γενικών προϋποθέσεων επενδυτικού προγράμματος: ποιότητας , διάθεσης , απόκτησης εισροών, βιομηχανικών χώρων, τηλεπικοινωνιών, ενεργείας , πρώτων υλών κα
- Καθορισμός άριστης οικονομίας κλίμακας λειτουργίας : άριστο μέγεθος λειτουργίας→οικονομίες κλίμακας →μειωμένες απαιτήσεις εισροών ανά μονάδα εκροών, όσο μεγαλώνουν οι οικονομικές μονάδες τόσο μειώνεται το κόστος ανά μονάδα παραγωγής .Μικρές αναπτυσσόμενες χώρες δεν έχουν την δυνατότητα μεγάλων αγορών και άρα δεν μπορούν να ανταγωνιστούν τα εισαγόμενα προϊόντα
- Καθορισμός συντελεστών εισροών : κατάλληλη τεχνολογία, κόστος απόκτησης, κόστος εξειδίκευσης εργασίας

- Διερεύνηση δυνατότητας πραγματοποίησης της επένδυσης : παρούσα και μελλοντική ζήτηση του προϊόντος, ποσοστό κάλυψης ζήτησης στην εγχώρια αγορά , πιθανή κάλυψη εξωτερικής αγοράς. Συγκριτικό κόστος παράγωγης ανταγωνιστικότητα. Δυνατότητα χρηματοδότησης πηγές χρηματοδότησης κόστος κεφαλαίου. Σχέση ιδίων κεφαλαίων προς ξένα κεφάλαια
- Προσδιορισμός οικονομικού αποτελέσματος : υπολογισμός νεκρού σημείου , ελάχιστου κόστους παραγωγής για την διασφάλιση εφεκτικότητας της επένδυσης με μηδενικό οικονομικό αποτέλεσμα
- Καταλληλότητα υποδομών-εργατικού δυναμικού : κατάλληλες υποδομές όπως δίκτυο οδικό, θαλάσσιο , δυνατότητα εύκολης προσέγγισης πρώτων υλών , διαθέσιμες πηγές ενέργειας , τηλεπικοινωνίες , ειδίκευση εργατικού δυναμικού , δυνατότητα εκπαίδευσης
- Οργανωτική και διοικητική δομή : ύπαρξη ή μη ικανών διοικητικών στελεχών , managers
- Αξιολόγηση επενδυτικού προγράμματος : μπορεί να πραγματοποιηθεί από διάφορες σκοπιές όπως αυτή του εμπορικού κέρδους ή του κέρδους της εθνικής οικονομίας

Διεθνώς αναγνωρίζονται πέντε αντικειμενικά κριτήρια, για την αξιολόγηση των σχεδίων επένδυσης.

-Η εμπορική βιωσιμότητα

-Η βελτίωση κατανομής εθνικών πόρων

-Η επιτάχυνση του ρυθμού ανόδου του εθνικού προϊόντος

-Η δικαιότερη διανομή του εισοδήματος

Η παραγωγή κοινωνικά επιθυμητών αγαθών

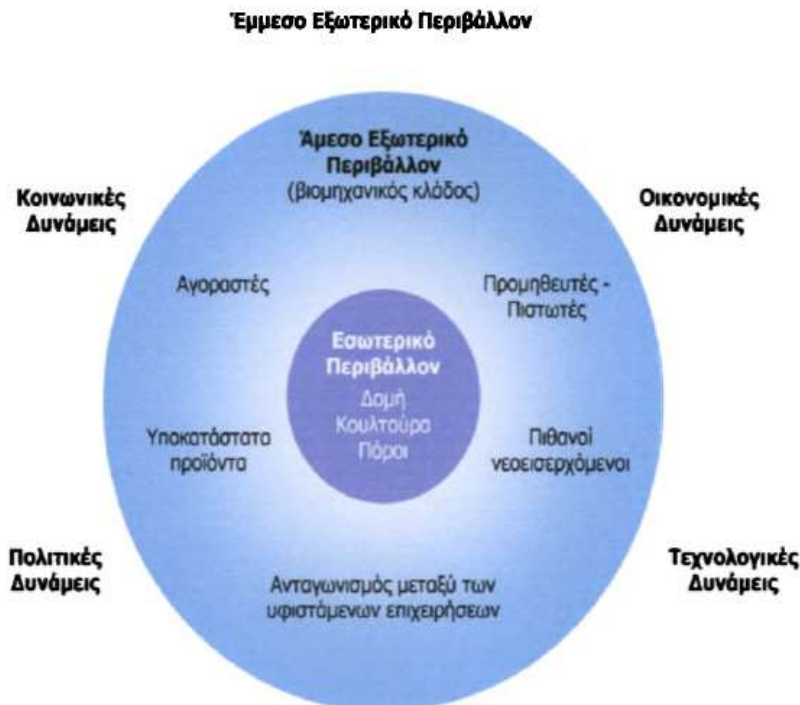
( Καρβούνης Σωτήρης ,1993)

## 2.4 Το περιβάλλον των επιχειρήσεων

Η επιχειρήσεις λειτουργούν και αναπτύσσονται μέσα σε ένα πολυσύνθετο μεταβαλλόμενο περιβάλλον. Αποτελούν μέρος της κοινωνίας και οι αποφάσεις που λαμβάνονται επηρεάζονται σε μεγάλο βαθμό από το εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης, ενώ η ικανότητα για προσαρμογή τις μεταβαλλόμενες συνθήκες προδιαγράφουν την αποδοτικότητα και την βιωσιμότητα της.

Στο βιβλίο τους οι Wheelen T. L και Hunger J.D. απεικονίζουν το περιβάλλον μιας επιχείρησης [Σχήμα 1] ως ομόκεντρους κύκλους που από έξω προς τα μέσα είναι το Έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον (Κοινωνία , Οικονομία, Πολιτική, Τεχνολογία ) , το Άμεσο Εξωτερικό Περιβάλλον (Αγοραστές , Προμηθευτές Πιστωτές , Υποκατάστατα Προϊόντα, Πιθανοί νεοεισερχόμενοι, Ανταγωνιστές ) και τέλος το Εσωτερικό περιβάλλον ( Δομή , Κουλτούρα και Πόροι της επιχείρησης)

Σχήμα 1 : ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΙΚΕΣ ΜΕΤΑΒΛΗΤΕΣ



ΠΗΓΗ: Wheelen T. L. και Hunger J. D., *Strategic Management* (5<sup>η</sup> έκδοση), Addison-Wesley Publishing Company, 1996, σελ. 11.

#### 2.4.1 Έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον

Το έμμεσο εξωτερικό περιβάλλον επηρεάζει μακροπρόθεσμα τις επενδυτικές αποφάσεις των επιχειρήσεων . Τα στοιχεία που το συνθέτουν , υπόκεινται σε συχνές μεταβολές και γι αυτό οι διοικήσεις των επιχειρήσεων θα πρέπει να μελετούν τις προβλεπόμενες εξελίξεις ώστε να είναι σε θέση να προσαρμόζονται στις αλλαγές . το έμμεσο περιβάλλον κατηγοριοποιείται σε πολιτικό – νομοθετικό περιβάλλον , οικονομικό , τεχνολογικό και κοινωνικοπολιτιστικό περιβάλλον . Κάθε χώρα έχει το δικό της μοναδικό έμμεσο περιβάλλον , το οποίο διαφοροποιείτε για κάθε κλάδο επιχειρήσεων .

Το πολιτικό και νομοθετικό περιβάλλον απαρτίζεται από κανόνες δικαίου που αφορούν τόσο την λειτουργία των επιχειρήσεων , όσο και την πολιτική των χωρών σε σχέση με την επιχειρηματικότητα . Κάθε χώρα θεσπίζει νόμους και κανόνες που υπερασπίζονται την ομαλότητα των τιμών , δίνουν επενδυτικές ευκαιρίες σε συγκεκριμένους κλάδους ή γεωγραφικές περιοχές μέσω κρατικών επιχορηγήσεων, δημιουργούν συγκεκριμένο φορολογικό πλαίσιο, καθορίζουν τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις των εργαζομένων και εργοδοτών κ.α.

Το οικονομικό περιβάλλον αποτυπώνει την δημοσιονομική κατάσταση της χώρας εξετάζοντας μακροοικονομικούς δείκτες (ανεργίας, κατά κεφαλήν εισοδήματος, πληθωρισμός, ΑΕΠ, διαθέσιμο εισόδημα ) . Σε περιπτώσεις ύφεσης ή αστάθειας της εγχώριας οικονομίας έχει παρατηρηθεί ότι, οι επιχειρήσεις μειώνουν τις επενδύσεις και προχωρούν σε περικοπές, ενώ μια αναπτυσσόμενη οικονομία ενθαρρύνει την επενδυτική δραστηριότητα. Η αναγκαιότητα εξέτασης των πιθανόν μελλοντικών κυβερνητικών μέτρων, και η εξέταση των μακροοικονομικών δεικτών από τις επιχειρήσεις , είναι μονόδρομος κατά τον επενδυτικό σχεδιασμό.

Το τεχνολογικό περιβάλλον επηρεάζει εξίσου τις επενδυτικές αποφάσεις. Δεδομένου ότι η τεχνολογία αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι στην της επιχείρησης , επηρεάζοντας την παραγωγική λειτουργία , την διοικητική λειτουργία και λειτουργία την διάθεσης, οι επιχειρήσεις επικεντρώθηκαν στην τεχνολογική στρατηγική δημιουργώντας τμήματα έρευνας και ανάπτυξης. Τα τμήματα αυτά διεξάγουν έρευνα τόσο σε θεμελιώδη θεωρητικά προβλήματα , τόσο και σε ανάπτυξη προϊόντων ή βελτίωση των ήδη υπαρχόντων, με απώτερο σκοπό την αποδοτικότερη λειτουργία της επιχείρησης. Το τεχνολογικό περιβάλλον συμπεριλαμβάνει τα έξοδα που διατίθενται για την έρευνα και

την ανάπτυξη από τις επιχειρήσεις και το κράτος, την μεταφορά τεχνογνωσίας από τα εργαστήρια στην παραγωγή, την διαθεσιμότητα φυσικών πόρων , αλλά και την νομική προστασία ευρεσιτεχνίας.

Ως κομμάτι της κοινωνίας οι επιχειρηματικοί στόχοι και επενδυτικοί στόχοι επηρεάζονται από κοινωνικά θέματα . Το κοινωνικοπολιτιστικό περιβάλλον δίνει κίνητρο για διάθεση νέων προϊόντων βάση αλλαγής της κοινωνικής συνείδησης των καταναλωτών, της ανάπτυξης της αγοράς των ηλικιωμένων, της εισβολής της τεχνολογίας στην καθημερινότητα των καταναλωτών , την αλλαγή στον τόπο διαμονής, αλλά και την αύξηση των μονογονεϊκών οικογενειών . Αυτοί είναι μερικές από τις κοινωνικοπολιτιστικές τάσεις που παρατήρησαν οι Wheelen TL και Hunger JD . Επιπροσθέτως κατά την διαδικασία προϋπολογισμού επενδύσεων , οι επιχειρήσεις επηρεάζονται από τις προτιμήσεις των καταναλωτών , από την ευαισθητοποίηση τους σε συγκεκριμένα κοινωνικά θέματα , αλλά και από πρόβλεψη επικείμενων κοινωνικών αλλαγών.(Παπαδάκης , 2002)

#### 2.4.2 Άμεσο εξωτερικό περιβάλλον

Το άμεσο εξωτερικό περιβάλλον των βιομηχανικών επιχειρήσεων συνδέεται με την έννοια του ανταγωνισμού. Κάθε επενδυτική απόφαση , αλληλεπιδρά στις σχέσεις της επιχείρησης με τους προμηθευτές , αγοραστές ενώ έχει αντίκτυπο στις νεοεισερχόμενες επιχειρήσεις και στα υποκατάστατα προϊόντα. Η κάθε επιχείρηση μέσα από ορθή επιλογή επενδυτικών προτάσεων , προσπαθεί να παραμείνει ανταγωνιστική και ελκυστική σε μία συνεχώς μεταβαλλόμενη αγορά.

Το 1980 στο περιοδικό Harvard Business Review δημοσιεύτηκε από τον καθηγητή Porter Michael ένα πρωτοποριακό για την εποχή άρθρο που αναφερόταν στις δυνάμεις που επηρεάζουν την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων. Στο άρθρο του ο Porter αναφέρεται στην ικανότητα των επιχειρήσεων να δημιουργούν συνθήκες αποθαρρυντικές για τους νεοεισερχόμενους βάζοντας φραγμούς ή θέτοντας εμπόδια μέσω δημιουργίας οικονομιών κλίμακας , μειώνοντας το κόστος παραγωγής λόγω εξειδίκευσης και εμπειρίας , μέσω αποκλειστικών καναλιών διάθεσης των προϊόντων τους ή ακόμα και μέσω κυβερνητικής πολιτικής.

Στο παιχνίδι του ανταγωνισμού μπορεί να παίξουν καθοριστικό ρόλο και οι σχέσεις της επιχείρησης με τους αγοραστές και τους προμηθευτές της. Οι αποκλειστικοί προμηθευτές μπορούν να επηρεάσουν την τιμή παραγωγής του προϊόντος ή την ποιότητά του , ενώ οι αγοραστές μπορούν να πιέσουν για μείωση τιμής και άρα μείωση των μεικτών κερδών .

Τα υποκατάστατα προϊόντα είναι ένας άλλος παράγοντας που θα πρέπει να ληφθεί υπόψη από την επιχείρηση όσον αφορά την ανταγωνιστικότητά της . Η ύπαρξη πολλών

υποκατάστατων χαμηλού κόστους μειώνει της πιθανότητες υψηλής οικονομικής απόδοσης και άρα η επένδυση χαρακτηρίζεται ως υψηλού ρίσκου.

Τέλος , επιδίωξη κάθε υφιστάμενης επιχείρησης είναι η παραμονή της σε μία ανταγωνιστική θέση έναντι των άλλων υφιστάμενων επιχειρήσεων. Οι επενδύσεις συχνά συνάδουν με την στρατηγική της επιχείρησης ώστε να παραμείνει ανταγωνιστή και να αποκτήσει κάποιο συγκριτικό πλεονέκτημα βασιζόμενη στην καλύτερη εξυπηρέτηση, την βελτίωση των προϊόντων της, την εισαγωγή νέων προϊόντων και εξέλιξη των είδη υπαρχόντων κ.α. Συχνά συνδέεται και τη ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεων με τα ποσοστά απόδοσης των επενδυμένων κεφαλαίων , καθώς σε αγορές με ευνοϊκούς παράγοντες ανταγωνισμού , οι αποδόσεις είναι μεγαλύτερες του κόστους κεφαλαίου και προκύπτουν κέρδη , ενώ σε αγορές που πιέζονται πολύ από τον ανταγωνισμό , οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι χαμηλές.( Στειακάκης Εμ – Καίζος Ν., 2003)

### 2.4.3 Εσωτερικό περιβάλλον

Εσωτερικό περιβάλλον είναι οι παράγοντες της επιχείρησης οι οποίοι την επηρεάζουν και βρίσκονται σε άμεση αλληλεπίδραση μεταξύ τους.

Οι δεξιότητες του ανθρωπίνου δυναμικού συμπεριλαμβανομένων των εγκαταστάσεων αλλά και των χρηματικών διαθεσίμων , αποτελούν τους πόρους της επιχείρησης. Τα μέλη της συνήθως πράττουν και αντιδρούν βάση μιας κουλτούρας που δημιουργείτε η οποία προκύπτει από τα αξίες , τις πεποιθήσεις και τις προσδοκίες τους ως προς την επιχείρηση. Ο τρόπος που είναι δομημένη η κάθε επιχείρηση αποτυπώνεται στο οργανόγραμμα της.

Με βάση τους, Hunger, J., D., και Wheelen, L., T., (2004), έρευνες έχουν δείξει ότι υπάρχει θετικός συσχετισμός ανάμεσα στην ανάλυση του περιβάλλοντος και τα κέρδη της επιχείρησης. Μέσω της διαδικασίας παρακολούθησης, αξιολόγησης και διάθεσης πληροφοριών από το περιβάλλον της επιχείρησης, τα στελέχη είναι σε θέση να προχωρούν στην διαμόρφωση μακροχρόνιας στρατηγικής της επιχείρησης.

Η οργανωτική δομή καθορίζει τις υπευθυνότητες και τα καθήκοντα του προσωπικού. Μέσω των οργανογραμμάτων , ξεκαθαρίζονται οι σχέσεις αναφοράς διευκολύνοντας την επικοινωνία των εργαζομένων ενώ ομαδοποιούνται και συνοψίζονται τα τμήματα της επιχείρησης . Η οργανωτική δομή κάνει διακριτούς τους ρόλους μέσα στην επιχείρηση και παρακινεί στο μέγιστο τους εργαζομένους να συμμετάσχουν στην λειτουργία την επιχείρησης, Κάθε συναλλαγή έχει κόστος που απαρτίζεται από αβεβαιότητα, συχνότητα επαφής και εξειδίκευση με κοινό παρονομαστή την εμπιστοσύνη.( Hatch ,1993)

Η κουλτούρα κατά τον Schein (2001) θα μπορούσε ένα περιγραφεί ως ένα σύνολο βασικών υποθέσεων και αξιών το οποίο μία ομάδα ανθρώπων δημιουργεί και



υιοθετεί με σκοπό να αντιμετωπίσει τα προβλήματα της φυσικής της επιβίωσης στο εξωτερικό της περιβάλλον και της κοινωνικής της επιβίωσης στο εσωτερικό της περιβάλλον . Προσδιορίζοντας τις τέσσερις διαστάσεις της κουλτούρας στο περιβάλλον της επιχείρησης , θα διακρίναμε τον ατομικισμό , την ιεραρχία , την αποφυγή αβεβαιότητας και την αρσενικότητα. Αναλύοντας τον ατομικισμό , θα σημειώναμε την τάση των ανθρώπων να φροντίζουν για τα ατομικά τους συμφέροντα σε αντίθεση με την συλλογικότητα όπου γίνεται διάκριση μιας ομάδας με μία άλλη ομάδα. Η ιεραρχία προσδιορίζει στα αδύνατα μέλη μιας ομάδας την άνιση κατανομή της εξουσίας και της δύναμης , ενώ η αβεβαιότητα χαρακτηρίζει εκείνες τις καταστάσεις που οι άνθρωποι προσπαθούν να αποφύγουν καθώς νοιώθουν να απειλούνται . Τέλος η αρσενικότητα χαρακτηρίζει εκείνες τις κυρίαρχες αξίες που τονίζουν την επιθετικότητα και την απόκτηση χρημάτων και υλικών παρά τόσο τη σχέση μεταξύ των ανθρώπων, τη φροντίδα για τους άλλους και την ολική ποιότητα ζωής.

Οι πόροι της επιχείρησης , χωρίζονται σε υλικούς (χρηματοοικονομικούς , φυσικούς, Ανθρώπινους ) και σε άυλους (τεχνογνωσία , έρευνα, φήμη και πελατεία , κουλτούρα της επιχείρησης). Το εργατικό δυναμικό , αν και παίζει πρωτεύοντα ρόλο στην δομή των επιχειρήσεων , συνήθως αγνοείται από την βιβλιογραφία σε σχέση με την επενδυτική διαδικασία. Έτσι συχνά η απαιτούμενη εκπαίδευση και εξειδίκευση των εργαζομένων , δεν λαμβάνεται υπό όψιν ως επενδυτική διαδικασία , ενώ το εργατικό δυναμικό θεωρείται ως σπουδαίο περιουσιακό στοιχείο από τις επιχειρήσεις. Η αντίληψη που έχουν τόσο τα ανώτερα στελέχη για τους υφισταμένους τους , τα μεσαία στελέχη για τους προϊσταμένους του και τους υφισταμένους , όσο και τα κατώτερα ιεραρχικά άτομα για την διοίκηση, έχει αντίκτυπο σε όλες τις διοικητικές αποφάσεις και πόσο μάλλον σε ότι έχει να κάνει με τις επενδυτικές αποφάσεις. Κατά συνέπεια , θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την κατάρτιση του προϋπολογισμού επενδύσεων πάγιου κεφαλαίου οι προκαταλήψεις , οι αξίες και οι κοινωνικές εξαρτήσεις του εργατικού δυναμικού ώστε να υπάρχει αμφίδρομη επικοινωνία με σκοπό την εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης.

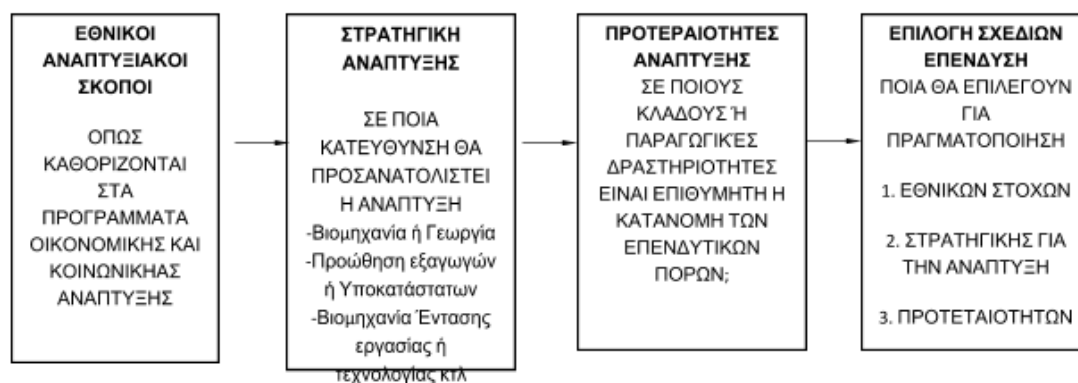
## ***2.5 Η σημασία των επενδυτικών σχεδίων στην οικονομική ανάπτυξη***

Η εναρμόνιση όλων των επενδυτικών προγραμμάτων που πρόκειται να πραγματοποιηθούν , με τους εθνικούς αναπτυξιακούς σκοπούς αλλά και τις προτεραιότητες του κλάδου, αποτελεί βασική προϋπόθεση πραγματοποίησής τους.

Η οικονομική ευημερία στην σύγχρονη κοινωνία είναι αλληλένδετη με την αύξηση της κατανάλωσης και την αύξηση της χρήσης των παραγομένων προϊόντων και υπηρεσιών. Μέσω των επενδύσεων διευρύνεται η παραγωγική δυναμικότητα της οικονομίας ,που στην πράξη μεταφράζεται ως αύξηση του ρυθμού παραγωγής των

αγαθών και υπηρεσιών που διατίθενται προς κατανάλωση , με σκοπό την αύξηση της οικονομικής ευημερίας που θα επιφέρει αύξηση εθνικής παραγωγής .

Μέσω των στοχευόμενων δράσεων προσδιορίζονται οι αναπτυξιακοί πυλώνες της εκατοστέ χώρας δίνοντας κατευθυντήριες οδούς ανάπτυξης νέων προϊόντων και υπηρεσιών ,με απώτερο σκοπό την οικονομική ανάπτυξη. Στο διάγραμμα που ακολουθεί περιγράφεται η σπουδαιότητα των σχεδίων επένδυσης για την οικονομική ευημερία των οικονομιών.



Διάγραμμα1-2 : γενικός κανόνας προσανατολισμού για τον αξιολογητή σχεδίων επένδυσης . Τα σχέδια επένδυσης που επιλέγονται πρέπει να εναρμονίζονται με τους εθνικούς αναπτυξιακούς σκοπούς , την στρατηγική ανάπτυξης και τις προτεραιότητες όπως καθορίζονται από κάθε πρόγραμμα οικονομικής και κοινωνικής ανάπτυξης (Θεοφανίδης Σταύρος , 1985 σελ 37)

Οι επιπτώσεις των επενδύσεων στην εθνική οικονομία και την κοινωνία δεν περιορίζονται μόνο στην αύξηση της εθνικής παραγωγής και ευημερίας , αλλά είναι πολύ περισσότερες . Η χρήση ανεκμετάλλετων ή αδρανών πλουτοπαραγωγικών πόρων συμβάλει στην επιτάχυνση της οικονομικής ανάπτυξης και αυξάνει την ζήτηση εργατικού δυναμικού . Η δημιουργία νέων θέσεων εργασίας έχει αποτέλεσμα την μείωση της ανεργίας που τόσο ταλανίζει τις σύγχρονες κοινωνίες. Λόγω της αύξηση των προσφερόμενων αγαθών , παρατηρείτε μείωση του πληθωρισμού ενώ γενικότερα ενισχύεται ο παραγωγικός μηχανισμός της χώρας. Μέσω της αύξησης των επενδύσεων αυξάνεται η τεχνολογική πρόοδος καθώς η χρήση της προηγμένης τεχνολογίας κρίνεται απαραίτητη για την δημιουργία μιας πρωτοπόρας ανταγωνιστικής βιομηχανικής παραγωγής και όχι μόνο. Βάση του εθνικού σχεδιασμού , οι επενδύσεις προκαλούν στο εσωτερικό της χώρας αναδιανεμητικές επιπτώσεις στις διάφορες περιοχές αλλά και στις παραγωγικές τάξεις. Η ανταγωνιστικότητα της οικονομίας αυξάνεται και το ισοζύγιο εισαγωγών εξαγωγών γίνεται θετικό και παρατηρείτε ενίσχυση της εξωτερικής οικονομικής θέση της χώρας ,ενώ προβάλλεται το γόητρο της χώρας διεθνώς. (Δελής Κωνσταντίνος , 1985)

Η κατεύθυνση των επενδύσεων που θα οδηγήσει στα αποτελέσματα των επενδύσεων ως προς την εθνική οικονομία και κοινωνία , όπως αυτά περιγράφηκαν παραπάνω, δίνεται μέσω του του Εθνικού Στρατηγικού Πλαισίου Αναφοράς (ΕΣΠΑ). Πρόκειται για επταετή προγράμματα δράσης τα οποία συγχρηματοδοτούνται από την

Ευρωπαϊκή Ένωση και τη συνδρομή σημαντικών πόρων που προέρχονται από τα Ευρωπαϊκά Διαρθρωτικά και Επενδυτικά Ταμεία (ΕΔΕΤ). Μέσω της υλοποίησης του ΕΣΠΑ επιδιώκεται η αντιμετώπιση των διαρθρωτικών αδυναμιών της χώρας που συνετέλεσαν στην εμφάνιση της οικονομικής κρίσης αλλά και των προβλημάτων, οικονομικών και κοινωνικών, που αυτή δημιούργησε.

Το ΕΣΠΑ (Εταιρικό Σύμφωνο για το Πλαίσιο Ανάπτυξης) 2014-2020 καλείται να συνδράμει στην επίτευξη των εθνικών στόχων έναντι της Στρατηγικής «Ευρώπη 2020». Στόχος της Στρατηγικής «Ευρώπη 2020» είναι η προαγωγή μιας ανάπτυξης έξυπνης, με αποτελεσματικότερες επενδύσεις στην εκπαίδευση, την έρευνα και την καινοτομία, βιώσιμης, χάρη στην αποφασιστική μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών άνθρακα, και χωρίς αποκλεισμούς, με ιδιαίτερη έμφαση στη δημιουργία θέσεων εργασίας και στη μείωση της φτώχειας.

Το αναπτυξιακό όραμα του ΕΣΠΑ «Συμβολή στην αναγέννηση της ελληνικής οικονομίας με ανάταξη και αναβάθμιση του παραγωγικού και κοινωνικού ιστού της χώρας και τη δημιουργία και διατήρηση βιώσιμων θέσεων απασχόλησης, έχοντας ως αιχμή την εξωστρέφει, καινοτόμο και ανταγωνιστική επιχειρηματικότητα και γνώμονα την ενίσχυση της κοινωνικής συνοχής και τις αρχές της αειφόρου ανάπτυξης.»

#### Χρηματοδοτικές προτεραιότητες

*1. Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και της εξωστρέφειας των επιχειρήσεων, μετάβαση στην ποιοτική επιχειρηματικότητα με αιχμή την καινοτομία και αύξηση της εγχώριας προστιθέμενης αξίας*

Μετάβαση σε δραστηριότητες υψηλής προστιθέμενης αξίας

Δημιουργία περιβάλλοντος φιλικού προς τις επιχειρήσεις που προσελκύει επενδύσεις

Αξιοποίηση της έρευνας και της καινοτομίας για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας νέων και υφιστάμενων επιχειρήσεων

*2. Ανάπτυξη και αξιοποίηση ικανοτήτων ανθρώπινου δυναμικού – ενεργός κοινωνική ενσωμάτωση*

Εκπαίδευση και διά βίου μάθηση

Ανάπτυξη ανθρώπινου δυναμικού και πρόσβαση στην απασχόληση με έμφαση στη δημιουργία θέσεων

εργασίας ειδικά για τους νέους

Προώθηση της κοινωνικής ένταξης και της καταπολέμησης της φτώχειας

*3. Προστασία του περιβάλλοντος – Μετάβαση σε μία οικονομία φιλική στο περιβάλλον*

Προστασία του περιβάλλοντος

Προώθηση της προσαρμογής στην κλιματική αλλαγή και της πρόληψης των κινδύνων

Μετάβαση σε μια οικονομία χαμηλών εκπομπών διοξειδίου του άνθρακα

*4. Ανάπτυξη – εκσυγχρονισμός – ολοκλήρωση υποδομών για την οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη*

Δίκτυα μεταφορών με έμφαση στην ολοκλήρωση των Διευρωπαϊκών Δικτύων Μεταφορών, τους κάθετους άξονες και τη λειτουργική διασύνδεση των μεταφορικών μέσων

Ενεργειακά δίκτυα

Ευρυζωνικά δίκτυα

*5. Βελτίωση της θεσμικής επάρκειας και της αποτελεσματικότητας της δημόσιας διοίκησης και της τοπικής αυτοδιοίκησης*

Καθοριστικό στοιχείο στον αναπτυξιακό σχεδιασμό της περιόδου 2014-2020 αποτέλεσε η εκπόνηση της εθνικής και των περιφερειακών Στρατηγικών Έρευνας και Καινοτομίας για την Έξυπνη Εξειδίκευση. Στο πλαίσιο των στρατηγικών αυτών, η χώρα και οι Περιφέρειές της καλούνται να εντοπίσουν τις δραστηριότητες εκείνες στις οποίες παρουσιάζουν ή είναι σε θέση να οικοδομήσουν ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και σε αυτές να επικεντρώσουν τους διαθέσιμους πόρους και τις προσπάθειες ώστε να καταστεί δυνατή η επίτευξη σημαντικών αναπτυξιακών αποτελεσμάτων. Σε εθνικό επίπεδο έχουν προσδιοριστεί οκτώ κλάδοι στους οποίους θα δοθεί προτεραιότητα και αναμένεται να έχουν μεγαλύτερη συμμετοχή στην οικονομική μεγέθυνση. Οι κλάδοι αυτοί είναι οι εξής:

- Αγρό-διατροφή
- Υγεία – φάρμακα
- Τεχνολογίες πληροφορικής και επικοινωνιών
- Ενέργεια
- Περιβάλλον και βιώσιμη ανάπτυξη
- Μεταφορές
- Υλικά – κατασκευές
- Τουρισμός, πολιτισμός, δημιουργικές βιομηχανίες

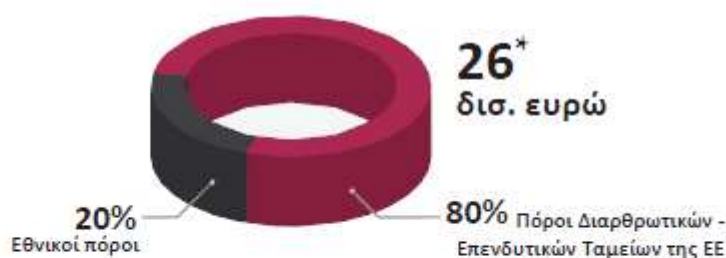
Ένα άλλο χαρακτηριστικό του αναπτυξιακού σχεδιασμού της περιόδου 2014-2020 αποτελούν οι Ολοκληρωμένες Χωρικές Επενδύσεις. Πρόκειται για εργαλεία ολοκληρωμένης χωρικής ανάπτυξης για την εφαρμογή αναπτυξιακών στρατηγικών σε περιοχές που παρουσιάζουν συγκεκριμένα προβλήματα ή διακρίνονται από σημαντικές αναπτυξιακές δεξιότητες. Στο πλαίσιο των Ολοκληρωμένων Χωρικών Επενδύσεων είναι

δυνατή η υλοποίηση συνδυασμένων επενδύσεων, οι οποίες χρηματοδοτούνται από περισσότερα του ενός Ταμεία, με στόχο την ολοκληρωμένη αντιμετώπιση των προβλημάτων ή την πλήρη αξιοποίηση των αναπτυξιακών δυνατοτήτων μιας περιοχής.

Το ΕΣΠΑ 2014-2020 αποτελείται από 20 Προγράμματα, από τα οποία τα 7 είναι Τομεακά και τα 13 Περιφερειακά:

Τα Τομεακά Προγράμματα αφορούν ένα ή περισσότερους τομείς και έχουν ως γεωγραφικό πεδίο εφαρμογής όλη τη χώρα

Τα 13 Περιφερειακά Επιχειρησιακά Προγράμματα (ΠΕΠ), ένα για κάθε μία από τις ελληνικές Περιφέρειες, περιλαμβάνουν δράσεις περιφερειακής εμβέλειας.



ΠΗΓΗ: ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ ΚΑΙ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ , ΦΥΛΛΑΔΙΟ ΜΑΙΟΣ 2016

Συνεπώς , στην αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων συμπεριλαμβάνετε ως κριτήριο , η εναρμόνιση των επενδύσεων με τους εθνικούς αναπτυξιακούς σκοπούς, όπως αυτοί περιγράφονται στα επταετή αναπτυξιακά προγράμματα και αποτελεί βασική

προϋπόθεση πραγματοποίησης τους, αφού συνδέονται άμεσα με τις οικονομικές και κοινωνικές επιπτώσεις στην εθνική οικονομία. Άλλωστε η πολιτική εξουσία είναι ο αντιπροσωπευτικός φορέας των προτιμήσεων και συμφερόντων όλων των παραγωγικών μονάδων της κοινωνίας και επομένως όλα τα σχέδια επένδυσης θα πρέπει να αξιολογούνται με γνώμονα τη συμβολή τους στους αντικειμενικούς σκοπούς που οριοθετεί η κυβέρνηση . (Θεοφανίδης Σταύρος , 1985)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### Μέθοδοι Αξιολόγησης Επενδυτικών Προτάσεων

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναλυθούν οι προσδιοριστικοί παράγοντες που εμπλέκονται στην αξιολόγηση των επενδυτικών αποφάσεων , ενώ από θεωρητικής πλευράς θα αναλυθούν οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση μιας επένδυσης , αφού πρώτα γίνει αναφορά στις βασικές έννοιες του αρχικού κόστους της επένδυσης , τις πρόσθετες ταμειακές ροές και την χρονική αξία του χρήματος. Οι μέθοδοι αξιολόγησης κατηγοριοποιούνται σε αυτές που θεωρούν ότι οι ταμειακές ροές που υπολογίζονται είναι βέβαιο πως θα συμβούν (καθεστώς βεβαιότητας )και σε αυτές που πιθανολογούν πως θα συμβούν , αφού συμπεριλαμβάνουν την έννοια του κινδύνου. Τέλος γίνεται αναφορά σε μία άλλη μορφή ανάλυσης , με την χρήση αριθμοδεικτών βάση των οποίων γίνεται εκτίμηση της προηγούμενης , της υπάρχουσας και της μελλοντικής κατάστασης μιας επιχείρησης και αναφέρονται προτεινόμενοι αριθμοδείκτες ρευστότητας , δραστηριότητας, χρέους, οικονομικής κάλυψης , αποδοτικότητας και αποτίμησης.

#### ***3.1. Προσδιοριστικοί παράγοντες που εμπλέκονται στην αξιολόγηση επενδύσεων***

Κατά τον προϋπολογισμό αλλά και την διαδικασία αξιολόγησης μίας επένδυσης , είναι θεμιτός ο προσδιορισμός μιας σειράς από παράγοντες που επηρεάζουν το αποτέλεσμα της αποδοχής ή της απόρριψης της. Οι παράγοντες αυτοί είναι ο υπολογισμός του αρχικού κόστους της επένδυσης , το κόστος λειτουργίας της , το κεφάλαιο κίνησης το οποίο απαιτείται κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου που απαιτεί η επένδυση, η περίοδος κατασκευής και λειτουργίας της , οι φορολογικές επιπτώσεις που θα προκύψουν από την επένδυση, αλλά και τα έσοδα που αναμένονται, καθώς και η προβλεπόμενη υπολειμματική αξία του παγίου που θα προκύψει από την επένδυση.

Ο προϋπολογισμός κόστους της επένδυσης , βασίζεται στην τεχνική μελέτη του πέργουλα την οποία γίνεται χρήση δεδομένων από παρόμοιες επενδύσεις, ώστε να προσδιοριστεί το κόστος με την δυνατόν μεγαλύτερη ακρίβεια. Ο υπολογισμός του αρχικού κόστους , περιλαμβάνει το κόστος αγοράς νέων αγαθών (ζητούνται προσφορές από τους προμηθευτές για τις τιμές των υλικών), το κόστος μεταφοράς τους (για παράδειγμα κόστος μεταφορικής εταιρείας ή ναύλων) , το κόστος εγκατάστασης των αγαθών , κόστος εργασίας ειδικών τεχνιτών, και άλλες πρόσθετες δαπάνες οι οποίες σχετίζονται με την εγκατάσταση και την λειτουργία των νέων αγαθών. Επιπροσθέτως, συνυπολογίζονται οι απαιτήσεις που θα προκύψουν για μόνιμο κεφάλαιο κίνησης λόγω της λειτουργίας των νέων εγκαταστάσεων όπως για παράδειγμα η αύξηση αποθεμάτων λόγω λειτουργίας νέων μηχανημάτων.

Πολλές φορές δύναται η επιχείρηση να πουλήσει τον παλιό της εξοπλισμό , και να κερδίσει από το κόστος της νέας επένδυσης. Σε αυτή την περίπτωση, οφείλει να προϋπολογίσει τον φόρο που θα προκύψει από τα έσοδα της πώλησης των παγίων στοιχείων ή την φορολογική εξοικονόμηση που θα προκύψει από την πώληση με ζημία. Σε περίπτωση λοιπών που ένα παλιό μηχάνημα πωληθεί σε τιμή ίση με την λογιστική του αξία , δεν θα επιστραφεί ούτε θα καταβληθεί φόρος. Στην περίπτωση όμως που πωληθεί σε τιμή μεγαλύτερη της λογιστικής του αξίας , θα προκύψει κέρδος από την πώληση , πάνω στο οποίο θα καταβληθεί ο ανάλογος φόρος. Τέλος , σε περίπτωση που προκύψει ζημία από την πώληση παγίου στοιχείου , δηλαδή η τιμή πώλησης θα είναι μικρότερη της λογιστικής του αξίας , θα έχει ως αποτέλεσμα να μειωθούν τα φορολογητέα έσοδα της επιχείρησης, και θα προκύψει φορολογική εξοικονόμηση ίση με την ζημία επί τον τρέχον φορολογικό συντελεστή.

Κάθε επένδυση σε πάγιο εξοπλισμό , επιφέρει επιπρόσθετο κόστος λειτουργίας στην επιχείρηση. Η επέκταση ενός εργοστασίου , η αγορά νέων μηχανημάτων, νέων μεταφορικών μέσων , απαιτούν την χρήση πρώτων υλών, υλικών συσκευασίας , αύξηση εργατικού δυναμικού λόγω μεταβολής του όγκου παραγωγής , αλλά και δαπάνες συντήρησης των νέων μηχανών ή οχημάτων καθώς και γενικές διοικητικές δαπάνες . Όλα τα κόστη που θα προκύψουν από τις μελλοντικές επενδύσεις, σταθερά ή και μεταβλητά , θα πρέπει να εκτιμώνται και να συνυπολογίζονται στην αξιολόγηση των επενδυτικών προτάσεων.

Όλες οι επενδύσεις απαιτούν την δέσμευση κεφαλαίων της επιχείρησης και φυσικά οι επιδώσεις παγίου κεφαλαίου δεν θα μπορούσαν να αποτελούν εξαίρεση. Οι επενδύσεις παγίων απαιτούν εκτός από την μακροχρόνια δέσμευση κεφαλαίων και αύξηση του κεφαλαίου κίνησης καθώς κρίνεται απαραίτητη η προσθετή επένδυση σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία. Το κεφάλαιο κυνηγήσεις προκύπτει από την διαφορά του κυκλοφορούντος ενεργητικού με της βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και δείχνει τα μακροπρόθεσμα κεφάλαια που έχουν δαπανηθεί σε ταμειακά διαθέσιμα, αποθέματα πρώτων υλών και ετοιμών προϊόντων καθώς και σε εισπρακτέους λογαριασμούς. Στην αξιολόγηση της επένδυσης προσδιορίζονται οι χρηματικές εκροές που θα προκύψουν στα πρώτα χρόνια της επένδυσης , αλλά και οι χρηματικές εισροές που θα προκύψουν στο τέλος της λειτουργικής ζωής του παγίου.

Η απαιτούμενη απόδοση που περιμένει η επιχείρηση από μία επένδυση , δεν μπορεί να είναι μικρότερη από τις μονάδες που θυσιάζει . Στην αξιολόγηση της επένδυσης , λαμβάνεται υπ όψιν το κόστος ευκαιρίας κεφαλαίου, το οποίο ισούται με το ποσοστό απόδοσης των θυσιάζομενων μονάδων που θα προέκυπταν από μία επένδυση ισοδύναμου επιχειρηματικού κινδύνου, λόγω χρησιμοποίησης των διαθέσιμων κεφαλαίων για της συγκεκριμένη επένδυση παγίων στοιχείων. Για παράδειγμα η σύγκριση γίνεται μεταξύ της απόδοσης που θα προέκυπτε εάν η επιχείρηση τοποθετούσε τα κεφάλαια της σε μερίδια άλλων επιχειρήσεων ή στο χρηματοπιστωτικό σύστημα , και της απόδοσης που θα προκύψει από την τοποθέτηση των ιδίων κεφαλαίων σε συγκεκριμένη επένδυση παγίου εξοπλισμού , δεδομένου ότι ο κίνδυνος των δύο επενδύσεων είναι ίσος.



Κατά την σύνταξη του προϋπολογισμού επένδυσης , λαμβάνεται υπό όψιν η περίοδος κατασκευής του έργου , η οποία μπορεί να είναι από μερικούς μήνες έως έτη. Ως χρόνος κατασκευής λογίζεται , το χρονικό διάστημα που απαιτείται από την έναρξη της κατασκευής έως και την πλήρη λειτουργία του. Ο ακριβής προσδιορισμός της χρονικής περιόδου που απαιτείται για την διεκπεραίωση του έργου είναι πολύ σημαντικός, καθώς επηρεάζει το κόστος της επένδυσης. Γι αυτό το λόγω είναι θεμιτό το κόστος να μερίζεται σε αντίστοιχες χρηματικές εκροές οι οποίες καλύπτουν όλο το χρονοδιάγραμμα της επένδυσης.

Εκτός όμως το χρονοδιάγραμμα κατασκευής της επένδυσης, σημαντικό ρόλο παίζει και ο προσδιορισμός του χρόνου ζωής του παγίου. Συνήθως ο χρόνος ζωής του παγίου , προσδιορίζεται από τους κατασκευαστές. Είναι όμως γενικώς αποδεκτό ότι όσο παλαιώνει ένα πάγιο τόσο μεγαλώνουν τα έξοδα συντήρησης και επισκευής, με αποτέλεσμα όσο οδεύουμε στο τέλος της ζωής του , οι συντηρήσεις του να είναι ασύμφορες για την επιχείρηση. Άρα είναι υψίστης σημασίας, να προσδιοριστεί εκείνο το χρονικό σημείο κατά το οποίο , οι συντηρήσεις του παγίου στοιχείου θα είναι μεγαλύτερες από την πιθανή αντικατάσταση του, με άλλα λόγια να προσδιοριστεί η περίοδος λειτουργικής ζωής του παγίου.

Ένας ακόμα παράγοντας που επηρεάζει την απόφαση για επένδυση , είναι ο φόρος που θα προκύψει από την επένδυση , καθώς τα αναμενόμενα κέρδη θα φορολογηθούν βάση του τρέχοντος φορολογικού συντελεστή. Έτσι θα πρέπει να προϋπολογίσουν οι αποσβέσεις που θα προκύψουν από το νέο πάγιο , καθώς θα αφαιρούνται ως έξοδα και θα μειώνουν τα καθαρά έσοδα προ φόρων , αλλά και τα αναμενόμενα έσοδα που θα προκύψουν από την χρήση του νέου παγίου .Άλλωστε η επιχείρηση προσβλέπει σε εισροές κατά την λειτουργική ζωή του παγίου. Για παράδειγμα , σε περίπτωση που η επένδυση αφορά αγορά νέων μηχανημάτων παραγωγής , προσβλέπει σε έσοδα από την πώληση παραγόμενου προϊόντος ή σε περίπτωση που αφορά αντικατάσταση παλιών μηχανημάτων προσβλέπει έσοδα από την εξοικονόμηση κόστους λειτουργίας και συντήρησης του παλιού μηχανήματος.

Τέλος , η επιχείρηση υπολογίζει σε έσοδα που θα προκύψουν από την πώληση του παγίου της επένδυσης , όταν αυτό θα τείνει στο τέλος της λειτουργικής του ζωής , όπου το κόστος συντήρησης και λειτουργίας θα είναι μεγαλύτερο από το κόστος αντικατάστασής του. Αυτή είναι η υπολειμματική αξία της επένδυσης, η οποία θα πρέπει να προϋπολογίζεται και να λαμβάνεται υπ όψιν κατά την αξιολόγηση της επένδυσης παγίου εξοπλισμού υπολειμματική αξία μπορεί να είναι η αναμενόμενη τιμή πώλησης του παγίου εξοπλισμού, ή η αξία των κτηρίων ή και του οικοπέδου που έχουν χτιστεί τα κτήρια.

### **3.2. Τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων**

Η απόφαση για επένδυση, απαιτεί λεπτομερή ανάλυση και αξιολόγηση κάθε πτυχής που μπορεί να επηρεάσει το οικονομικό αποτέλεσμα, καθώς αυτό αντανακλάται στην αξία της επιχείρησης. Οι διοικήσεις αναζητούν την βέλτιστη λύση για την αύξηση της αξίας της επιχείρησης τους μέσα από πληθώρα πιθανών επενδύσεων, λαμβάνοντας υπ όψιν την φιλοσοφία και τον στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης. Η επενδύσεις παγίου κεφαλαίου , είναι από τις σημαντικότερες και απαιτούν δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα, ενώ επηρεάζουν την πορεία αλλά και την ίδια την υπόσταση της επιχείρησης. Οι συνέπειες μιας εσφαλμένης επενδυτικής απόφασης , θα ακολουθήσει την επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα , μέχρι την πλήρη απόσβεση ή την πώληση του παγίου. (Γ. Αρτίκης , 2010)

Μεγάλο ενδιαφέρον παρουσιάστηκε από την πλευρά της οικονομικής επιστήμης για τον τρόπο λήψης των χρηματοοικονομικών αποφάσεων από τις επιχειρήσεις. Το ενδιαφέρον αυτό εκδηλώθηκε με την εκπόνηση μεγάλου όγκου μελετών από τους πανεπιστημιακούς τα τελευταία πενήντα χρόνια και την μεγέθυνση του κλάδου της χρηματοοικονομικής επιστήμης. Το ενδιαφέρον των πανεπιστημιακών συγκλινε και με την επιθυμία στελεχών μεγάλων επιχειρήσεων , που επιθυμούσαν την ποσοτικοποίηση των εκτιμήσεων τους στα θέματα του προγραμματισμού επενδύσεων. Η επιστήμη της πληροφορικής αλλά και η τεχνολογική εξέλιξη , βοήθησαν την χρήση ποσοτικών μεθόδων σε υπολογισμούς μεγάλης κλίμακας.

#### **3.2.1 Βασικές έννοιες κατά την αξιολόγηση επενδύσεων**

##### **3.2.1.1 Αρχικό κόστος**

Πρωταρχικό ρόλο στην διαδικασία αξιολόγησης μία επένδυσης παίζει η εκτίμηση του αρχικού ή ιστορικού κόστους , και ο υπολογισμός των ετήσιων ταμειακών ροών . Οι λάθος εκτίμηση αυτών των δύο μεγεθών , θα οδηγήσουν πιθανότατα σε εσφαλμένη επιλογή επένδυσης, καθώς όπως προκύπτει από πανεπιστημιακές έρευνες , ο τρόπος παρουσίασης των οικονομικών πληροφοριών επιδρά στον τρόπο λήψης των αποφάσεων που πραγματοποιούνται.

Το αρχικό ή ιστορικό κόστος , είναι το κόστος των παγίων στοιχείων στην τιμή που αποκτήθηκαν από την επιχείρηση. Σε αυτό περιλαμβάνονται όλες οι εκροές που έγιναν κατά την απόκτηση του παγίου , όπως το κόστος αγοράς, το κόστος μεταφοράς

στην εγκατάσταση, το κόστος εγκατάστασης ώστε να τεθούν σε λειτουργία, και δαπάνες που σχετίζονται με την εγκατάσταση και χρήση τους. Πολλές φορές η λειτουργία νέου πάγιου εξοπλισμού , έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση του κεφαλαίου κίνησης λόγω αύξησης της παραγωγής για παράδειγμα.

Στις αρχικές εκροές συνυπολογίζεται και ο φόρος που θα προκύψει από την πώληση υπαρχόντων παγίων στοιχείων που πιθανότατα θα αντικατασταθούν από τα νέα. Σε περίπτωση που ο παλαιός πάγιος εξοπλισμός πουληθεί σε αξία ίση με την λογιστική δεν υπάρχει όφελος και άρα καμία φορολογική επίπτωση. Εάν όμως πουληθεί σε αξία μεγαλύτερη της λογιστικής, τότε προκύπτει κέρδος στο οποίο επιβάλλεται ο τρέχον φορολογικός συντελεστής και προκύπτει φόρος προς απόδοση. Στην αντίθετη περίπτωση όπου, η τιμή πώλησης θα είναι μικρότερη της λογιστικής αξίας , η επιχείρηση θα υποστεί λειτουργική ζημία η οποία θα μειώσει τα έσοδά της. Σε αυτή την περίπτωση , θα υπάρξει φορολογική ελάφρυνση ίση με το γινόμενο της ζημιάς επί του φορολογικού συντελεστή.( Gropelli AA – Ehsan Nikbakht ,2012)

Ο υπολογισμός του αρχικού κόστους της επένδυσης μπορεί να υπολογιστεί ως οι αρχικές εκροές για την απόκτηση νέου παγίου στοιχείου μετά την αφαίρεση των αρχικών εισροών , που περιλαμβάνουν τα έσοδα από την διάθεση παλαιού παγίου εξοπλισμού και την φορολογική εξοικονόμηση σε περίπτωση ζημιάς .

Αρχικό Κόστος επένδυσης = Αρχικές εκροές – Αρχικές εισροές

### 3.2.1.2 Ταμειακές ροές

Οι ταμειακές ροές (cash flows) , αποτυπώνουν την ρευστότητα της επιχείρησης και κρίνονται εξαιρετικά σημαντικές για την λήψη επιχειρηματικών αποφάσεων. Δεν είναι τυχαίο ότι είναι υποχρεωτική από τα λογιστικά πρότυπα (ΔΛΠ 7), η κατάρτιση Κατάστασης Ταμειακών Ροών (ΚΤΡ) , καθώς σε συνδυασμό με την πληροφόρηση που απορρέει από τον ισολογισμό της επιχείρησης για την κερδοφορία , ο εκάστοτε αναλυτής αποκτά μία ολοκληρωμένη άποψη και μέτρο σύγκρισης της ρευστότητας με άλλες επιχειρήσεις του κλάδου.

Οι ταμειακές ροές που αφορούν επενδυτικές δραστηριότητες, αποτυπώνουν την ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργήσει μελλοντικές εισροές από αγοραπωλησίες παγίων και συμμετοχών. Έπίσης γίνεται εμφανής η έκταση της δαπάνης για επένδυση και προσδιορίζονται τα αναμενόμενα μελλοντικά έσοδα. Τα μετρητά που απαιτούνται για την πραγματοποίηση της επένδυσης ονομάζεται και κόστος επένδυσης, ενώ η διαφοράς των ταμειακών εισροών και εκροών είναι οι ταμειακές ροές της επένδυσης.

Κατά την επένδυση πραγματοποιούνται εκροές (πληρωμές) για την απόκτηση ενσώματων ή άυλων παγίων περιουσιακών στοιχείων, ενώ από την πώληση παλαιών παγίων δημιουργούνται εισροές (εισπράξεις). Μία από τις πρώτες εισροές της επιχείρησης

είναι η είσπραξη δανείου για την που θα χρησιμοποιηθεί για την πραγματοποίηση της επένδυσης. Ως εκροές, λογίζονται τα προκατασκευαζόμενα ενσώματα πάγια, καθώς και οι πληρωμές που σχετίζονται με την αποπληρωμή τόκων των δανείων που εκδόθηκαν για την επένδυση. (Πετράκης Π.Ε., 1999)

Στην κατάσταση ταμειακών ροών επενδυτικών δραστηριοτήτων, συμπεριλαμβάνονται και οι εισροές που προέρχονται από προκαταβολές και δάνεια που δίδονται σε τρίτους, εκτός από προκαταβολές δανείων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι εκροές μετρητών για συμβάσεις δικαιωμάτων προαίρεσης ή ανταλλαγών προθεσμιακών συμβάσεων, εκτός συμβάσεων συναλλακτικών σκοπών ή εμπορικής εκμετάλλευσης. Αντιθέτως, ως εισροές προσμετρούνται οι εισπράξεις από προθεσμιακές συμβάσεις, προαίρεσης ή συμβάσεις ανταλλαγών. (Καραγιάννης, 2006)

Επιπλέον γνωστοποιούνται οι ταμειακές ροές που προκύπτουν από τον φόρο εισοδήματος, λόγω επενδυτικών δραστηριοτήτων και αποτυπώνεται η φορολογική επιβάρυνση ή οικονομική εξοικονόμηση, λόγω της αύξησης των αποσβέσεων.

Απαραίτητος είναι ο υπολογισμός υπολειμματικής αξίας του παγίου στοιχείου που, πριν από την έναρξη της χρήσης του. Ως υπολειμματική αξία ορίζεται η προβλεπόμενη αξία ρευστοποίησης του παγίου περιουσιακού στοιχείου κατά την λήξη της ωφέλιμης ζωής του. Όσον αφορά τις ταμειακές ροές, η αναμενόμενη υπολειμματική αξία των παγίων στοιχείων της επένδυσης, υπολογίζεται στο τελευταίο χρόνο ζωής, ως επιπλέον ταμειακή ροή. Αυτή η αξία αποτελεί το κόστος ευκαιρίας εάν η αντικατάσταση του παγίου στοιχείου πραγματοποιηθεί άμεσα κατά τον χρόνο απόσυρσης. Τέλος η τρέχουσα υπολειμματική αξία της παλαιάς επένδυσης, λογίζεται ως εισροή κατά το έτος που πραγματοποιείται, αν και συνήθως γίνεται την ίδια χρονικά περίοδο με την απόκτηση νέου παγίου περιουσιακού στοιχείου, μειώνοντας το κόστος που απαιτείται για την απόκτησή του.

Θα ήταν ορθό να εκφράζαμε την τελική επενδυτική ταμειακή ροή ως αποτέλεσμα της υπολειμματικής αξίας της επένδυσης συμπεριλαμβανομένων των φορολογικών επιπτώσεων (κερδών ή ζημιών) που απορρέουν από την πώληση της. Τέλος υπάρχουν περιπτώσεις όπου η τελική ταμειακή ροή μιας επένδυσης, σχετίζεται και με άλλες (πληρωμές ή εισπράξεις) που απορρέουν από την επένδυση. Ως παράδειγμα, μπορεί να αναφερθεί η περίπτωση ενός λατομείου που απαιτεί χρηματικές εκροές μετά την παύση της λειτουργίας του, για την αποκατάσταση του περιβάλλοντος χώρου ή στην περίπτωση παύσης κάποιας γραμμής παραγωγής σε εργοστάσιο, που θα επιφέρει μείωση μόνιμου κεφαλαίου κίνησης.

Αλγεβρικά οι ταμειακές ροές επενδύσεων θα μπορούσαν να περιγραφούν ως άθροισμα του καθαρού κέρδους μετά φόρων (ΚΚ) πλέον των αποσβέσεων (Α)

$$TP = KK + A$$

ή

$$TP = KK (1 - \text{Συντελεστή Φορολογίας}) + A$$

Κατά τον υπολογισμό των ταμειακών ροών οι οικονομικοί αναλυτές θα πρέπει να επιστούν την προσοχή τους, ώστε να αποφεύγονται λάθος υπολογισμοί, στα εξής:

- 1) Να λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση του αρχικού κόστους της επένδυσής, όλες οι συμπληρωματικοί παράμετροι που μπορεί να επηρεάσουν την επένδυση π.χ. κατά την εκτίμηση του κόστους ενός εργοστασίου, θα υπολογιστεί και το κόστος του δρόμου που υποχρεωτικά κατασκευάστηκε ώστε να εξυπηρετηθεί η διέλευση προς το νέο κτήριο
- 2) Να υπολογίζονται ως πρόσθετες – συμπληρωματικές επενδυτικές ενέργειες, η χρηματοδότηση που θα χρειαστεί να ληφθεί σε περίπτωση εμφάνισης λειτουργικών ελλειμμάτων
- 3) Να προβαίνουν σε ορθό υπολογισμό των τόκων, αποσβέσεων, και του κόστους ευκαιρίας των εισροών.
- 4) Να υπολογίζουν ορθά τις επενδύσεις σε ανθρώπινο δυναμικό συνυπολογίζοντας τα ζητήματα έρευνας και τεχνολογίας
- 5) Να μην παρασύρονται από την προσωπική τους θέση έναντι της άποψης που έχουν για την πραγματοποίηση της απόφασης. Έχει παρατηρηθεί ότι οι υπέρμαχοι της επενδυτικής πρότασης τείνουν να υποκρύπτουν αρνητικά ζητήματα της επένδυσης σε αντίθεση με του πολέμιους που τείνουν να τα υπερμεγεθύνουν. (Πετράκης ΠΕ, 1999)

### 3.2.1.3 Χρονική αξία του χρήματος

Το χρήμα λέμε ότι έχει δύο χαρακτηριστικές ιδιότητες. Πρώτον την ιδιότητα να παράγει χρήμα, υπό μορφή νομισματικών μονάδων ή άλλων αγαθών, και δεύτερον να χάνει την αξία του. Η έκφραση χρονική αξία του χρήματος χρησιμοποιείται για να περιγράψει την μεταβολή μιας δεδομένης ποσότητας χρήματος κατά την διάρκεια του χρόνου. Ένα χρηματικό ποσό σήμερα, έχει μεγαλύτερη αξία από ένα ίδιο χρηματικό ποσό στο μέλλον.

Αυτό κυρίως οφείλεται στον πληθωρισμό ή τόκο, το κόστος ευκαιρίας και το κίνδυνο. Ο πληθωρισμός εκφράζει την μείωση της αγοραστικής δύναμης του χρήματος αφού με το ίδιο ποσό μπορούν να αγοραστούν όλο και λιγότερα αγαθά όσο περνάει ο χρόνος. Το κόστος ευκαιρίας αναφέρεται στην δέσμευση ενός ποσού για συγκεκριμένη χρήση, επένδυση, με αποτέλεσμα την εγκατάλειψη άλλων εναλλακτικών επιλογών, επενδυτικών ευκαιριών. Τέλος η αβεβαιότητα μελλοντικών συνθηκών, συνδέεται με τον κίνδυνο. Οι

μελλοντικές αποδόσεις όσο περνάει ο χρόνος, γίνονται όλο και πιο αβέβαιες, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να προχωρούν σε επενδύσεις μόνο αν αποζημιωθούν ανάλογα με τον κίνδυνο που καλούνται να αναλάβουν. Σε μια φορτική περίπτωση προτιμούν να αποφύγουν τον κίνδυνο και γι αυτό αποφεύγουν να προχωρούν σε επενδύσεις βάσει μελλοντικών υποσχέσεων για αύξηση των χρημάτων τους. (Harold Bierman Jr – Seymour Smidt, 1983)

Η έννοια της αξίας του χρήματος σε σχέση με τον χρόνο, εκφράζεται μέσω των εννοιών της μελλοντικής αξίας και της παρούσας αξίας. Για τον υπολογισμό της μελλοντικής αξίας ενσωματώνεται ο τόκος στο αρχικό κεφάλαιο.

### 3.2.2. Καθεστώς βεβαιότητας

Κατά τον προϋπολογισμό των επενδύσεων κεφαλαίου, χρησιμοποιούνται διάφορες μέθοδοι που αφορούν την αξιολόγηση, σύγκριση και τελική επιλογή των επενδυτικών προγραμμάτων, με στόχο την εύρεση εκείνου που θα μεγιστοποιήσει την απόδοση της αξίας της επιχείρησης ή την μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων. Η μέγιστη απόδοση μετριέται με το κέρδος, ενώ η μεγιστοποίηση του πλούτου μετριέται με την αύξηση της τιμής της μετοχής της εταιρείας.

Σε αυτό το σημείο θα ήταν ορθό να επισημάνουμε την σημασία των όρων που συνδέονται με την απόδοση. Πραγματοποιηθείσα απόδοση (realized return) είναι η πραγματική απόδοση μιας επένδυσης που πραγματοποιήθηκε σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Αναμενόμενη ή προσδοκώμενη απόδοση (expected return) είναι η απόδοση που οι επενδυτές προβλέπουν να αποκομίσουν στο μέλλον από μία επένδυση. Απαιτούμενη επένδυση (required return) είναι η ελαχίστη απόδοση που απαιτεί ο επενδυτής για να υλοποιήσει μια επένδυση.

Στην χρηματοοικονομική προσέγγιση της αξιολόγησης επενδύσεων σε συνθήκες βεβαιότητας συνήθως συναντώνται στην βιβλιογραφία, οι μέθοδοι της λογιστικής απόδοσης (accounting rate of return –ARR), της περιόδου επαναείσπραξης (pay back period –PP), της καθαρής παρούσας αξίας (net present value- NPV), του εσωτερικού βαθμού απόδοσης, και του δείκτη αποδοτικότητας (Profitability Index-PI), στοιχεία των οποίων θα περιγραφούν συνοπτικά. Οι τρεις τελευταίες μέθοδοι, λαμβάνουν υπόψη την χρονική αξία του χρήματος και ονομάζονται μέθοδοι προεξοφλημένων ταμειακών ροών (discounted cash flows). Σε περιπτώσεις που υποθέτουμε ότι οι ταμειακές ροές που έχουν υπολογιστεί είναι σίγουρο ότι θα συμβούν, λέμε ότι οι υπάρχει καθεστώς βεβαιότητας. (Βενιέρης – Κοέν, 2007)

#### 3.2.2.1 Μέθοδος λογιστικής Απόδοσης (accounting rate of return –ARR)

Συχνά συναντάται και ως μέση (average) απόδοση λογιστικής απόδοσης και εκφράζει το μελλοντικό ετήσιο κέρδος που θα έχει η επιχείρηση από την αποδοχή της επενδυτικής

πρότασης. Υπολογίζεται ως κλάσμα του μέσου ετήσιου κέρδους προς το κόστος της αρχικής επένδυσης.

$$\text{Λογιστική απόδοση} = \frac{\text{Μέσο ετήσιο καθαρό κέρδος}}$$

Αρχικό κόστος επένδυσης

Η μέθοδος αυτή διακρίνεται για την απλότητά της και την ευκολία εφαρμογής καθώς χρησιμοποιεί λογιστικά δεδομένα χωρίς περεταίρω επεξεργασία. Είναι μέθοδος κατανοητή αλλά έχει βασικά μειονεκτήματα, αφού δεν λαμβάνει υπ όψιν τις ταμειακές ροές αλλά το καθαρό λογιστικό κέρδος, αγνοώντας τις αποσβέσεις ως πηγή ταμειακής ροής. Επιπλέον δίδεται η ίδια βαρύτητα στα καθαρά κέρδη όλων των χρονικών περιόδων της επένδυσης, αγνοώντας την διαχρονική αξία του χρήματος.

Το αποτέλεσμα του κλάσματος, προσδιορίζει και την αποδοχή ή απόρριψη της προτεινόμενης επενδυτικής πρότασης, αφού πρώτα προσδιοριστεί η ελάχιστη απόδοση της επένδυσης. Έτσι σε περίπτωση που η Λογιστική απόδοση είναι μεγαλύτερη στις ελάχιστης αναμενόμενης απόδοσης, η πρόταση γίνεται δεκτή, ενώ στην αντίθετη περίπτωση απορρίπτεται. (Groppelli AA – Ehsan Nikbakht, 2012)

### 3.2.2.2 Περίοδος επαναείσπραξης (payback period)

Με την μέθοδο επαναείσπραξης προσδιορίζεται το χρονικό διάστημα που απαιτείται ώστε η επένδυση να αποδώσει την αρχική επένδυση. Ουσιαστικά υπολογίζεται σε πόσο χρόνο θα εισπραχτεί το κεφάλαιο της επένδυσης.

$$\text{Περίοδος επαναείσπραξης κόστους επένδυσης} = \frac{\text{κόστος επένδυσης}}{\text{ετήσια ταμειακή ροή}}$$

Για παράδειγμα αρχική δαπάνη =720.000, ταμειακή ροή =224.000, Περίοδος επαναείσπραξης =  $720.000/224.000 = 3$  έτη και 2,4 μήνες

Ως κριτήριο αξιολόγησης, μπορεί να θεωρηθεί η σύγκριση της περιόδου επαναείσπραξης με την μέγιστη περίοδο επαναείσπραξης που απαιτεί η επιχείρηση από αυτή την επένδυση. Εάν η περίοδος επαναείσπραξης είναι ίση ή μικρότερη από την απαιτούμενη, η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή. Ο υπολογισμός της περιόδου επαναείσπραξης είναι ιδιαίτερα χρήσιμος σε επενδύσεις τεχνολογίας, ώστε να συγκριθεί το αποτέλεσμα σε συνδυασμό με την τεχνολογική απαξίωση του έργου, αλλά και σε περιπτώσεις επιχειρήσεων που δρουν σε περιοχές με οικονομική ή πολιτική αστάθεια.

Από πολλούς αναλυτές , η περίοδος επενδύσεως παρουσιάζεται ως ένας περιορισμός που πρέπει να ικανοποιηθεί από την επενδυτική πρόταση , και λιγότερο ως ένα κριτήριο αξιολόγησης. Ωστόσο, δείχνει μία ένδειξη του κινδύνου της επένδυσης αλλά και της ρευστότητας, καθώς όσο μεγαλύτερο χρονικό διάστημα απαιτείται για την επενδύσεως της αρχικής επένδυσης, τόσο αυξάνει ο κίνδυνος του έργου αλλά και δεσμεύονται για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα τα κεφάλαια της επένδυσης, μειώνοντας έτσι την ρευστότητα της επιχείρησης. Θα πρέπει να αναφερθεί ότι κύριο μειονέκτημα της μεθόδου είναι ότι η περίοδος επενδύσεως δεν λαμβάνει υπ' όψιν τις ταμειακές ροές μετά την ανάκτηση του κόστους της αρχικής επένδυσης, , αγνοώντας ταυτόχρονα την διαχρονική αξία του χρήματος και απορρίπτοντας κάθε πιθανότητα μέτρησης της απόδοσης της επένδυσης. (Hilton RW, 2009)

### 3.2.2.3 Μέθοδος Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value- NPV)

Η μέθοδος αυτή προσδιορίζει την συμβολή της επένδυσης στην αξία της επιχείρησης. Σε περίπτωση που η καθαρή παρούσα αξία υπολογισθεί μεγαλύτερη ή ίση του μηδενός, η επενδυτική πρόταση γίνεται δεκτή , καθώς ξεπερνά την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που ζητά η επιχείρηση , με αποτέλεσμα την αύξηση της τρέχουσας τιμής των μετοχών . Συμπερασματική η επιχειρήσεις αποζητούν επενδυτικά προγράμματα που έχουν απόδοση μεγαλύτερη από την ελάχιστη απαιτούμενη απόδοση που είναι αναγκαία ώστε να διατηρηθεί η τρέχουσα αξία των μετοχών της. Η απαιτούμενη απόδοση , μπορεί να ισούται με το προεξοφλητικό επιτόκιο ή το κόστος κεφαλαίου .

Η Καθαρή Παρούσα Αξία προκύπτει από την διαφορά μεταξύ της αξίας των καθαρών ταμειακών ροών (KPT ή CF ) και του κεφαλαίου που απαιτείται για την απόκτησή τους δηλαδή του κόστους της επένδυσης ( Κο ή CFo) και αναπαρίσταται αλγεβρικά από τον τύπο:

$$\text{ΚΠΑ ή NPV} = \text{CFo} + \frac{\text{CF}_1}{(1+r)} + \frac{\text{CF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{CF}_n}{(1+r)^n} = \text{CFo} + \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t}$$

Σε περίπτωση που η NPV είναι μεγαλύτερη του μηδενός , η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή, αφού ως αποτέλεσμα της επενδυτικής πρότασης η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής αυξάνει και οι ταμειακές ροές αποδίδουν πέρα από την απαιτούμενη απόδοση. Σε περίπτωση που είναι μηδενική , οι ταμειακές ροές του προγράμματος είναι αρκετές για να αποπληρώσουν το αρχικό επενδύσιμο κεφάλαιο και να καλύψουν τους



μετόχους που αναμένουν την απαιτούμενη απόδοση του επενδύμενου κεφαλαίου από την επένδυση αυτή. Το μέγεθος της εταιρίας αυξάνεται αλλά η αξία της μετοχής της παραμένει σταθερή.

Τα πλεονεκτήματα της μεθόδου εντοπίζονται στο ότι, λαμβάνει υπ όψιν την διαχρονική αξία του χρήματος, γίνεται χρήση των καθαρών ταμειακών ροών και όχι απλά των καθαρών κερδών με αποτέλεσμα οι αποσβέσεις να συμπεριλαμβάνονται ως πηγές άντλησης κεφαλαίων καθώς κατά το έτος που αποσβένεται το πάγιο περιουσιακό στοιχείο, η απόσβεση δεν αποτελεί χρηματική δαπάνη και άρα προσδιορίζεται η ωφέλεια της επένδυσης την πραγματική χρονική στιγμή. Στον αντίποδα, μειονέκτημα της μεθόδου, αποτελεί η δύσκολη διαδικασία ακριβής πρόβλεψης των μελλοντικών ταμειακών ροών καθώς όσο μεγαλύτερο είναι το διάστημα της επένδυσης τόσο δυσκολότερα εκτιμώνται οι ταμειακές ροές. Επίσης υποθέτουμε ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο ή κόστος κεφαλαίου ή απαιτούμενη απόδοση, παραμένουν σταθερά κατά την διάρκεια της επένδυσης, ενώ στην πραγματικότητα είναι σύνηθες να μεταβάλλονται ιδιαίτερα σε πολυετή επενδυτικά προγράμματα. (Βασιλείου Δ –Ηρειώτης Ν, 2008)

#### 3.2.2.4 Δείκτης αποδοτικότητας (Profitability Index-PI)

Ο δείκτης αποδοτικότητας παρουσιάζεται αλγεβρικά από την εξίσωση:

$$PI = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{CF_0}$$

Δηλαδή είναι ο λόγος της παρούσας αξίας του συνόλου των ταμειακών ροών προς το κόστος της επένδυσης. Τα συμπεράσματα που προκύπτουν από την εξίσωση είναι ίδια με αυτά της Καθαρής παρούσας αξίας όσον αφορά ένα επενδυτικό πρόγραμμα όμως όταν εξετάζονται πολλές επενδυτικές προτάσεις, οι μέθοδοι αυτοί δίνουν να καταλήξουν σε διαφορετικά αποτελέσματα. Σε περίπτωση που οι εξεταζόμενες προτάσεις είναι αμοιβαίως αποκλειόμενες, η μέθοδος της NPV κρίνεται καταλληλότερη, καθώς εκφράζει σε απόλυτους όρους το οικονομικό όφελος της επένδυσης. Αντιθέτως η μέθοδος του δείκτη αποδοτικότητας είναι προτιμότερη σε περιπτώσεις με περιορισμό στο κεφάλαιο, καθώς εκφράζει την σχετική αποδοτικότητα των επενδυτικών έργων.

Τα κριτήρια για την αποδοχή ή απόρριψη μίας επενδυτικής πρότασης βάση του αποτελέσματος του δείκτη αποδοτικότητας είναι :

PI > 0 ή PI = 0 αποδοχή

PI < 0 απόρριψη

(Brealy RA Myers SC and Allen F, 2013)

### 3.2.2.5 Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Internal Rate Of Return- IRR)

Με την μέθοδο του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (EBA ) προσδιορίζεται το προεξοφλητικό επιτόκιο (i) με το οποίο μηδενίζεται η Καθαρή Παρούσα Αξία της επένδυσης που εξετάζεται. Ουσιαστικά προσδιορίζεται ένα εσωτερικό επιτόκιο που εξισώνει την παρούσα αξία των πρόσθετων ταμειακών ροών μετά φόρων , με το αρχικό κόστος της επένδυσης .

$$\text{ΚΠΑ ή NPV} = \text{CF}_0 + \frac{\text{CF}_1}{(1+r)} + \frac{\text{CF}_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{\text{CF}_n}{(1+r)^n} = \text{CF}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF}_t}{(1+r)^t} = 0$$

Αν η τιμή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (EBA ή IRR) είναι μεγαλύτερη του κόστους κεφαλαίου ή της απαιτούμενης απόδοσης , η επενδυτική πρόταση γίνεται αποδεκτή. Το κριτήριο αυτό , απορρέει από την αποδοχή ότι εσωτερικός βαθμός απόδοσης μεγαλύτερος του κόστους κεφαλαίου που δαπανήθηκε για την χρηματοδότηση της επένδυσης , συνεπάγεται ότι μετά την αποπληρωμή των κεφαλαίων της επένδυσης , υπάρχει πλεόνασμα το οποίο οδηγεί στην αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής.

Το κύριο μειονέκτημα της μεθόδου αυτής είναι ότι ο υπολογισμός του συντελεστή εσωτερικής απόδοσης επιτυγχάνεται μέσω της διαδικασίας δοκιμής διαφόρων συντελεστών με αποτέλεσμα σε περιπτώσεις πολλών προτάσεων ο υπολογισμός να γίνεται με δυσχέρεια . Όπως και η καθαρή παρούσα αξία , προϋποθέτει την ακριβή πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών που καθίσταται δύσκολη όσο απομακρυνόμαστε από το παρόν. Γι την αξιολόγηση μιας επενδυτικής πρότασης , θα πρέπει να λαμβάνονται υπ όψη και άλλοι συντελεστές , καθώς ένας υψηλός βαθμός εσωτερικής απόδοσης δεν αρκεί για να γίνει αποδοχή του επενδυτικού σχεδίου. Άλλωστε ο IRR στηρίζεται στην υπόθεση ότι οι μελλοντικές ταμειακές ροές επαναεπενδύονται με επιτόκιο ίσο με IRR, σενάριο που ίσως δεν είναι ρεαλιστικό .

Στα πλεονεκτήματα αυτής της μεθόδου καταγράφονται η χρήση των ταμειακών ροών και κατ επέκταση η αναγνώριση της διαχρονικής αξίας του χρήματος, η ευκολία στην επεξήγηση σε σχέση με την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας, ενώ δεν χρειάζεται από την αρχή καθορισμός της απαιτούμενης απόδοσης. Τέλος σε σύγκριση με την NPV , ο IRR παρέχει πληροφόρηση που αφορά την αξιολόγηση της επένδυσης σε σχέση με τον κίνδυνο που εμπεριέχει. Σε αμοιβαίως αποκλινόμενα επενδυτικά έργα προτιμάτε η μέθοδος την Καθαρής Παρούσας Αξίας, ενώ διαφορετικά αποτελέσματα των μεθόδων προκύπτουν και εάν συγκρίνονται προτάσεις διαφορετικού μεγέθους , ή διαφορετικής διάρκειας ζωής , ή με διάφορες διαρθρώσεις των ταμειακών ροών , αυξανόμενες στο ένα , μειούμενες στο άλλο. (Λιποβατζ – Κρεμέζη , 2003)

### 3.2.3 Κίνδυνος επενδύσεων κεφαλαίου

Σε όλες τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις , για να επιτυγχάνεται μια πιο ρεαλιστική προσέγγιση γίνεται εκτίμηση του κινδύνου. Τα κριτήρια αξιολόγησης επενδύσεων , που εξετάσαμε ανωτέρω συμπεριελάμβαναν μεταβλητές και ταμειακές ροές βέβαιες . Κατά τους Βασιλείου Δ. - Ηρειώτη Ν. κίνδυνος θεωρείτε η πιθανότητα το αποτέλεσμα να διαφέρει από το αναμενόμενο , και μετριέται με την διασπορά των αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό μέσο. Θα λέγαμε ότι μια κατάσταση Προϋπολογισμού Επενδύσεων Κεφαλαίου ή λήψεως αποφάσεων η ύπαρξη κινδύνου θεωρείτε δεδομένη και θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη, καθώς οι μελλοντικές ταμειακές ροές έχουν αβέβαιη εξέλιξη , ανοδική ή καθοδική αφού επηρεάζονται από πολλούς παράγοντες.

Από οικονομικής απόψεως ο κίνδυνος μπορεί να χαρακτηριστεί ως άθροισμα του συστηματικού και του μη συστηματικού κινδύνου. Συστηματικός θεωρείτε ο κίνδυνος αγοράς, και περιλαμβάνει παράγοντες όπως πληθωρισμό , επιτόκια, ισοτιμίες , την οικονομική κατάσταση της χώρας αλλά και μαζικούς ψυχολογικούς παράγοντες που επηρεάζουν την αγορά στο σύνολό της και είναι ανεξάρτητος από τις προοπτικές της επιχείρησης. Ο μη συστηματικός κίνδυνος ή ειδικός κίνδυνος , αφορά αποκλειστικά και μόνο την επένδυση ή την επιχείρηση μπορεί να είναι απόρροια παραγόντων που αφορούν την λειτουργία και την δομή της , όπως μιας δανειακής επιβάρυνσης, σχέσης μεταξύ σταθερών και μεταβλητών εξόδων , εργασιακών σχέσεων , της κατάστασης του κλάδου και άλλων εσωτερικών παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν την επένδυση. Ο μη συστηματικός κίνδυνος διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση ως προς την φύση και την ένταση , και μπορεί να μειωθεί , σε αντίθεση με τον συστηματικό που παραμένει σταθερός(Κιόχος –Παπανικολάου –Θάνος –Κιόχος ,2002)

Η ανάλυση του κινδύνου στην αξιολόγηση επενδύσεων παίζει καίριο ρόλο, και με την χρήση τεχνικών μπορεί να υπολογιστεί η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών της επένδυσης . Παρακάτω θα αναλυθούν τεχνικές με τις οποίες μπορεί να υπολογιστεί ο κίνδυνος των επενδύσεων ώστε να προκύπτει ένα αποτέλεσμα όσο γίνεται πιο ρεαλιστικό , βάση του οποίου μπορεί να αξιολογηθεί μία επένδυση.

### 3.2.4 Τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων υπό καθεστώς αβεβαιότητας

Η έννοια του κινδύνου είναι συνδεδεμένη με την έννοια της τυπικής απόκλισης , που αποτελεί το σημαντικότερο στατιστικό μέτρο κινδύνου και συμβάλει στη μέτρηση της διασποράς των τιμών μίας μεταβλητής γύρω από την αναμενόμενη τιμή της.

Ως αναμενόμενη τιμή μιας επένδυσης , εννοούμε την αναμενόμενη απόδοσή  $E(r)$  που προβλέπει να αποκομίσει η επιχείρηση από την επένδυση.

Αλγεβρικά παρουσιάζεται ως  $E(r) = \sum_{i=1}^n P_i r_i$

Είναι ο σταθμικός μέσος όρος όλων των δυνητικών αποδόσεων μιας επένδυσης και με  $P_i$  συμβολίζεται η πιθανότητα να συμβεί η  $i$  δυνητική απόδοση της επένδυσης,  $r_i$  η δυνητική απόδοση και  $n$  ο αριθμός των δυνητικών αποδόσεων.

Η τυπική απόκλιση ( $\sigma$ ) εκφράζει την μέση απόκλιση –απόσταση των παρατηρήσεων από την μέση τιμή τους. Όταν οι παρατηρήσεις δεν διαφέρουν πολύ από την μέση τιμή τους (εδώ από την αναμενόμενη απόδοση), η τυπική απόκλιση είναι μικρή, ενώ αντίθετα, όσο διασκορπίζονται οι παρατηρήσεις γύρω από την μέση τιμή της, τόσο μεγαλώνει η τυπική απόκλιση. Το τετράγωνο της τυπικής απόκλισης ονομάζεται διακύμανση ( $\sigma^2$ ).

$$\sigma^2 = \sum_{i=1}^n P_i \times (r_i - E(r))^2$$

Για την σύγκριση του κινδύνου των επενδύσεων χρησιμοποιείται ο συντελεστής μεταβλητότητας, καθώς η σύγκριση δύο ή περισσότερων τυπικών αποκλίσεων μεταξύ τους είναι πολύ πιθανό να οδηγήσουν σε λανθασμένα συμπεράσματα.

Ο συντελεστής μεταβλητότητας (CV) μετρά τον κίνδυνο ανά μονάδα αναμενόμενης απόδοσης και υπολογίζεται από τον τύπο

$$CV = \frac{\sigma}{E(r)}$$

#### 3.2.4.1 Ισοδυναμία με την βεβαιότητα (certainty equivalent approach) και προσαρμογή προεξοφλητικού επιτοκίου (risk adjusted discount rate)

Η μέθοδος ισοδυναμίας με την βεβαιότητα, έχει ως στόχο να διαχωρίσει τον υπολογισμό του χρόνου των ταμειακών ροών από τον κίνδυνο που παρουσιάζουν. Με μετατροπή των ταμειακών ροών με κίνδυνο μέσω ενός συντελεστή  $a$ , σε ταμειακές ροές χωρίς κίνδυνο. Ο συντελεστής ( $a$ ) ισοδυναμίας με την βεβαιότητα, είναι ο λόγος των βέβαιων ταμειακών ροών προς τις ταμειακές ροές με κίνδυνο και έχει ακραίες τιμές στο μηδέν, όταν ο κίνδυνος είναι μεγάλος, και στην μονάδα, όταν ο κίνδυνος είναι ανύπαρκτος. Μειονέκτημα του συντελεστή  $a$  είναι ότι προσδιορίζεται με υποκειμενικά κριτήρια και βάση της εμπειρίας των οικονομικών στελεχών. Κατά την εφαρμογή, αφού υπολογίσουμε τις ταμειακές ροές, τις πολλαπλασιάζουμε με τον συντελεστή ισοδυναμίας με την βεβαιότητα και στην συνέχεια εφαρμόζουμε μία από τις γνωστές μεθόδους αξιολόγησης (Καθαρή Παρούσα Αξία, Εσωτερικό βαθμό Απόδοσης). Το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα χρησιμοποιηθεί κατά την μέθοδο αξιολόγησης, θα είναι

ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο όπως η απόδοση των έντοκων γραμματειών του Δημοσίου , καθώς ο κίνδυνος έχει ληφθεί υπόψη με την προσαρμογή των ταμειακών ροών.

Υπολογισμός Καθαρής Παρούσας Αξίας με συντελεστής ισοδυναμίας με την βεβαιότητα:

$$\text{ΚΠΑ ή NPV} = \text{CF}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{a \times \text{CF}_t}{(1+r)^t}$$

Από την άλλη , η μέθοδος προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου χρησιμοποιείτε κάτω από την παραδοχή ότι η μεγαλύτερη απόδοση προκύπτει από έργα με μεγαλύτερο κίνδυνο. Αντισταθμιστικά γίνεται χρήση ενός επιτοκίου  $r^*$  το οποίο σε περίπτωση που ο κίνδυνος είναι μεγάλος , είναι μεγαλύτερο από το προεξοφλητικό επιτόκιο που θα χρησιμοποιούνταν κανονικά, ώστε να καλυφθεί ο πρόσθετος κίνδυνος.

Υπολογισμός Καθαρής Παρούσας Αξίας με μέθοδο προσαρμογής του προεξοφλητικού επιτοκίου :

$$\text{ΚΠΑ ή NPV} = \text{CF}_0 + \sum_{t=1}^n \frac{\text{CF}_t}{(1+r^*)^t}$$

Συγκριτικά και οι δύο μέθοδοι έχουν ως μειονέκτημα την αυθαίρετη και υποκειμενική προσαρμογή στον κίνδυνο κατά την εμπειρική προσέγγιση των οικονομικών στελεχών .

#### 3.2.4.2 Ανάλυση ευαισθησίας (sensitivity analysis)

Η ανάλυση ευαισθησίας αποτυπώνει την μεταβολή της καθαρής παρούσας αξίας ή του εσωτερικού βαθμού απόδοσης , σε περίπτωση που μεταβληθεί ένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν την επένδυσης, όπως για παράδειγμα μια μεταβολή των πωλήσεων, του κόστους εργασίας ,ή του προεξοφλητικού επιτοκίου. Στην ξένη βιβλιογραφία συναντάται ως What if? Analysis καθώς απαντά στο ερώτημα τι θα γινόταν αν άλλαζε ....

Κατά την τεχνική ανάλυσης ευαισθησίας υπολογίζεται η αρχική ΚΠΑ ή ΕΒΑ και στην συνέχεια μεταβάλλεται μόνο μια παράμετρος αρνητικά ή θετικά. Υπολογίζονται εκ νέου η ΚΠΑ ή ΕΒΑ και συγκρίνονται με τα αρχικά αποτελέσματα ώστε να διαπιστωθούν οι διαφοροποιήσεις τους . Η μεταβολές συνήθως απεικονίζονται διαγραμματικά , βάζοντας στον κάθετο άξονα για παράδειγμα τις τιμές της ΚΠΑ και στον οριζόντιο τις τιμές της μεταβλητής που αυξομειώσαμε. Η κλίση της γραμμής που δημιουργείται από την διασταύρωση των σημείων των αξόνων , δείχνει την ευαισθησία της ΚΠΑ στις μεταβολές των τιμών της μεταβλητής που αυξομειώνουμε. Όσο πιο απότομη η κλίση τόσο μεγαλύτερη ευαισθησία παρουσιάζει η ΚΠΑ.

Τα μειονεκτήματα της μεθόδου είναι η αυθαίρετη επιλογή του μεγέθους μεταβολής των μεταβλητών που επηρεάζουν τα κριτήρια αξιολόγησης, η αλληλοσύνδεση των μεταβλητών ενός επενδυτικού σχεδίου με αποτέλεσμα στην μεταβολή μίας μεταβλητής να μην παραμένουν σταθερές οι άλλες μεταβλητές, η μέθοδος αγνοεί την πιθανότητα να συμβεί η μεταβολή που εξετάζεται.

#### 3.2.4.3 Ανάλυση σεναρίου (senario analysis )

Η ανάλυση σεναρίου είναι μια τεχνική που όπου βάση σεναρίων σχεδιάζονται συνδυασμοί πιθανής έκβασης του αποτελέσματος της επένδυσης. Συνήθως γίνεται υπολογισμός βάση τριών σεναρίων , ενός απαισιόδοξου, ενός αναμενόμενου και ενός πολύ αισιόδοξου σεναρίου, βάση των οποίων υπολογίζονται διαφορετικές ΚΠΑ ή ΕΒΑ . Στις μεθόδους αξιολόγησης , θα πρέπει να συμπεριληφθεί το κόστος κεφαλαίου που αποτυπώνεται με την χρήση ενός επιτοκίου ανάλογο του κινδύνου της επένδυσης. Σε περίπτωση που επαληθευτεί το απαισιόδοξο σενάριο , ελέγχονται οι επιπτώσεις της αποτυχίας και ο αντίκτυπος τους στη φήμη και το κύρος της επιχείρησης. Βασικό μειονέκτημα της μεθόδου είναι η επιλογή ανάμεσα σε τρεις επιλογές σεναρίων , ενώ στην πραγματικότητα, μπορεί να υπάρχουν άπειροι συνδυασμοί.

#### 3.2.4.4 Τεχνικές προσομοίωσης (mode carlo simulation)

Οι τεχνικές προσομοίωσης εφαρμόζονται μέσω πακέτων λογισμικού . Σκοπός είναι να μελετηθούν πιθανές αποδόσεις των επενδύσεων μέσω υποθετικών καταστάσεων , παρόμοιων με τις κανονικές. Αρχικά δημιουργείτε ένα στατικό μοντέλο το οποίο περιέχει τα δεδομένα και μεταβλητές που επηρεάζουν τις καθαρές χρηματικές ροές, υπόκεινται σε αβεβαιότητα και αφορούν συγκεκριμένη χρονική περίοδο.

Έπειτα βάση των προσομοιωμένων γεγονότων , υπολογίζονται διάφορες ταμειακές ροές και διάφορα επιτόκια επενδύσεων. Τέλος υπολογίζονται οι τυπικές αποκλίσεις και γίνεται αποδοχή ή όχι του προγράμματος υπό αυτές τις παραμέτρους. Σε περίπτωση που αναλύονται περισσότερα του ενός επενδυτικά προγράμματα, κατατάσσονται βάση τω ΚΠΑ ή ΕΒΑ (υψηλότερο προς χαμηλότερο ) και βάση της τυπικής απόκλισης (χαμηλότερης προς υψηλότερης)

Τα προγράμματα λογισμικού προσομοίωσης , δίνουν την δυνατότητα υπολογισμού πολλών σεναρίων με χρήση διαφόρων μεταβλητών , ενώ με τα αποτελέσματα που προκύπτουν , γίνεται σχεδιασμός διαφόρων καμπυλών κατανομής , βάση των οποίων οπτικά γίνεται εύκολα αντιληπτό , το μέγεθος του κινδύνου που εμπεριέχει μία επενδυτική πρόταση.

(Damodaran A, 2002)

#### 3.2.4.5 Δέντρα των αποφάσεων (decision tree)

Όπως έχει ήδη γίνει αντιληπτό, οι παράμετροι που επηρεάζουν μία επένδυση πολλές φορές αλληλο-σχετίζονται, ενώ άλλες όχι. Η μέθοδος με την ονομασία δέντρα των αποφάσεων, λαμβάνει υπόψη την μερική συσχέτιση ή μη των παραμέτρων αυτών.

Πρόκειται για μία διαδικασία λήψης αποφάσεων, που η γραφική της παράσταση μοιάζει με δέντρο και συμπεριλαμβάνει όλες τις πιθανές αποφάσεις λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παράγοντες που την επηρεάζουν και όλα τα πιθανά αποτελέσματα.

Ο αναλυτής εξετάζει τον βαθμό εξάρτησης των ταμειακών ροών της επένδυσης, μέσω γραφικής απεικόνισης όλων των πιθανών αποτελεσμάτων. Υπολογίζεται η ΚΠΑ με προεξοφλητικό επιτόκιο χωρίς κίνδυνο και έπειτα υπολογίζεται η ΚΠΑ βάση της πιθανότητας να συμβεί.

### **3.2.5 Μέτρηση απόδοσης επενδύσεων μέσω αριθμοδεικτών**

Η συνδυαστική χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών (ratio) μπορεί να δώσει σημαντική πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης σε όλους τους ενδιαφερομένους. Η άντληση των στοιχείων για τον υπολογισμό τους, γίνεται μέσα από τους ισολογισμούς και τις οικονομικές καταστάσεις των εταιρειών. Τα αποτελέσματά τους δεν είναι απόλυτα, αλλά μας δείχνουν ενδείξεις για την κατάσταση της επιχείρησης.

Υπάρχουν πολλών ειδών δείκτες όμως στην παρούσα εργασία θα αναλυθούν εκείνοι που θεωρούμε ότι έχουν συνάφεια με την αξιολόγηση και επανεξέταση των επενδυτικών σχεδίων.

#### **3.2.5.1 Δείκτης ταχύτητας ενεργητικού (asset turnover ratio)**

Είναι ένας δείκτης που μας πληροφορεί για την υπερεπένδυση ή όχι κεφαλαίων στην επιχείρηση, βάση των πωλήσεων που χρησιμοποιεί. Μπορεί να συγκριθεί με στοιχεία του κλάδου, για πληρέστερη πληροφόρηση. Προσδιορίζει τα έσοδα της επιχείρησης για κάθε ευρώ που έχει δαπανηθεί στο ενεργητικό της, δηλαδή προσδιορίζει την αποτελεσματικότητα της διαχείρισης των συνολικών επενδυμένων κεφαλαίων στην δημιουργία πωλήσεων.

$$\text{Δείκτης ταχύτητας ενεργητικού} = \frac{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

### **3.2.5.2 Δείκτης Γενικής Ρευστότητας**

$$\text{Δείκτης Γενικής Ρευστότητας} = \frac{\text{ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ}}{\text{ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ}}$$

Ο δείκτης αυτός , είναι ένας από αυτούς που μας δείχνει πόσο γρήγορα ρευστοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερος είναι τόσο μεγαλύτερη ρευστότητα παρουσιάζει η επιχείρηση , ενώ ένα η τιμή του ξεπερνά το 2 θεωρείτε καλός.

### **3.2.5.3 Δείκτης Κυκλοφοριακής ταχύτητας Ιδίων κεφαλαίων**

Ο δείκτης αυτός μας πληροφορεί για το ύψος των πωλήσεων που πραγματοποιήθηκαν με κάθε μονάδα ιδίων κεφαλαίων .Ένας υψηλός δείκτης συνεπάγεται μιας ευνοϊκής κατάσταση για τη οικονομική μονάδα , καθώς πραγματοποιεί μεγάλες πωλήσεις με μικρό ύψος ιδίων κεφαλαίων.

$$\text{Δείκτης Κυκλοφ. Ταχυτ .Ιδίων Κεφ.} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΕΣ ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ}}$$

Κατά τον ίδιο τρόπο υπολογίζουμε και τον δείκτη κυκλοφοριακής ταχύτητας απασχολουμένων κεφαλαίων , με αριθμητή τις καθαρές πωλήσεις και παρονομαστή το σύνολο των απασχολουμένων κεφαλαίων .



### **3.2.5.4 Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων (fixed assets turnover)**

Ο δείκτης αυτός , δείχνει την κεφαλαιακή ένταση μίας επιχείρησης. Όσο μικρότερος είναι , τόσο περισσότερα πάγια χρησιμοποιεί η επιχείρηση για συγκεκριμένο ύψος πωλήσεων. Για τον υπολογισμό του χρησιμοποιούνται τα καθαρά πάγια που προκύπτουν από τα πάγια μείον τις αποσβέσεις. (Κάντζος Κ. ,2002)

$$\text{Δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας πάγιων} = \frac{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΠΑΓΙΑ}}$$

### **3.2.5.5 Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης (debt ratio) – Δείκτης Ξένων προς Ιδια Κεφάλαια (debt to equity ratio)**

Ανήκει στην κατηγορία των δεικτών της μόχλευσης . Βάση τους Βασιλείου – Ηρειώτη , με τον όρο χρηματοοικονομική μόχλευση εννοούμε την χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων με σκοπό την αύξηση απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων . Μέσω των αποτελεσμάτων που προκύπτουν από τους δείκτες μόχλευσης, συμπεραίνουμε τον τρόπο που η επιχείρηση χρηματοδοτεί τις συνολικές της επενδύσεις.

$$\text{Δείκτης συνολικής δανειακής επιβάρυνσης} = \frac{\text{ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Στα ξένα κεφάλαια συμπεριλαμβάνονται όλες οι βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις της επιχείρησης. Οι μέτοχοι αναμένουν υψηλά ποσοστά του δείκτη αυτού , καθώς δείχνει μεγέθυνση των κερδών τους , σε αντίθετη πλευρά με τους δανειστές οι οποίοι προτιμούν χαμηλά επίπεδα.

Κάνοντας μία απλή μετατροπή , δημιουργούμε τον δείκτη Ξένων προς Ιδίων Κεφαλαίων ο οποίος μας δίνει τις ίδιες πληροφορίες .

$$\text{Δείκτης Ξένα προς Ιδια Κεφάλαια} = \frac{\text{ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

### **3.2.5.6 Δείκτες ιδίων κεφαλαίων προς σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων**

Δείκτης ιδίων κεφαλαίων προς

$$\text{συνολικά απασχ. Κεφαλαίων} = \frac{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}{\text{ΣΥΝΟΛΙΚΑ ΑΠΑΣΧ. ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει το ποσοστό του συνόλου του ενεργητικού , το οποίο έχει χρηματοδοτηθεί από τους φορείς της. Ένας υψηλός δείκτης συνεπάγεται μικρή πιθανότητα οικονομικής δυσκολίας για την εξόφληση των υποχρεώσεων μιας οικονομικής μονάδας. Ως απασχολούμενα κεφάλαια εννοούμε το σύνολο των κεφαλαίων που έχουν πέσει στην επιχείρηση (Ιδίων + Ξένων) , που λόγω της βασικής λογιστικής ισότητας το ενεργητικό ισούται με τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια, δηλαδή

$$\text{Ενεργητικό} = \text{Συνολικά Απασχολούμενα Κεφάλαια}$$

### **3.2.5.7 Δείκτης περιθωρίου Μεικτού κέρδους (Gross profit margin)**

Οι δείκτες περιθωρίου εντάσσονται στην κατηγορία των δεικτών που πληροφορούν για την απόδοση της επιχείρησης σε συνάρτηση με τις αποφάσεις της διοίκησης.

Ο δείκτης περιθωρίου Μεικτού κέρδους , πληροφορεί για την τιμολογιακή πολιτική της επιχείρησης περίπτωση που δεν υπάρχει διάκριση σταθερών και μεταβλητών κερδών , και με την υπόθεση ότι τα λειτουργικά έξοδα είναι σταθερά, ο δείκτης περιθωρίου μεικτού κέρδους , μας πληροφορεί και για το ποσοστό κατά το οποίο οι πωλήσεις συνεισφέρουν στα σταθερά έξοδα και στα κέρδη. Σε κάθε περίπτωση , όσο μεγαλύτερος ο δείκτης τόσο καλύτερο για την επιχείρηση.

$$\text{Περιθώριο Μεικτού Κέρδους} = \frac{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ} - \text{ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}$$

### **3.2.5.8 Δείκτης περιθωρίου καθαρού κέρδους (Net Profit Margin/NPM – Return on Sales/ROS)**

Ο αριθμοδείκτης αυτός χρησιμοποιείται για τη μέτρηση της συνολικής αποδοτικότητας της επιχείρησης, σε σύγκριση με τα συνολικά της έσοδα και, συνεπώς, είναι πολύ χρήσιμος για τους μετόχους. Και αυτό διότι, εάν το καθαρό κέρδος δεν είναι αρκετό, η επιχείρηση δεν είναι σε θέση να επιτύχει μια ικανοποιητική απόδοση της επένδυσης. Ένας υψηλός δείκτης δείχνει υψηλότερη κερδοφορία.

$$\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ}}{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ}}$$

### **3.2.5.9 Δείκτης Απόδοσης ενεργητικού (return on assets –ROA)**

$$\text{ROA} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}$$

Ο δείκτης αυτός μας δείχνει την αποδοτικότητα των επενδυόμενων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων) με την χρήση των καθαρών κερδών προ φόρων.

### **3.2.5.10 Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE)**

Ο αριθμοδείκτης αυτός δίνει απάντηση στο ερώτημα αν η απόδοση των κεφαλαίων του επενδύθηκαν είναι επαρκής ή όχι. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων θα πρέπει να συνεκτιμάται με τη φύση της επιχείρησης, τη μέση αποδοτικότητα του κλάδου, καθώς σε μερικούς κλάδους, όπως αυτός τραπεζών, έχει χαμηλότερη απόδοση ενεργητικού σε σχέση με άλλους, με αποτέλεσμα να γίνεται μεγάλη χρηματοοικονομική μόχλευση ώστε να προσφέρονται αποδόσεις ανάλογες άλλων επιχειρήσεων. Επίσης διαφέρει σε επιχειρήσεις «εντάσεως» εργασίας (μπορεί να εξαιρετικά υψηλός) και σε επιχειρήσεις «εντάσεως» παγίων που συμβαίνει το αντίθετο.

Θεωρείτε ένα από τους πιο σημαντικούς αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης , δεδομένου ότι δείχνει τον βαθμό στον οποίο ο πρωταρχικός στόχος ,αυτός της μεγιστοποίησης των κερδών , επιτυγχάνεται. Εκτός αυτού, ο αριθμοδείκτης αυτός είναι μεγάλης σημασίας για τους παρόντες και μελλοντικούς μετόχους, καθώς προσδιορίζει το κατά πόσο οι επενδύσεις στην επιχείρηση είναι ή όχι ελκυστικές.

$$\text{Αριθμοδείκτης Απόδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (ROE)} = \frac{\text{ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ}}{\text{ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ}}$$

Ο ROE μπορεί να παρουσιαστεί και από την εξίσωση

$$\text{ROE} = \text{ROA} * \text{Πολλαπλασιαστή μόχλευσης}$$

Όπου πολλαπλασιαστής μόχλευσης ισούται με το Σύνολο του ενεργητικού προς τα ίδια κεφάλαια . Από την εξίσωση προκύπτει ότι μια αύξηση της απόδοσης του ενεργητικού ή του πολλαπλασιαστή , συνεπάγεται αύξηση στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Στο σημείο αυτό , θα πρέπει να τονιστεί ότι ο πολλαπλασιαστής μόχλευσης , δρα και ως μέτρο χρηματοοικονομικού κινδύνου. Μεγάλος πολλαπλασιαστής μόχλευσης σημαίνει ανάληψη υψηλού κινδύνου . (Καντάκος Α.,2006)

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### Διεθνή και εγχώρια βιβλιογραφία , εφαρμογή τεχνικών αξιολόγησης από τις επιχειρήσεις

Η έναρξη μίας επένδυσης , θα λέγαμε ότι αρχίζει με την σύλληψη μιας επιχειρηματικής ιδέας ή μιας πιθανής επενδυτικής ευκαιρίας. Οι σύγχρονες επιχειρηματικές τεχνικές προτάσσουν την εφαρμογή αναλύσεων και αξιολόγησης αυτών των προτάσεων , με την χρήση ποσοτικών και στατιστικών μεθόδων. Οι μελετητές επικεντρώθηκαν στην εξάλειψη του χάσματος που υπάρχει μεταξύ της θεωρίας και της πρακτικής εφαρμογής, του προγραμματισμού επενδύσεων , δημοσιεύοντας εμπειρικές μελέτες .

Στο παρόν κεφάλαιο θα αναλύσουμε τα αποτελέσματα που αποτυπώθηκαν σε ερευνητικές εργασίες και δημοσιεύσεις τόσο σε παγκόσμιο επίπεδο όσο και στην Ελλάδα και αφορούν την εφαρμογή των τεχνικών αξιολόγησης επενδύσεων από τις επιχειρήσεις.

#### Άρθρο “Methods of investment planning and their application in the company”

Στο έργο της “Methods of investment planning and their application in the company” η διδάκτωρ Monika Zatrochova του τμήματος Management του Institute of Management and Food Technologies στην Bratislava της Σλοβακίας, κάνει αναφορά στην χρησιμότητα των μεθόδων αξιολόγησης στις επιχειρήσεις . Αφού πρώτα αναφερθεί αναλυτικά τόσο στο θεωρητικό υπόβαθρο των μεθόδων , επισημαίνοντας την σημαντικότητα του χρόνου η οποία θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων, καταλήγει ότι οι επιχειρήσεις κατά την διαδικασία αξιολόγησης των επενδύσεών τους , αλλάζουν την προτίμησή τους όσον αφορά τις τεχνικές αξιολόγησης που χρησιμοποιούν . Συγκεκριμένα κατά την δεκαετία του 70 η προσοχή επικεντρώθηκε σε μεθόδους που εκμεταλλεύονται την χρονική αξία των χρημάτων και ιδιαίτερα της μεθόδου Περίοδος Επαναείσπραξης (payback period-PP). Κατά την δεκαετία του 80 υπήρξε μια τάση να χρησιμοποιείται η Μέθοδος Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Internal Rate Of Return- IRR) σε αντίθεση με την δεκαετία του 90 που δόθηκε ιδιαίτερη προτίμηση στην μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value- NPV). Τέλος την δεκαετία του 2000 οι οικονομικοί διευθυντές φαίνεται πως στράφηκαν στην μέθοδο της Περιόδου Επαναείσπραξης (payback period-PP) αλλά και στην εφαρμογή μεθόδων που λαμβάνουν υπόψη την χρονική αξία του χρήματος όπως η NPV και IRR.

Σύμφωνα με το άρθρο της Ph.D Monika Zatrochova σε όλες τις δεκαετίες που ερευνήθηκαν , παρατηρείται μόνιμα υψηλό ποσοστό χρήσης της μεθόδου Περιόδου Επαναείσπραξης (payback period) , σε όλες τις περιοχές και τις χώρες που διενεργήθηκαν οι έρευνες. Επί των πλείστον οι μικρές εταιρείες χρησιμοποιούν τη μέθοδο PP σε μεγαλύτερο βαθμό από ό, τι οι μεγάλες εταιρείες . Η μέθοδος PP έχει αποκτήσει σε πολλά ερευνητικά προγράμματα τη θέση δευτερευούσης - βοηθητικής μεθόδου και χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό σε όλες τις χώρες της Κεντρικής και Νότιας Ευρώπης. Παράλληλα παρατηρείται μια συνεχής ανάπτυξη του πεδίου εφαρμογής των NPV και IRR μεθόδων οι οποίες υπερισχύουν όλων των υπολοίπων. Οι μεγάλες εταιρείες ,που έχουν υψηλό κεφάλαιο, ιστορία και αναγνωρίσιμη εμπορική ονομασία, χρησιμοποιούν μόνο στοχαστικές μεθόδους. Στην πράξη, οι μέθοδοι αξιολόγησης χρησιμοποιούνται συνδυαστικά.

Τέλος συμπεραίνει ότι από την οπτική των οικονομικών διευθυντών υπάρχει ένα τεράστιο κενό μεταξύ της διατύπωσης της θεωρίας και της πρακτικής εφαρμογής μεθόδων που χρησιμοποιούνται στην οικονομική αξιολόγηση επενδυτικών έργων. Είναι ενδιαφέρον ότι παρά την θεωρητικά ιδανική μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας (NPV ) στην πραγματικότητα χρησιμοποιούνται περισσότεροι οι μέθοδοι της Περιόδου Επαναείσπραξης (PP) και του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (IRR).Από την άλλη πρέπει να αναφερθεί ότι η διείσδυση των τεχνολογιών της πληροφορικής στις οικονομικές αποφάσεις και η αυξανόμενη αβεβαιότητα του οικονομικού περιβάλλοντος , οδηγούν όλο και συχνότερα στην εφαρμογή μη παραδοσιακών προσεγγίσεων στην αξιολόγηση επενδυτικών αποφάσεων , όπως είναι για παράδειγμα "ex post " χρηματοοικονομική ανάλυση, ανάλυση πυραμίδας των επιλεγμένων δεικτών αποδοτικότητας και φυσικά, τις αξιολογήσεις που βασίζονται στο σύνθετο δείκτη EVA (Economic Value Added).

#### Άρθρο: Investment decisions and capital budgeting practices in German manufacturing companies

Στο άρθρο τους οι συγγραφείς Dennis Schlegel, Franziska Frank and Bernd Britzelmaier του Πανεπιστημίου του Pforzheim της Γερμανίας, παρουσιάζουν τα αποτελέσματα μίας διαδικτυακής έρευνας που έγινε σε 65 εταιρείες του μεταποιητικού τομέα της γερμανικής βιομηχανίας με τζίρο μεταξύ 10 – 50 εκατ ευρώ. Το ερωτηματολόγιο που καλούνταν να απαντήσουν οι επιχειρήσεις αφορούσε τις μεθόδους αξιολόγησης επενδύσεων και του κόστους κεφαλαίου. Οι ερωτήσεις περιείχαν γενικά στατιστικά στοιχεία (κύκλο εργασιών, βαθμίδα προσωπικού , τμήμα επιχείρησης) και έπειτα ερωτήσεις που αφορούσαν την συνάφεια των μεθόδων προϋπολογισμού κεφαλαίου με σύγκριση κόστους, σύγκριση εσόδων, τον δείκτη αποδοτικότητας (ROI) , την Περίοδο Επαναείσπραξης (payback period-PP), την μέθοδο Εσωτερικού Βαθμού

Απόδοσης (Internal Rate Of Return- IRR) ,την μέθοδο της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value- NPV), ποιοτική αξιολόγηση, την EVA (Economic Value Added), κ.α. , αλλά και τις τεχνικές προϋπολογισμού κεφαλαίου που χρησιμοποιούν . Εκτός αυτών ερωτήθηκαν για την αντιμετώπιση του κινδύνου (εμποδίων ) σε σύγκριση με την φύση των έργων που εξετάζονται, των τμημάτων που θα διενεργηθεί η επένδυση, την γεωγραφική θέση της επένδυσης, το είδος της επένδυσης (αντικατάστασης ή βελτιστοποίησης) , βάση μεμονομένων έργων. Τέλος ερωτήθηκαν για τον τρόπο καθορισμού του μεθόδους του κινδύνου (εμποδίων ) , βάση υπολογισμού κόστους κεφαλαίου , βάση των προσδοκιών της διοίκησης , των προσδοκιών των επενδυτών – μετόχων , βάση των αποτελεσμάτων του τμήματος οικονομικών.

Τα ερωτηματολόγια , βάση αποτελεσμάτων , απαντηθήκανε από ανώτερα διοικητικά στελέχη (32, 3%) και κατά κύριο λόγο από προσωπικό του τμήματος Λογιστικής διαχείρισης (72,3% - Management accounting) . Από τα αποτελέσματα προέκυψε υψηλή συνάφεια την τεχνικής της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value- NPV) σχετικά με τον προϋπολογισμού κεφαλαίου, ενώ ως δεύτερη συναφής επιλογή είναι οι τεχνικές της σύγκρισης κόστους, δείκτη αποδοτικότητας (ROI), ποιοτική αξιολόγηση. Όσον αφορά την επιλογή μεθόδου αξιολόγησης το 63,1% των επιχειρήσεων επιλέγει την χρήση της Παρούσας Αξίας (net present value- NPV) και ακολουθούν οι μέθοδοι ποιοτικής αξιολόγησης με 58,5%. Όπως προτείνεται στη θεωρία των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, τα χρησιμοποιούμενα ποσοστά εμποδίων θα πρέπει να διαφοροποιούνται ανάλογα με τις επενδύσεις, δεδομένου ότι εκτίθενται σε διαφορετικό επίπεδο κινδύνου. 22 από τις 65 εταιρείες δεν μεταβάλλει τα ποσοστά κινδύνου , ενώ 18 από τις 65 διαφοροποιούν τα ποσοστά βάση της γεωγραφικής θέσης και 17 από τις 65 διαφοροποιούν τα ποσοστά βάση των τμημάτων που θα διενεργηθεί η επένδυση. Τέλος 29 από τις 65 εταιρείες καθορίζουν το ποσοστό εμποδίων , βάση τον υπολογισμού του κόστους κεφαλαίου.

Στο άρθρο τους κάνουν αναφορές σε άλλες εύθυνες τα αποτελέσματα των οποίων φαίνονται συνοπτικά στον κάτωθι πίνακα:

<i>Authors</i>	<i>Journal</i>	<i>Year published</i>	<i>Population</i>	<i>Most popular capital budgeting tool</i>	<i>Least popular capital budgeting tool</i>
Ryan and Ryan	<i>Journal of Business and Management</i>	2002	Fortune 1000 companies	NPV	Modified IRR
Hermes et al.	<i>International Business Review</i>	2007	250 Dutch and 300 Chinese companies	NPV (for Dutch CFO), IRR (for Chinese CFO)	Accounting rate of return
Bennouna et al.	<i>Management Decision</i>	2010	FP500	NPV	Modified IRR

Στα συμπεράσματα τους οι Dennis Schlegel, Franziska Frank and Bernd Britzelmaier αναφέρουν ότι τα αποτελέσματα παρέχουν ενδιαφέρουσες πληροφορίες για την πρακτική των εταιρειών της Γερμανίας όσον αφορά τον προϋπολογισμό κεφαλαίου και τις μεθόδους αξιολόγησης. Η οικονομική θεωρία υποστηρίζει τη χρήση των μεθόδων NPV ή άλλων τεχνικών DCF. Όπως φαίνεται στην πράξη η NPV είναι το πιο δημοφιλές εργαλείο αξιολόγησης επενδύσεων κεφαλαίου στους προϋπολογισμούς κεφαλαίου όπως επίσης και η ποιοτική αξιολόγηση. Επιπλέον, οι επιχειρήσεις με μεγαλύτερα έσοδα τείνουν να προτιμούν NPV και IRR, ενώ οι μικρότερες επιχειρήσεις προτιμούν μοντέλα μη προεξοφλημένων ταμειακών ροών (non –discounted cash flow – non DCF) . Λόγω της εξέλιξης των χρηματοπιστωτικών αγορών, η μεγιστοποίηση των μετόχων έχει αποκτήσει μεγαλύτερη σημασία, πράγμα που έχει πιέζει τους CFO των επιχειρήσεων να χρησιμοποιούν μεθόδους DCF σε σχέση με άλλες απλούστερες και λιγότερο ακριβείς εναλλακτικές λύσεις. Φαίνεται υπάρχει ισχυρή ασυμφωνία μεταξύ των απόψεων των πανεπιστημιακών και των μεγάλων γερμανικών εταιριών στις τεχνικές προϋπολογισμού κεφαλαίου . Σε σύγκριση με προηγούμενες μελέτες από άλλες χώρες, το αποτέλεσμα είναι παρόμοιο. Οι επιχειρήσεις επιλέγουν NPV ή IRR ως κύριο μοντέλο. Στο πλαίσιο των ποσοστών φραγμού, η πλειονότητα των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί τα ίδια ποσοστά εμποδίων για όλα τα επενδυτικά προγράμματα σε αντίθεση με τις ακαδημαϊκές συμβουλές.

#### Άρθρο : Improved capital budgeting decision making: evidence from Canada

Το 2010 οι Karim Bennouna, Geoffrey G. Meredith, Teresa Marchant συντάσσουν ένα άρθρο με σκοπό την αξιολόγηση των μεθόδων που ακολουθούνται στον προϋπολογισμό κεφαλαίου κατά την λήψη αποφάσεων σε εταιρίες που δραστηριοποιούνται στον Καναδά , την πρακτική εφαρμογή τους σε 88 μεγάλες επιχειρήσεις του Καναδά και την σύγκριση των αποτελεσμάτων με αυτά παλαιότερων ερευνών .

Αρχικά να επισημάνουμε ότι τα τελευταία πενήντα χρόνια , διενεργούνται έρευνες στο πεδίο των τεχνικών αξιολόγησης στον Καναδά , με την τελευταία από αυτές να γίνεται το 1999 από τον Payne et al , σε 65 εταιρείες. Το χρονικό κενό που δημιουργήθηκε ήταν μεγάλο και δυσκόλεψε τους μελετητές στην σύγκριση των αποτελεσμάτων . Παρ 'όλα αυτά και δεδομένης της σπανιότητας των διαχρονικών μελετών, η σύγκριση είναι χρήσιμη για να σχηματιστεί μία ιδέα για τις τάσεις των προεξοφλημένων ταμειακών ροών (DCF) τα τελευταία 50 χρόνια. Από ένα σύνολο οκτώ μελετών πριν από το 2000 στον Καναδά φαίνεται η καθολική χρήση των DCF και συγκεκριμένα των μεθόδων NPV και IRR, αντίθετα με πιο πρόσφατες μελέτες (μετά το 1999) που διενεργήθηκαν στις ΗΠΑ, το Ηνωμένο Βασίλειο και την Αυστραλία . Για τον Καναδά, η χρήση του DCF φαίνεται να έχει αυξηθεί από ένα χαμηλό περίπου 35% στις αρχές της δεκαετίας του 1960 στο 90% ή περισσότερο στις αρχές της δεκαετίας του 1990.



Λαμβάνοντας όλες τις μελέτες που έχουν διενεργηθεί , φαίνεται προεξοφλημένες ταμειακές ροές (discounted cash flows-DFC) επικρατούν σε όλες τις χώρες , ενώ φαίνεται ότι υπάρχει στον Καναδά χαμηλότερο ποσοστό επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν NPV και μεγαλύτερο που χρησιμοποιεί τον IRR. Στις άλλες χώρες, στα επόμενα χρόνια, φάνηκε να υπάρχει γενικά υψηλή επικράτηση τόσο του NPV όσο και του IRR..Τα συμπεράσματα συνοπτικά φαίνονται τους κάτωθι πίνακες

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1 : Έκταση χρήσης των τεχνικών της NPV (ΚΠΑ ) και IRR (ΕΒΑ) βάση ερευνών ,που διενεργήθηκαν σε διαφορεές χώρες κατά την διάρκεια των χρόνων.**

Authors/year published	Survey year	Retrospective year	Country	Using DCF (%)	Using IRR (%)	Using NPV (%)
Nicholson and Frolloitt, 1966 <sup>a</sup> (n = 105)	n/a		Canada	40	39.25	12.4
Hoskins and Dunn, 1974 <sup>b</sup> (n = 58)	1973	1962 1967 1972	Canada	35 65 29	17 31 47	33 54 66
Blazovske <i>et al.</i> , 1988 <sup>c</sup> (n = 208)	1985	1980 1985	Canada	60 65	38 40	22 25
Jog and Srivastava, 1995 <sup>d</sup> (n = 133)	1991		Canada	65.1 <sup>e</sup> 80.9 <sup>f</sup> 84.9 <sup>g</sup>	51.2 <sup>e</sup> 64.3 <sup>f</sup> 65.1 <sup>g</sup>	38.0 <sup>e</sup> 42.9 <sup>f</sup> 47.8 <sup>g</sup>
Payne <i>et al.</i> , 1999 <sup>h</sup> (n = 65)	1994		Canada	98.8	198 (ranked first in importance of 6)	2.22 (ranked second in importance of 6)
Payne <i>et al.</i> , 1999 <sup>h</sup> (n = 65)	1994		USA	92.2	20 (ranked second in importance of 6)	1.73 (ranked first in importance of 6)
Graham and Harvey, 2001	1999		US and Canada	n/a	75.6	74.9
Ryan and Ryan, 2002	n/a		USA	n/a	76.7	85.1
Arnold and Hatzopoulos, 2000	1997		UK	100	81	80
Tnuong <i>et al.</i> , 2008 <sup>h</sup> (n = 87)	2004		Australia	n/a	80	94
Current research (n = 88)	n/a		Canada	80.7	87.7 <sup>i</sup>	94.2

**Notes:** <sup>a</sup>Percentage using NPV or IRR as primary or secondary method; <sup>b</sup>Respondents were asked to recall techniques used in the past (1962 and 1967); <sup>c</sup>Percentage using NPV or IRR as primary or secondary method. Respondents were asked to recall techniques used in 1980; <sup>d</sup>Percentage using NPV or IRR for "Replacement projects, Expansion - existing operations, Expansion - new operations; <sup>e</sup>Average ranking regarding the importance of capital budgeting techniques. Based on the sum of categories labelled "always" or "often"; <sup>f</sup>based on the sum of categories labelled always and almost always

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2 : Χρήση μεθόδων εκτός των τεχνικών της NPV (ΚΠΑ ) και IRR (ΕΒΔ) σε Καναδικές επιχειρήσεις και κενά στην συνέχιση της βιβλιογραφίας.**

Authors/year published	Survey year	Retrospective year	Most favoured	Least favoured	Accounting rate of return (%)	Payback period (%)
Nicholson and Ffolliott, 1966 <sup>a</sup>	n/a		ARR	NPV	60.8	51.5
Hoskins and Dunn, 1974 <sup>b</sup>	1973	1962	Payback period	PI	27	79
		1967			33	80
		1972			38	79
Blazouske <i>et al.</i> , 1988 <sup>c</sup>	1985	1980	IRR (primary)	ARR (primary)	11	25
		1985			9	19
Jog and Srivastava, 1995 <sup>d</sup>	1991		PE <sup>a</sup>	ARR <sup>a</sup>	14.9 <sup>f</sup>	53.7 <sup>f</sup>
			IRR <sup>b</sup>	ARR <sup>b</sup>	17.5 <sup>f</sup>	52.4 <sup>f</sup>
			IRR <sup>c</sup>	ARR <sup>c</sup>	19.9 <sup>b</sup>	50.0 <sup>b</sup>
Payne <i>et al.</i> , 1999 <sup>e</sup>	1994		NPV	MIRR	33.7	2.42

Notes: <sup>a</sup>Percentage using NPV or IRR as primary or secondary method; <sup>b</sup>Respondents were asked to recall techniques used in the past (1962 and 1967); <sup>c</sup>Percentage using NPV or IRR as primary or secondary method. Respondents were asked to recall techniques used in 1980; <sup>d</sup>Percentage using ARR or PI for; <sup>e</sup>Average ranking regarding the importance of capital budgeting techniques; <sup>f</sup>Replacement projects; <sup>g</sup>Expansion – existing operations; <sup>h</sup>Expansion – new operations

Στον πίνακα 2 φαίνεται η έκταση στην χρήση μεθόδων που δεν χρησιμοποιούν προεξοφλημένες ταμειακές ροές (non-DFC) . Οι ποιο κοινές είναι η περίοδος επαναείσπραξης (PP) και η μέθοδος λογιστικής απόδοσης (ARR). (Ross et al., 2002, Ross, 2007). Μελέτες τα τελευταία 50 χρόνια δείχνουν την αύξηση της χρήσης των καθαρών ταμειακών ροών DCF προήλθε εις βάρος των αρχικών μεθόδων, ιδιαίτερα του ARR .

Αν και οι ερευνητές παραδέχτηκαν ότι κάθε μελέτη είχε διαφορετικά χαρακτηριστικά, δηλαδή, ανόμοια δείγματα, ερωτήσεις , τα ποσοστά ανταπόκρισης από τις επιχειρήσεις, μπορεί να εξαχθεί το συμπέρασμα ότι από τις επιχειρήσεις γίνεται ευρεία χρήση των ταμειακών ροών DCF κατά την αξιολόγηση επενδυτικών έργων. Η τεχνική αυτή τείνει να γίνει πρότυπο κατά την βιβλιογραφία. Τα τελευταία χρόνια , εμπειρικές μελέτες που έχουν γίνει με μεγάλες επιχειρήσεις στην Βόρεια Αμερική και το Ηνωμένο Βασίλειο καταλήγουν στο ότι παρά την κυρίαρχη χρήση των DFC και μεθόδων αξιολόγησης που λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές, οι ποιο παραδοσιακές μέθοδοι , όπως η περίοδος επαναείσπραξης (PP) και η μέθοδος λογιστικής απόδοσης (ARR), χρησιμοποιούνται ακόμα σε μικρό βαθμό. Όσον αφορά την χρήση μεθόδων σε περιπτώσεις κινδύνου και αβεβαιότητας , οι καναδικές επιχειρήσεις , τώρα ποία προτιμούν την Ανάλυση ευαισθησίας (Sensitivity analysis ) έναντι της προσαρμογή προεξοφλητικού επιτοκίου (risk adjusted discount rate), όπως φαίνεται στον πίνακα 3.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3 : Α Μέθοδοι υπολογισμού προεξοφλητικού επιτοκίου, Β Προσδιορισμός WACC και χρήση διαφόρων προεξοφλητικών επιτοκίων, Γ Μέθοδοι αξιολόγησης σε συνθήκες κινδύνου

Author/s/year published	Survey year	Retrospective year	Country	WACC (%)	Cost of debt (%)	Cost of equity (%)	Other (%)	Weights in the WACC based on			Use of multiple discount rates	Sensitivity analysis	Risk-adjusted discount rate				
								Target value (%)	Market value (%)	Book value (%)							
Freeman and Hobbes, 1991 <sup>a</sup>	1989		Australia	40	39	6	16										
Jog and Schwastava, 1995	1991		Canada	47.2	21.9	4.1	26.8							60		31.5	
Payne <i>et al.</i> , 1999 <sup>b</sup>	1994		Canada	46.2	33.9	29.2	n/a							60		49.2	
Arnold and Hatzigeorgios, 2000 <sup>c</sup>	1997		UK	54	11	8	25	30	44	26	n/a						
Ryan and Ryan, 2002	n/a		US	83.2	7.4	1.0	8.4	n/a	n/a	n/a	46.6						
Block, 2003	n/a		US	85.2	n/a	6.4	8.4	n/a	n/a	93.5	52						
Bergman, 1975	n/a		US					n/a	n/a								
Gibman and Mercurio, 1982 <sup>d</sup>	1980		US					41.8	28.8	16.4	n/a						
Gibman and Vandenberg, 2000 <sup>e</sup>	1997		US					49.5	34.2	19.8	n/a						
Hockins and Dunn, 1974	1973		Canada													5	24
This research <sup>a</sup>	-		Canada	76.1	9.9	1.4	12.7	60.0	20.4	29.6	63.4					11	26
																31	38
																92.8	76.8

Note: <sup>a</sup>Total percentages do not add up to 100 due to rounding. <sup>b</sup>percentages do not add up as respondents were allowed more than one answer

## Άρθρο :Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000:How Have Things Changed?

Το 2002 , δημοσιεύεται στο περιοδικό Journal of Business and Management, ένα άρθρο της Patricia A. Ryan του Τμήματος Department of Finance and Real Estate του κολεγίου College of Business του Κολοράντο των ΗΠΑ, με τίτλο «Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000:

How Have Things Changed? » σε ελεύθερη μετάφραση « Πρακτικές προϋπολογισμού Κεφαλαίου των Fortune 1000, πόσο έχουν αλλάξει τα πράγματα;» .Το άρθρο αναφέρεται σε παλαιότερες έρευνες , αλλά και σε έρευνα που γίνεται βασιζόμενη σε δείγμα στελεχών που προέρχονται από την λίστα των 1000 μεγαλύτερων επιχειρήσεων των ΗΠΑ , όπως αυτές κατατάσσονται ετησίως από το περιοδικό Fortune.

Στο άρθρο γίνεται αναφορά για την σημαντικότητα του προϋπολογισμού κεφαλαίου , καθώς οι επενδύσεις είναι από τις σημαντικές αποφάσεις που καλούνται να πάρουν οι οικονομικοί διευθυντές. Οι παλαιότερες μελέτες που έχουν ξεκινήσει στις ΗΠΑ τις τελευταίες τέσσερις δεκαετίες , δείχνουν ότι οι οικονομικοί διευθυντές προτιμούν μεθόδους όπως τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (internal rate of return- IRR) ή μοντέλα αποπληρωμής (non-discounted payback models) έναντι της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value –NPV) , μεθόδου που θεωρείτε το πρότυπο κατά τους ακαδημαϊκούς.

Το άρθρο αναφέρει όμως ότι σε πρόσφατη έρευνα , το δείγμα οικονομικών στελεχών που εργάζονται σε επιχειρήσεις την λίστας Fortune 1000, θεωρεί ότι η καθαρή παρούσα αξία (net present value –NPV) αποτελεί το πλέον προτιμώμενο εργαλείο έναντι του εσωτερικού βαθμού απόδοσης (internal rate of return- IRR) και όλων των άλλων εργαλείων για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου. Επίσης επισημαίνεται ότι ενώ οι περισσότεροι οικονομικοί διευθυντές χρησιμοποιούν πολλαπλά εργαλεία στη διαδικασία προϋπολογισμού κεφαλαίου, τα αποτελέσματα αυτά αποδεικνύουν την ευθυγράμμιση της ακαδημαϊκής και επιχειρηματικής άποψης.

Στο παρακάτω πίνακα [ΠΙΝΑΚΑΣ 4] φαίνεται η σύγκριση εργαλείων βασικού προϋπολογισμού Επενδύσεων, βάση της απάντησης των ερωτηθέντων στην ερώτηση "Παρακαλούμε να ταξινομήσετε πόσο συχνά η επιχείρησή σας χρησιμοποιεί κάθε ένα από τα ακόλουθα εργαλεία προϋπολογισμού. "Συχνά" σημαίνει γενικά ότι χρησιμοποιείτε αυτό το εργαλείο περίπου το 75% του χρόνου, "μερικές φορές" θα αφορούσε περίπου 50% και "σπάνια" θα σήμαινε περίπου το 25% του χρόνου.

**Exhibit 2**  
**Comparison of Basic Capital Budgeting Tools**

Response to the question: "Please classify how frequently your firm utilizes each of the following budgeting tools. "Often" would generally mean that you use this tool about 75% of the time, "sometimes" would refer to about 50%, and "rarely" would mean about 25% of the time." The absolute percentages are in columns 3-7 and the cumulative percentages are in columns 8-10. Results are based on 205 responses by size of capital budget. All tools can be completed with basic Excel or other spreadsheet functions.

Capital Budgeting Tool (level of technical difficulty, L=Low, M=Medium, H=High)*	Size of Capital Budget (in millions)	Always (100%)	Often (75%)	Sometimes (50%)	Rarely (25%)	Never (0%)	Always or Often (≥75%)	Always, Often, or Sometimes (≥50%)	Rarely or Never (≤25%)
Net Present Value (NPV) *** (L)	Less than \$100	32.9%	52.6%	13.2%	1.3%	0.0%	85.5%	98.7%	1.3%
	\$100 - \$499.9	56.0%	25.3%	10.7%	5.3%	2.7%	81.3%	92.0%	8.0%
Internal Rate of Return (IRR) ** (L)	Greater than \$500	67.3%	22.5%	8.2%	2.0%	0.0%	89.8%	98.0%	2.0%
	Full Sample	49.8%	35.3%	10.9%	3.0%	1.0%	85.1%	96.0%	4.0%
Payback ** (L)	Less than \$100	30.3%	43.4%	21.1%	3.9%	1.3%	73.7%	94.8%	5.2%
	\$100 - \$499.9	49.3%	25.3%	12.0%	12.0%	1.4%	74.6%	86.6%	13.4%
Discounted Payback (L)	Greater than \$500	60.0%	24.0%	12.0%	2.0%	2.0%	84.0%	96.0%	4.0%
	Full Sample	44.6%	32.2%	15.3%	6.4%	1.5%	76.7%	92.1%	7.9%
Profitability Index* (L)	Less than \$100	26.0%	37.7%	20.8%	13.0%	2.5%	63.7%	84.5%	15.5%
	\$100 - \$499.9	14.1%	33.8%	22.5%	12.7%	16.9%	47.9%	70.4%	29.6%
Accounting Rate of Return * (L)	Greater than \$500	17.0%	25.5%	23.4%	27.7%	6.4%	42.5%	65.9%	34.1%
	Full Sample	19.4%	33.2%	21.9%	16.8%	8.7%	52.6%	74.5%	25.5%
Modified IRR * (M)	Less than \$100	17.6%	28.3%	20.3%	20.3%	13.5%	45.9%	66.2%	33.8%
	\$100 - \$499.9	11.3%	18.3%	23.9%	22.6%	23.9%	29.6%	53.5%	46.5%
Full Sample	Greater than \$500	18.8%	18.8%	10.4%	20.8%	31.2%	37.6%	48.0%	52.0%
	Full Sample	15.5%	22.2%	19.1%	21.1%	22.2%	37.6%	56.7%	43.3%
Less than \$100	Less than \$100	2.8%	22.2%	25.0%	20.8%	29.2%	25.0%	50.0%	50.0%
	\$100 - \$499.9	11.4%	14.3%	17.1%	18.6%	38.6%	25.7%	42.8%	57.2%
Greater than \$500	Greater than \$500	2.3%	6.8%	27.3%	29.5%	34.1%	9.1%	36.4%	63.6%
	Full Sample	5.9%	15.5%	22.5%	21.9%	34.2%	21.4%	43.9%	56.1%
Less than \$100	Less than \$100	8.2%	5.5%	24.6%	9.6%	52.1%	13.7%	38.3%	61.7%
	\$100 - \$499.9	1.4%	12.7%	11.3%	23.9%	50.7%	14.1%	25.4%	74.6%
Greater than \$500	Greater than \$500	6.8%	11.4%	20.4%	15.9%	45.5%	18.2%	38.6%	61.4%
	Full Sample	5.3%	9.5%	18.5%	16.4%	50.3%	14.7%	33.3%	66.7%
Less than \$100	Less than \$100	0.0%	4.2%	14.1%	25.4%	56.3%	4.2%	18.3%	81.7%
	\$100 - \$499.9	1.5%	13.2%	13.2%	28.0%	44.1%	14.7%	27.9%	72.1%
Greater than \$500	Greater than \$500	7.0%	2.3%	9.3%	32.6%	48.8%	9.3%	18.6%	81.4%
	Full Sample	2.2%	7.1%	12.6%	27.9%	50.3%	9.3%	21.9%	78.1%

where \*\*\* is  $\chi^2$  significant within the specific capital budgeting method at the .01 level,

\*\* is  $\chi^2$  significant within the specific capital budgeting method at the .05 level, and

\* is  $\chi^2$  significant within the specific capital budgeting method at the .10 level.

Στον επόμενο πίνακα [ΠΙΝΑΚΑΣ 5 ] οι ερωτηθέντες απαντούν στο ερώτημα "Παρακαλούμε να ταξινομήσετε πόσο συχνά η επιχείρησή σας χρησιμοποιεί κάθε ένα από τα ακόλουθα εργαλεία προϋπολογισμού. Που αφορά τη σχετική χρήση διαφόρων συμπληρωματικών εργαλείων προϋπολογισμού κεφαλαίου. Η απάντηση συχνά σημαίνει ότι χρησιμοποιείτε αυτό το εργαλείο περίπου το 75% του χρόνου, το "μερικές φορές" θα αφορούσε περίπου το 50% και το "σπάνια" θα σήμαινε περίπου το 25% του χρόνου.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 5



Exhibit 3  
Relative Usage of Various Supplementary Capital Budgeting Tools

Response to the question: "Please classify how frequently your firm utilizes each of the following budgeting tools. "Often" would generally mean that you use this tool about 75% of the time, "sometimes" would refer to about 50%, and "rarely" would mean about 25% of the time." The absolute percentages are in columns 2-6 and the cumulative percentages are in columns 7-9. Results are based on 205 responses.

Supplemental Capital Budgeting Tools* (level of technical difficulty, L=Low, M=Medium, H=High)	Always (100%)	Often (75%)	Sometimes (50%)	Rarely (25%)	Never (0%)	Always or Often (>=75%)	Always, Often, or Sometimes (>=50%)	Rarely or Never (<=25%)
	Sensitivity Analysis (M)	20.5%	44.6%	20.0%	4.1%	10.8%	65.1%	85.1%
Scenario Analysis (M)	10.5%	31.1%	25.3%	12.1%	21.1%	41.6%	66.8%	33.2%
Inflation Adjusted Cash Flows (M)	12.0%	19.4%	15.2%	25.1%	28.3%	31.4%	46.6%	53.4%
Economic Value Added (EVA) (M)	12.0%	18.8%	23.0%	19.9%	26.2%	30.9%	53.9%	46.1%
Incremental IRR (M)	8.5%	19.1%	19.7%	16.5%	50.3%	27.7%	47.3%	52.7%
Simulation (H)	3.1%	16.2%	17.8%	27.2%	35.6%	19.4%	37.2%	62.8%
Market Value Added (MVA) (M)	3.7%	11.2%	18.1%	26.6%	40.4%	14.9%	33.0%	67.0%
PERT/CPM (M)	1.1%	7.1%	22.8%	26.1%	42.9%	8.2%	31.0%	69.0%
Decision Tree (M)	1.1%	6.8%	23.2%	33.7%	35.3%	7.9%	31.1%	68.9%
Complex mathematical models (H)	1.1%	6.5%	13.5%	22.2%	56.8%	7.6%	21.1%	78.9%
Linear Programming (H)	0.0%	5.4%	11.4%	23.2%	60.0%	5.4%	16.8%	83.2%
Option Pricing Model (H)	0.0%	5.3%	15.5%	26.7%	52.4%	5.3%	20.9%	79.1%
Real Options (H)	0.5%	1.1%	9.7%	23.2%	65.4%	1.6%	11.4%	88.6%

\*All models can be constructed in Excel or similar spreadsheets with embedded macros for the more advanced models.

Διδακτορικό : «Τεχνικές Αξιολόγησης Επενδύσεων Ελληνικών Βιομηχανικών Επιχειρήσεων»

Το 1988 , ο Σουγιάννης Αναστάσιος , δημοσιεύει το διδακτορικό του έργο με τίτλο «Τεχνικές Αξιολόγησης Επενδύσεων Ελληνικών Βιομηχανικών Επιχειρήσεων» . Σκοπός του έργου του είναι η περιγραφή της πρακτικής που ακολουθείτε από τις επιχειρήσεις , σχετικά με τα κριτήρια αξιολόγησης , την ελάχιστη απαιτούμενη αποδοτικότητα και την εκτίμηση κινδύνου των επενδύσεων. Παράλληλα, επιδιώκει να διαπιστώσει το μέγεθος του χάσματος που υπάρχει μεταξύ της θεωρίας και της πράξης του προγραμματισμού επενδύσεων , αλλά και την έκταση της ποσοτικής ανάλυσης κατά την λήψη επενδυτικών αποφάσεων.

Το δείγμα της έρευνας προέρχεται από 60 επιχειρήσεις που επιδέχθηκαν μετά από τυχαία δειγματοληψία από πίνακα των 200 μεγαλύτερων βιομηχανικών επιχειρήσεων , με κριτήριο το ύψος των παγίων σε τιμές κτήσεων κατά τον ισολογισμό της 31-12-1981.

Τα συμπεράσματα της έρευνας συνοψίζονται ως εξής, από τον ίδιο , τον συγγραφέα .

Όλες οι επιχειρήσεις του δείγματος χρησιμοποιούν το κριτήριο της Περιόδου επιστροφής του κεφαλαίου, χωρίς θεώρηση της χρονικής Αξίας του χρήματος και οι περισσότερες από αυτές (60%) δεν γνωρίζουν τα μειονεκτήματα του.Στις επιχειρήσεις του δείγματος που τα οικονομικά τους στελέχη έχουν γνώσεις σύγχρονης Χρηματοοικονομικής Διοικήσεως, πρώτον, χρησιμοποιούνται περισσότερα από ένα κριτήρια αξιολογήσεως με ή χωρίς θεώρηση της χρονικής αξίας του χρήματος, (αν και η θεωρία Προγραμματισμού Επενδύσεων προτείνει τη χρήση ενός κριτηρίου) και δεύτερον, το κριτήριο της Καθαρής Παρούσας Αξίας χρησιμοποιείται σε μεγαλύτερη κλίμακα από το κριτήριο του Εσωτερικού Συντελεστή Αποδόσεως. Επειδή η διαπίστωση αυτή είναι σε συμφωνία με τη θεωρητική άποψη, δικαιολογείται η υπάρχουσα τάση αυξήσεως της συχνότητας χρήσεως του κριτηρίου της Καθαρής Παρούσας Αξίας.

Δεδομένου ότι οι περισσότερες επιχειρήσεις του δείγματος (87%), αντιμετώπιζαν προβλήματα στενότητας κεφαλαίου, τα κριτήρια αξιολογήσεως χρησιμοποιούνται περισσότερο για αποφάσεις αποδοχής / απορρίψεως επενδύσεων ενώ οι επιχειρήσεις που είχαν επάρκεια κεφαλαίων τα χρησιμοποιούσαν για αποδοχή / απόρριψη και επιπρόσθετα για διάταξη επενδύσεων. Επίσης διαπιστώθηκε ότι η επιλογή των κριτηρίων εξαρτάται από τον τύπο και το μέγεθος των επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα για επενδύσεις που παράγουν χρηματικές ροές και είναι μεγάλου μεγέθους χρησιμοποιούνται περισσότερα

από ένα κριτήριο ενώ για επενδύσεις που δεν παράγουν χρηματικές ροές ή είναι μικρού μεγέθους συνήθως χρησιμοποιείται ένα κριτήριο.

Η άγνοια του κόστους των Ιδίων κεφαλαίων και της κατάλληλης χρηματοοικονομικής Μοχλεύσεως από το 72% των επιχειρήσεων του δείγματος είναι ένα δυσάρεστο εύρημα .

Ένα επιπρόσθετο εύρημα της διατριβής είναι ότι ο καθορισμός της Ελάχιστης Απαιτούμενης Αποδοτικότητας γίνεται κυρίως με τη χρησιμοποίηση των μεθόδων:

- Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (28%).
- Επιτόκιο Τραπεζικού Δανεισμού (35%).

Οι βασικότεροι ποιοτικοί παράγοντες που επιδρούν στην Ελάχιστη Απαιτούμενη Αποδοτικότητα είναι κατά σειρά:

- 1) Η εκτίμηση του κινδύνου,
- 2) Η ποιότητα της Διοικήσεως και,
- 3) Η εκτίμηση της Διάρκειας της Επενδύσεως.

Η έρευνα θεμελίωσε πως το 65% των επιχειρήσεων χρησιμοποιεί μία μόνο Ελάχιστη Απαιτούμενη Αποδοτικότητα ενώ οι υπόλοιπες επιχειρήσεις ταξινομούν τις επενδύσεις σε κατηγορίες (υψηλού, μέσου και χαμηλού κινδύνου) και χρησιμοποιούν διαφορετικές Ελάχιστες Αποδοτικότητες για διαφορετικές επενδύσεις με κριτήρια τον κίνδυνο και τον τύπο της επενδύσεως.

Όλες οι επιχειρήσεις του δείγματος χρησιμοποιούσαν μια τουλάχιστον τεχνική αναλύσεως και εκτιμήσεως του κινδύνου των επενδύσεων. Η πλειονότητα των επιχειρήσεων χρησιμοποιούσε κάποια μορφή της περιόδου επιστροφής του κεφαλαίου, λόγω της απλότητας της και της στενότητας κεφαλαίων που αντιμετώπιζαν οι επιχειρήσεις.

Τέλος διαπιστώθηκε σχέση μεταξύ της χρησιμοποιούμενης τεχνικής αναλύσεως και εκτιμήσεως του κινδύνου των επενδύσεων με το επίπεδο, τον χρόνο και τον τόπο εκπαίδευσής των στελεχών των επιχειρήσεων. Συγκεκριμένα επιχειρήσεις με στελέχη που είχαν πραγματοποιήσει μεταπτυχιακές σπουδές στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση στη Βόρεια Αμερική έκαναν χρήση της προσομοιώσεως με υπολογιστή, της θεωρίας Πιθανοτήτων και της Αναλύσεως Ευαισθησίας οι οποίες είναι περισσότερο πολιτικοποιημένες τεχνικές. Αντίθετα η περίοδος επιστροφής του κεφαλαίου η οποία είναι η λιγότερο πολιτικοποιημένη τεχνική ήταν στην προτίμηση των επιχειρήσεων των οποίων τα στελέχη δεν είχαν πραγματοποιήσει μεταπτυχιακές σπουδές .

Μελέτη : Διαχείριση του Κεφαλαιακού Προϋπολογισμού, περιβάλλον , στρατηγικός σχεδιασμός και διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων

Το 1999, στην εργασία με τίτλο «Διαχείριση του Κεφαλαιακού Προϋπολογισμού, περιβάλλον , στρατηγικός σχεδιασμός και διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων» , ο Οικονόμου Γ. Κώστας , αναφέρει εκτός των άλλων ότι οι τεχνικές ενσωμάτωσης του κινδύνου στην διαδικασία προϋπολογισμού επενδύσεων παγίου κεφαλαίου εμπλουτίζονται συνεχώς και οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν ευρέως εκλεπτυσμένες τεχνικές προϋπολογισμού , ενώ αποδέχονται ότι διαφορετικές επενδυτικές προτάσεις , κατηγορίες επενδύσεων ή επιχειρησιακές μονάδες , εκτίθενται σε διαφορετικούς βαθμούς κινδύνου και χρήζουν διαφορετικής αντιμετώπισης. Επισημαίνει επιπλέον το υπερβολικό ενδιαφέρον των ακαδημαϊκών στο στάδιο της επιλογής επένδυσης και στον αποκλεισμό των σταδίων αναγνώρισης , ανάπτυξης και ελέγχου. Ως αποτέλεσμα αυτού είναι η ανάπτυξη πολλών τεχνικών χειρισμού του κινδύνου , θεωρώντας δεδομένες τις χρηματορροές , που όμως δεν απέκτησαν πολλούς οπαδούς στην πράξη, Τέλος , γίνεται αναφορά στα λογιστικά κριτήρια που χρησιμοποιούνται συχνά από τις επιχειρήσεις για τον έλεγχο των επενδύσεων (κέρδη ανά μετοχή, συνεισφορά στα κέρδη, μερίδιο αγοράς κ.α.), τα οποία έχουν βραχυπρόθεσμη αξία και δεν είναι συμβατά με το μακροπρόθεσμο στόχο των επιχειρήσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

### ΕΡΕΥΝΗΤΙΚΟ ΜΕΡΟΣ

#### 5.1 Σκοπός και περιορισμοί της έρευνας

Στο κεφάλαιο αυτό περιγράφεται η διεξαγωγή έρευνας δύο σκέλη. Αρχικά μιας περιγραφικής έρευνας που πραγματοποιήθηκε με την χρήση ερωτηματολογίου και έπειτα μιας στατιστικής ανάλυσης . Το δείγμα μας επιλέχθηκε με την μέθοδο της τυχαίας δειγματοληψίας . Η έρευνα πραγματοποιήθηκε κατά το διάστημα Απρίλιος –Μάιος 2018 , με σκοπό την διερεύνηση της στάσης των ελληνικών επιχειρήσεων του ευρύτερου βιομηχανικού και τουριστικού τομέα , έναντι της κατάρτισης προϋπολογισμού κεφαλαίου, και της αξιολόγησης των επενδυτικών σχεδίων τους., καθώς και την επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων όπως αυτή αποτυπώνεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων κατά το πρώτο έτος της επένδυσης , αλλά και την αλληλεπίδραση διαφόρων εξαρτημένων μεταβλητών με τον Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE)

Στο πρώτο σκέλος σκοπός της έρευνας είναι η αναζήτηση της σύνδεσης των θεωρητικών προσεγγίσεων πάνω στα θέματα της κατάρτισης προϋπολογισμού παγίων κεφαλαίων και τεχνικών αξιολόγησης επενδύσεων , με την πραγματικότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στον ευρύτερο βιομηχανικό και τουριστικό τομέα.

Γίνεται προσπάθεια να αποτυπωθεί τη άποψη των επιχειρήσεων σχετικά με τον Προϋπολογισμό Επενδύσεων ,ώστε να κατανοήσουμε τους λόγους για τους οποίους προχωρούν ή όχι στην κατάρτιση προϋπολογισμού παγίων επενδύσεων, αλλά και την επιρροή του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος κατά την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων. Επιπροσθέτως , ζητείτε η άποψη των επιχειρήσεων σχετικά με τις τεχνικές αξιολόγησης των επενδύσεων ώστε μέσω των απαντήσεων να υπάρξει σύγκριση με έρευνες που έχουν προαναφερθεί . Άλλωστε η παγκόσμια βιβλιογραφία είναι πλούσια σε έρευνες αντίστοιχης προσέγγισης του θέματος , ενδεικτικά παραδείγματα των οποίων παρουσιάστηκαν και στην προηγούμενη ενότητα.

Τέλος στο δεύτερο σκέλος της έρευνας το θέμα προσεγγίζεται μέσα από μία άλλη οπτική, αυτή στις στατιστικής ανάλυσης των οικονομικών στοιχείων των επιχειρήσεων του δείγματος , ώστε να αποτυπωθεί η επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων στα χρηματοοικονομικά μεγέθη των επιχειρήσεων. Επίσης μέσω μοντελοποίησης εξετάζεται η παλινδρόμηση του Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE) με άλλους δείκτες.

Η έρευνα υπόκειται στους μεθοδολογικούς περιορισμούς όσον αφορά την χρήση του ερωτηματολογίου άλλα και την στατιστική ανάλυση .

Αρχικά έγινε προσπάθεια με την χρήση επιστολής η οποία συνόδευε τα ερωτηματολόγια , να επιτευχθεί η πλήρης κατανόηση από τους παραλήπτες των ερωτήσεων του ερωτηματολογίου και να δοθούν οι απαραίτητες διευκρινιστικές επισημάνσεις όπου αυτό απαιτούνταν. Ωστόσο από την επεξεργασία των απαντήσεων φάνηκε ότι κάποιες ερωτήσεις, δεν έγιναν εντελώς κατανοητές από ορισμένα άτομα του δείγματος.

Η μέθοδος της ταχυδρομικής - ηλεκτρονικής αποστολής ερωτηματολογίου εμφανίζει το πρόβλημα του χαμηλής ανταπόκρισης του δείγματος σε σχέση με τη μέθοδο συνεντεύξεων. Ωστόσο , το γεγονός ότι η παρούσα έρευνα είναι πανελλήνιας εμβέλειας σε συνδυασμό με τις περιορισμένες δυνατότητες χρηματοδοτικής κάλυψης , οδήγησαν στην επιλογή της ηλεκτρονικής αποστολής των ερωτηματολογίων.

Ένας άλλος περιορισμός είναι η δυσκολία ταξινόμησης των επιχειρήσεων σε κλάδους , καθώς ορισμένες επιχειρήσεις παράγουν πολλά προϊόντα. Στην παρούσα έρευνα βασιστήκαμε στην κατηγοριοποίηση που υποστηρίζει η βάση της ICAP , δίνοντας μια ευρύτερη έννοια στις βιομηχανικές και τουριστικές επιχειρήσεις.

Θα πρέπει να ληφθεί υπ όψιν ότι ορισμένες επιχειρήσεις παρουσιάζουν εποχικές διακυμάνσεις ανάλογα με τον τομέα που δραστηριοποιούνται, επηρεάζοντας με αυτό τον τρόπο τους οικονομικούς δείκτες οι οποίοι υπολογίζονται σε ετήσια βάση.

Μερικές φορές οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τεχνάσματα ώστε να παρουσιάσουν μια καλύτερη εικόνα στις χρηματοοικονομικές τους καταστάσεις από αυτή που πραγματικά έχουν , με αποτέλεσμα οι δείκτες να μην αποτυπώνουν την πραγματικότητα. Είναι γεγονός ότι η ποιότητα των στοιχείων δεν προκύπτει από τους δείκτες.(Ηρειώτης)

## ***5.2 Περιγραφή του δείγματος***

Η έρευνά πραγματοποιήθηκε πανελλαδικά σε επιχειρήσεις του ευρύτερου βιομηχανικού και τουριστικού τομέα , όπως αυτές έχουν κατηγοριοποιηθεί από την βάση δεδομένων της ICAP [ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ].

Για την επιλογή του δείγματος χρησιμοποιήθηκε απλή τυχαία δειγματοληψία από αρχείο επιχειρήσεων της βάσης .Το μέγεθος του δείγματος ανέρχεται στις 300 επιχειρήσεις . Σε αυτό το σημείο είναι ορθό να αναφέρουμε ότι το μέγεθος του δείγματος δεν χρειάζεται να είναι συγκεκριμένο ποσοστό του μεγέθους του πληθυσμού, καθώς προσδιορίζεται σε σχέση με το μέγεθος του σφάλματος εκτίμησης που παράγεται εξαιτίας

της χρήσης δειγματοληψίας , της σχετικής ομοιογένειας ή ανομοιογένειας και του κόστους της δειγματοληψίας. Σε έρευνες καταναλωτικής συμπεριφοράς ένα συνηθισμένο δείγμα είναι 500 άτομα, ενώ σε εκλογικές δημοσκοπήσεις 1000. Το σφάλμα που μπορεί να προκύψει από την απάντηση του δείγματος , προσδιορίζεται από βάση του τύπου  $e = 1 / \sqrt{n}$  όπου n είναι το μέγεθος του δείγματος που χρησιμοποιείτε. Στην περίπτωση της χρήσης απλής τυχαίας δειγματοληψίας , όπως και στην παρούσα έρευνα , ένα δείγμα μεγέθους 300 έχει μέγιστο σφάλμα εκτίμησης 5,77% σε επίπεδο σημαντικότητας 95% (Πασχαλίδης και Ζαφειρόπουλος ,2002)

Στο δεύτερο σκέλος της έρευνας , την στατιστική ανάλυση , επιλέχθηκαν 206 επιχειρήσεις [ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ] του ως άνω δείγματος (το 68,66%) με ομοιογένεια όσον αφορά το ύψος των πωλήσεων (700.000 – 300.000.000) ,το μέγεθος του προσωπικού (50 -250 άτομα) και τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται. Όλες οι επιχειρήσεις , πραγματοποίησαν επενδύσεις κατά το έτος 2014.Το μέγιστο σφάλμα που μπορεί να έχουμε από τις εκτιμήσεις μας στο συγκεκριμένο δείγμα ανέρχεται στο 7,07% σε επίπεδο σημαντικότητας 95%.

### **5.3 Σχεδιασμός του ερευνητικού εργαλείου**

Στο πρώτο σκέλος , τα ερωτήματα τα οποία καλείτε να απαντήσει η έρευνα , αποτυπώθηκαν σε ερωτηματολόγια .Η έρευνα αυτού του σκέλους ανήκει στην κατηγορία των περιγραφικών ερευνών και επιχειρεί να δώσει απαντήσεις στο ποίος , πότε , πόσο συχνά , ποίο είδος. Η χρήση των ερωτηματολογίων παραδοσιακά , θεωρείτε σημαντικό εργαλείο στα χεριά κάθε ερευνητή ,αφού παρέχουν συλλογή χρησίμων πληροφοριών από σχετικά μεγάλο αριθμό ατόμων , σε σύντομο χρονικό διάστημα και με χαμηλό κόστος (Gillham , 2000)

Η σχεδίαση του ερωτηματολογίου βασίστηκε πάνω στην θεωρητική προσέγγιση του θέματος και καλύπτει με το περιεχόμενό του τις ενότητες του προϋπολογισμού παγίων κεφαλαίων αλλά και τις τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων. Σημαντικό ήταν η διαμόρφωση ενός ερωτηματολογίου περιεκτικού , που θα συμπληρωνόταν σε ελάχιστο χρόνο , ώστε να μην κουράζει τον ερωτώμενο. Έτσι δημιουργήθηκε ένα ερωτηματολόγιο 18 ερωτήσεων κλειστού τύπου από τις οποίες οι 5 είναι γενικού περιεχομένου, οι 7 αφορούν την ενότητα Προϋπολογισμό Επενδύσεων και οι 6 την ενότητα Τεχνικές Αξιολόγησης Επενδύσεων. Οι ερωτήσεις που εμπεριέχονται είναι ερωτήσεις Αριθμητικής κλίμακας (1-5) , πολλαπλών επιλογών, και ερωτήσεις διαβάθμισης απαντήσεων, αλλά και προτίμησης . Ο μέσος χρόνος συμπλήρωσης δεν ξεπερνούσε τα 10 λεπτά.

Το ερωτηματολόγιο πριν αποσταλεί σε όλο το δείγμα που έχει επιλεγεί, δοκιμαστικέ για την αρτιότητα του από μια μικρή ομάδα ατόμων σχετικών με το δείγμα. Συγκεκριμένα από δύο στελέχη επιχειρήσεων και από έναν μελετητή επενδυτικών σχεδίων , οι οποίοι με τα σχόλια και υποδείξεις τους βοήθησαν στην βελτίωση των ερωτήσεων. Έπειτα , τα ερωτηματολόγια στάλθηκαν μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου

στις επιχειρήσεις του δείγματος και οι απαντήσεις συλλήθηκαν τον Απρίλιο και τον Μάιο του 2018.

Στο δεύτερο σκέλος έγινε χρήση οικονομικών δεδομένων ,από στοιχεία ισολογισμών των επιχειρήσεων , ώστε να εκτιμηθεί η αποδοτικότητα και οι επιπτώσεις επενδύσεων που έκαναν οι επιχειρήσεις κατά το έτος 2014.Τα στοιχεία συλλέχτηκαν εξολοκλήρου από την βάση δεδομένων της ICAP , και όπως αναφέρθηκε ανωτέρω προήλθαν από ένα δείγμα με ομοιογενή χαρακτηριστικά ως προς τον κλάδο , τον αριθμό προσωπικού και το εύρος των πωλήσεων.

Για την εξαγωγή στατιστικών συμπερασμάτων χρησιμοποιήθηκαν το excel, google forms , και STATA 14. Η προσέγγιση των δεδομένων έγινε τόσο από πλευράς περιγραφικής στατιστικής όσο και από την πλευρά της στατιστικής συμπερασματολογίας. Σε κάθε περίπτωση όπου κρίθηκε ερευνητικά ενδιαφέρον εφαρμόστηκαν κατάλληλα διαγράμματα για τη γραφική απεικόνιση των αποτελεσμάτων.

Στο πλαίσιο της περιγραφικής στατιστικής, χρησιμοποιήθηκαν για την οργάνωση, την περιγραφή και την σύνοψη των αριθμητικών δεδομένων πίνακες συχνότητας που περιλαμβάνουν τις απόλυτες συχνότητες των τιμών διαφόρων των μεταβλητών .

Για να εντοπίσουμε την σχέση και να προσδιορίσουμε το μέγεθος σχέσης που έχουν διάφορες μεταβλητές μεταξύ τους , διερευνήσαμε την συμπεριφορά πολλών μεταβλητών συγχρόνως υποβάλλοντας τις σε στατιστικές δοκιμασίες.

Άλλωστε οι μέθοδοι της άριστης επιλογής των μεταβλητών αποτελούν πολύτιμο βοήθημα για το σωστό προσδιορισμό της εξίσωσης της πολλαπλής παλινδρόμησης (Καρώνη, Χ. & Οικονόμου, Π. ,2010)



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6

### ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

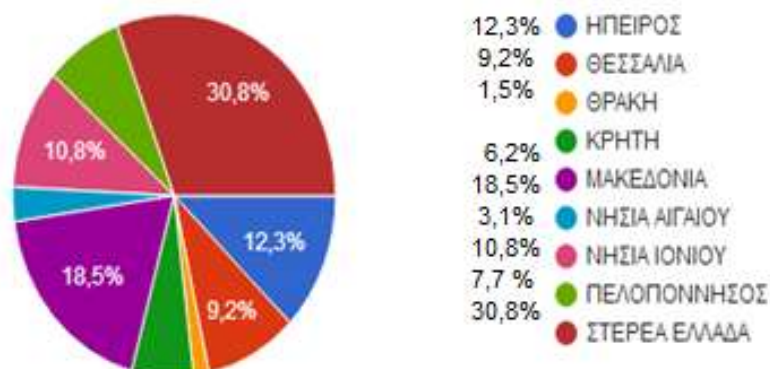
#### 6.1 Αποτελέσματα περιγραφικής έρευνας (ερωτηματολογίων)

Από τα 300 ερωτηματολόγια που στάλθηκαν τα 65 απαντήθηκαν ( 21,66% ). Δυστυχώς αποτελεί μειονέκτημα το μικρό ποσοστό απόκρισης ,χωρίς αυτό βέβαια να καθιστά απαγορευτική την δημοσίευση των αποτελεσμάτων.

Στα παρακάτω διαγράμματα φαίνονται κάποια γενικά χαρακτηριστικά των 65 επιχειρήσεων που απάντησαν στο ερωτηματολόγιό μας .

**Διάγραμμα 6.1 - Γεωγραφική κατανομή δείγματος .**

Έδρα της επιχείρησης (Επιλέξτε Γεωγραφική περιοχή )

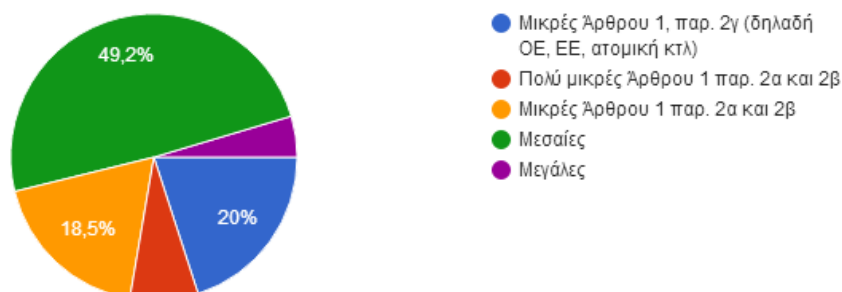


Όσον αφορά την Γεωγραφική κατανομή του δείγματος , το μεγαλύτερο ποσοστό προέρχεται από την Στερεά Ελλάδα με 30,8% , ακολουθεί η Μακεδονία με 18,5% και η Ηπειρος με 12,3% , ενώ συμμετείχαν λιγότεροι οι Κρήτη με 6,2% , τα Νησιά Ιονίου 3,1% και η Θράκη με 1,5%

## Διάγραμμα 6.2 - Κατάταξη οντοτήτων

Σε ποία κατηγορία οντοτήτων ανήκει η επιχείρησή σας ;

65 απαντήσεις

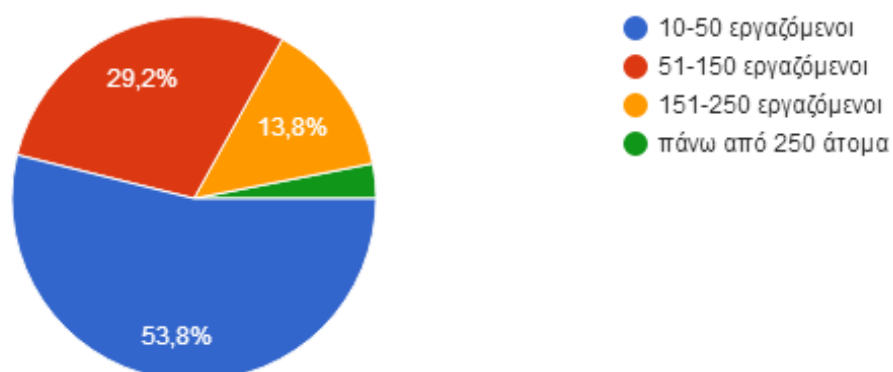


Βάση κατάταξης οι Μικρές Άρθρου 1, παρ. 2γ (δηλαδή ΟΕ, ΕΕ, ατομική κτλ) είναι 13 (20%), Πολύ μικρές Άρθρου 1 παρ. 2α και 2β είναι 5 (7,7%), Μικρές Άρθρου 1 παρ. 2α και 2β είναι 12 (18,5%), Μεσαίες είναι 32 (49,2%) και τέλος Μεγάλες είναι 3 (4,6%)

## Διάγραμμα 6.3 - Εργατικό δυναμικό

Εργατικό Δυναμικό

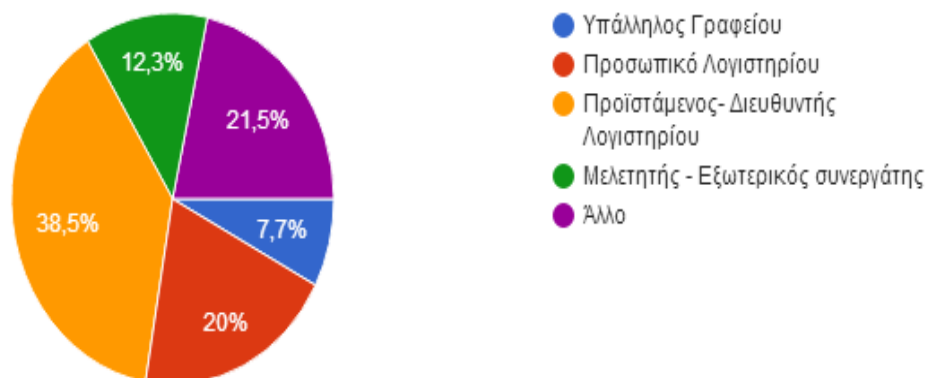
65 απαντήσεις



#### Διάγραμμα 6.4 - Κατανομή Θέσης Εργασίας

### Η θέση σας στην επιχείρηση

65 απαντήσεις



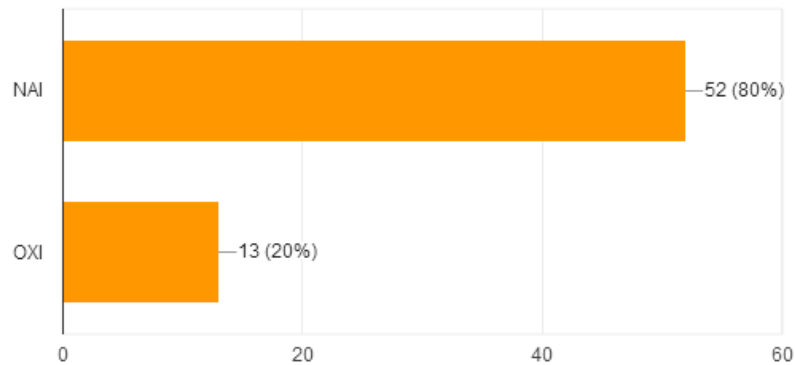
Από τους 65 που απάντησαν εκπροσωπώντας την επιχείρησή τους, οι 5 ( 7,7% ) εργάζονται ως Υπάλληλοι Γραφείου, οι 13 (20%) ως Προσωπικό Λογιστηρίου, οι 25 (38,5%) έχουν θέση Προϊστάμενου - Διευθυντής Λογιστηρίου, οι 8 (12,3%) είναι Μελετητές – Εξωτερικοί συνεργάτες και οι 14 (21,5%) εργάζονται σε θέση που δεν εντάσσεται στις ανωτέρω κατηγορίες.

Στο επόμενο μέρος του ερωτηματολογίου, οι ερωτηθέντες κλήθηκαν να απαντήσουν σε ερωτήματα που αφορούν τον Προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων

Κατά συντριπτική πλειοψηφία ( 80 % ) οι ερωτηθέντες πραγματοποίησαν κάποια επένδυση την τελευταία πενταετία. Ο συνηθέστερος αντικειμενικός σκοπός για τον οποίο προέβηκαν σε επενδύσεις αφορούσε αντικατάσταση παγίου εξοπλισμού, και ακολουθούσαν οι επενδύσεις επέκτασης στον κλάδο που δραστηριοποιούνται αλλά και οι επενδύσεις στρατηγικής όπως ανάπτυξη νέων προϊόντων, επέκταση σε νέες αγορές κτλ.

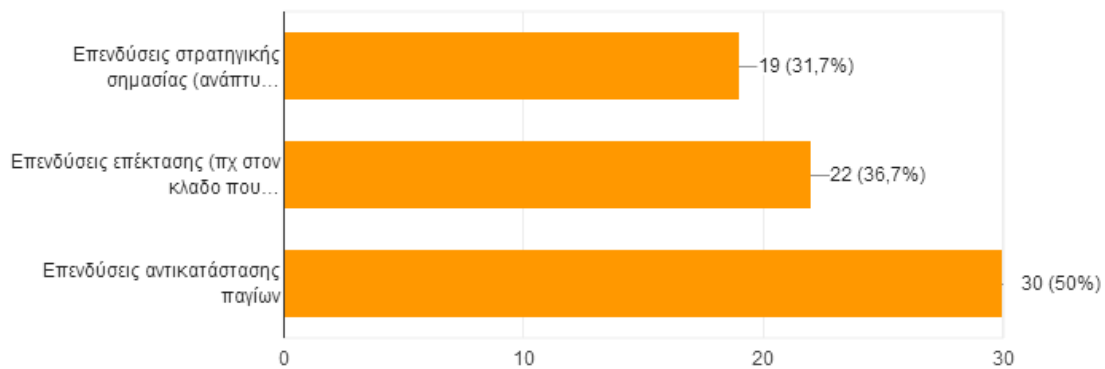
### Την τελευταία 5 ετία έγιναν επενδύσεις παγίων στην εταιρεία σας ;

65 απαντήσεις



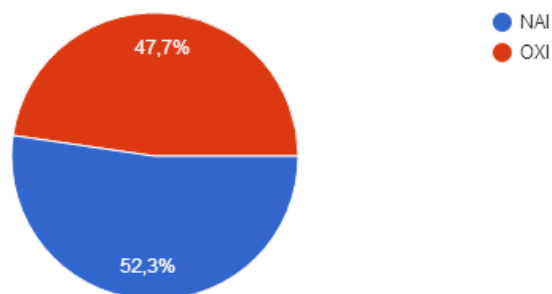
### Οι επενδύσεις που έγιναν στην επιχείρηση , βάση αντικειμενικού σκοπού αφορούσαν:

60 απαντήσεις



### Η επιχείρηση σας συντάσσει προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων ;

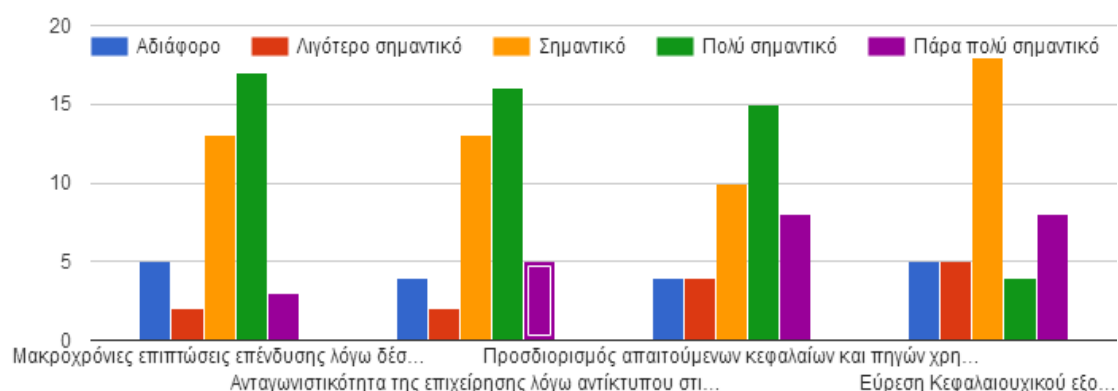
65 απαντήσεις



Στο ερώτημα , εάν συντάσσουν προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων, οι 31 απάντησαν πως δεν συντάσσουν και οι 34 ότι συντάσσουν.

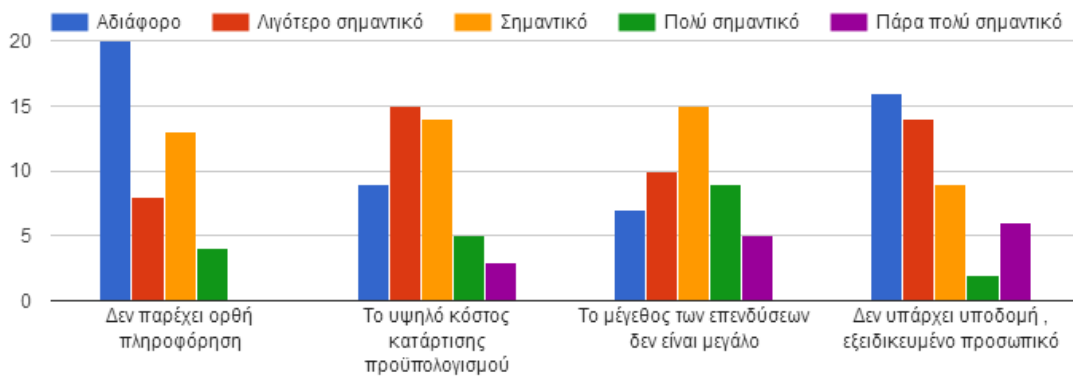
Έπειτα ζητήθηκε να ταξινομήσουν κατά σημαντικότητα τον λόγο για τον οποίο συντάσσουν προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων. Βάση των απαντήσεων που δόθηκαν, οι επιχειρήσεις θεωρούν ,σημαντικό λόγο για σύνταξη προϋπολογισμού, την Εύρεση Κεφαλαιουχικού εξοπλισμού που θα εισέλθει την κατάλληλη χρονική στιγμή στο παραγωγικό κύκλωμα της επιχείρησης, ενώ τις μακροχρόνιες επιπτώσεις επένδυσης λόγω δέσμευσης σημαντικών χρηματικών ποσών, όπως και την ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης λόγω αντίκτυπου στις πωλήσεις, αλλά και τον προσδιορισμό απαιτούμενων κεφαλαίων και πηγών χρηματοδότησης , τα θεωρούν εξίσου πολύ σημαντικούς λόγους για σύνταξη προϋπολογισμού. Η ανάλυση των αποτελεσμάτων αποτυπώνεται στο κάτωθι ραβδόγραμμα..

Αν ΝΑΙ ταξινομήστε κατά σημαντικότητα τους λόγους για τους οποίους η επιχείρησή σας συντάσσει προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων ;



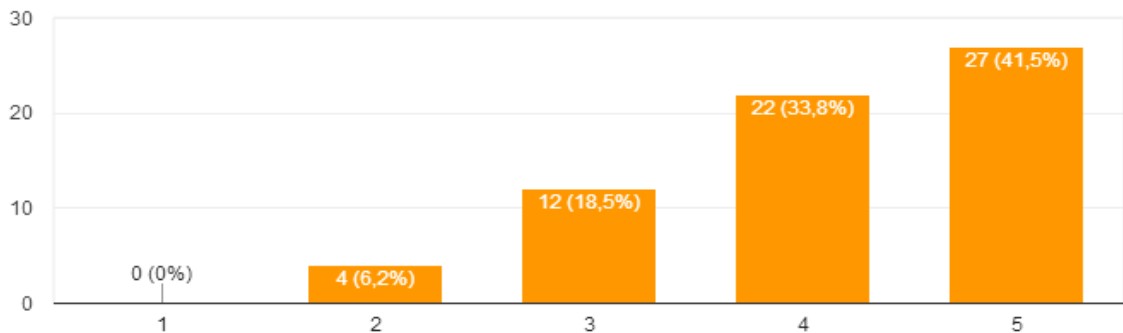
Κατά τον ίδιο τρόπο ζητήθηκε και ο προσδιορισμός κατά σημαντικότητα του λόγου για τον οποίο δεν συντάσσουν προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων. Οι απαντήσεις που δόθηκαν συνάγουν το συμπέρασμα ότι σημαντικό έως πολύ σημαντικό είναι το μέγεθος της επένδυσης , λιγότερο σημαντικό έως σημαντικό είναι το κόστος κατάρτισης του προϋπολογισμού, ενώ δεν παίζει κανένα ρόλο στην απόφασή τους να μην συντάξουν προϋπολογισμό η έλλειψη υποδομών και εξειδικευμένου προσωπικού, καθώς και η άποψη ότι μέσω του προϋπολογισμού παρέχονται μη ορθές πληροφορίες. Αναλυτικότερα , τα αποτελέσματα αστικοποιούνται παρακάτω

Αν ΟΧΙ ταξινομήστε κατά σημαντικότητα τους λόγους για τους οποίους η επιχείρησή σας ΔΕΝ συντάσσει προϋπολογισμό παγίων επενδύσεων ;

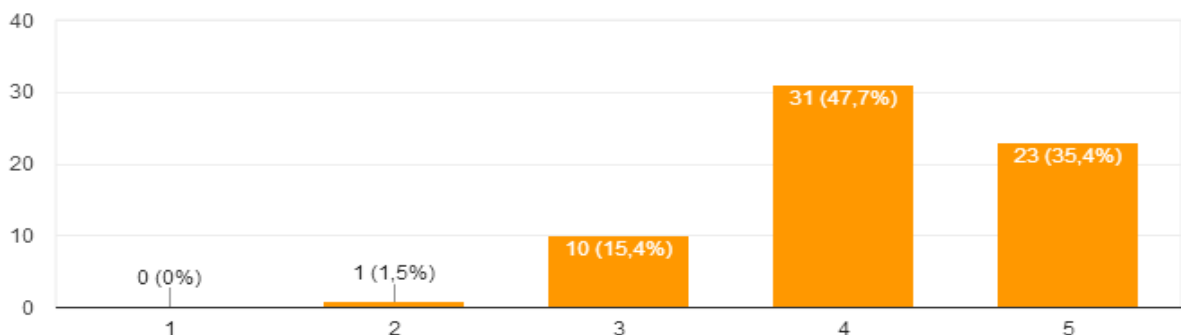


Τέλος σε μια προσπάθεια να αποτυπώσουμε την άποψη τους σχετικά με τον ρόλο του εσωτερικού και εξωτερικού περιβάλλοντος κατά την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, κλήθηκαν να απαντήσουν διαβαθμίζοντας την σημαντικότητα από το 1 = κανένα ρόλο έως το 5= παρά πολύ σημαντικό ρόλο. Τα αποτελέσματα που προέκυψαν ανά διαβάθμιση αποτυπώνονται παρακάτω

Πόσο σημαντικό ρόλο παίζει το εσωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (δομή, κουλτούρα, πόροι) κατά την διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων;  
65 απαντήσεις



Πόσο σημαντικό ρόλο παίζει το εξωτερικό περιβάλλον της επιχείρησης (οικονομία, τεχνολογία, κοινωνία, π...ικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων);  
65 απαντήσεις



Στο τρίτο και τελευταίο μέρος, έγιναν ερωτήσεις σχετικές με τις τεχνικές που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για την αξιολόγηση των επενδυτικών αποφάσεων, και την επαναξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων.

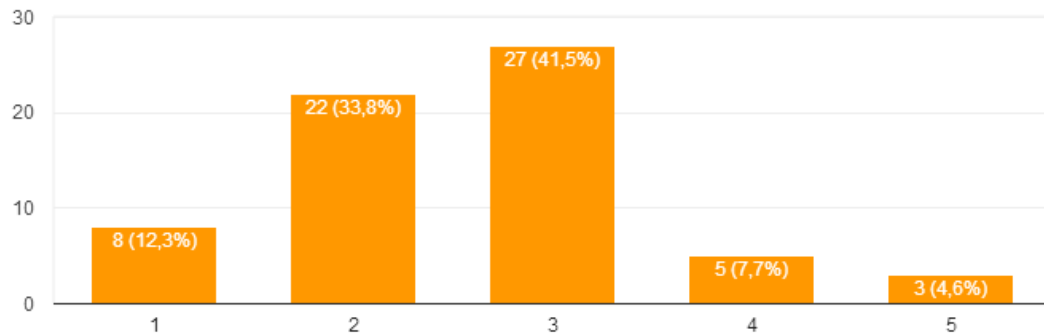
Πιο συγκεκριμένα μία πενταβάθμια κλίμακα με ελάχιστο 1 = ποτέ και 5 = πάντα, το 41,5% επέλεξε το 3 και το 33,8% το 2 στην ερώτηση «Πόσο συχνά χρησιμοποιεί η επιχείρησή σας τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων;»

Αν και το ποσοστό εκείνων που δεν χρησιμοποιούν τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων που λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές είναι υψηλό (33,8%), παρόλα αυτά προτιμότερη μέθοδος είναι αυτή της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value-NPV). Από την άλλη η μέθοδος της Περιόδου επαναείσπραξης (payback period), είναι

αυτή που προτιμάτε από επιχειρήσεις που χρησιμοποιούν τεχνικές οι οποίες δεν λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές.

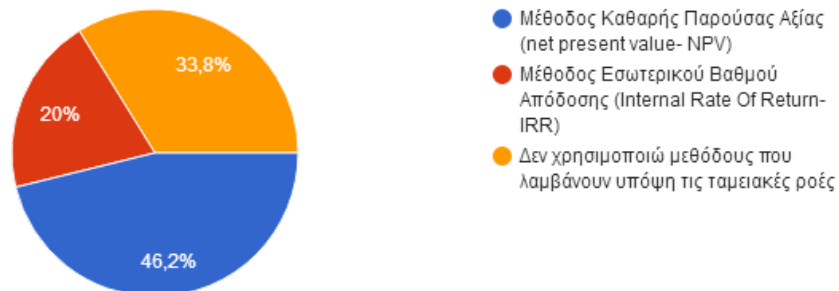
### Πόσο συχνά χρησιμοποιεί η επιχείρησή σας τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων;

65 απαντήσεις



### Ποια από τις τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων που λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές, χρησιμοποιείτε;

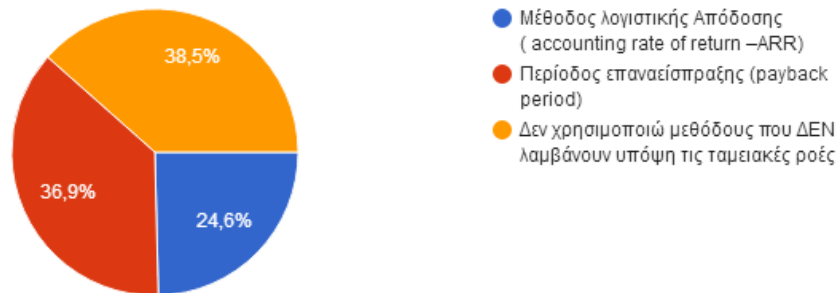
65 απαντήσεις





## Ποια από τις τεχνικές αξιολόγησης επενδύσεων που ΔΕΝ λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές , χρησιμοποιείτε;

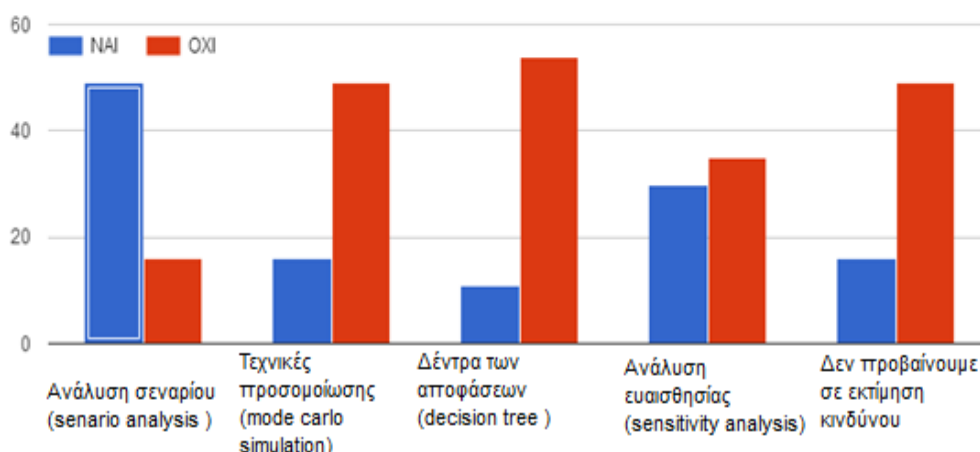
65 απαντήσεις



Η εκτίμηση κινδύνου κατά την αξιολόγηση επενδύσεων είναι σημαντικός παράγοντας για την επίτευξη μιας πιο ρεαλιστικής προσέγγισης . Οι επιχειρήσεις που συμμετείχαν στην έρευνα , ρωτήθηκαν για χρήση τεχνικών με τις οποίες μπορεί να υπολογιστεί ο κίνδυνος των επενδύσεων ώστε να προκύπτει ένα αποτέλεσμα όσο γίνεται πιο ρεαλιστικό , βάση του οποίου μπορεί να αξιολογηθεί μία επένδυση.

Η δημοφιλέστερη τεχνική , όπως προέκυψε από τις απαντήσεις , είναι αυτή της ανάλυσης σεναρίου ενώ ακολουθεί αυτή της ανάλυσης ευαισθησίας . Στον αντίποδα , δεν χρησιμοποιείτε η τεχνική των δέντρων των αποφάσεων και οι τεχνικές προσομοίωσης . Σημαντικό δε είναι ότι 16 από τις 65 επιχειρήσεις δεν προβαίνουν σε εκτίμηση κινδύνου κατά την αξιολόγηση επενδύσεων.

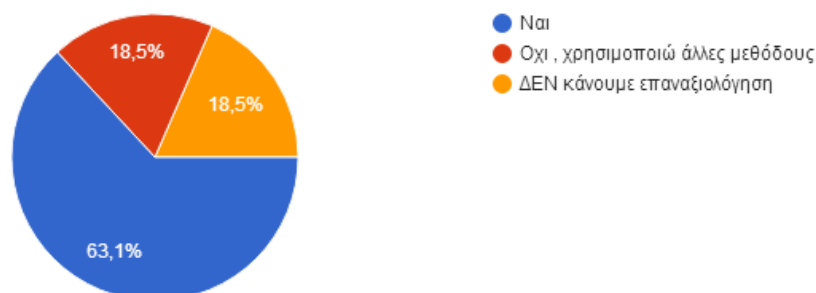
## Ποια τεχνική χρησιμοποιείτε για να εκτιμήσετε τον κίνδυνο της επένδυσής σας;



Σημαντικό ρόλο στην επαναξιολόγηση επενδύσεων φαίνεται να παίζει η χρήση αριθμοδεικτών , ενώ κατά ποσοστό 18,5% δεν προχωρά σε επαναξιολόγηση

Χρησιμοποιείτε αριθμοδείκτες για να επαναξιολογήσετε την επένδυσή σας;

65 απαντήσεις



Στην τελευταία ερώτηση , οι επιχειρήσεις απάντησαν σχετικά με την γενική εμπειρία που αποκόμισαν από την τελευταία επένδυση που πραγματοποίησαν στα παρακάτω υπο-ερωτήματα

Απέδωσε στο αναμενόμενο χρονικό διάστημα; 17 συμφωνούν , 15 συμφωνούν απόλυτα, 15 ούτε συμφωνούν – ούτε διαφωνούν, 7 διαφωνούν

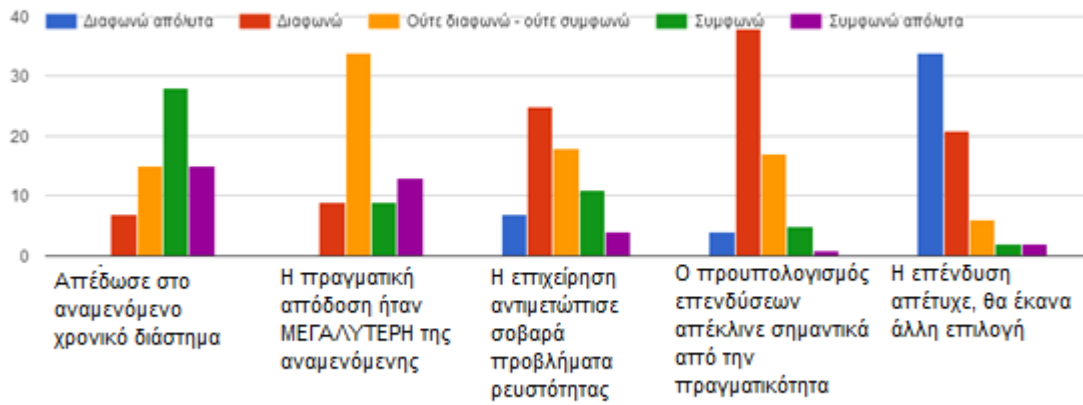
Η πραγματική απόδοση ήταν μεγαλύτερη από την αναμενόμενη; 34 ούτε συμφωνούν – ούτε διαφωνούν , 13 συμφωνούν απόλυτα , 9 συμφωνούν, 9 διαφωνούν

Η επιχείρηση αντιμετώπισε σοβαρά προβλήματα ρευστότητας ; 25 διαφωνούν, 18 ούτε συμφωνούν – ούτε διαφωνούν, 11 συμφωνούν, 7 διαφωνούν απόλυτα, 4 συμφωνούν απόλυτα

Ο προϋπολογισμός επενδύσεων απέκλινε σημαντικά από την πραγματικότητα; 38 διαφωνούν, 17 ούτε συμφωνούν – ούτε διαφωνούν, 5 συμφωνούν, 4 διαφωνούν απόλυτα, 1 συμφωνούν απόλυτα

Η επένδυση απέτυχε , θα κάνατε άλλη επιλογή; 34 διαφωνούν απόλυτα, 21 διαφωνούν, 6 ούτε συμφωνούν – ούτε διαφωνούν, 2 συμφωνούν, 2 συμφωνούν απόλυτα

Η επένδυση που πραγματοποιήσατε τελευταία , αφού περατώθηκε:



## 6.2 Αποτελέσματα έρευνας στατιστικής ανάλυσης

Από τις απαντήσεις των ερωτηθέντων, προκύπτει ότι μεγάλο ποσοστό των επιχειρήσεων προβαίνει σε επαναξιολόγηση την επένδυσης με την χρήση δεικτών .Η συνδυαστική χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών (ratio) μπορεί να δώσουν σημαντική πληροφόρηση για την κατάσταση της επιχείρησης σε όλους τους ενδιαφερομένους .

Στο δεύτερο σκέλος της έρευνας , την στατιστική ανάλυση , επιλέχθηκαν 206 επιχειρήσεις μέσω τυχαίας δειγματοληψίας , από το αρχικό δείγμα (αντιστοιχεί στο 68,66% ), επιλέγοντας επιχειρήσεις με ομοιογένεια όσον αφορά το ύψος των πωλήσεων (700.000 – 300.000.000), τον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιούνται , το μέγεθος του προσωπικού (50 -250 άτομα) , και το γεγονός ότι όλες πραγματοποίησαν επενδύσεις κατά το έτος 2014.

Στην συνέχεια παρουσιάζονται μεταβολές πριν και κατά το πρώτο έτος στη επένδυση σε δύο από τους βασικότερους δείκτες.

Ο δείκτης Απόδοσης Ενεργητικού (return on assets –ROA), υπολογίστηκε για τα έτη 2013 – έτος πριν την επένδυση και 2014 -έτος κατά το οποίο πραγματοποιήθηκε η επένδυση. Μέσω του δείκτη , συγκρίνουμε την αποδοτικότητα των επενδύμενων κεφαλαίων (ιδίων και ξένων ) με την χρήση των καθαρών κερδών προ φόρων για το έτος 2013 πριν την επένδυση και για το πρώτο έτος της επένδυσης το 2014. Από τους κάτωθι πίνακες 6.2.1 γίνεται αντιληπτό ότι κατά το πρώτο έτος της επένδυσης παρουσίασαν αρνητική αποδοτικότητα 70 επιχειρήσεις (34 περισσότερες από το 2013) , θετική έως 2% , 98 και μεγαλύτερη από 2% , 38

### ΠΙΝΑΚΕΣ 6.2.1 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ROA ΧΡΗΣΕΙΣ 2013-2014

ROA 2013

	Freq.	Percent
Negative % change before the investment	36	17.48
Positive up to 2 % change before the investment	138	66.99
Higher that 2 % change before the investment	32	15.53
Total	206	100.00

ROA 2014

	Freq.	Percent
Negative % change for the 1st year of investment	70	33.98
Positive up to 2 % change for the 1st year of investment	98	47.57
Higher that 2 % change for the 1st year of investment	38	18.45
Total	206	100.00

Κατά την ίδια διαδικασία , υπολογίστηκε και παρουσιάζεται (ΠΙΝΑΚΕΣ 6.2.2 ) και ο δείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE) , που χρησιμοποιείται ευρέως για τη μέτρηση της συνολικής απόδοσης .

**ΠΙΝΑΚΕΣ 6.2.2 ΣΥΓΚΡΙΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ ROE ΧΡΗΣΕΙΣ 2013-2014**

ROE 2013

	Freq.	Percent
Negative % change before the investment	34	16.50
Positive up to 2 % change before the in	133	64.56
Higher that 2 % change before the inves	39	18.94
Total	206	100.00

ROE 2014

	Freq.	Percent
Negative % change for the 1st year of i	58	28.16
Positive up to 2 % change for the 1st y	48	23.30
Higher that 2 % change for the 1st year	100	48.06
Total	206	100.00

Στην συνέχεια , στον πίνακα 6.2.3 και 6. 2.4 παρουσιάζονται στοιχεία περιγραφικής στατιστικής που προκύπτουν από τα οικονομικά στοιχεία των εταιρειών του δείγματος.

**ΠΙΝΑΚΕΣ 6.2.3 ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΠΡΙΝ ΤΗΝ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (ΕΤΟΣ 2013)**

ΕΤΟΣ 2013	Μέσος όρος	Τυπική απόκλιση	Μέγιστη τιμή	Ελάχιστη τιμή
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ROE 2013	27,27	525,83	6983,66	-1881,38
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	24,85	15,57	100,00	0,00
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	0,05	23,48	31,34	-222,62
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	2,99	29,12	34,60	-370,79
ΣΧΕΣΗ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	22,94	169,65	2.191,95	-25,16
ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΩΝ ΠΡΟΣ ΑΠΑΣΧ.ΚΕΦΑΛΑΙΑ	0,73	0,27	1,00	0,00
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,82	2,16	21,19	0,12
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΣΧΟΛ. ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	7,48	48,08	599,80	0,00
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	24,44	166,90	2075,74	0

**ΠΙΝΑΚΕΣ 6.2.4 ΔΕΙΚΤΕΣ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΥΛΟΠΟΙΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (ΠΡΩΤΟ ΕΤΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ 2014)**

<b>ΕΤΟΣ 2014</b>	<b>Μέσος όρος</b>	<b>Τυπική απόκλιση</b>	<b>Μέγιστη τιμή</b>	<b>Ελάχιστη τιμή</b>
ΑΠΟΔΟΤΙΚΟΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ROE 2014	5,99	132,35	700,42	-1671,04
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΜΙΚΤΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	27,72	18,33	100,00	0,00
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	1,70	30,64	43,62	-267,49
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟ ΚΑΘΑΡΟΥ ΚΕΡΔΟΥΣ	6,54	42,78	300,26	-236,70
ΣΧΕΣΗ ΞΕΝΩΝ ΠΡΟΣ ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ	8,77	110,79	999,96	-455,32
ΣΧΕΣΗ ΙΔΙΩΝ ΠΡΟΣ ΑΠΑΣΧ.ΚΕΦΑΛΑΙΑ	0,71	0,27	1,00	0,00
ΓΕΝΙΚΗ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ	1,90	2,56	21,19	0,12
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΑΠΑΣΧΟΛ. ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	2,92	8,86	114,39	0,00
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗ ΤΑΧΥΤΗΤΑ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ	8,08	57,13	811,71	0,00

Παρατηρείτε ότι ο αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE) μειώθηκε αισθητά κατά τον πρώτο έτος επένδυσης από 27,27 σε 5,99 ενώ οι μέγιστες τιμές τους έχουν μεγάλη διαφορά από 6983,66 σε 700,42, οι ελάχιστες τιμές τους παραμένουν σχεδόν ίδιες, από - 1881,38 (2013) σε -1671,04 (2014).

Ο αριθμοδείκτης Περιθώριο Μικτού Κέρδους, εμφανίζει βελτίωση από 24,85 σε 27,72 , ενώ η μέγιστη τιμή πριν και μετά την επένδυση είναι ίδια , όπως και η ελαχίστη.

Το Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους, εμφανίζει επίσης βελτίωση από 0,05 το 2013 σε 1.7 το 2014 , ενώ η μέγιστη και ελάχιστη τιμή πριν και μετά την επένδυση παρουσιάζουν μικρές διακυμάνσεις (max 2013 31,34 –max 2014 43,62 , min 2013 -222,62 –min 2014 267,49)

Όσον αφορά το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους, εμφανίζει βελτίωση από 2,99 σε 6,54 , ενώ παρατηρείτε μεγάλη διαφορά στη μέγιστη τιμή (34,6 το 2013 και 300,26 το 2014). Η ελάχιστη τιμή φαίνεται μειωμένη από -370,79 σε -236,70 .

Ο δείκτης που καταδεικνύει την σχέση Ξένων προς Ιδίων κεφαλαίων , παρουσιάζει μείωση από 22,94 σε 8,77 . Επίσης παρατηρείτε σημαντική αλλαγή στην μέγιστη και ελάχιστη τιμή max 2013 2191,95 –max 2014 999,96 , min 2013 -25,16 –min 2014 -455,32.

Ο δείκτης σχέσης Ιδίων προς Απασχολούμενων Κεφαλαίων παρουσιάζει σε όλες τις τιμές ανεπαίσθητες διαφορές τόσο στο μέσο όρο όσο και στην μέγιστη και ελάχιστη τιμή.

Όσον αφορά τη Γενική Ρευστότητα, εμφανίζει μικρή βελτίωση από 1,82 σε 1,90.

Η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολούμενου κεφαλαίου έχει μειωθεί κατά μέσο όρο, από 7,48 σε 2,92. Με μέγιστη τιμή το 2013 σε 599,8 και το 2014 σε 114,39ευρώ.

Τέλος ο δείκτης Ταχύτητας Ιδίων κεφαλαίων , μειώθηκε κατά μέσο όρο από 24,44 σε 8.08 ενώ η μέγιστη τιμή είναι 2075,74 το 2013 και 811,71 το 2014.

Εν συνεχεία , θα αναλύσουμε τα στοιχεία της μοντελοποίησης , με την χρήση σύγχρονων μεθόδων προοδευτικής ένταξης των μεταβλητών (forward selection), ώστε να εξετάσουμε την αλληλεπίδραση διαφόρων εξαρτημένων μεταβλητών με την αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων ROE κατά το έτος της επένδυσης.

Ως ανεξάρτητη μεταβλητή , χρησιμοποιούμε τον δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ROE και ως εξαρτημένες μεταβλητές χρηματοοικονομικούς δείκτες (Περιθώριο Μικτού Κέρδους , Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους, Περιθώριο Καθαρού Κέρδους, Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια, Γενική Ρευστότητα , Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων, Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου).

Η άριστη επιλογή των εξαρτημένων μεταβλητών , πραγματοποιήθηκε με δύο διαφορετικές μεθόδους.

Στην πρώτη μέθοδο με προοδευτική ή σταδιακή απόρριψη μεταβλητών , καλούμαστε να επιλέξουμε αποδεκτό επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ( $p$ ), το οποίο ορίσαμε βάση εμπειρικού κανόνα που χρησιμοποιείται σε τέτοιου είδους εκτιμήσεις, σε 0,15. Έπειτα εισάγουμε τις εξαρτημένες μεταβλητές και το στατιστικό πρόγραμμα προχωράει την διαδικασία επιλογής με κριτήριο επιλογής που θέσαμε πριν ( $p$ -value < 0,15) ώσπου προκύπτει το τελικό μοντέλο (Πίνακας 6.2.5)

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6. 2.5 Προοδευτική ή σταδιακή απόρριψη μεταβλητών**

roe2014	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΤΑΧΥΤΗΤΑΙΔΙΟΥΚΕ#	-3.888874	.7639108	-5.09	0.000	-5.395226	-2.382521
ΣΧΕΣΗΙΔΙΩΝΠΡΟΣΑΠΑΣΧΚΕ+ΑΛΛΑΙΑ	-105.8878	68.17031	-1.55	0.122	-240.3126	28.537
ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΤΑΧΥΤΗΤΑΠΑΣΧΚΕ#	3.584838	2.046082	1.75	0.081	-.4498238	7.6195
ΠΕΡΙΘΩΡΙΟΚΑΘΑΡΟΥΚΕΡΔΟΥΣ	.8248593	.5398875	1.53	0.128	-.2397429	1.889461
R-squared = 0.2189						

Μετά την εισαγωγή όλων των ανεξαρτήτων μεταβλητών (Περιθώριο Μικτού Κέρδους, Περιθώριο Λειτουργικού Κέρδους, Περιθώριο Καθαρού Κέρδους, Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια, Γενική Ρευστότητα, Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων, Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου) καταλήγουμε ότι αυτές που είναι στατιστικά σημαντικές είναι η Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου, η Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια, Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολούμενων Κεφαλαίων και το Περιθώριο Καθαρού Κέρδους.

Συγκεκριμένα, οι τιμές της Κυκλοφοριακής Ταχύτητας Ιδίου Κεφαλαίου, της Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια, κινούνται προς την ίδια κατεύθυνση και αντίστροφος ανάλογα με τις τιμές του δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ROE καθώς ο συντελεστής συσχέτισης παρουσιάζει αρνητικό πρόσημο (coefficient).

Κοιτάζοντας την τιμή του P value, παρατηρούμε ότι όλες οι ανεξάρτητες μεταβλητές είναι στατιστικά σημαντικές βάση του κριτηρίου που ζητήσαμε ( $p < 0,15$ ) για διάστημα εμπιστοσύνης 95%, το εύρος του οποίου εμφανίζεται στις στήλες [95% Conf. Interval]

Το μειονέκτημα που εμφανίζεται από το μοντέλο αυτό, είναι το όχι αρκετά ισχυρό  $R^2$  το οποίο ισούται με 0,2189 ή 21,89%. Το  $R^2$  δείχνει τι ποσοστό της ενυπάρχουσας ολικής μεταβλητότητας, (διασποράς, των  $y_i$ , από το μέσο όρο τους) εξηγείται από τη γραμμική παλινδρόμηση. Δηλαδή το ποσοστό της μεταβολής της  $y$  που οφείλεται στην μεταβολή της  $x$ . Ο συντελεστής προσδιορισμού ( $R^2$ ) μετρά το βαθμό "αξιοπιστίας" του μοντέλου της παλινδρόμησης. (Κονδύλης Ε. (1999))

Στην δεύτερη μέθοδο με Προοδευτική ή σταδιακή ένταξη των μεταβλητών, θέσαμε ως το αποδεκτό επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας ( $p$ ) το 0,20 και το στατιστικό πρόγραμμα ξεκινώντας χωρίς μεταβλητές εισάγει μία-μία τις πιο στατιστικά σημαντικές μεταβλητές ώσπου προκύπτει το τελικό μοντέλο (Πίνακας 6.2.6).



## ΠΙΝΑΚΑΣ 6.2.6 Προοδευτική ή σταδιακή ένταξη μεταβλητών

roe2014	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ΚΥΚΛΟ+ΟΡΙΑΚΗΤΑΧΥΤΗΤΑΙΔΙΟΥΚΕ+	-3.529838	.7369114	-4.79	0.000	-4.982864 2.076813
ΚΥΚΛΟ+ΟΡΙΑΚΗΤΑΧΥΤΗΤΑΠΑΣΧΚΕ+	2.952671	2.02102	1.46	0.146	-1.032331 6.937674

R-squared = 0.2033

Βάση των αποτελεσμάτων, οι μεταβλητές, Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου, και Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολουμένων Κεφαλαίων, είναι αυτές που συσχετίζονται με την σταθερή μας μεταβλητή των δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ROE. Ερμηνεύοντας τα αποτελέσματα, ο δείκτης Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου σχετίζεται αρνητικά με το Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων ROE, σε αντίθεση με το Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολουμένων Κεφαλαίων. Μειονέκτημα αποτελεί και στην δεύτερη περίπτωση, η χαμηλή τιμή του  $R^2$  που είναι 0,2033 ή 20,33%

### 6.3 Συμπεράσματα

Η παρούσα διπλωματική εργασία είχε ως σκοπό την διερεύνηση της στάσης των ελληνικών επιχειρήσεων του ευρύτερου βιομηχανικού και τουριστικού τομέα, έναντι της κατάρτισης προϋπολογισμού κεφαλαίου, της αξιολόγησης των επενδυτικών σχεδίων τους, καθώς και την επίδραση των επενδυτικών αποφάσεων όπως αυτή αποτυπώνεται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων κατά το πρώτο έτος της επένδυσης, αλλά και την αλληλεπίδραση διαφόρων εξαρτημένων μεταβλητών με τον Δείκτη Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων (return on equity/ROE)

Από τις απαντήσεις 65 εταιρειών του ευρύτερου Βιομηχανικού και Τουριστικού κλάδου, προκύπτει ότι οι περισσότερες προχωρούν σε επενδύσεις αντικατάστασης παγίων ενώ λίγο περισσότερες από τις μισές (52,3%), προβαίνουν σε σύνταξη προϋπολογισμού παγίου κεφαλαίου. Οι επιχειρήσεις βρίσκουν πολύ σημαντικό κίνητρο για την σύνταξη προϋπολογισμού παγίου κεφαλαίου, τις μακροχρόνιες επιπτώσεις των επενδύσεων για την επιχείρηση, λόγω της δέσμευσης σημαντικών κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα. Η ανταγωνιστικότητα της επιχείρησης λόγω του αντίκτυπου στις πωλήσεις που θα δημιουργηθεί μετά την επένδυση αλλά και ο προσδιορισμός των απαιτούμενων κεφαλαίων ή πηγών χρηματοδότησης για την επένδυση είναι εξίσου πολύ σημαντικοί λόγοι ώστε να προβούν οι επιχειρήσεις σε σύνταξη προϋπολογισμού παγίου κεφαλαίου. Από την άλλη, το μικρό μέγεθος κάποιων επενδύσεων, αποτελεί αντικίνητρο για την κατάρτιση προϋπολογισμού. Γενικότερα, είναι αποδεκτό ότι κατά την διαδικασία λήψης αποφάσεων για επενδύσεις, οι επιχειρήσεις επηρεάζονται τόσο από το εσωτερικό περιβάλλον τους (δομή,

κουλτούρα, πόροι) ,όσο και από το εξωτερικό τους περιβάλλον(οικονομία, τεχνολογία , κοινωνία, προμηθευτές, αγοραστές , ανταγωνιστές ,υποκατάστατα προϊόντα ).

Όσον αφορά τις τεχνικές αξιολόγησης των επενδυτικών προτάσεων που προτείνονται από θεωρητικής πλευράς , αυτές δεν χρησιμοποιούνται ιδιαίτερος συχνά στην πράξη από τις επιχειρήσεις. Το 33,8% δεν χρησιμοποιεί μεθόδους αξιολόγησης που λαμβάνουν υπόψη τις ταμειακές ροές , ενώ όσοι χρησιμοποιούν , προτιμούν την χρήση της Καθαρής Παρούσας Αξίας (net present value- NPV) έναντι αυτής του Εσωτερικού Βαθμού Απόδοσης (Internal Rate Of Return- IRR) . Από την άλλη , σε καθεστώς βέβαιων ταμειακών ροών , δημοφιλέστερη μέθοδος φαίνεται να είναι αυτή της περιόδου επαναείσπραξης (pay back period –PP) έναντι της μεθόδου λογιστικής απόδοσης ( accounting rate of return –ARR).

Για την εκτίμηση του κινδύνου της επένδυσης , προτιμάτε από τις επιχειρήσεις, η χρήση της μεθόδου ανάλυσης σεναρίου (π.χ. απαισιόδοξο, αναμενόμενο , πολύ αισιόδοξο σενάριο), ενώ ακόλουθη δεύτερη σε προτίμηση η χρήση της ανάλυσης ευαισθησίας. Αξιοσημείωτο βέβαια είναι το γεγονός ότι 16 στις 65 (24,61%) ερωτηθείσες επιχειρήσεις , δεν προβαίνουν σε ανάλυση κινδύνου των επενδυτικών τους προτάσεων.

Τέλος όσων αφορά την τελευταία πραγματοποιήσιμη επένδυση, οι ερωτηθέντες απάντησαν ότι απέδωσε εντός του διαστήματος το οποίο αναμενόταν, και σε μερικές περιπτώσεις η πραγματική απόδοση ήταν μεγαλύτερη από την αναμενόμενη. Δεν εμφανίστηκαν έντονα προβλήματα ρευστότητας μετά την επένδυση , και ήταν ελάχιστες οι περιπτώσεις όπου δεν θα ξανά πραγματοποιούσαν την ίδια επένδυση κάτω υπό τις ίδιες συνθήκες.

Η ερωτηθέντες απάντησαν ότι για την επαναξιολόγηση επενδύσεων που πραγματοποιούν , χρησιμοποιούν ευρέως αριθμοδείκτες. Αυτό ήταν και το έναυσμα , για την στατιστική ανάλυση στην οποία προβήκαμε με την άντληση στοιχείων από 206 επιχειρήσεις , του ευρύτερου Βιομηχανικού και Τουριστικού κλάδου, που πραγματοποίησαν επενδύσεις το 2014.

Μείωση παρουσίασαν κατά το πρώτο έτος της επένδυσης οι δείκτες Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων , Σχέση Ξένων προς Ιδία κεφάλαια , Κυκλοφοριακή Ταχύτητα απασχολουμένων κεφαλαίων , Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων. Αυτό δείχνει μια όχι και τόσο ευνοϊκή κατάσταση για τους μετόχους , καθώς μειώθηκαν τα κέρδη τους σε σχέση με το έτος πριν της επένδυσης . Επίσης βλέπουμε ότι με αυξημένο σχετικά ύψος Ιδίων Κεφαλαίων , πραγματοποιούνται μειωμένα κέρδη.

Οριακή μείωση παρουσίασε και ο δείκτης Ιδίων προς Απασχολουμένων Κεφαλαίων, που σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις κατά μέσο όρο δεν αντιμετωπίζουν ιδιαίτερες δυσκολίες μετά την επένδυση , στην αποπληρωμή των υποχρεώσεων τους.

Η αύξηση των δεικτών Περιθωρίου Μικτού Κέρδους, Περιθωρίου Λειτουργικού Κέρδους, Περιθωρίου Καθαρού Κέρδους και Γενικής Ρευστότητας, εκφράζει την αύξηση της πρόσθετης αξίας των πωλήσεων έναντι του κόστους και αποτυπώνει μια θετική εξέλιξη έναντι των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν. Βέβαια η αύξηση των μικτών κερδών επηρεάζεται άμεσα από την τιμολογιακή πολιτική της εκάστοτε επιχείρησης και διαφέρει ανά κλάδο, για αυτό η ερμηνεία του θέλει προσοχή.

Τέλος με τα στοιχεία που συλλέξαμε κατά το πρώτο έτος της επένδυσης, τα αποτελέσματα της μοντελοποίησης του δείκτης αποδοτικότητας ως ανεξάρτητης μεταβλητής έδειξαν ότι είναι στατιστικά σημαντική η σχέση του με τους δείκτες

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίου Κεφαλαίου, και Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Απασχολουμένων Κεφαλαίων, αλλά και Σχέση Ξένων προς Ίδια Κεφάλαια Περιθώριο Καθαρού Κέρδους .

Το πεδίο των επενδυτικών αποφάσεων είναι ευρύ και δίνει την δυνατότητα για περαιτέρω μελέτη αριθμοδεικτών που συσχετίζονται μεταξύ τους , ώστε να αξιολογούνται εμπειριστατωμένα οι οικονομικές επιδράσεις των επενδύσεων παγίου κεφαλαίου στην οικονομική εικόνα των επιχειρήσεων. Άλλωστε έως σήμερα έχουν ερευνηθεί εκτενώς τα στάδια των επενδυτικών αποφάσεων που αφορούν την εξεύρεση επενδυτικών προτάσεων, εκτίμηση πρόσθετων ταμειακών ροών, αξιολόγηση & επιλογή επενδυτικών προτάσεων, σε αντίθεση με το στάδιο της συνεχούς επανεξέτασης – επαναξιολόγησης μετά την αποδοχή της επένδυσης. Θα ήταν ενδιαφέρον να πραγματοποιηθούν συγκριτικές μελέτες με χρήση προϋπολογιστικών και πραγματικών στοιχείων , ώστε να δοθούν στις επιχειρήσεις μοντέλα παρακολούθησης των αποτελεσμάτων και εναλλακτικές λύσεις σε βάθος χρόνου, μέσω ενός συστήματος υποστήριξης αποφάσεων .

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### *Ελληνική Βιβλιογραφία*

Αναστασίου Χ Θεόδωρος (2005) Οικονομοτεχνικές Μελέτες (Μεθοδολογία - Αξιολόγηση - Εφαρμογές), Εκδότης: Γ. ΠΑΡΙΚΟΣ & ΣΙΑ Ε.Ε.(ΕΛΛΗΝ),

Βασιλείου Δ –Ηρειώτης Ν. (2008) «Χρηματοοικονομική Διοίκηση- Θεωρία και Πρακτική» ,εκδόσεις Rosili, Αθήνα

Αρτίκης Γεώργιος (2010) , Χρηματοοικονομική Διοίκηση.Ανάλυση και Προγραμματισμός, Εκδότης: ΝΙΚΗΤΟΠΟΥΛΟΣ Ε & ΣΙΑ ΟΕ ΕΚΔ.INTERBOOKS

Αρτίκης Γ Π , (2002) , Χρηματοοικονομική Διοίκηση , Αποφάσεις Επενδύσεων , εκδόσεις Interbooks

Βανάκας Κωνσταντίνος (2001), Θεωρία του κόστους και οι επιχειρηματικές αποφάσεις , εκδόσεις Παπαζήση , Αθήνα

Βενιέρης Γεώργιος , Κοέν Σάνδρα (2007) , ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ,Εκδότης P.I. PUBLICATIONS (PELLA IOANNIDOU)

Δελής Κωνσταντίνος (1985) , Θεωρία και μέθοδοι αξιολόγησης επενδύσεων , εκδόσεις Σάκκουλα

Ζαχούρης Π. (2006) Αποφασεις χρηματοδοτησεων

Ζώης Κωνσταντίνος – Γαρουφαλής Κωνσταντίνος , Οικονομικός Προγραμματισμός Επιχειρήσεων (2008), Επιχειρηματικές αποφάσεις Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Σύγχρονη εκδοτική , Αθήνα

Ζουπουνίδης Κωνσταντίνος (2001) , Ανάλυση χρηματοοικονομικών αποφάσεων με πολλαπλά κριτήρια, εκδόσεις Ανικούλα , Θεσσαλονίκη

Θεοφανίδης Σταύρος (1) , Εγχειρίδιο Αξιολόγηση Επενδυτικών Σχεδίων, ΕΤΒΑ, εκδόσεις Παπαζήση, Αθήνα

Θερίου, Ν., (2002). Στρατηγική διοίκηση επιχειρήσεων, 2Η Έκδοση, Εκδόσεις Κριτική, 2005

Μιχελινάκης Βαγγέλης (2013) , Διαβάζοντας έναν ισολογισμό ,Νομική Βιβλιοθήκη

Κανελλόπουλος Χαρ.(1994) , Διοίκηση ΜΕ και Επιχειρηματικότητα , Αθήνα

Κάντζος Κ. (2002), Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Interbooks, Αθήνα

- Καραγιάννης Δ.(2006) Διεθνή λογιστικά πρότυπα –παραδείγματα-εφαρμογές , Θεσσαλονίκη
- Καρβούνης Σωτηρης (1993) , Μεθοδολογία Τεχνικές και Θεωρία για οικονομοτεχνικές μελέτες , εκδοσεις Σταμούλης Α. , Αθήνα 1993
- Καρώνη, Χ. & Οικονόμου, Π. (2010). Στατιστικά μοντέλα παλινδρόμησης. Αθήνα: Εκδόσεις Συμεών
- Κιόχος ΔΠ –Παπανικολάου ΔΓ – Θάνος ΔΓ – Κιόχος Α (2002) , Χρηματοοικονομική Δοίηση και πολιτική, Σύγχρονη Εκδοτική , Αθήνα
- Κιόχος Πέτρος (1999) , οικονομική της διοίκησης, Εκδόσεις INTERBOOKS
- Κονδύλης Ε. (1999) “Στατιστικές τεχνικές διοίκησης επιχειρήσεων”, Interbooks
- Κοντάκος Α., (2006) Γενική Λογιστική, Εκδόσεις Έλλην
- Λιποβατζ – Κρεμέζη (2003) , Στοιχεία οικονομικής ανάλυσης βιομηχανικών επενδυτικών στοιχείων , εκδόσεις Γκελμπέσης
- Ναούμ Χ., (1994), Εισαγωγή στη Χρηματοοικονομική Λογιστική, εκδ. Ν. Μαυρομάτης & ΣΙΑ ΕΠΕ, Αθήνα. 4. Νιάρχου,
- Νικήτα Α. (2004), Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων, Εκδόσεις Σταμούλης, Αθήνα
- Παπαδάκης Βασίλης (2002) , Στρατηγική των επιχειρήσεων, Ελληνική και διεθνής εμπειρία, Τόμος Α, εκδόσεις Μπέμου , Αθήνα
- Πασχαλούδης Δ –Ζαφειρόπουλος Κ. (2002), ΕΡΕΥΝΑ MARKETING,εκδόσεις Β. ΓΚΙΟΥΡΔΑΣ ΕΚΔΟΤΙΚΗ
- Π.Ε Πετράκης (1999) , ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ, εκδόσεις το οικονομικο , Αθήνα
- Σιώμοκος, Ι., Γ., (1993). Στρατηγικό Μάρκετινγκ, 2η Έκδοση, Εκδόσεις Αθ. Σταμουλή.
- Στειακάκης Εμ – Καίζος Ν. ,(2003) Μάνατζμεντ μια σύγχρονη άποψη, εκδόσεις Ζήτη Πελαγία , Αθήνα
- Τσαγκλάνος Άγγελος (1985), Προϋπολογισμοί για την λήψη Επιχειρηματικών αποφάσεων , Εκδόσεις εκδόσεις Αφοί Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη
- Φίλιππας Νικόλαος (2005) , Επενδύσεις, Εκδόσεις Πανεπιστημιακό

### Ξένη Βιβλιογραφία

Brealy RA Myers SC and Allen F, (2013) «Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων», Utopia

Damodaran A, Investment Valuation, 2<sup>nd</sup> edition , Wiley Finance , 2002

David Hunger, Thomas L. Wheelen, (2004) , Εισαγωγή στο στρατηγικό μάνατζμεντ, μετάφραση: Ανδρέας Σοκοδήμος, εκδόσεις Κλειδάριθμος

Groppelli AA – Ehsan Nikbakht (2012) , Χρηματοοικονομική , Πέμπτη Αμερικάνικη έκδοση, Εκδόσεις Κλειδάριθμος , Αθήνα

Harold Bierman Jr – Seymour Smidt , Οικονομικός Προγραμματισμός επενδύσεων , Αρχές για λήψη αποφάσεων, Εκδόσεις Παπαζήση,

Hilton R.W. ,Management Accounting, 8 th edition, Mc Graw-Hill, Irwin, 2009

Hatch (1993), “The dynamics of Organizational Culture”, The Academy of Management Review, Vo.18, No.4, pp. 657-693

Hatch, Schultz (1997) “Relationship between organizational culture, identity and image”, European Journal of Marketing, Vol.31, No. 5/6, pp.356-365

Poter M.E. , How Competitive Forces Shape Strategy, Harvard Business Review , Τόμος 57 ,N 2 ,Μάρτιος –Απρίλιος 1979

Wheelen TL και Hunger JD , Strategic Management (5<sup>η</sup> έκδοση) (1996), Addison-Wesley Publishing Company

### Αρθρογραφία

Arnold, G.C. and P.D. Hatzopoulos, 2000, “The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom,” Journal of Business Finance and Accounting 27 (No. 5&6), 603-626.

Baker, H. K. and T.K. Mukherjee, 2007, “Survey Research in Finance: Views from Journal Editors,” International Journal of Managerial Finance 3 (No. 1), 11–25

Bill Gillham (2000) , Research Interview ,A&C Black

Diakomihalis N. Mihail (2003). Investments' evaluating methods in shipping- a comparison study between the newbuilding versus the secondhand vessel purchase. *AEGEAN WORKING PAPERS (AWP) An International & Interdisciplinary Journal*. Issue 1, Dec.2003, p.p. 18-36

Dennis Schlegel, Franziska Frank and Bernd Britzelmaier, (2016) "Investment decisions and capital budgeting practices in German manufacturing companies", *Int J Business and Globalization* , Vol 16, No 1, 2016, Inderscience Enterprisers

Graham, J.R. and C.R. Harvey, 2001, "The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field," *Journal of Financial Economics* 60 (No. 2&3), 187- 243

Karim Bennouna, Geoffrey G. Meredith, Teresa Marchant, (2010),"Improved capital budgeting decision making: evidence from Canada", *Management Decision*, Vol. 48 Iss: 2 pp. 225 – 247

MSc. Monika Zatrochova, Ph.D.,(2009) Methods of investment planning and their application in the company, *TRENDS OF ECONOMICS AND MANAGEMENT VOLUME III / ISSUE 05*, pp. 72-80

Patricia A. Ryan, Capital Budgeting Practices of the Fortune 1000:How Have Things Changed?, *Journal of Business and Management*, Volume 8, Number 4, Winter 2002

Richard M. Burns and Joe Walker, Capital Budgeting Surveys: The Future is Now

Διακομιχάλης Ν. Μιχαήλ (2003). Ναυτιλιακές επενδύσεις με περιορισμό κεφαλαίων, με ανόμοιες ζωές, και υπό καθεστώς κίνδυνου. *Πρακτικά 1<sup>ο</sup> Διεθνούς Συνεδρίου της Σ.Δ.Ο. του ΤΕΙ Αθήνας*. Αθήνα, 26-27 Μαΐου 2003, σελ.128-138

ΕΣΠΑ 2014- 2020 Fact Sheet , Υπουργείο Οικονομίας , Ανάπτυξης & Τουρισμού, Μάιος 2016

Οικονόμου Κώστας (1999) , Διαχείριση του Κεφαλαιακού Προϋπολογισμού, περιβάλλον , στρατηγικός σχεδιασμός και διαδικασία λήψης επενδυτικών αποφάσεων, Διπλωματική εργασία

Σουπάννης Αναστάσιος (1988) , ΤΕΧΝΙΚΕΣ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ, Διατριβή





**ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ**  
**[ΚΑΤΑΤΑΞΗ ICAP]**

- Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)
- Βιομηχανία (Διάφορα Προϊόντα)
- Βιομηχανία (Είδη Διστροφής)
- Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων - Περιοδικών)
- Βιομηχανία (Εκδόσεις, Εκτυπώσεις, Γραφικές Τέχνες)
- Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)
- Βιομηχανία (Εμφιάλωση Υγραερίων)
- Βιομηχανία (Ενδύματα - Εσώρουχα - Αξεσουάρ)
- Βιομηχανία (Επιπλα)
- Βιομηχανία (Ηλεκτρικές Συσκευές - Φωτιστικά)
- Βιομηχανία (Ηλεκτρολογικό - Ηλεκτρονικό Υλικό)
- Βιομηχανία (Καπνός)
- Βιομηχανία (Κλωστούφαντουργικά Προϊόντα)
- Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
- Βιομηχανία (Μεταλλουργικά Προϊόντα)
- Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)
- Βιομηχανία (Ορυχεία - Μεταλλεία - Αλυκές)
- Βιομηχανία (Ποτά)
- Βιομηχανία (Προϊόντα Καπνού)
- Βιομηχανία (Προϊόντα μη Μεταλλικών Ορυκτών)
- Βιομηχανία (Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)
- Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)
- Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά)
- Τουρισμός (Επιχειρήσεις Ενοικίασης Αυτοκινήτων)
- Τουρισμός (Κατασκηνώσεις - Κάμπινγκ)
- Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
- Τουρισμός (Τουριστικές Επιχειρήσεις)

## **ΔΕΙΓΜΑ 206 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

### **Επωνυμία**

ΣΟΓΙΑ ΕΛΛΑΣ Α.Β.&Ε.Ε.  
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ Δ. ΚΟΥΚΟΥΤΑΡΗΣ Α.Ε.Β.Ε.  
"ALFA"  
ΒΙΟΣΕΡ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΑΡΕΝΤΕΡΙΚΩΝ  
ΔΙΑΛΥΜΑΤΩΝ Α.Ε.  
ΚΑΛΑΜΑΡΑΚΗΣ, Κ. Ε., ΚΑΛΑΣ Α.Ε.  
ΓΑΛΑΞΙΔΙ ΘΑΛΑΣΣΙΕΣ ΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ Α.Ε.  
ΑΠΟΛΛΩΝΙΟΝ Α.Β.Ε.Ε.  
  
ΦΑΡΜΑΤΕΝ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.Β.Ε.  
  
ISOMAT Α.Β.Ε.Ε.  
  
ALUMINCO Α.Ε.  
  
JOHNSON & JOHNSON ΕΛΛΑΣ Α.Ε.&Β.Ε.  
FULGOR ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ  
ΚΑΛΩΔΙΩΝ Α.Ε.  
  
ΛΑΡΣΙΝΟΣ Α.Ε.  
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΘΡΑΚΗΣ PACK Α.Β.Ε.Ε.  
  
ΙΚΤΙΝΟΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.  
STONE GROUP INTERNATIONAL (MARMOR  
SG Α.Ε.)  
ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΠΟΥΛΟΣ "OLYMP" Α.Ε.  
  
Ε.Π.Τ.Ε.Α. Α.Ε.  
ESCARCOM Α.Ε.  
  
FRIGOGLOSS Α.Β.Ε.Ε.  
MINERVA ΑΦΟΙ Ι. & Β. ΛΑΔΕΝΗΣ  
ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΠΛΕΚΤΙΚΗΣ Α.Ε.  
  
ΑΡΙΒΙΤΑ Α.Ε.Β.Ε.  
  
ΤΟΞΟΤΗΣ Α.Ξ.Ε.  
ΖΑΝΑΕ ΖΥΜΑΙ ΑΡΤΟΠΟΙΙΑΣ ΝΙΚΟΓΛΟΥ Α.Ε.  
  
ΧΑΛΥΒΟΥΡΓΙΚΗ Α.Ε.  
  
ΕΛΣΑ - SILGAN METAL PACKAGING Α.Ε.  
SEPTONA Α.Β.Ε.Ε.  
  
GALENICA Α.Ε.  
ΝΟΜΙΚΟΣ, Δ., Α.Β.Ε.Κ.  
NEXANS ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.

### **Κλάδος Δραστηριότητας**

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια -  
Χρώματα - Εκρηκτικά)  
Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα  
& Κατασκευές)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Ηλεκτρολογικό -  
Ηλεκτρονικό Υλικό)  
Βιομηχανία (Προϊόντα μη  
Μεταλλικών Ορυκτών)  
Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)  
Βιομηχανία (Προϊόντα μη  
Μεταλλικών Ορυκτών)  
Βιομηχανία (Προϊόντα μη  
Μεταλλικών Ορυκτών)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Ηλεκτρικές Συσκευές -  
Φωτιστικά)  
Βιομηχανία (Ενδύματα - Εσώρουχα  
- Αξεσουάρ)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Μεταλλουργικά  
Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα  
& Κατασκευές)  
Βιομηχανία (Διάφορα Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Ηλεκτρολογικό -

DUROSTICK A.B.E.E.

BETA A.E.B.E.

ΜΙΝΕΡΒΑ Α.Ε. ΕΛΑΙΟΥΡΓΙΚΩΝ

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΑΡΓΩ Α.Ε.&Β.Ε.

ROSSANA FRUIT ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.

ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑ ΣΤΕΡΓΙΟΥ Α.Ε.

ΠΕΓΚΑΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.

MED SEA HEALTH Α.Ε.

ΠΡΟΚΟΣ Α.Ε.

ΔΕΑΣ Α.Ε.

BARILLA HELLAS Α.Ε.

ΚΥΚΝΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΚΟΝΣΕΡΒΩΝ

Α.Ε.

EURODRIP Α.Β.Ε.Γ.Ε.

ΦΙΜΠΡΑΝ Δ. ΑΝΑΣΤΑΣΙΑΔΗΣ Α.Ε.

ΣΑΝΓΟΥΙΝΓΚ ΧΟΤΕΛΣ ΕΛΛΑΣ Α.Ε.

ΒΙ.Κ.Η. Α.Ε.

ΜΑΞΙ Α.Β.Ε.Ε.

FREZYDERM Α.Β.Ε.Ε.

ΛΑΖΑΡΙΔΗΣ, Γ., ΜΑΡΜΑΡΑ ΔΡΑΜΑΣ Α.Ε.

TOTTIS-BINGO Α.Ε.Β.Ε.

E TRAVEL Α.Ε.

ΚΟΝΤΟΒΕΡΟΣ Α.Ε.Β.Ε.

MARBELLA Α.Ε.

PALLAS Α.Ε. "ΖΑΧΑΡΩΔΗ ΛΑΒΔΑΣ"

VERIDOS ΜΑΤΣΟΥΚΗΣ Α.Ε.

ΑΜΑΛΙΑ Α.Ε.

EUROPA PROFIL ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ Α.Β.Ε.

ΓΚΑΠ Α.Ε.

ΑΛΦΑ-ΒΕΤΑ ΡΟΤΟ Α.Β.Ε.Ε.

ΛΑΚΑΣΑΣ, Ν., - Π. ΑΡΒΑΝΙΤΙΔΗΣ Α.Ε.

"OLYMPIA ELECTRONICS"

ΣΕΚΑΠ Α.Ε.

UNI-PHARMA ΚΛΕΩΝ ΤΣΕΤΗΣ

ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΑ ΕΡΓΑΣΤΗΡΙΑ ΑΒ&ΕΕ

Ηλεκτρονικό Υλικό)

Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια -

Χρώματα - Εκρηκτικά)

Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα  
& Κατασκευές)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

Επιχειρήσεις)

Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

Επιχειρήσεις)

Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)

Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)

Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

Επιχειρήσεις)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)

Βιομηχανία (Φάρμακα -

Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)

Βιομηχανία (Προϊόντα μη

Μεταλλικών Ορυκτών)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Τουρισμός (Τουριστικές

Επιχειρήσεις)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

Επιχειρήσεις)

Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

Βιομηχανία (Εκδόσεις, Εκτυπώσεις,

Γραφικές Τέχνες)

Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

Επιχειρήσεις)

Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα  
& Κατασκευές)

Βιομηχανία (Φάρμακα -

Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)

Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)

Βιομηχανία (Ηλεκτρικές Συσκευές -  
Φωτιστικά)

Βιομηχανία (Προϊόντα Καπνού)

Βιομηχανία (Φάρμακα -

Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)

ΛΙΝΤΕ ΕΛΛΑΣ ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.  
COLGATE PALMOLIVE (HELLAS) Α.Β.Ε.Ε.  
ΜΠΡΑΚΟΠΟΥΛΟΣ Α.Β.Ε.Ε.Τ.  
ΚΡΥΣΤΑΛΛΙΔΗΣ, Π. Π., Α.Ε.  
EL PACK Α.Ε.  
ΑΙΡΟΤΕΛ Α.Ε.  
ΗΜΕΠΕΤ Α.Ε.  
ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΙΔΗΣ, ΓΡ., Α.Β.Ε.Ε.  
ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΚΟΣ ΤΥΠΟΣ Α.Ε.  
ΒΑΡΝΙΚΟΣ Α.Ε.  
ΗΠΕΙΡΟΣ Α.Ε.Β.Ε.  
ΞΕΝΟΣ, ΧΡ., Α.Τ.&Ε.Ε.  
ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΧΥΜΩΝ ΑΣΠΙΣ Κ.  
ΔΕΔΕΣ Α.Ε.  
EUROCATERING Α.Ε.  
ΜΕΓΑΣ ΕΛΛΗΝΙΚΟΣ ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΟΣ ΓΥΡΟΣ  
Α.Β.Ε.  
ΣΚΟΥΡΑ ΑΘΛΗΤΙΚΗ ΚΑΤΑΣΚΗΝΩΣΗ Α.Ε.  
HELP Α.Β.Ε.Ε.  
ΧΙΩΤΑΚΗ, ΑΦΟΙ, Α.Β.Ε.Ε.  
ΠΑΠΑΓΕΩΡΓΙΟΥ FOOD SERVICE Α.Β.Ε.Ε.  
ΧΑΤΖΗΩΑΝΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.  
ΒΡΕΤΑΣ Ε.Π.Ε.  
ΞΕΝΙΟΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΗ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΑΚΗ Α.Ε.  
ΧΑΛΥΨ ΔΟΜΙΚΑ ΥΛΙΚΑ Α.Ε.  
DEL MONTE ΕΛΛΑΣ Α.Β.Ε.Ε.  
ΕΛΛΗΝΙΚΑ ΚΕΛΛΑΡΙΑ ΟΙΝΩΝ Δ. ΚΟΥΡΤΑΚΗΣ  
Α.Ε.  
REAL MEDIA Α.Ε.  
ΝΤΑΜΑΒΑΝΤ Α.Ε.  
PASSARELLA Α.Ε.  
ΦΑΙΔΩΝ Α.Ε.  
ΚΟΤΡΩΝΗΣ, Κ., ΠΛΑΣΤΙΚΑ Α.Β.&Ε.Ε.  
ΡΕΞΕΚΑ Α.Ε.  
ΠΡΟΜΕΤΑΛΜΠΑΚΛΗ Α.Ε.Β.Ε.  
ΚΥΛΙΝΔΡΟΜΥΛΟΙ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.

Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια -  
Χρώματα - Εκρηκτικά)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων  
- Περιοδικών)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων  
- Περιοδικών)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Τουρισμός (Κατασκηνώσεις -  
Κάμπινγκ)  
Βιομηχανία (Φάρμακα -  
Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Προϊόντα μη  
Μεταλλικών Ορυκτών)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Ποτά)  
Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων  
- Περιοδικών)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)  
Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)  
Τουρισμός (Ξενοδοχειακές  
Επιχειρήσεις)  
Βιομηχανία (Μεταλλουργικά  
Προϊόντα)  
Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)

ΚΑΤΡΗ ΕΛΛΗΝΙΚΕΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΧΑΤΖΗΛΑΖΑΡΟΥ, ΙΩΑΝΝΗΣ, & ΥΙΟΙ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΧΑΛΚΙΑΔΑΚΗΣ, ΘΕΟΦΙΛΟΣ, Α.Ε. ARI Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΤΕΚΝΟΣΤΥΛ Ε.Π.Ε. ELVIART ΚΑΛΟΙΔΑΣ Α.Β.Ε.Ε. ΕΛΑΣΤΙΚΕΣ ΕΝΩΣΕΙΣ Α.Ε. B & N ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΚΟ ΕΠΙΠΛΟ Α.Β.Ε.Ε. PAPERPACK Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)
ΙΚΟΣ ΩΚΕΑΝΙΑ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)
TRIPSTA Α.Ε. ΜΥΛΟΙ ΘΡΑΚΗΣ Ι. ΟΥΖΟΥΝΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ΒΑΜΒΑΛΗΣ ΤΡΟΦΙΜΑ Α.Β.Ε.Ε. ΕΛΒΙΔΑ ΤΡΟΦΙΜΑ Α.Ε.	Βιομηχανία (Επιπλα) Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)
ΜΑΡΟΥΛΗ, ΑΦΟΙ, Α.Ε. ΙΧΘΥΟΚΑΛΛΙΕΡΓΕΙΕΣ ΦΟΡΚΥΣ Α.Ε. ΜΙΣΣΙΡΙΑΝ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΜΗΝΕΤΤΟΣ, Ι., Α.Ε. ΣΟΥΡΩΤΗ Α.Ε. ΑΛΕΞΑΚΗΣ, ΙΩΑΝΝΗΣ, ΜΟΝΟΠΡΟΣΩΠΗ Ε.Π.Ε.	Τουρισμός (Τουριστικές Επιχειρήσεις)
ΦΡΑΓΚΟΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΑΝΚΑΡ Α.Ε. ΜΠΟΥΤΑΡΗΣ, Ι., & ΥΙΟΣ ΟΙΝΟΠΟΙΗΤΙΚΗ Α.Ε. ΕΤΠΑ PACKAGING Α.Ε.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Τουρισμός (Τουριστικές Επιχειρήσεις)
ΜΑΝΙΑΤΟΠΟΥΛΟΣ, ΝΙΚΟΣ, Α.Ε. ΤΣΕΤΗ, ΙΟΥΛΙΑ & ΕΙΡΗΝΗ, Α.Β.Ε.Ε. "INTERMED" ΑΝΕΞΑΡΤΗΤΑ ΜΕΣΑ ΜΑΖΙΚΗΣ ΕΝΗΜΕΡΩΣΗΣ Α.Ε. ΓΑΙΑ ΠΕΛΛΑΣ Ε.Π.Ε. ΚΩΖΑΤ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα) Βιομηχανία (Καπνός)
ΠΟΡΤΕΣ ΜΕΛΑΘΡΟΝ Α.Ε. PERNOD RICARD HELLAS Α.Β.Ε.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
COSMOS ALUMINIUM Α.Ε. ΣΤΕΛΛΑ ΜΠΗΤΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Ποτά) Βιομηχανία (Ποτά)
	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Βιομηχανία (Ενδύματα - Εσώρουχα - Αξεσουάρ)
	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
	Βιομηχανία (Ποτά) Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα) Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)
	Βιομηχανία (Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)
	Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων - Περιοδικών)
	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
	Βιομηχανία (Ποτά)
	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές

ALCHIMICA A.E.	Επιχειρήσεις Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά)
ΚΑΟΥΣΗΣ, Α., Α.Ε.	Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)
ΜΥΛΟΙ ΚΕΠΕΝΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
GRANTEX A.E.	Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)
CANDIA STROM ΑΦΟΙ Μ. ΒΕΛΙΒΑΣΑΚΗ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Επιπλα) Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΔΙΑΓΟΡΑΣ Α.Ξ.Ε.	Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)
ΠΑΙΡΗΣ, Ε., Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Διάφορα Προϊόντα)
ΝΙΚΟΛΗΣ ΓΚΡΟΥΠ Α.Ε.Β.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΧΥΜΟΦΡΟΥΤ Ε.Π.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΑΤΤΙΚΗ ΜΕΛΙΣΣΟΚΟΜΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΑΛΕΞΑΝΔΡΟΣ ΠΙΤΤΑΣ Α.Ε.Β.Ε.	Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)
ΣΚΑΓΙΑΣ, Θ. Κ., Α.Β.&Ε.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΠΑΠΑΓΙΑΝΝΗ, ΑΦΟΙ, ΧΑΛΒΑΔΟΠΟΙΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
TOTTIS FOODS INTERNATIONAL A.E.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΧΑΛΚΙΔΙΚΗΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής) Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΧΑΤΖΗΛΑΖΑΡΟΥ, Ι. & Ε., Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΕΝΩΣΗ ΠΕΖΩΝ ΚΡΗΤΗΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΦΙΛΟΞΕΝΙΑ Α.Ξ.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΠΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΝΑΥΠΑΚΤΟΥ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΑΤΤΙΚΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Εκδόσεις Εφημερίδων - Περιοδικών)
ΚΑΛΙΟΥΔΑΚΗΣ, Δ., - Μ. ΡΟΔΙΤΗΣ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
HAPPY DAYS Α.Ε.	Τουρισμός (Κατασκηνώσεις - Κάμπινγκ)
ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΩΝ ΞΕΝΟΔΟΧΕΙΩΝ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΣΤΑΦ Α.Ε.	Βιομηχανία (Ενδύματα - Εσώρουχα - Αξεσουάρ)
ΓΙΟΥΡΙΜΑΚ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΤΕΡΝΑ ΛΕΥΚΟΛΙΘΟΙ Α.Ε.	Βιομηχανία (Προϊόντα μη Μεταλλικών Ορυκτών)
ΒΕΡΝΙΛΑΚ Α.Ε.	Βιομηχανία (Χημικά - Αέρια - Χρώματα - Εκρηκτικά)
ΣΠΥΡΟΥ ΑΓΡΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ Α.Ε.Β.Ε.	Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)
ΠΑΝΕΥΡΩΠΑ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΛΥΚΟΜΗΤΡΟΣ STEEL Α.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΚΑΜΑΡΙΔΗΣ GLOBAL WIRE Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα)

ΕΜΕΚ Α.Ε.	& Κατασκευές
ΣΤΑΜΟΥ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΑΛΟΥΜΑΝ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΑΝΑΛΚΟ Ε.Π.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΓΚΛΙΑΓΙΑ, Ν., ΑΦΟΙ, Α.Β.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΠΑΤΕΡΑΚΗΣ, Ι., Α.Ε.Ξ.Τ.Ε.	Βιομηχανία (Ενδύματα - Εσώρουχα - Αξεσουάρ)
ΠΑΠΑΔΙΟΧΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΚΩΤΣΗΣ, Α.Α.Κ., "ΟΙΚΟΓΕΝΕΙΑ Α.Α.Κ. ΚΩΤΣΗ THE BAKERS" Α.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
CORAL GAS Α.Ε.Β.Ε.Υ.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΙΧΘΥΟΤΡΟΦΕΙΑ ΚΕΦΑΛΟΝΙΑΣ Α.Β.&Ε.Ε.	Βιομηχανία (Εμφιάλωση Υγραερίων)
ΚΑΡΥΔΑΚΗΣ, ΣΤ., Α.Ε.	Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)
ΣΑΜΑΡΑΣ, Π., Α.Ε.	Βιομηχανία (Εκδόσεις, Εκτυπώσεις, Γραφικές Τέχνες)
ΜΑΒΗΛΕΚ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Ορυχεία - Μεταλλεία - Αλυκές)
ΣΕΚΕ Α.Ε.	Βιομηχανία (Ηλεκτρικές Συσκευές - Φωτιστικά)
ΖΥΘΟΠΟΙΑ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ - ΘΡΑΚΗΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Καπνός)
ΔΙΟΝΥΣΣΟΜΑΡΒΛΕ ΔΙΟΝΥΣΟΥ ΠΕΝΤΕΛΗΣ Α.Ε.Β.Ε.	Βιομηχανία (Ποτά)
MARINE TOURS Α.Ε.	Βιομηχανία (Προϊόντα μη Μεταλλικών Ορυκτών)
ΔΕΛΦΟΙ - ΔΙΣΤΟΜΟΝ Α.Μ.Ε.	Τουρισμός (Τουριστικές Επιχειρήσεις)
EXECUTIVE LEASE Α.Ε.	Βιομηχανία (Ορυχεία - Μεταλλεία - Αλυκές)
ΝΙΚΟΤΕΞ ΑΦΟΙ ΝΙΚΟΛΑΙΔΗ Α.Ε.	Τουρισμός (Επιχειρήσεις Ενοικίασης Αυτοκινήτων)
LEASEPLAN HELLAS Α.Ε.	Βιομηχανία (Κλωστοϋφαντουργικά Προϊόντα)
EL GRECO Α.Ε.	Τουρισμός (Επιχειρήσεις Ενοικίασης Αυτοκινήτων)
ΜΑΡΕ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΣΑΙΝΤ ΚΡΙΣΤΟΦΕΡ ΚΩΣ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΒΙΟΖΩΗΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
DOMOTEL Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
BENNETT ΦΑΡΜΑΚΕΥΤΙΚΗ Α.Ε.	Βιομηχανία (Φάρμακα - Καλλυντικά - Απορρυπαντικά)
NORSAFE WATERCRAFT HELLAS Α.Ε.	Βιομηχανία (Μεταφορικά Μέσα - Ναυπηγεία)

SUNTOS A.E.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
AGRIFREDA A.B.E.E.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
LITTLE ACRE MILK FARM A.E.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΣΙΟΥΡΑΣ Α.Γ.&Β.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
MEETING POINT HELLAS A.E.	Τουρισμός (Τουριστικές Επιχειρήσεις)
ΚΑΡΑΛΗΣ Α.Ε. ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΑΛΑΚΤΟΣ ΗΠΕΙΡΟΥ	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΚΑΜΠΑΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΕΠΑΝΩΜΕΡΙΤΑΚΗΣ, Κ., Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
FITCO METAL WORKS A.E.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
DOMUS A.E.B.E.	Βιομηχανία (Μεταλλικά Προϊόντα & Κατασκευές)
ΣΕΞΤΟΥ, ΑΦΟΙ, ΝΕΑ ΕΞΦΡΟΥΤ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Αγροτικά Προϊόντα)
ΣΟΥΛΟΥΝΙΑΣ, Ν., Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΚΑΛΥΒΑΣ Α.Ε.	Τουρισμός (Κατασκηνώσεις - Κάμπινγκ)
MATRIX PACK A.E.	Βιομηχανία (Ελαστικό - Πλαστικά)
ΚΥΑΝΗ ΑΚΤΗ Α.Ξ.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΝΑΚΑΣ, ΘΩΜΑΣ, ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.	Βιομηχανία (Εκδόσεις, Εκτυπώσεις, Γραφικές Τέχνες)
ΠΟΡΤΟ ΠΛΑΤΑΝΙΑΣ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΦΑΛΗΡΑΚΙ Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)
ΜΠΕΛΛΑΣ, ΦΙΛΩΤΑΣ, & ΥΙΟΣ Α.Ε.	Βιομηχανία (Είδη Διατροφής)
ΠΛΑΣΤΙΚΑ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Β.Ε.Ε.	Βιομηχανία (Χαρτί & Προϊόντα)
ΓΙΑΝΝΙΚΑΚΗΣ, Σ., Α.Ε.	Τουρισμός (Ξενοδοχειακές Επιχειρήσεις)



