



**ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΟΥ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΑΣ**

**Μεταπτυχιακή Ερευνητική Εργασία**

Διαχείριση Εταιρικής Αξίας και Κινδύνου

**Ναντιέζντα Ν. Μωυσιάδη**

Επιβλέπων Καθηγητής:

Παναγιώτης Αρτίκης, Καθηγητής Πανεπιστήμιο Πειραιά

**ΑΘΗΝΑ  
2021**

**ΓΕΩΠΟΝΙΚΟ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΑΘΗΝΩΝ  
ΤΜΗΜΑ ΑΓΡΟΤΙΚΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ ΚΑΙ ΑΝΑΠΤΥΞΗΣ  
ΤΜΗΜΑ ΕΠΙΣΤΗΜΗΣ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΑΤΡΟΦΗΣ ΤΟΥ ΑΝΘΡΩΠΟΥ**

**ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΟΡΓΑΝΩΣΗ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΡΟΦΙΜΩΝ ΚΑΙ ΓΕΩΡΓΙΑΣ**

**Μεταπτυχιακή Ερευνητική Εργασία**

Διαχείριση Εταιρικής Αξίας και Κινδύνου

Management of corporate value and risk

**Ναντιέζντα Ν. Μωυσιάδη**

Εξεταστική Επιτροπή:

Παναγιώτης Αρτίκης, Καθηγητής Πανεπιστήμιο Πειραιά (Επιβλέπων)

Γεώργιος Γεωργακόπουλος, Αναπληρωτής Καθηγητής Γ.Π.Α

Κωνσταντίνος Ηλιόπουλος, Διευθυντής ΙΝ.ΑΓΡ.Ο.Κ.

## **Διαχείριση εταιρικής αξίας και κινδύνου**

*ΠΜΣ Οργάνωση & Διοίκηση Επιχειρήσεων, Τροφίμων & Γεωργίας  
Τμήμα Αγροτικής Οικονομίας και Ανάπτυξης  
Τμήμα Επιστήμης Τροφίμων και Διατροφής του Ανθρώπου*

### **ΠΕΡΙΛΗΨΗ**

Αναμφίβολα στη σημερινή εποχή όπου τα αποτελέσματα της οικονομικής ύφεσης είναι ήδη φανερά και έχουν πλήξει την παγκόσμια οικονομία, η ανάγκη που έχουν οι επιχειρήσεις να διαχειριστούν τον κίνδυνο που απορρέει από τις δραστηριότητες τους είναι τεράστια. Πόσο μάλλον να διασφαλίσουν την αύξηση της αξίας τους.

Σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι να δείξει με τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής που συνδυάζει τη δημιουργία και την άσκηση πραγματικών επιλογών μαζί με άλλες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου, η διαχείριση μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο και έτσι να αυξήσει την εταιρική αξία. Γι' αυτό ο ρόλος του RISK MANAGEMENT είναι σημαντικός και μέσα στα πλαίσια της αποτίμησης μιας εταιρείας.

**Επιστημονική περιοχή:** Αποτίμηση επιχειρήσεων

**Λέξεις κλειδιά:** Διαχείριση κινδύνου, αξία επιχείρησης, αποτίμηση

## **Management of corporate value and risk**

*MSc Organization & Business Administration, Food & Agriculture  
Department of Agricultural Economy and Development  
Department of Food Science and Human Nutrition*

### **ABSTRACT**

Undoubtedly in this day and age where the effects of the recession are already apparent and have hit the global economy, the need for businesses to manage the risk posed by their operations is enormous. How much more to ensure the increase of their value.

The purpose of this study is to show that by formulating an integrated strategy that combines the creation and exercise of real choices with other risk management techniques, management can reduce risk and thus increase corporate value. That is why the role of RISK MANAGEMENT is important in the context of the valuation of a company.

**Scientific area:** Business valuation

**Keywords:** Risk management, business value, valuation

## Ευχαριστίες

*Με την ολοκλήρωση της διπλωματικής μου μελέτης θα ήθελα να ευχαριστήσω τον σύντροφό μου Δημήτρη Φουτούχο, ο οποίος με παρότρυνε να παρακολουθήσω αυτό το μεταπτυχιακό πρόγραμμα και με στήριξε καθ' όλη τη διάρκεια των σπουδών μου. Επίσης ένα μεγάλο ευχαριστώ χρωστώ στον φίλο μου Ιπποκράτη Σαρτζετάκη για την ηθική και ουσιαστική συνεισφορά του όλο αυτό το διάστημα που εκπονούσα την εργασία μου.*

*Φυσικά δεν θα μπορούσα να μην αναφερθώ στον επιβλέποντα καθηγητή μου κ. Παναγιώτη Αρτίκη για την καθοδήγηση και την αρωγή του στο όλο εγχείρημα.*

*Με την άδειά μου, η παρούσα εργασία ελέγχθηκε από την Εξεταστική Επιτροπή μέσα από λογισμικό ανίχνευσης λογοκλοπής που διαθέτει το ΓΠΑ και διασταυρώθηκε η εγκυρότητα και η πρωτοτυπία της*

## Περιεχόμενα

Ευχαριστίες.....	3
Περιεχόμενα.....	6
Εισαγωγή.....	8
Κεφάλαιο 1 : Κίνδυνος.....	9
1.1 Η έννοια του κινδύνου.....	9
1.2 Είδη Κινδύνων.....	10
1.3 Διαχείριση κινδύνου.....	22
1.4 Οι στρατηγικές για τη διαχείριση απειλών.....	23
1.5 Ανάλυση κινδύνου.....	25
1.5.2 Περιγραφή κινδύνου.....	26
1.5.3 Υπολογισμός κινδύνου.....	26
1.5.4 Προφίλ του κινδύνου.....	26
1.5.6 Αξιολόγηση του κινδύνου.....	27
Κεφάλαιο 2 Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου.....	28
2.1 Εισαγωγή στην έννοια της εταιρικής διαχείρισης κινδύνου (ERM).....	28
2.1.2 Ορισμός ERM.....	29
2.2 Έννοιες της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων.....	31
2.3 Δυναμική του ERM.....	32
2.4 Οφέλη από την Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου.....	33
Κεφάλαιο 3 Εισαγωγή και ανάλυση της αποτίμησης.....	37
3.1 Εισαγωγή στην αποτίμηση.....	37
3.2 Τι ονομάζουμε αξία της επιχείρησης.....	38
3.3 Πώς υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης.....	38
3.4 Συντελεστές προεξόφλησης.....	39
3.4.1 Κόστος κεφαλαίου.....	39
3.4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ.....	41
3.4.3 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	42
3.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών.....	43
3.6 Σχετική Αποτίμηση - Μέθοδος Πολλαπλασιαστών.....	45

Κεφάλαιο 4 ERM για αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης.....	47
Κεφάλαιο 5 Ανάλυση και αποτίμηση της εταιρείας ΚΡΙ-ΚΡΙ .....	48
ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ .....	50
ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ.....	52
ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ .....	54
ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ .....	59
ΑΝΑΛΥΣΗ 1 <sup>ου</sup> ΕΠΙΠΕΔΟΥ .....	59
ΑΝΑΛΥΣΗ 2ου ΕΠΙΠΕΔΟΥ .....	60
TURNOVER DRIVERS .....	61
ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΑΝΑΛΥΣΗ (RATIOS ANALYSIS) .....	62
FORECASTING .....	64
Αποτίμηση μέσω της μεθόδου των Residual Earnings.....	68
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ .....	69
ΕΠΙΛΟΓΟΣ .....	71
Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα.....	72
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ .....	73
Πηγές από διαδίκτυο.....	74

## Εισαγωγή

Αναμφίβολα στη σημερινή εποχή όπου τα αποτελέσματα της οικονομικής ύφεσης είναι ήδη φανερά και έχουν πλήξει την παγκόσμια οικονομία, η ανάγκη που έχουν οι επιχειρήσεις να διαχειριστούν τον κίνδυνο που απορρέει από τις δραστηριότητες τους είναι τεράστια. Πόσο μάλλον να διασφαλίσουν την αύξηση της αξίας τους.

Σκοπός της συγκεκριμένης μελέτης είναι να δείξει με τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής που συνδυάζει τη δημιουργία και την άσκηση πραγματικών επιλογών μαζί με άλλες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου, η διαχείριση μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο και έτσι να αυξήσει την εταιρική αξία. Γι' αυτό ο ρόλος του RISK MANAGEMENT είναι σημαντικός και μέσα στα πλαίσια της αποτίμησης μιας εταιρείας.



## Κεφάλαιο 1 : Κίνδυνος

### 1.1 Η έννοια του κινδύνου

Ο κίνδυνος εμπεριέχεται σε ολόκληρο το φάσμα της ζωής μας και είναι η μία πλευρά του νομίσματος ενώ η άλλη πλευρά είναι η ανταμοιβή. Κάθε άνθρωπος έρχεται αντιμέτωπος με διάφορους κινδύνους σε όλη τη διάρκεια της ζωής του, αναφορικά με προσωπικά, οικογενειακά ή επαγγελματικά ζητήματα. Το ίδιο ισχύει και στις επιχειρήσεις. Γενικότερα, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο έχει μια επένδυση, τόσο μεγαλύτερη θα είναι η ανταμοιβή υπό την προϋπόθεση ότι η επένδυση θα είναι επιτυχής. Ο κίνδυνος είναι ένα διαχειρίσιμο μέγεθος, αρκεί προηγουμένως να έχει προσδιοριστεί με ακρίβεια.

Οι κίνδυνοι μπορεί να προέρχονται από διάφορες πηγές, όπως αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές, απειλές από αποτυχιές έργων (σε οποιαδήποτε φάση σχεδιασμού, ανάπτυξης, παραγωγής ή διατήρησης κύκλων ζωής), νομικές ευθύνες, πιστωτικό κίνδυνο, ατυχήματα, φυσικές αιτίες και καταστροφές, σκόπιμη επίθεση από έναν αντίπαλο, ή γεγονότα αβέβαιης ή απρόβλεπτης ρίζας. Υπάρχουν δύο τύποι γεγονότων, δηλαδή τα αρνητικά γεγονότα και μπορούν να ταξινομηθούν ως κίνδυνοι, ενώ τα θετικά γεγονότα ταξινομούνται ως ευκαιρίες.



Πηγή: e-pinakida.gr

## 1.2 Είδη Κινδύνων

Οι κίνδυνοι διακρίνονται ανάλογα με

- **την προέλευση τους:** εδώ έχουμε τη διαφοροποίησή τους σε ενδογενείς και εξωγενείς ως προς την επιχείρηση. Ενδογενείς είναι οι κίνδυνοι, οι οποίοι αφορούν την λειτουργία της επιχείρησης, όπως κίνδυνοι από έλλειψη χρηματοδότησης μιας νέας επένδυσης, κίνδυνοι πυρκαγιάς ή πλημμύρας, βλάβης μηχανημάτων. Επίσης έχουμε και την κατηγορία των εξωγενών κινδύνων όπου δεν προκύπτουν από την λειτουργία της επιχείρησης. Οι κίνδυνοι αυτοί δεν ελέγχονται από την επιχείρηση Παραδείγματος χάριν, κίνδυνοι λόγω αλλαγής πολιτεύματος, αλλαγής κοινωνικών συνθηκών, αλλαγής προτίμησης των καταναλωτών, αλλαγή των γενικών οικονομικών συγκυριών όπως η οικονομική κρίση.
- **με τη φύση τους:** Οι κίνδυνοι αυτοί αποτελούν μια δεύτερη κατηγορία και διακρίνονται σε αυτούς που μπορούν να υπολογισθούν με μαθηματικό τρόπο και στους μη υπολογισθέντες με αυτό. Οι κίνδυνοι που υπολογίζονται με μαθηματικό μοντέλο συγκεκριμένα με την θεωρία των πιθανοτήτων, προβλέπονται στο κόστος λειτουργίας της επιχείρησης. Η ασφάλιση των κινδύνων γίνεται από την ίδια την επιχείρηση μέσω ασφαλιστρων κινδύνου. Τέτοιοι κίνδυνοι είναι οι κίνδυνοι φυσικών καταστροφών. Όσοι κίνδυνοι δεν μπορούν να προβλεφθούν από μια επιχείρηση και να υπολογισθούν με μαθηματικό τρόπο δεν μπορούν να ασφαλιστούν και να συμπεριληφθούν στο κόστος λειτουργίας της επιχείρησης.

Οι προαναφερθέντες κίνδυνοι, είναι ο λόγος που οι επιχειρήσεις φέρουν κέρδη ή ζημίες.

Υπάρχουν διάφορα είδη κινδύνου. Ανάλογα με την οικονομική πράξη και το είδος του περιουσιακού στοιχείου ο κίνδυνος σχετικά με κάποιο μελλοντικό αποτέλεσμα μπορεί να λάβει διαφορετικές μορφές Ένας πρώτος διαχωρισμός είναι σε επιχειρηματικούς (Business Risk) και χρηματοοικονομικούς (Financial Risk) κινδύνους. Οι πρώτοι έχουν να κάνουν με την δυνατότητα της κάθε επιχείρησης να λειτουργεί αποδοτικά και να καταφέρνει, βάση της βασικής λειτουργίας, να παράγει σημαντικά έσοδα και ταμειακές ροές. Κάθε επιχείρηση λειτουργεί σε κάποιο κλάδο ή αγορά που έχει πλήθος κινδύνων είτε σε επίπεδο αγοράς, είτε σε επίπεδο ατομικό επιχειρησιακό. Η μεταβλητότητα των ταμειακών ροών θεωρείται ότι έχει πηγή τον λεγόμενο επιχειρηματικό κίνδυνο. Οι δεύτεροι κίνδυνοι έχουν να κάνουν με την αστάθεια και μεταβλητότητα των διάφορων χρηματοοικονομικών αγορών (χρηματιστήρια, αγορά χρήματος, συναλλάγματος κτλ). Τέτοιοι κίνδυνοι επηρεάζουν χρηματοοικονομικούς οργανισμούς (τράπεζες, εταιρίες επενδύσεων, αμοιβαία κεφάλαια, ασφαλιστικές εταιρίες κτλ) και όσες άλλες επιχειρήσεις, οργανισμούς ή και ιδιώτες εμπλέκονται με αυτές. Οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι θεωρείται ότι έχουν μια σειρά από πηγές ανάλογα και με τη φύση του περιουσιακού στοιχείου που εμπλέκεται σε μια οικονομική πράξη.

Κίνδυνος Αγοράς Στο πλαίσιο του κινδύνου προς τα κάτω (downside risk), ο κίνδυνος αγοράς θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος που προέρχεται από ανεπιθύμητες μεταβολές στην αγοραία αξία των διάφορων περιουσιακών στοιχείων εξ' αιτίας των διάφορων μεταβολών που λαμβάνουν χώρα στην αγορά όπου διαπραγματεύονται τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία, κατά τη διάρκεια που είναι δυνατό να ρευστοποιηθεί κάποιο περιουσιακό στοιχείο. Η περίοδος ρευστοποίησης θεωρείται πολύ σημαντική στο πλαίσιο της εκτίμησης του κινδύνου αγοράς, 10 καθώς όσο πιο μεγάλη είναι αυτή η περίοδος τόσο περισσότερο υπάρχουν ευκαιρίες για μεγάλη μεταβολή της αξίας του υποκείμενου περιουσιακού στοιχείου. Σύμφωνα με διάφορους οικονομολογους ο κίνδυνος αγοράς μπορεί να αντιμετωπιστεί είτε με απλό τρόπο, ρευστοποιώντας τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία για να αποφευχθεί απώλεια από πιθανή πτώση της αξίας τους, εάν βέβαια αυτό μπορεί να γίνει, δηλαδή εάν η περίοδος ρευστοποίησης είναι από τη φύση του περιουσιακού στοιχείου μικρή, είτε με πιο σύνθετο τρόπο αντισταθμίζοντας τον με χρήση κατάλληλων συναλλαγών και παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων. Σημαντικό ρόλο στον κίνδυνο αγοράς παίζει και ο κίνδυνος ρευστότητας. Υποστηρίζεται ότι σε αγορές με υψηλή ρευστότητα, άρα και ευκολία στις συναλλαγές η μεταβλητότητα στην τιμή –άρα και την αξία- προς τα κάτω ενός περιουσιακού στοιχείου δεν είναι τόσο μεγάλη. Αντίθετα, σε αγορές με χαμηλή

ρευστότητα, ο κίνδυνος να πέσει πολύ η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου είναι σαφώς μεγαλύτερος. Έτσι, φαίνεται καθαρά και στην πράξη ότι τα είδη των κινδύνων αναμεταξύ τους συνδέονται στενά και ότι ο συνολικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου σε επίπεδο αξίας ή απόδοσης δεν είναι ένα απλό άθροισμα κινδύνων, όπως έχει ήδη αναφερθεί. Ανεξάρτητα, πάντως, από τον κίνδυνο ρευστότητας, ο «καθαρός» κίνδυνος αγοράς έχει τις πηγές του από τις μεταβολές που λαμβάνουν χώρα στις διάφορες παραμέτρους των αγορών που επηρεάζουν ένα περιουσιακό στοιχείο. Τέτοιες παράμετροι μπορούν να θεωρηθούν οι δείκτες χρηματιστηριακών αγορών, τα επιτόκια, οι συναλλαγματικές ισοτιμίες κτλ). είναι προφανές ότι ένα περιουσιακό στοιχείο μπορεί να έχει πηγές τις μεταβολές από όλες τις παραμέτρους ή μερικές από αυτές. Για παράδειγμα μια μετοχή εγχώριας επιχείρησης έχει πηγή κινδύνου αγοράς από τον δείκτη του εγχώριου χρηματιστηρίου, ενώ μια μετοχή ξένης επιχείρησης έχει πηγή κινδύνου αγοράς τόσο από τον δείκτη του ξένου χρηματιστηρίου, όσο και από την συναλλαγματική ισοτιμία. Ανάλογα, ένα εγχώριο ομόλογο έχει πηγή κινδύνου τα εγχώρια επιτόκια, ενώ ένα ξένο ομόλογο έχει πηγή κινδύνου τα αντίστοιχα ξένα επιτόκια και την συναλλαγματική ισοτιμία. Πάντως, οι αντίστοιχες αυτές αγορές χαρακτηρίζονται επίσης από κίνδυνο ρευστότητας, ο οποίος επηρεάζει αντίστοιχα το επίπεδο των τιμών τους. Έτσι, για να μετρηθεί σωστά ο κίνδυνος αγοράς θα πρέπει η επίδραση της ρευστότητας να απομονωθεί με κάποιο τρόπο. Η λογική είναι να μπορεί να εκτιμηθεί η αστάθεια σε κάποια αγορά που δεν οφείλεται στον παράγοντα της ρευστότητας. Αυτή η αστάθεια που προκαλεί μεταβολές στα επίπεδα των τιμών κάποιας αγοράς είναι η πηγή του κινδύνου αγοράς για ένα αντίστοιχο περιουσιακό στοιχείο. Σε επίπεδο μέτρησης του κινδύνου αγοράς έχει προταθεί η μεθοδολογία «Αξία σε Κίνδυνο» (Value at Risk – VaR). Σύμφωνα με αυτή τη μεθοδολογία, εκτιμάται μια πιθανή (με μεγάλη πιθανότητα πραγματοποίησης 95% ή 99%) προς τα κάτω απώλεια. Για την ακρίβεια εκτιμάται η μέγιστη προς τα κάτω απώλεια που λαμβάνει χώρα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα και οφείλεται καθαρά στις μεταβολές των παραμέτρων της αγοράς που επηρεάζουν ένα συγκεκριμένο περιουσιακό στοιχείο. Είναι φανερό ότι αυτή η πολύ γνωστή και δημοφιλής μεθοδολογία μετράει τον κίνδυνο προς τα κάτω.

### **Κίνδυνος Δείκτη Τιμών Χρηματιστηρίου**

Μια πηγή κινδύνου αγοράς για ένα περιουσιακό στοιχείο είναι οι μεταβολές στον δείκτη τιμών ενός χρηματιστηρίου όπου διαπραγματεύονται οι τιμές των μετοχών επιχειρήσεων που λειτουργούν στην συγκεκριμένη οικονομία και όχι

μόνο. Όσο αφορά, λοιπόν, τον κίνδυνο αγοράς που προέρχεται από τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη τιμών έχουν προταθεί διάφορες μεθοδολογίες εκτίμησής του και διαχείρισής του. Η λογική που παρουσιάζεται στο πλαίσιο της θεωρίας της ανάλυσης του χαρτοφυλακίου αναφέρει ότι ο συνολικός κίνδυνος ενός περιουσιακού στοιχείου που εμπεριέχει κίνδυνο λόγω μεταβολής του δείκτη τιμών ενός χρηματιστηρίου μπορεί να διασπαστεί στον κίνδυνο αγοράς ή γενικό κίνδυνο και στον ειδικό κίνδυνο που οφείλεται σε ατομικούς παράγοντες του συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου και που έχουν πηγή κινδύνου άλλους παράγοντες πλέον της αγοράς. Στο πλαίσιο της διαχείρισης του κινδύνου αγοράς που προέρχεται από τις μεταβολές του γενικού δείκτη τιμών θα πρέπει να αναφερθεί ότι οι συσχετίσεις ανάμεσα στις αποδόσεις των 12 διαφόρων μετοχών δίνουν την ευκαιρία να δημιουργηθούν χαρτοφυλάκια μετοχών στα οποία ο ειδικός κίνδυνος τους έχει εξαλειφθεί ή μειωθεί σημαντικά. Έτσι, η μέτρηση του κινδύνου των μεταβολών του Γενικού Δείκτη θα είναι αρκετή για τη μέτρηση του συνολικού τους κινδύνου. Για αυτό ακριβώς το λόγο, οι μετοχές, σαν περιουσιακά στοιχεία, περιέχουν και κίνδυνο αγοράς και ειδικό κίνδυνο. Αντίθετα, τα διάφορα χαρτοφυλάκια μετοχών και άλλων διάφορων περιουσιακών στοιχείων, περιέχουν σίγουρα γενικό κίνδυνο αγοράς, αλλά είναι δυνατό να μην περιέχουν ειδικό κίνδυνο, καθώς το πλήθος των περιουσιακών στοιχείων και οι χαμηλές –έως και αρνητικές- συσχετίσεις αναμεταξύ τους είναι δυνατό να εξαλείψουν αυτόν τον κίνδυνο στο πλαίσιο της διαφοροποίησης του χαρτοφυλακίου.

### **Κίνδυνος Επιτοκίου**

Ο κίνδυνος επιτοκίου (Interest Rate Risk) θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος που οφείλεται στις κινήσεις και τις μεταβολές των επιτοκίων στο πλαίσιο μιας συγκεκριμένης οικονομίας. Έτσι, είναι προφανές ότι ο κίνδυνος επιτοκίου επηρεάζει περιουσιακά στοιχεία των οποίων η αξία είναι άμεσα συνδεδεμένη με το επίπεδο των επιτοκίων που υπάρχει στο πλαίσιο μιας οικονομίας. Καθώς το επιτόκιο θεωρείται ως «η τιμή του χρήματος», είναι λογικό να διαμορφώνονται τα επίπεδα επιτοκίων όπως διαμορφώνονται και οι τιμές των αγαθών με βάση τις καμπύλες της προσφοράς και ζήτησης. Έτσι, η προσφορά και η ζήτηση χρήματος διαμορφώνει το επίπεδο των επιτοκίων σε καθημερινή βάση στο πλαίσιο λειτουργίας των χρηματαγορών, ενώ το βασικό επιτόκιο σε κάθε οικονομία διαμορφώνεται κατά καιρούς από αποφάσεις που λαμβάνονται από τις αρμόδιες νομισματικές αρχές, όπως είναι οι κεντρικές τράπεζες των διάφορων οικονομιών. Τα επίπεδα των επιτοκίων λοιπόν διαμορφώνονται με μια σχετική αβεβαιότητα, καθώς οι μακροοικονομικοί και μη παράγοντες που τα επηρεάζουν είναι επίσης αβέβαιοι. Συνεπώς, η αστάθεια

που υπάρχει στην διαμόρφωση των επιτοκίων ως παραμέτρων της αγοράς δημιουργεί και τον ανάλογο κίνδυνο αγοράς (επιτοκίου) σε περιουσιακά στοιχεία τα οποία επηρεάζονται από την διαμόρφωση του επιπέδου των επιτοκίων. Παραδείγματα περιουσιακών στοιχείων όπου επηρεάζονται από τον κίνδυνο επιτοκίου είναι κυρίως τραπεζικά προϊόντα όπως δάνεια, καταθέσεις κτλ, αλλά και ομόλογα, ομολογίες και έντοκα γραμμάτια του δημοσίου, καθώς και γραμμάτια που υπογράφονται στο πλαίσιο ετεροχρονισμένων συναλλαγών. Ανάλογα με την θέση που έχει λάβει κάποιος (αγοραστή ή πωλητή) σε ένα περιουσιακό στοιχείο που περιέχει κίνδυνο επιτοκίου (κίνδυνος επιλογής, Optional Risk), είναι δυνατό είτε να χάσει είτε να κερδίσει από τις μεταβολές των επιτοκίων. Για παράδειγμα, εάν κάποιος δανείσει χρήματα με κυμαινόμενο επιτόκιο, τότε ανοδική πορεία των επιτοκίων θα προκαλέσει περαιτέρω όφελος σε αυτόν, ενώ θα προκαλέσει περισσότερο κόστος σε αυτόν που έχει δανειστεί. Τα ακριβώς αντίθετα θα συμβούν σε περίπτωση πτωτικής πορείας των επιτοκίων. Σε περιουσιακά στοιχεία που χαρακτηρίζονται από σταθερό επιτόκιο έχουν κίνδυνο επιτοκίου, έστω και με έμμεσο τρόπο. Για παράδειγμα, όταν κάποιος δανείσει με σταθερό επιτόκιο και τα επιτόκια ακολουθήσουν πτωτική πορεία, τότε έχει όφελος, υπό την έννοια ότι δανείζει, άρα κερδίζει, με επιτόκιο μεγαλύτερο από το ότι ισχύει στην αγορά. Ομοίως, ο δανειζόμενος θα έχει ζημιά, καθώς πληρώνει το μεγαλύτερο σταθερό επιτόκιο αν και μπορούσε να δανειστεί με μικρότερο επιτόκιο, άρα και κόστος. Τα ακριβώς αντίθετα θα ισχύουν για δανειστή και δανειζόμενο σε περίπτωση που τα επιτόκια ακολουθήσουν ανοδική πορεία. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι ο κίνδυνος επιτοκίου θεωρείται περισσότερο εύκολος να διαχειριστεί και να αντιμετωπιστεί. Ο λόγος είναι ότι από τη μια δεν υπάρχει τόση μεγάλη αβεβαιότητα σχετικά με το επίπεδο των επιτοκίων, καθώς οι παράγοντες που επηρεάζουν την διαμόρφωση των επιτοκίων δεν είναι τόσο ευμετάβλητοι όσο άλλοι παράγοντες που επιδρούν π.χ. στις τιμές των μετοχών. Από την άλλη μεριά, υπάρχουν μεθοδολογίες με χρήση της διάρκειας τους (Duration) σαν παράμετρο ευαισθησίας της αξίας των επιτοκιακών περιουσιακών στοιχείων, όπου σε χαρτοφυλάκια επιτοκιακών περιουσιακών στοιχείων δεν μεταβάλλεται η αξία τους, από τη μεταβολή των επιτοκίων (Interest Rate Portfolio Immunization).

### **Συναλλαγματικός Κίνδυνος**

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος από την πτώση της αξίας ενός περιουσιακού στοιχείου που οφείλεται στις κινήσεις και τις μεταβολές των συναλλαγματικών ισοτιμιών που διαμορφώνονται στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος., Πρόκειται για ένα κίνδυνο ο οποίος υπάρχει μόνο σε

περιουσιακά στοιχεία τα οποία αποτιμούνται και διαπραγματεύονται σε άλλο νόμισμα πλέον το εγχώριο μιας συγκεκριμένης οικονομίας. Εάν τα ξένα περιουσιακά στοιχεία δεν είχαν άλλο είδος κινδύνου (αγοράς, πιστωτικού κτλ), τότε θα είχαν μόνο συναλλαγματικό κίνδυνο. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος θεωρείται ότι ανήκει στο ευρύτερο πεδίο των διεθνών χρηματοοικονομικών. Δεν θεωρείται ότι είναι ένας κίνδυνος ιδιαίτερα πολύπλοκος στην μέτρηση του και στην διαχείρισή του γενικότερα. Μάλιστα, ανάλογα με τη φύση ενός ξένου περιουσιακού στοιχείου και τι άλλου κινδύνου αγοράς περιέχει (χρηματιστηριακού δείκτη, επιτοκίου κτλ), χρησιμοποιούνται οι ίδιες τεχνικές που περιγράφηκαν επιπλέον του ότι υπάρχει και η διαδικασία μετατροπής της αξίας ή της απόδοσης σε εγχώριο νόμισμα. Καθώς οι συναλλαγματικές ισοτιμίες διαμορφώνονται καθημερινώς ανάλογα με την προσφορά και ζήτηση των διάφορων νομισμάτων, υπάρχει μεταβλητότητα ως προς τα επίπεδά τους. Αυτή η μεταβλητότητα είναι που προκαλεί τον συναλλαγματικό κίνδυνο. Καθώς, ο συναλλαγματικός κίνδυνος συνυπάρχει μαζί με τα άλλα είδη του κινδύνου αγοράς, είναι λογικό να υπάρχει μια αλληλεπίδραση. Μάλιστα, στο πλαίσιο της διεθνούς οικονομικής θεωρίας και πιο συγκεκριμένα της θεωρίας της διαμόρφωσης των συναλλαγματικών ισοτιμιών υπάρχει η σχέση της ισοτιμίας του καλυμμένου αρμπιτραζ (Covered Arbitraz Exchange Rate Parity) όπου η ισοτιμία ενός νομίσματος με ένα άλλο νόμισμα είναι συνάρτηση των επιτοκίων που υπάρχουν στις οικονομίες των δύο νομισμάτων. Είναι λογικό να υπάρχει μια τέτοια σχέση, καθώς το κάθε νόμισμα έχει τιμή ή αλλιώς έχει αξία λόγω του αντίστοιχου επιτοκίου του. Για παράδειγμα όταν κάποιος αγοράζει π.χ. Αγγλικές λίρες δεν καρπώνεται μόνο μια πιθανή άνοδο της λίρας στις διεθνείς αγορές συναλλάγματος έναντι του νομίσματος με το οποίο έγινε η αγορά, αλλά καρπώνεται άμεσα ή έμμεσα και το Αγγλικό επιτόκιο της λίρας για το αντίστοιχο χρονικό διάστημα που είχε τις λίρες στην κατοχή του. Σχετικά με την αντιμετώπισή του συναλλαγματικού κινδύνου υπάρχουν μια σειρά από κατάλληλα παράγωγα χρηματοοικονομικά εργαλεία όπως συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (future contracts), προθεσμιακά συμβόλαια (forward contracts), ανταλλαγές νομισμάτων (swap contracts), δικαιώματα προαίρεσης (options) κτ

### **Κίνδυνος Αθέτησης**

Ο κίνδυνος αθέτησης θεωρείται ότι είναι μια σημαντική πηγή απώλειας. Ο κίνδυνος αυτός ορίζεται σαν ο κίνδυνος αθέτησης από την μεριά κάποιου που είναι δανειολήπτης με κάποιο τρόπο (δάνειο από τράπεζα, έκδοση ομολόγου, κτλ) και πραγματεύεται το ενδεχόμενο αποτυχίας του δανειολήπτη, μια συγκεκριμένη στιγμή, να είναι συνεπής με τις υποχρεώσεις 16 που έχει ως προς

την αποπληρωμή του δανείου σχετικά με τις δόσεις και του τόκους. Ο κίνδυνος αθέτησης μετράται από την πιθανότητα αθέτησης (Probability of Default - PD), όπου μετράει την πιθανότητα να αθετήσει κάποιος δανειολήπτης μια συγκεκριμένη πληρωμή. Ο κίνδυνος αθέτησης έχει ως αποτέλεσμα μερική ή ολική απώλεια του ποσού που εκείνη τη στιγμή ο δανειολήπτης οφείλει στον δανειστή. Μια άλλη διάσταση του πιστωτικού κινδύνου αθέτησης θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος να μειωθεί η πιστοληπτική ικανότητα κάποιου τωρινού ή υποψήφιου δανειολήπτη. Βέβαια, μια τέτοια μείωση δεν σημαίνει αθέτηση πληρωμής, αλλά σημαίνει ότι η πιθανότητα αθέτησης αυξάνει, και η μείωση της πιστοληπτικής ικανότητας περνάει στο κόστος του δανεισμού το οποίο αυξάνει για να αντισταθμίσει αυτήν την αύξηση του κινδύνου για τον δανειολήπτη. Στο τραπεζικό χαρτοφυλάκιο, ο πιστωτικός κίνδυνος είναι ουσιώδους σημασίας καθώς η αθέτηση ενός μικρού αριθμού σημαντικών πελατών μπορεί να προκαλέσει σημαντικές απώλειες και ίσως και να οδηγήσει ακόμα και σε προβλήματα χρεωκοπίας μια τράπεζα. Θα πρέπει στο σημείο αυτό να τονιστεί ότι υπάρχουν διάφορα είδη αθετήσεων:

- Καθυστέρηση στην πληρωμή
- Ανασχηματισμός των δανειακών υποχρεώσεων εξ' αιτίας σημαντικής πτώσης στην πιστοληπτική ικανότητα
- Χρεωκοπία Σύμφωνα με αυτά τα είδη αθετήσεων, απλές καθυστερήσεις στην πληρωμή δεν μετατρέπονται απαραίτητα σε αθέτηση, καθώς η ανικανότητα για αποπληρωμή σε πολλές περιπτώσεις είναι πρόσκαιρη, ενώ πολλοί χρηματοοικονομικοί οργανισμοί, βάσει και της νομοθεσίας, ορίζουν ένα διάστημα 3-6 μηνών προτού κινηθούν δικαστικά για να διεκδικήσουν τα οφειλόμενα. Ο ανασχηματισμός των δανειακών υποχρεώσεων θεωρείται ότι είναι πολύ κοντά σε αυτό που ονομάζεται οριστική καθυστέρηση των οφειλών, καθώς συνήθως προέρχεται από δομικά προβλήματα στην ικανότητα του δανειολήπτη στο να αντιμετωπίσει τις δανειακές του υποχρεώσεις. Εντούτοις, σε κάποιες περιπτώσεις, ένας τέτοιος ανασχηματισμός βοηθάει τον δανειολήπτη να μπορεί να αποπληρώσει τις υποχρεώσεις του και την τράπεζα να μην υποστεί απώλειες λόγω πιστωτικού κινδύνου. Τέλος, σε περίπτωση χρεωκοπίας, ο δανειστής κινείται, βάσει νόμου, για να διεκδικήσει τα οφειλόμενα μέσω της ρευστοποίησης των όποιων περιουσιακών στοιχείων έχει στην κατοχή του ο δανειολήπτης. Σε μια τέτοια περίπτωση, το γεγονός της αθέτησης είναι δεδομένο και από εκεί και ύστερα ο πιστωτικός κίνδυνος μετατίθεται σε επίπεδα έκθεσης (οφειλόμενου ποσού) και απώλειας λόγω αθέτησης (ποσοστό ποσού που χάνει η τράπεζα ως προς τη συνολική οφειλή). Θα πρέπει να σημειωθεί ότι με τον όρο αθέτηση (Default), υπονοείται



οποιαδήποτε άλλη σοβαρή περίπτωση αθέτησης δανειακών υποχρεώσεων εκτός από μια απλή καθυστέρηση (Delinquency). Στο εμπορικό χαρτοφυλάκιο, το οποίο αποτελείται από περιουσιακά στοιχεία τα οποία εμπεριέχουν πιστωτικό κίνδυνο και μπορούν να γίνουν αντικείμενο συναλλαγών (ομόλογα, έντοκα γραμμάτια κτλ), θα πρέπει αρχικά να τονιστεί ότι οι αγορές κεφαλαίου αποτιμούν τον πιστωτικό κίνδυνο των εκδοτών και των δανειοληπτών γενικότερα σε τιμές. Σε αντίθεση με τα δάνεια, που σχηματίζουν το τραπεζικό χαρτοφυλάκιο, ο πιστωτικός κίνδυνος των περιουσιακών στοιχείων που γίνονται αντικείμενο συναλλαγής μετράται από τα διάφορα ειδικευμένα πρακτορεία (rating agencies) που δίνουν διαβαθμίσεις πιστοληπτικής ικανότητας των εκδοτών εκτιμώντας την ποιότητα του εκδιδόμενου χρέους ακόμα και μέσω των μεταβολών των τιμών των μετοχών, αν πρόκειται για δανειολήπτη που είναι εισηγμένη εταιρεία. Ο πιστωτικός κίνδυνος φαίνεται επίσης και από τα πιστωτικά περιθώρια (Credit Spreads) πλέον των επιτοκίων χωρίς κίνδυνο που έχουν ως αποτέλεσμα την απαιτούμενη απόδοση του χρέους. Σε περιουσιακά στοιχεία που αποτελούν το εμπορικό χαρτοφυλάκιο και έχουν πιστωτικό κίνδυνο, θεωρείται ότι πτώση της πιστοληπτικής ικανότητας θα πρέπει να ενσωματώνεται στην αξία του περιουσιακού στοιχείου. Έτσι, η τιμή τέτοιων περιουσιακών στοιχείων θα πρέπει να εξαρτάται και από τον πιστωτικό κίνδυνο πλέον από τον κίνδυνο αγοράς Έχοντας ορίσει τον πιστωτικό κίνδυνο, τις διαστάσεις του, και το πώς παρουσιάζεται στο τραπεζικό και το εμπορικό χαρτοφυλάκιο, θα πρέπει να αναφερθεί και πως μετράται ο πιστωτικός κίνδυνος. Είναι προφανές ότι η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς θεωρείται ο σημαντικότερος κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες. Επίσης, το γεγονός ότι οι τράπεζες έχουν την δυνατότητα να επιλέξουν εάν θα έχουν τον ένα ή τον άλλο δανειολήπτη, αυξάνει τη σημασία της μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου. Η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου περιλαμβάνει κατά πρώτο λόγο την μέτρηση για την κάθε συνιστώσα του: πιθανότητα αθέτησης, έκθεση κατά την αθέτηση, απώλεια κατά την αθέτηση, και κατά δεύτερο λόγο περιλαμβάνει την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας. Η έλλειψη επαρκών δεδομένων κάνει την εκτίμηση αυτών των συνιστωσών μια ακόμα πρόκληση στο πλαίσιο εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου. Οι πιστοληπτικές διαβαθμίσεις θεωρούνται παραδοσιακά μέτρα της πιστωτικής ποιότητας των διάφορων περιουσιακών στοιχείων που έχουν πιστωτικό κίνδυνο. Ορισμένα χαρακτηριστικά των συστημάτων διαβαθμίσεων είναι και τα παρακάτω:

- Οι διαβαθμίσεις θεωρούνται ότι είναι τακτικά ή σχετικά μέτρα κινδύνου και όχι απόλυτα, όπως οι πιθανότητες αθέτησης.

- Οι εξωτερικές διαβαθμίσεις προέρχονται από τα διάφορα ειδικευμένα πρακτορεία, όπως είναι οι Moody's, Standard & Poor's, Fitch, κτλ. Οι κλίμακες τους αποτελούνται από 20 διαβαθμίσεις εκτός από τις διαβαθμίσεις που θεωρούνται ότι είναι πολύ κοντά στην αθέτηση.

- Η διαβάθμιση, πάντως, ενός δανειολήπτη καθορίζει-εκτιμάει και την πιθανότητα αθέτησης

- Οι τράπεζες χρησιμοποιούν και εσωτερικά συστήματα διαβάθμισής, καθώς πολλοί δανειολήπτες δεν είναι εισηγμένες επιχειρήσεις που διαβαθμίζονται από τα εξωτερικά πρακτορεία.

- Θεωρείται ότι οι διαβαθμίσεις, σαν τακτικά μέτρα, δεν είναι επαρκείς στο να εκτιμήσουν και να αποτιμήσουν τον πιστωτικό κίνδυνο

Οι διαβαθμίσεις εφαρμόζονται μόνο σε επίπεδο ατομικού δανειολήπτη και δεν μπορούν να εφαρμοστούν σε επίπεδο χαρτοφυλακίου, αποτιμώντας τα οφέλη της διαφοροποίησης. Η εκτίμηση της πιθανότητας αθέτησης θεωρείται ότι είναι μια αληθινή πρόκληση. Πραγματικά, μόλις τα τελευταία χρόνια έχει γίνει ουσιαστική προσπάθεια για εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου μέσω της εκτίμησης της πιθανότητας αθέτησης. Η εκτίμηση αυτή, θεωρείται πρόκληση, μαζί με την εκτίμηση των ωφελειών που προκαλούνται από την διαφοροποίηση στα πλαίσια ενός πιστωτικού χαρτοφυλακίου. Εκτός από τις διαβαθμίσεις, υπάρχουν και άλλες μεθοδολογίες εκτίμησης του πιστωτικού κινδύνου που έχει εφαρμογή σε δανειακά προϊόντα λιανικής τραπεζικής κυρίως. Δηλαδή σε επιχειρηματικά δάνεια μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων και σε δάνεια σε ιδιώτες (καταναλωτικά, στεγαστικά κτλ). Οι μεθοδολογίες αυτές είναι τα συστήματα πιστωτικής βαθμολόγησης (credit scoring systems). Τα τελευταία χρόνια έχουν αναπτυχθεί συστήματα νέας γενιάς όπου εκτιμούν όχι μόνο την πιστοληπτική ικανότητα, αλλά και άλλες παραμέτρους όπως την μελλοντική πιστωτική και συναλλακτική συμπεριφορά, την ικανότητα να φέρνει κέρδος στην τράπεζα κτλ. Στον πιστωτικό κίνδυνο, θα πρέπει να αναφέρουμε ένα ακόμα κίνδυνο ο οποίος μοιάζει, με τον πιστωτικό κίνδυνο. Ο κίνδυνος αυτός είναι ο κίνδυνος χώρας (Country Risk). Ο κίνδυνος χώρας θεωρείται ότι είναι ο κίνδυνος που οφείλεται σε μια κρίση που συμβαίνει σε μια χώρα και μπορεί να προκαλέσει απώλειες σε κατόχους περιουσιακών στοιχείων που αποτιμώνται στο νόμισμα αυτής της χώρας. Πιο συγκεκριμένα, ο κίνδυνος χώρας περιλαμβάνει:

- Κίνδυνος αθέτησης πληρωμών του δημοσίου σε εξωτερικούς δανειστές λόγω αύξησης των ελλειμμάτων κτλ
- Δυσμενή μεταβολή των οικονομικών συνθηκών

που προκαλεί πτώση της πιστοληπτικής ικανότητας των διάφορων τοπικών δανειοληπτών

- Μεγάλη πτώση της συναλλαγματικής αξίας του τοπικού νομίσματος
- Αδυναμία μεταφοράς κεφαλαίων εκτός χώρας Θα πρέπει να τονιστεί ότι ο κίνδυνος χώρας αποτελεί βάση για τον πιστωτικό κίνδυνο, όπως μετράται από τις πιστωτικές διαβαθμίσεις, όλων των εγχώριων δανειοληπτών. Έτσι, ο κάθε δανειολήπτης εκτιμάται ως προς την πιστοληπτική του ικανότητα και μέσω της πιστοληπτικής ικανότητας της χώρας που ανήκει.

### **Ο κίνδυνος έκθεσης**

Σε γενικές γραμμές ο κίνδυνος έκθεσης (Exposure at Default-EAD) μπορεί να θεωρηθεί ως μια εκτίμηση του βαθμού στον οποίο η τράπεζα μπορεί να βρεθεί εκτεθειμένη από κάποιον αντισυμβαλλόμενο ,π.χ. δανειολήπτη, σε χρονική στιγμή και για χρηματικό ποσό που οφείλει ο αντισυμβαλλόμενος κατά τη στιγμή της αθέτησης και ονομάζεται «έκθεση κατά τη στιγμή της αθέτησης». Ο υπολογισμός του κινδύνου έκθεσης διαφέρει αν επιτευχθεί με τη βασική προσέγγιση (foundation approach) σε σχέση με την προηγμένη προσέγγιση (advanced approach). Στο πλαίσιο της βασικής προσέγγισης ο υπολογισμός της έκθεσης κινδύνου διέπεται από ρυθμιστικές αρχές ,ενώ σύμφωνα με την εξελιγμένη προσέγγιση (A-IRB) οι τράπεζες έχουν μεγαλύτερη ευελιξία σχετικά με το ποια μέθοδο θα εφαρμόσουν για να υπολογιστεί ο κίνδυνος έκθεσης, βάσει της φύσεως της εκάστοτε συναλλαγής και των χαρακτηριστικών της. Ο κίνδυνος έκθεσης χρησιμοποιείται κυρίως στις επιχειρήσεις τραπεζικό τομέα.

### **Κίνδυνος ανάκτησης**

Ο κίνδυνος ανάκτησης περιγράφει ποιο μέρος από το ποσό που οφείλεται κατά τη στιγμή της αθέτησης κατάφερε ο δανειστής να ανακτήσει από τον δανειολήπτη. Το ποσοστό του ποσού που κατάφερε να ανακτήσει ως προς την συνολική οφειλή ονομάζεται ποσοστό ανάκτησης (Recovery Rate), ενώ το ποσοστό του ποσού που δεν κατάφερε να ανακτήσει ως προς την συνολική οφειλή ονομάζεται «απώλεια δεδομένης της αθέτησης» (Loss Given Default - LGD).

### **Κίνδυνος Ρευστότητας**

Ο κίνδυνος ρευστότητας παίζει σημαντικό ρόλο στην διαμόρφωση του κινδύνου αγοράς. Πιστεύεται ότι ο κίνδυνος ρευστότητας επιδεινώνει περισσότερο τις αρνητικές συνέπειες που προκαλεί ουσιαστικά ο κίνδυνος αγοράς ο οποίος αναφέρεται σε πολλές διαστάσεις όπως αδυναμία να

αντληθούν κεφάλαια σε κάποιο λογικό κόστος, κίνδυνος ρευστότητας περιουσιακού στοιχείου ,κίνδυνος ρευστότητας αγοράς, κτλ. Ο κίνδυνος άντλησης κεφαλαίων εξαρτάται από το πόσο επικίνδυνο θεωρεί η αγορά κάποια οικονομική μονάδα που θέλει να αντλήσει κεφάλαια. Ουσιαστικά, η επικινδυνότητα κάποιου στο θέμα της άντλησης κεφαλαίων έχει να κάνει, σε πολλές περιπτώσεις με την πιστοληπτική του ικανότητα. Κάποιος που χρειάζεται κεφάλαια, αλλά δεν έχει καλή πιστοληπτική ικανότητα αντιμετωπίζει περισσότερες δυσκολίες να βρει αυτά τα κεφάλαια που χρειάζεται. Έτσι, ο κίνδυνος ρευστότητας σε τέτοιο επίπεδο αυξάνει το κόστος άντλησης κεφαλαίων και έτσι μειώνει κάποια επικείμενη κερδοφορία και επιπλέον μελλοντική διευκόλυνση στην άντληση επιπλέον κεφαλαίων.

### **Κίνδυνος ρευστότητας περιουσιακού στοιχείου**

Ο κίνδυνος αυτός έχει να κάνει με το κατά πόσο εύκολη είναι η αγοροπωλησία ενός συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου ανεξάρτητα από την ρευστότητα που υπάρχει στην συγκεκριμένη αγορά που διαπραγματεύεται. Είναι δυνατό, για ειδικούς λόγους, κάποιο περιουσιακό στοιχείο να είναι δύσκολο να διαπραγματευτεί για να γίνει αντικείμενο αγοροπωλησίας. Επίσης, είναι δυνατό να μην μπορεί να διαπραγματευτεί για λόγους συμφωνίας. Για παράδειγμα, μια προθεσμιακή κατάθεση έχει πρόστιμο εάν ο καταθέτης θελήσει να έχει τα χρήματα πριν την προκαθορισμένη ημερομηνία. Ομοίως, ένα δάνειο να μην μπορεί να αποπληρωθεί πριν την προκαθορισμένη λήξη ακόμα και εάν ο δανειζόμενος μπορεί και επιθυμεί να το εξοφλήσει πλήρως. Είναι προφανές ότι ο κίνδυνος ρευστότητας περιουσιακού στοιχείου έχει ισχυρή αλληλεπίδραση τόσο με τον κίνδυνο ρευστότητας αγοράς, όσο και με τον κίνδυνο άντλησης κεφαλαίων. Ο κίνδυνος ρευστότητας της αγοράς έχει να κάνει με το κατά πόσο συχνές είναι οι αγοροπωλησίες σε μια συγκεκριμένη αγορά. Έχει παρατηρηθεί ότι ο κίνδυνος ρευστότητας σε τέτοιο επίπεδο προκαλεί υψηλό προς τα κάτω, αλλά και προς τα πάνω κίνδυνο, όταν κάποιος αντισυμβαλλόμενος είναι απρόθυμος, για τους δικούς του λόγους, να προβεί σε κάποια συναλλαγή. Πάντως, θεωρείται ότι ο κίνδυνος άντλησης κεφαλαίων και ο κίνδυνος ρευστότητας αγοράς είναι ισχυρά συνδεδεμένοι και θεωρείται ότι ουσιαστικά ο ένας είναι αιτία εμφάνισης του άλλου και το αντίθετο. Ο κίνδυνος ρευστότητας θεωρείται ένας πολύ σημαντικός κίνδυνος που πρέπει να διαχειριστεί αποτελεσματικά, καθώς είναι δυνατό, σε μια ακραία μορφή του, να οδηγήσει ακόμα και στην χρεωκοπία. Βέβαια, θα πρέπει να τονιστεί ότι αυτή η ακραία μορφή του κινδύνου ρευστότητας είναι συχνά αποτέλεσμα των άλλων κινδύνων. Εντούτοις, η αντιμετώπισή του δεν θεωρείται μια διαδικασία ιδιαίτερα δύσκολη και επίπονη. Πιο συγκεκριμένα, ο κίνδυνος ρευστότητας

μπορεί να διαχειριστεί αποτελεσματικά στο πλαίσιο της εφαρμογής της διαχείρισης ενεργητικού-παθητικού (Asset –Liability Management –ALM) όπου δεδομένων των υποχρεώσεων που υπάρχουν για κάποια οικονομική μονάδα ως προς τη χρονική τους διάρθρωση και την ρευστότητα επιλέγονται τα κατάλληλα περιουσιακά στοιχεία ως προς την δικιά τους χρονική διάρθρωση και την ρευστότητα. Σκοπός είναι να υπάρχουν ρευστά και ποιοτικά περιουσιακά στοιχεία, έτσι ώστε να καλύπτονται τα «κενά ρευστότητας» (Liquidity Gaps), είτε με ρευστοποίηση των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων, είτε με άντληση ρευστών κεφαλαίων σε λογικό κόστος, λόγω της καλής ποιότητας των υπαρχόντων περιουσιακών στοιχείων που προσδίδουν καλή πιστοληπτική ικανότητα.

### **Λειτουργικός Κίνδυνος**

Ο λειτουργικός κίνδυνος δεν θεωρείται ένας χρηματοοικονομικός κίνδυνος. Εντούτοις, λαμβάνει χώρα στο πλαίσιο της λειτουργίας όχι απλά όλων των επιχειρήσεων, αλλά και στο πλαίσιο όλων των λειτουργιών μέσα σε μια επιχείρηση για αυτό και κρίνεται σκόπιμο να εξεταστεί σαν ένα είδος κινδύνου. Με την εξάπλωση και την χρήση νέων τεχνολογιών και καινοτομιών σχεδόν σε όλους τους κλάδους της οικονομίας, ο λειτουργικός κίνδυνος έχει αποκτήσει μια ιδιαίτερη σημασία στο γενικότερο πλαίσιο της διαχείρισης κινδύνων, και έτσι όλο και περισσότεροι ασχολούνται με την φύση του, τη διαδικασία μέτρησης και εκτίμησής του, καθώς και την αντιμετώπισή του στο γενικότερο πλαίσιο της διαχείρισης του λειτουργικού κινδύνου. Ο λειτουργικός κίνδυνος έχει, λοιπόν, τις πηγές του σε υπολειτουργίες, και ιδιαίτερα κακές λειτουργίες, των πληροφοριακών συστημάτων που χρησιμοποιούνται από κάποιο οργανισμό, όπως τα διάφορα συστήματα αναφορών, τα εσωτερικά συστήματα παρακολούθησης κινδύνου και τις όποιες εσωτερικές διεργασίες έχουν σχεδιαστεί για να παράγουν έγκυρα και έγκαιρα αποτελέσματα συμμορφωμένα με τους κανόνες που διαμορφώνονται εσωτερικά σχετικά με την διαχείριση κινδύνων. Η γενική αρχή της μέτρησης του λειτουργικού κινδύνου θεωρείται ότι είναι να εκτιμηθεί η πιθανότητα εμφάνισης κάποιου δυσάρεστου απρόοπτου και η απώλεια που θα επιφέρει ένα τέτοιο απρόοπτο. Η διαδικασία αυτή δεν είναι τόσο εύκολη, καθώς η ταξινόμηση των πηγών του λειτουργικού κινδύνου είναι υποκειμενική, όπως και η διαδικασία της συλλογής των κατάλληλων δεδομένων δεν είναι ιδιαίτερα εύκολή. Για να γίνει ακόμα πιο κατανοητή η σημασία του λειτουργικού κινδύνου στους χρηματοοικονομικούς οργανισμούς, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι η Επιτροπή της Βασιλείας (Basel Committee), που είναι υπεύθυνη για το κανονιστικό πλαίσιο των τραπεζών σε διεθνές επίπεδο, έχει εκδώσει ειδικές οδηγίες για την

μέτρηση και διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου στην τελευταία έκδοσή της (Basel III) που έχει τεθεί σε ισχύ από το Σεπτέμβριο 2010. Σύμφωνα, λοιπόν, με την Επιτροπή της Βασιλείας ο λειτουργικός κίνδυνος ορίζεται ως «ο κίνδυνος άμεσων ή έμμεσων απωλειών που είναι αποτέλεσμα ανεπαρκών ή ανεπιτυχών εσωτερικών διαδικασιών, ανθρώπων και συστημάτων είτε από εξωτερικά συμβάντα». Στην πραγματικότητα ο λειτουργικός κίνδυνος είναι αποτέλεσμα κάποιων γεγονότων και συγκυριών που έχουν ως αποτέλεσμα μια απώλεια. Για αυτό και ο λειτουργικός κίνδυνος ονομάζεται και κίνδυνος γεγονότος. Στην πραγματικότητα υπάρχει ένας τεράστιος αριθμός γεγονότων, στο πλαίσιο του λειτουργικού κινδύνου, που μπορεί να προκαλέσουν απώλειες. Για μια αποτελεσματική διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου έχει προταθεί να ταξινομηθούν, με κάποια κριτήρια, τα γεγονότα που προκαλούν την εμφάνισή του.

### **1.3 Διαχείριση κινδύνου**

Αναντίρρητα ο κίνδυνος ελλοχεύει σε όλες τις εκφάνσεις της ζωής τόσο του σύγχρονου όσο και του αρχαίου πολιτισμού. Ακόμα και όταν ο άνθρωπος ζούσε στα σπήλαια ερχόταν αντιμέτωπος με άγρια ζώα ή και με ακραία καιρικά φαινόμενα. Έτσι ο άνθρωπος έμαθε από πολύ νωρίς να δημιουργεί μηχανισμούς αντιμετώπισης του εκάστοτε κινδύνου.

Η διαχείριση κινδύνου είναι ο προσδιορισμός, η αξιολόγηση και η ιεράρχηση των κινδύνων. Εν συνεχεία η επιχείρηση συντονίζει όλους τους πόρους και τα εργαλεία της για την ελαχιστοποίηση, την παρακολούθηση και τον έλεγχο των αντικτύπων των ατυχών συμβάντων και για τη μεγιστοποίηση της πραγματοποίησης ευκαιριών.

Η διαχείριση κινδύνου είναι κεντρικός πυρήνας της διαχείρισης στρατηγικής κάθε οργανισμού. Είναι η διεργασία με την οποία οι οργανισμοί προσεγγίζουν μεθοδικά τους κινδύνους που σχετίζονται με τις δραστηριότητές τους, με σκοπό την επίτευξη αιεφόρου οφέλους σε κάθε δραστηριότητα και επί του χαρτοφυλακίου όλων των δραστηριοτήτων. Το επίκεντρο της καλής διαχείρισης κινδύνου είναι η αναγνώριση και ο χειρισμός αυτών των κινδύνων. Στόχος της είναι να προσθέσει τη μέγιστη αιεφόρο αξία σε όλες τις δραστηριότητες του οργανισμού. Ταξινομεί την κατανόηση των πιθανών οφελών και απειλών όλων εκείνων των παραγόντων που μπορούν να επηρεάσουν τον οργανισμό. Αυξάνει την πιθανότητα επιτυχίας, και μειώνει αμφότερα, την πιθανότητα αποτυχίας

και την αβεβαιότητα επίτευξης των συνολικών στόχων του οργανισμού. Η διαχείριση κινδύνου θα έπρεπε να είναι μία συνεχής και αναπτυσσόμενη διεργασία, η οποία διατρέχει τη στρατηγική του οργανισμού και την υλοποίηση αυτής της στρατηγικής. Θα έπρεπε να προσεγγίζει μεθοδικά όλους τους κινδύνους που περιβάλλουν τις παλαιότερες, τρέχουσες και ιδιαιτέρως τις μελλοντικές δραστηριότητες του οργανισμού

Επί της ουσίας θα πρέπει η διαχείριση κινδύνου να πρέπει να συμπεριλαμβάνεται στην κουλτούρα της επιχείρησης. Κάθε μέλος της επιχείρησης θα πρέπει να είναι ενήμερο και να εφαρμόζει στο ακέραιο την κουλτούρα αυτή.



Πηγή: chgs.eu

#### **1.4 Οι στρατηγικές για τη διαχείριση απειλών**

Οι στρατηγικές για τη διαχείριση απειλών (αβεβαιότητες με αρνητικές συνέπειες) περιλαμβάνουν συνήθως την αποφυγή της απειλής, τη μείωση του αρνητικού αποτελέσματος ή της πιθανότητας της απειλής, τη μεταφορά ολόκληρης ή μέρους της απειλής σε άλλο μέρος, και ακόμη και τη διατήρηση

ορισμένων ή όλων των πιθανών ή πραγματικών συνεπειών μιας απειλής. Το αντίθετο από αυτές τις στρατηγικές μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την αντιμετώπιση ευκαιριών (αβέβαιες μελλοντικές καταστάσεις με οφέλη).

Ορισμένα πρότυπα διαχείρισης κινδύνου έχουν επικριθεί για το ότι δεν έχουν μετρήσιμη βελτίωση του κινδύνου, ενώ η εμπιστοσύνη στις εκτιμήσεις και τις αποφάσεις φαίνεται να αυξάνεται

Πιο αναλυτικά οι μέθοδοι που χρησιμοποιούνται είναι οι εξής :

1. Αποφυγή του κινδύνου : η αποφυγή ωστόσο μπορεί να μην είναι εφικτή ή εφαρμόσιμη στην πράξη. Για παράδειγμα μπορεί κάποιος να θέλει να αποφύγει κάποιο αυτοκινητιστικό δυστύχημα αποφασίζοντας να μην οδηγήσει ξανά στη ζωή του.

2. Πρόληψη κινδύνου : είναι όλα τα μέτρα που λαμβάνονται είτε από ένα άτομο είτε από μια επιχείρηση για αποφυγή των κινδύνων.

3. Ανάλυση ή κράτηση του κινδύνου: Είναι η απόφαση που λαμβάνεται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις ή τα άτομα να αναλάβουν οι ίδιοι το σύνολο ή μέρος των κινδύνων. Η μέθοδος αυτή αποτελεί μια ευρέως χρησιμοποιούμενη μέθοδο αντιμετώπισης κινδύνων.

4. Ασφάλιση κινδύνου: Χρησιμοποιείται συνήθως σε περιπτώσεις με μικρή πιθανότητα εμφάνισης ζημιογόνου γεγονότος, το οποίο όμως κρύβει υψηλό κόστος. Στην περίπτωση που επιλεγεί η μέθοδος αυτή, θα πρέπει να γίνει η επιλογή των ασφαλιστικών καλύψεων του ασφαλιστή και των όρων της ασφάλισης.

5. Μεταφορά κινδύνου: Σε αυτή την περίπτωση κάποιος που είναι εκτεθειμένος σε έναν κίνδυνο παρακινεί κάποιον άλλον να τον αναλάβει και αυτό γίνεται μέσω ενός συμβολαίου ή συμφωνητικού όπως για παράδειγμα υπάρχει συμβόλαιο που αναφέρει ότι σε περίπτωση κλοπής πνευματικής ιδιοκτησίας, την ευθύνη φέρει ο συγγραφέας και όχι ο εκδότης.





Πηγή:securitymanager.gr

## 1.5 Ανάλυση κινδύνου

### 1.5.1 Αναγνώριση κινδύνου

Η αναγνώριση κινδύνου είναι ένα σημαντικό βήμα για τη διαχείριση του κινδύνου και ως σκοπό έχει την ταυτοποίηση της έκθεσης του οργανισμού στην αβεβαιότητα. Εδώ χρειάζεται μία βαθιά γνώση της αγοράς στην οποία δραστηριοποιείται η επιχείρηση καθώς και το νομικό, κοινωνικό, πολιτικό και πολιτισμικό περιβάλλον στο οποίο εμπεριέχεται, καθότι θα πρέπει να στην αναπτυχθεί και να κατανοηθεί πλήρως το εύρος των στρατηγικών που πρέπει να αναπτυχθούν. Η αναγνώριση κινδύνου πρέπει να προσεγγίζεται με ένα μεθοδικό τρόπο για να διασφαλίσει ότι όλες οι σημαντικές δραστηριότητες εντός του οργανισμού έχουν αναγνωρισθεί και ότι όλοι οι κίνδυνοι που απορρέουν από αυτές τις δραστηριότητες έχουν προσδιορισθεί. Κάθε παρέκκλιση του κανονικού που σχετίζεται με αυτές τις δραστηριότητες θα πρέπει να αναγνωρισθεί και να κατηγοριοποιηθεί.

Εντοπίζονται ορισμένα παραδείγματα τεχνικών αναγνώρισης κινδύνου, όπως οι ακόλουθες :

- Η σύσκεψη για ανταλλαγή ιδεών (brainstorming)
- Τα ερωτηματολόγια
- Οι επιχειρησιακές μελέτες, οι οποίες εξετάζουν κάθε επιχειρησιακή διεργασία
- Η συγκριτική προτυποποίηση (benchmarking)

- Η ανάλυση σεναρίων κινδύνου 6. Οι μελέτες κινδύνου και λειτουργικότητας (Hazard and Operability Studies)

### 1.5.2 Περιγραφή κινδύνου

Ο στόχος της περιγραφής κινδύνου είναι η απεικόνιση των αναγνωρισμένων κινδύνων σε μία δομημένη μορφή. Η χρήση μίας καλά σχεδιασμένης δομής είναι αναγκαία για να διασφαλίσει μία περιεκτική διεργασία αναγνώρισης, περιγραφής και αποτίμησης κινδύνου. Αυτή η απεικόνιση μπορεί να γίνει και σε μορφή πίνακα.

Με την περιγραφή των κινδύνων δύναται να τεθούν προτεραιότητες στους βασικούς κινδύνους που χρειάζεται να αναλυθούν με μεγαλύτερη προσοχή. Επιπροσθέτως αναγνωρίζεται το πεδίο και η φύση του πεδίου και φυσικά γίνεται και ποσοτικοποίηση αυτού, δηλαδή γίνεται μέτρηση της σημαντικότητάς του και της πιθανότητας να επηρεάσει τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Εν τέλει διαπιστώνεται η διάθεση ανάληψης κινδύνου από τον οργανισμό, ο τρόπος χειρισμού του και οι μηχανισμοί που θα χρησιμοποιηθούν για τον έλεγχο και φυσικά μέσα από όλα αυτά καθορίζεται και η στρατηγική που θα ακολουθηθεί για την αντιμετώπιση των κινδύνων.

### 1.5.3 Υπολογισμός κινδύνου

Κατά το στάδιο αυτό, αποφασίζεται το κατά πόσο το επίπεδο κινδύνου είναι τόσο υψηλό που να μην μπορεί να γίνει αποδεκτό, ή το κατά πόσο είναι τόσο χαμηλό ώστε να μη χρειάζεται να ληφθούν επιπλέον μέτρα για τον έλεγχό του, καθώς δεν κρίνονται αναγκαία. Λαμβάνεται, επίσης, υπόψη το κατά πόσο έχει μειωθεί η επίπτωση κάποιου κινδύνου τόσο όσο είναι εφικτό.

### 1.5.4 Προφίλ του κινδύνου

Η παρά πάνω διαδικασία οδηγεί στη δημιουργία ενός προφίλ για τον κίνδυνο. Μέσα από αυτό το προφίλ, παρουσιάζεται το επίπεδο σημαντικότητας του κάθε κινδύνου και παρέχεται ένα εργαλείο για τον καθορισμό προτεραιοτήτων στις προσπάθειες χειρισμού των κινδύνων. Επιπλέον, κάθε αναγνωρισμένος

κίνδυνος κατηγοριοποιείται, ανάλογα με το βαθμό σημαντικότητας για τον οργανισμό ή την επιχείρηση.

#### 1.5.6 Αξιολόγηση του κινδύνου

Μετά την ολοκλήρωση της διεργασίας της ανάλυσης του κινδύνου, είναι αναγκαία η σύγκριση των αναγνωρισμένων κινδύνων με τα κριτήρια κινδύνου που θεωρεί σημαντικά ο κάθε οργανισμός. Τα κριτήρια κινδύνου ενδέχεται να περιλαμβάνουν σχετικά κόστη και οφέλη, νομικές απαιτήσεις και κοινωνικό-οικονομικούς και περιβαλλοντικούς παράγοντες. Επομένως, η αξιολόγηση του κινδύνου συντελεί στη λήψη αποφάσεων σχετικά με τη σημαντικότητα των κινδύνων για την οντότητα, και το κατά πόσο ο εκάστοτε αναγνωρισμένος κίνδυνος μπορεί να αποτελέσει ευκαιρία ή απειλή για την πορεία της επιχείρησης. Κατά το στάδιο αυτό, γίνεται σύγκριση του επιπέδου κινδύνου μεταξύ των ευρημάτων κατά τη διαδικασία της ανάλυσης και των προκαθορισμένων κριτηρίων κινδύνου.

## Κεφάλαιο 2 Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου

### 2.1 Εισαγωγή στην έννοια της εταιρικής διαχείρισης κινδύνου (ERM)



Πηγή:nextdeal.gr

Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου θεωρείται αν μη τι άλλο η φυσική εξέλιξη της διαδικασίας της διαχείρισης κινδύνου. Αποτελεί μια συστηματική και καθόλα

ολοκληρωμένη οπτική για τον τρόπο διαχείρισης των κινδύνων που ένας οργανισμός καλείται να αντιμετωπίσει. Δίνει έμφαση τόσο στις ενέργειες του δυναμικού της επιχείρησης, στοχεύοντας στην αναγνώριση, όσο και στην αξιολόγηση και διαχείριση όλων των σημαντικών κινδύνων για την επιχείρηση σε ένα ολοκληρωμένο φυσικά πλαίσιο. Επιπροσθέτως, η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου είναι μία καινούρια έννοια στην επιχειρηματική δραστηριότητα. Πιο συγκεκριμένα, η ανάπτυξή της υφίσταται τα τελευταία 20 χρόνια περίπου, με ρυθμιστικούς φορείς, με επαγγελματικούς συλλόγους και με οίκους αξιολόγησης να επιδιώκουν την υιοθέτησή της. Τείνει να θεωρηθεί η απόλυτη προσέγγιση στη διεργασία της διαχείρισης κινδύνου. Γίνεται προσπάθεια από τους ελεγκτές, ενσωμάτωσης της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνου, στους ελέγχους που πραγματοποιούνται μέσα στην επιχείρηση. Επιπροσθέτως, παρατηρείται ολοένα και αυξανόμενη πρόοδος του ERM διότι δημοσιεύονται όλο και πιο συχνά θέματα που το αφορούν, τόσο στον Τύπο όσο και σε βιβλία. Άξιο αναφοράς είναι το γεγονός ότι το ERM χρησιμοποιεί μια ξεκάθαρη και κατανοητή γλώσσα για τη μεταφορά πληροφοριών σχετικά με τους σκοπούς και τις δυνατότητες της επιχείρησης. Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου περιλαμβάνει μεταξύ άλλων, την ευθυγράμμιση της διάθεσης ανάληψης κινδύνου από τη μεριά της επιχείρησης (risk appetite) και της στρατηγικής που χρησιμοποιεί η επιχείρηση. Αναλυτικότερα, η διοίκηση λαμβάνει υπόψη της τα επίπεδα του risk appetite κατά την αξιολόγηση εναλλακτικών στρατηγικών που έχει στη διάθεσή της, κατά την εφαρμογή νέων στόχων και τέλος κατά την ανάπτυξη νέων συστημάτων σχετιζόμενων με τους κινδύνους. Παράλληλα ένα άλλο πλεονέκτημα που φέρει το ERM είναι ότι ενισχύει τη λήψη αποφάσεων που αφορούν στην αντιμετώπιση του κινδύνου, παρέχοντας για αναγνώριση και επιλογή μεταξύ των εναλλακτικών λύσεων. Με αυτό τον τρόπο μειώνεται ο αριθμός απωλειών, και δίνεται παράλληλα η δυνατότητα στα μέλη των επιχειρήσεων ή οργανισμών να αναγνωρίζουν και να διαχειρίζονται πολλαπλούς κινδύνους ταυτόχρονα. Τα οφέλη που δημιουργούνται είναι αρκετά καθώς βοηθά στην ανάπτυξη των κεφαλαίων της επιχείρησης εφόσον αποκτά ισχυρές πληροφορίες για όλους τους κινδύνους και αξιολογεί τις ανάγκες της επιχείρησης σε κεφάλαια και καταφέρει την ενίσχυση την κατανομή τους.

### **2.1.2 Ορισμός ERM**

Αρχικά, στην έννοια του ERM περιλαμβάνονται οι έννοιες της διαχείρισης επιχειρηματικών κινδύνων, ολιστικής διαχείρισης κινδύνων, στρατηγικής διαχείρισης κινδύνων και ολοκληρωμένης διαχείρισης κινδύνων. Καθεμιά από αυτές τις έννοιες διαφοροποιείται ελαφρώς στο κομμάτι στο οποίο επικεντρώνεται. Ωστόσο η γενική ιδέα για όλους αυτούς τους όρους είναι παραπλήσια. Η διαδικασία που ακολουθείται στην Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου είναι ως επί το πλείστον η αναγνώριση των κινδύνων που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Έπειτα, ακολουθεί η λήψη αποφάσεων σχετικά με το ποιους κινδύνους θα διαχειριστεί ενεργά η οντότητα. Εν τέλει ακολουθεί η δημιουργία ενός σχεδίου δράσης για την αντιμετώπιση των εντοπισμένων κινδύνων.

Η Επιτροπή των Οργανισμών Χορηγήσεων – Committee of Sponsoring Organizations (COSO), δίνει έναν ορισμό για την Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου – Enterprise Risk Management (ERM) σύμφωνα με τον οποίο το ERM είναι μια «διαδικασία η οποία υλοποιείται από το Διοικητικό Συμβούλιο μιας επιχείρησης, από τη διοίκηση και άλλους εργαζομένους της εταιρείας, εφαρμόζεται στη ρύθμιση στρατηγικής για ολόκληρη την οντότητα και είναι σχεδιασμένη έτσι ώστε να αναγνωρίζει γεγονότα τα οποία ενδέχεται να την επηρεάσουν. Επιπλέον, διαχειρίζεται τον κίνδυνο ώστε να βρίσκεται εντός των πλαισίων της διάθεσης ανάληψης κινδύνου (risk appetite) από τη μεριά της επιχείρησης, καθώς και να παρέχει λογική διαβεβαίωση σχετικά με την επίτευξη των στόχων της οντότητας». Ακόμα, το COSO υποστηρίζει ότι το ERM πρέπει να ωφελεί και να ενισχύει τη διαδικασία λήψεως αποφάσεων, καθώς και τον έλεγχο της διοίκησης ως προς τους κινδύνους. Ένας άλλος ορισμός της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνου αναφέρει το ERM σαν μια διαδικασία προγραμματισμού, οργάνωσης και ελέγχου των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης, η οποία έχει ως στόχο την ελαχιστοποίηση των επιπτώσεων των κινδύνων στα κεφάλαια και στα κέρδη του οργανισμού. Ένας άλλος ορισμός, που δίνεται από την Επιτροπή Διαχείρισης Επιχειρηματικών Κινδύνων Casualty Actuarial Society, σύμφωνα με την οποία η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου είναι η «πειθαρχία με την οποία ο οργανισμός σε οποιοδήποτε κλάδο αξιολογεί, ελέγχει, εκμεταλλεύεται, χρηματοδοτεί και παρακολουθεί τον κίνδυνο, τον προερχόμενο από όλες τις πηγές, με σκοπό να αυξηθεί βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα η αξία για τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης».

Συνοψίζοντας , η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου έχει τα παρακάτω χαρακτηριστικά :

- Είναι μια συνεχής διαδικασία, η οποία πραγματοποιείται μέσα στην επιχείρηση.
- Υλοποιείται από ανθρώπους που εργάζονται σε αυτήν σε κάθε επίπεδο του οργανισμού.
- Συντελεί στη ρύθμιση της στρατηγικής της οντότητας.
- Εφαρμόζεται σε ολόκληρη την επιχείρηση, σε κάθε επίπεδο.
- Είναι σχεδιασμένη με τέτοιο τρόπο ώστε να συμβάλει στην αναγνώριση πιθανών ευκαιριών ή απειλών για την πορεία του οργανισμού.
- Μπορεί να παρέχει λογική διαβεβαίωση και ασφάλεια στα μέλη της διοίκησης της εταιρείας.
- Είναι προσανατολισμένη στην επίτευξη των στόχων της επιχείρησης, σε μία ή περισσότερες επικαλυπτόμενες κατηγορίες. Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου ασχολείται με τη θέσπιση της επίβλεψης, του ελέγχου και της πειθαρχίας, προκειμένου να οδηγείται διαρκώς η επιχείρηση στη βελτίωση των ικανοτήτων της στη διαχείριση των κινδύνων σε ένα μεταβαλλόμενο περιβάλλον λειτουργιών.

## 2.2 Έννοιες της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων

Το ERM, όπως αναφέρθηκε, αποτελεί μια σύνθεση πολλών διαδικασιών. Προκειμένου να εκτελούνται σωστά αυτές οι διαδικασίες, υπάρχουν κάποια στοιχεία που πλαισιώνουν τη διαχείριση των κινδύνων, όπως και ορισμένες έννοιες που αναφέρονται σε αυτά τα στοιχεία και ισχύουν για όλους τους οργανισμούς. Οι έννοιες αυτές παρουσιάζονται παρακάτω:

**Η έκθεση στον κίνδυνο (Risk exposure):** Πρόκειται για ένα ποσοτικό μέγεθος, με το οποίο μετράται η πιθανότητα απώλειας για την επιχείρηση. Μέσω του μεγέθους αυτού, υπολογίζεται αθροιστικά η έκθεση της οντότητας σε κινδύνους.

**Διάθεση της επιχείρησης για ανάληψη κινδύνου (Risk Appetite):** Αναφέρεται στο επίπεδο κινδύνου που είναι διατεθειμένη μια επιχείρηση να αναλάβει και να αποδεχθεί, κατά την επιδίωξη των στόχων της, και πριν κριθεί απαραίτητο

να γίνουν ενέργειες για τη μείωση του κινδύνου. Το risk appetite αντιπροσωπεύει την ισορροπία μεταξύ των πιθανών.

**Ανοχή σε κινδύνους (Risk Tolerance):** Αναφέρεται στη συμπεριφορά των ανθρώπων (ιδιαίτερα καταναλωτών και επενδυτών), όταν εκτίθενται στην αβεβαιότητα, με σκοπό να μειώσουν τα επίπεδα αβεβαιότητας. Σχετίζεται, επίσης, με τα επίπεδα μεταβλητότητας στις αποδόσεις των επενδύσεων, τα οποία είναι πρόθυμος ένας επενδυτής να «αντέξει».

**Μείωση κινδύνου (Risk Mitigation):** Σχετίζεται με τη συστηματική μείωση του επιπέδου έκθεσης στον κίνδυνο, ή στην πιθανότητα να πραγματοποιηθεί.

**Αξιολόγηση του κινδύνου (Risk Assessment):** Ορίζεται ως η ποσοτική ή ποιοτική εκτίμηση του κινδύνου και η ανάλυση των επιπτώσεων του στις δραστηριότητες της επιχείρησης. Η ποσοτική εκτίμηση του κινδύνου απαιτεί τον υπολογισμό δύο συστατικών του κινδύνου, το μέγεθος της πιθανής απώλειας και την πιθανότητα η απώλεια να πραγματοποιηθεί.

**Βασικοί δείκτες κινδύνου (Key Risk Indicators):** Ένας δείκτης κινδύνου είναι ένα εργαλείο, ένα μετρήσιμο μέγεθος, το οποίο χρησιμοποιείται για να υποδηλώσει τι βαθμό επικινδυνότητας έχει μια δραστηριότητα μέσα στην οντότητα. Με τους δείκτες αυτούς, παρακολουθούνται και μετρώνται ανερχόμενοι ή μελλοντικοί κίνδυνοι, οι οποίοι ενδέχεται να επηρεάσουν τις δραστηριότητες της επιχείρησης. Επιπλέον, οι δείκτες κινδύνου χρησιμοποιούνται από τις επιχειρήσεις, προκειμένου να ενημερωθούν και να ειδοποιηθούν για μια αυξανόμενη έκθεση σε κίνδυνο.

## 2.3 Δυναμική του ERM

Η ρευστότητα που διακρίνει τα συστήματα ERM, και ο βαθμός στον οποίο αυτά συνδέονται με τις διαχειριστικές και ελεγκτικές διαδικασίες, τείνουν να παραβλέπονται από ιεραρχικά μοντέλα που χρησιμοποιούνται παγκοσμίως, και τα οποία αντιλαμβάνονται το ERM σε όρους κανονιστικών διατάξεων. Με την εισαγωγή και εφαρμογή των συστημάτων ERM, η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου αντιμετωπίζει πολλά και διαφορετικά τμήματα της επιχείρησης, τα οποία χρησιμοποιούν μια ποικιλία διαδικασιών διαχείρισης κινδύνου. Οι χρήσεις και οι λειτουργικές ιδιότητες των εκάστοτε προσεγγίσεων του ERM, αποδεικνύεται ότι μεσολαβούν και επηρεάζουν το περιβάλλον του οργανισμού



στον οποίο υλοποιούνται, και επιδιώκουν να εδραιώσουν μια πιο ολοκληρωμένη προσέγγιση για την επιχείρηση, ως προς την αντιμετώπιση των κινδύνων. Στη λογική του κινδύνου, αναφέρονται, επίσης, η ανησυχία και ο φόβος για το άγνωστο, που δημιουργούνται από την αβεβαιότητα, οι επιπτώσεις αυτού, και η επείγουσα ανάγκη για έλεγχο. Το δεύτερο στοιχείο που πλαισιώνει τη δυναμική του ERM σχετίζεται με τους εταιρικούς ρόλους που ασχολούνται με τον έλεγχο της αβεβαιότητας. Στους ρόλους αυτούς περιλαμβάνονται όχι μόνο οι Γενικοί Διευθυντές Διαχείρισης Κινδύνου (Chief Risk Officers – CRO), αλλά και οι ειδικοί επί των θεμάτων αντιμετώπισης του κινδύνου, εσωτερικοί ελεγκτές και λογιστές. Όλοι αυτοί φιλοδοξούν όλο και περισσότερο για την απόκτηση υψηλότερης θέσης και κατ' επέκταση πιο σπουδαίου ρόλου στο κομμάτι της διαχείρισης των κινδύνων. Το τελευταίο συστατικό στοιχείο της δυναμικής του ERM είναι οι τεχνολογίες. Το στοιχείο αυτό υποδηλώνει μια σειρά από πολύπλοκες πρακτικές, διαδικασίες και εργαλεία, που θεσπίζονται με σκοπό να επιτευχθεί η διαχείριση και ο έλεγχος των κινδύνων. Η παρατηρούμενη δυναμική του ERM αποκαλύπτει μια διαρκώς εξελισσόμενη αλληλεπίδραση μεταξύ της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων και άλλων πρακτικών διαχείρισης κινδύνων, οι οποίες προϋπήρχαν, συμπεριλαμβανομένων και στοιχείων της διοικητικής λογιστικής.

## **2.4 Οφέλη από την Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου**

Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου αποτελεί τον κεντρικό πυρήνα της στρατηγικής διοίκησης κάθε οικονομικής οντότητας. Κάθε οικονομική οντότητα χρειάζεται να ακολουθεί κάποιες διαδικασίες προκειμένου να μην είναι εκτεθειμένη σε ένα επιχειρησιακό περιβάλλον με απροσδιόριστους κινδύνους. Για να αποφύγει αυτού του είδους την έκθεση, κάθε επιχείρηση δύναται να χρησιμοποιήσει ένα σύστημα εταιρικής διαχείρισης κινδύνου. Μέσω αυτού, η επιχείρηση μπορεί να λειτουργήσει αποδοτικότερα μέσα στο επιχειρησιακό περιβάλλον που συνεχώς μεταβάλλεται και απειλείται από πολλαπλούς κινδύνους. Σε γενικές γραμμές, το ERM παρέχει στην επιχείρηση τη δυνατότητα

☒ να αυξήσει τις πιθανότητες να πετύχει τους στόχους της, εφαρμόζοντας τις χρήσιμες τεχνικές που παρέχονται από τα συστήματα ERM, και οι οποίες συμβάλλουν στην αναγνώριση των κινδύνων, στη συλλογή πληροφοριών σχετικών με αυτούς, στην ταξινόμηση και στην αξιολόγησή τους. Με τα

συστήματα ERM είναι σε θέση να αξιολογήσει και να εκμεταλλευτεί και τις ευκαιρίες που παρουσιάζονται στο επιχειρησιακό περιβάλλον

☒ να δημιουργήσει σχέσεις εμπιστοσύνης όχι μόνο με τα ενδιαφερόμενα μέρη (stakeholders) αλλά και με τους πελάτες – επενδυτές. Οι επενδυτές, για παράδειγμα, επιθυμούν να γνωρίζουν το βαθμό επικινδυνότητας των επενδύσεών τους. Τα Ανώτερα Στελέχη και μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου ενδέχεται να χρειαστεί να εξηγήσουν στους επενδυτές τις πολιτικές και διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου που χρησιμοποιούνται από την επιχείρησή τους

☒ να έρθει σε πλήρη συμμόρφωση με τη σχετική νομοθεσία, αλλά και τις ρυθμιστικές απαιτήσεις. Το ERM επιλέγοντας και εφαρμόζοντας ένα πλαίσιο διαχείρισης κινδύνων, απαιτεί από τον εκάστοτε οργανισμό να κατανοεί και να ενημερώνεται συνεχώς για το γενικό πλαίσιο που χρησιμοποιεί η οντότητα

☒ να φέρει σε μια ισορροπία τα αποδεκτά επίπεδα διάθεσης ανάληψης κινδύνου (risk appetite) με τη στρατηγική της επιχείρησης. Δηλαδή, το ERM συντελεί στην εξέταση από τη μεριά της Ανώτερης Διοίκησης των επιπέδων του risk appetite, παράλληλα με την αξιολόγηση των εναλλακτικών στρατηγικών επίτευξης των στόχων της επιχείρησης

☒ να βελτιώσει την αντοχή του οργανισμού. Το επιχειρηματικό περιβάλλον συνεχώς μεταβάλλεται κι αυτό επηρεάζει την πορεία της κάθε οικονομικής οντότητας. Για το λόγο αυτό, οι επιχειρήσεις οφείλουν να κατανοούν τις αλλαγές και να είναι σε θέση να τις αντιμετωπίσουν και να τις αξιοποιήσουν με τέτοιο τρόπο ώστε να επωφελούνται έρχεται σε αυτή την περίπτωση να βοηθήσει την οντότητα να προετοιμαστεί για τις μεταβολές, σχεδιάζοντας και εφαρμόζοντας αποτελεσματικά συστήματα διαχείρισης κινδύνων ή εκμετάλλευσης πιθανών ευκαιριών

☒ να ενισχύσει, ακόμα, την Εταιρική Διακυβέρνηση της επιχείρησης. Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου και η Εταιρική Διακυβέρνηση ουσιαστικά ενδυναμώνουν και ενισχύουν η μία την άλλη, μέσα από την ανάληψη κινδύνων που πιθανώς να είναι πολύ δύσκολοι στην αντιμετώπισή τους και αποτελούν πρόκληση για τον οργανισμό. Οι κίνδυνοι αυτοί σχετίζονται με την παγκόσμια οικονομική κρίση και ενθαρρύνουν τη συμμετοχή της Ανώτερης Διοίκησης στις υψηλού επιπέδου διαδικασίες διαχείρισης κινδύνου, βελτιώνοντας τις διαδικασίες λήψης αποφάσεων επί των ζητημάτων που σχετίζονται με τα επίπεδα ανοχής (risk tolerance) της οντότητας στον κίνδυνο, καθώς και τα επίπεδα διάθεσης ανάληψης κινδύνου (risk appetite)

☒ να βελτιστοποιήσει την κατανομή των πόρων της. Εάν η επιχείρηση είναι σε θέση να κατανοήσει σαφώς τους κινδύνους που πρέπει να αντιμετωπίσει, μπορεί να διαχειριστεί αποτελεσματικότερα και τους πόρους της για τη διαχείρισή τους

☒ να εντοπίσει και να διαχειριστεί αποδοτικά τους διάφορους κινδύνους, οι οποίοι επηρεάζουν διαφορετικά μέρη της οντότητας, και οι οποίοι ενδέχεται να ενισχύσουν την αξία της επιχείρησης ανάλογα με τη φύση τους. Όταν εφαρμόζεται ένα ενιαίο σύστημα Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων σε ολόκληρη την επιχείρηση, μπορεί να χρησιμοποιηθεί και σαν ένα μέσο για τη μεγιστοποίηση των ευκαιριών. Επιπλέον, βασικός στόχος της λειτουργίας του ERM είναι να δημιουργήσει όφελος για όλα τα ενδιαφερόμενα μέρη της επιχείρησης (stakeholders).

Τα οφέλη, λοιπόν, για τα άτομα που ενδιαφέρονται για τη λειτουργία της επιχείρησης, παρουσιάζονται παρακάτω ανάλογα με τον ενδιαφερόμενο: ☒ Μέτοχοι: Οι μέτοχοι μιας εταιρείας ωφελούνται από την εφαρμογή της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων με δύο τρόπους : -Με την εφαρμογή του ERM, αυξάνονται οι πιθανότητες για μια επιχείρηση να επιτύχει υψηλότερα κέρδη, λόγω της βελτιωμένης εκτέλεσης στρατηγικών σχεδίων. Επακόλουθο αυτού, μπορεί να είναι και οι υψηλότερες αποδόσεις των μετοχών. -Χάρη στη χρησιμοποίηση των διαδικασιών του ERM, παρέχεται στους stakeholders μια καλύτερη εικόνα των κινδύνων και των ευκαιριών της οικονομικής οντότητας.

☒ Διοικητικό Συμβούλιο: Τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου εξασφαλίζουν ότι οι κίνδυνοι, που αναγνωρίζονται για την εταιρεία και είναι οι πιο ουσιώδεις για την πορεία της, είναι γνωστοί και κατανοητοί. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα, οι κίνδυνοι αυτοί να διαχειρίζονται από το Διοικητικό Συμβούλιο με αποτελεσματικό τρόπο.

☒ Διευθύνοντες και Υπεύθυνοι τμημάτων: Οι διευθυντές και τα ανώτερα στελέχη μιας εταιρείας γενικότερα, επωφελούνται από την εφαρμογή των διαδικασιών της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνου, καθώς αποτελεί μια πιο εξελιγμένη διαδικασία, που παρέχει. Μέσω της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνου επιτυγχάνεται μικρότερη μεταβλητότητα στην πορεία της οντότητας, σε ό, τι αφορά στα οικονομικά της μεγέθη, ενώ παράλληλα τηρούνται οι στρατηγικοί της στόχοι, κι έτσι έχει περισσότερες δυνατότητες για να τους πετύχει.

☒ Διοίκηση: Η Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου ενισχύει την ικανότητα λήψεως αποφάσεων της διοίκησης μιας εταιρείας με τρεις τρόπους. Ο πρώτος τρόπος αναφέρεται στη σωστά ορισμένη μεθοδολογία διαχείρισης της έκθεσης της οντότητας στον κίνδυνο (risk exposure) μέσα στα όρια του risk appetite, της

διάθεσης δηλαδή της επιχείρησης για ανάληψη κινδύνων, μαζί με την υποστήριξη των αποφάσεων για εναλλακτικές λύσεις, με σκοπό τη μείωση των κινδύνων. Ο δεύτερος τρόπος είναι η απόκτηση ενός εργαλείου για τη λήψη αποφάσεων με σκοπό την καλύτερη σχέση απόδοσης και κινδύνου κατά την υλοποίηση των διάφορων εργασιών-project που προκύπτουν. Ο τρίτος τρόπος είναι η καλύτερη κατανομή των περιορισμένων πόρων που διαθέτει η οντότητα, καθώς χάρη στις διεργασίες του ERM επιτυγχάνεται η συγκέντρωση των προσπαθειών της διοίκησης στους πιο ουσιώδεις κινδύνους για την ίδια την επιχείρηση.

☒ Οίκοι Αξιολόγησης: Η μεθοδολογία της Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνων αλλάζει τον τρόπο με τον οποίο λαμβάνουν πληροφορίες οι οίκοι αξιολόγησης. Παρέχει στους οίκους πληροφόρηση σχετικά με τους κινδύνους που έχουν αναγνωρισθεί και παρακολουθούνται, πώς ενδέχεται να επηρεάσουν την οντότητα και σε τι βαθμό.

☒ Εποπτικές Αρχές: Οι ρυθμιστικές αρχές, οι οποίες εστιάζουν το ενδιαφέρον τους στην αποφυγή πτωχεύσεων σε εταιρείες που δραστηριοποιούνται στο χρηματοπιστωτικό τομέα, ωφελούνται από την ύπαρξη πολλών εταιρειών που χρησιμοποιούν την Εταιρική Διαχείριση Κινδύνου. Αυτό συμβαίνει διότι ελαττώνεται με τη χρήση του ERM το ρίσκο για τις επιχειρήσεις, οι οποίες γίνονται ανθεκτικότερες σε δυσάρεστα γεγονότα και απρόβλεπτες καταστάσεις που μπορεί να οδηγήσουν σε αποτυχία. Επιπλέον, το (ERM) παρέχει μια δομή που συνδυάζει όλες τις δραστηριότητες διαχείρισης κινδύνου σε ένα ενοποιημένο πλαίσιο, το οποίο διευκολύνει την αναγνώριση αλληλεξαρτήσεων μεταξύ των εντοπιζόμενων κινδύνων. Τα προγράμματα Εταιρικής Διαχείρισης Κινδύνου είναι πιο ολοκληρωμένα και παρέχουν βελτιωμένη πληροφόρηση σχετικά με το προφίλ κινδύνου της κάθε επιχείρησης. Αναγνωρίζονται, ακόμα τρία κύρια πλεονεκτήματα από τη χρήση τέτοιων προγραμμάτων. Αυτά αναφέρονται στην αυξημένη οργανωτική αποτελεσματικότητα, στις καλύτερες αναφορές κινδύνου και στη βελτιωμένη επιχειρηματική απόδοση. Εταιρείες, οι οποίες έθεσαν σε εφαρμογή συστήματα ERM παρουσίασαν αξιόλογες βελτιώσεις στην απόδοσή τους.

## Κεφάλαιο 3 Εισαγωγή και ανάλυση της αποτίμησης



Πηγή:taxheaven

### 3.1 Εισαγωγή στην αποτίμηση

Αναντίρρητα, η αποτίμηση μιας εταιρείας είναι μια αντικειμενικά δύσκολη και απαιτητική διαδικασία που απαιτεί αν μη τι άλλο γνώση της αγοράς και φυσικά κριτική ικανότητα και αναλυτική σκέψη. Ανεξάρτητα από το είδος της επιχείρησης, τη δραστηριότητα της και τα περιουσιακά της στοιχεία και τη φήμη, υπάρχει ένας παράγοντας που παίζει σημαντικό ρόλο στον υπολογισμό της αξίας της επιχείρησης και αυτός δεν είναι άλλος από τον επιχειρηματικό κίνδυνο. Όσο χαμηλότερος είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος (με τους άλλους παράγοντες να παραμένουν σταθεροί), τόσο υψηλότερη είναι η εκτίμηση της αξίας. Η αποτίμηση είναι αναγκαία να γίνει σε μια επιχείρηση όταν χρειάζεται να γίνει εξαγορά εταιρικού μεριδίου, όταν πάει να γίνει συγχώνευση της εταιρείας ή ακόμα και όταν πρέπει να γίνει ενημέρωση των μετόχων.

Η επιστήμη της αποτίμησης των επιχειρήσεων περιλαμβάνει αρκετές διαστάσεις και καταπιάνεται με διάφορα, όπως:

- ✓ Την τήρηση των γενικών λογιστικών κανόνων και αρχών καθώς και την παρουσίαση των χρηματοοικονομικών δεδομένων μιας επιχείρησης.
- ✓ Κατάταξη των γεγονότων που σχετίζονται με την ιστορική ανάπτυξη της επιχείρησης.
- ✓ Προβολή των παρελθόντων γεγονότων σε μελλοντικές περιόδους.
- ✓ Υπολογισμό διάφορων αριθμοδεικτών αξιολόγησης και στατιστικών μοντέλων.

- ✓ Κατανόηση της οικονομικής διάστασης της αποδοτικότητας των παραγωγικών περιουσιακών στοιχείων, σε σύγκριση με την αποσβέσιμη αξία τους.
- ✓ Κατανόηση της οικονομικής διάστασης του κλάδου που δραστηριοποιείται η επιχείρηση που αξιολογείται.
- ✓ Επιλογή της κατάλληλης μεθόδου αποτίμησης ή της στατιστικής μεθόδου ανάλογα την περίπτωση.
- ✓ Κατανόηση των περιορισμών και των ιδιαιτεροτήτων της χρηματοοικονομικής πληροφόρησης των συγκρινόμενων επιχειρήσεων.
- ✓ Κατανόηση του οικονομικού περιβάλλοντος για την καλύτερη αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών.

### **3.2 Τι ονομάζουμε αξία της επιχείρησης**

Η αξία ενός περιουσιακού στοιχείου ορίζεται ως το μέγεθος που καταδεικνύει την συνολική αξία των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας. Η αξία μιας επιχείρησης «ορίζεται ως το πρότυπο μέτρο της αξίας που χρησιμοποιείται για την αποτίμηση». (ValuAdder, 2015) Με αυτόν τον τρόπο καθορίζεται ένα μέτρο κοινό για όλους, ώστε να προσδιοριστεί η αξία. Η αξία μιας επιχείρησης δεν θα πρέπει να συγχέεται με την τιμή, αφού σε αρκετές περιπτώσεις είναι διαφορετική. Στις εξαγορές επιχειρήσεων « η τιμή μπορεί να διαφοροποιείται ανάλογα τον αγοραστή και τις επιδιώξεις του, και καθορίζεται μεταξύ αγοραστή και πωλητή». (Fernandez, P. 2015).

### **3.3 Πώς υπολογίζουμε την αξία της επιχείρησης**

Για την αποτίμηση μιας επιχείρησης χρησιμοποιούνται διαφορετικές προσεγγίσεις ανάλογα με το αποτιμώμενο πεδίο και τις συνθήκες. Για την αποτίμηση των επιχειρήσεων χρησιμοποιούνται ποσοτικά μοντέλα, αλλά τα δεδομένα που χρησιμοποιούνται αφήνουν πολλά περιθώρια για υποκειμενικές

κρίσεις. Η αξία μιας επιχείρησης μπορεί να προσδιοριστεί με διαφορετικές προσεγγίσεις, οι βασικότερες εκ των οποίων είναι:

- ✓ Με την εφαρμογή μεθόδων που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού μιας επιχείρησης. Με αυτές τις μεθόδους η αξία της επιχείρησης καθορίζεται με βάση τον υπολογισμό της αξίας των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων. Ο καθορισμός της αξίας σε αυτές τις περιπτώσεις είναι συνήθως στατικός και δεν λαμβάνει υπόψη πιθανές μελλοντικές εξελίξεις, την διαχρονική αξία του χρήματος και άλλες συνθήκες που μπορεί να επηρεάσουν την αξία, όπως οργανωτικά προβλήματα, την τρέχουσα κατάσταση και τις προοπτικές του κλάδου, τους ανθρώπινους πόρους. Κάποιες από τις μεθόδους που στηρίζονται στα στοιχεία του Ισολογισμού είναι η Λογιστική Αξία, η Προσαρμοσμένη Λογιστική Αξία, η Αξία Ρευστοποίησης, η Αξία Αντικατάστασης.
- ✓ Μέθοδοι που βασίζονται στα στοιχεία της Κατάστασης Αποτελεσμάτων μιας επιχείρησης, όπου καθορίζουν την αξία μιας επιχείρησης με βάση το μέγεθος των κερδών, των πωλήσεων ή άλλων ενδείξεων. Στην κατηγορία αυτών των μεθόδων εντάσσονται οι μέθοδοι της Αξίας των Κερδών, της Αξίας των Μερισμάτων, του πολλαπλασιαστή των πωλήσεων, αλλά και άλλων πολλαπλασιαστών.
- ✓ Μέθοδοι βασισμένες στην υπεραξία της επιχείρησης.
- ✓ Μέθοδοι προεξόφλησης ταμειακών ροών, σύμφωνα με τις οποίες η αξία της επιχείρησης προσδιορίζεται από την παρούσα αξία των μελλοντικών ταμειακών τους ροών, ανάλογα με τον κίνδυνο που ενέχουν.

### **3.4 Συντελεστές προεξόφλησης**

#### **3.4.1 Κόστος κεφαλαίου**

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι η απόδοση που μια επιχείρηση πληρώνει θεωρητικά στους επενδυτές μετόχους της, δηλαδή στους μετόχους, για να αντισταθμίσει τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν επενδύοντας το κεφάλαιό τους. Οι επιχειρήσεις πρέπει να αποκτήσουν κεφάλαια από άλλους για να λειτουργήσουν και να αναπτυχθούν. Άτομα και οργανισμοί που είναι πρόθυμοι να παρέχουν τα χρήματά τους σε άλλους φυσικά επιθυμούν να ανταμειφθούν. Ακριβώς όπως οι ιδιοκτήτες ζητούν ενοίκια στην περιουσία

τους, οι μέτοχοι ζητούν αποδόσεις στα κεφάλαιά τους, τα οποία πρέπει να είναι ανάλογα με τον κίνδυνο που αναλαμβάνουν.

Οι εταιρείες λαμβάνουν κεφάλαιο από δύο είδη πηγών: από δανειστές και από επενδυτές μετοχών. Από την προοπτική των μετόχων, οι δανειστές επιδιώκουν να ανταμειφθούν με τόκους και οι μέτοχοι αναζητούν μερίσματα. Από την μεριά της η επιχείρηση, πρέπει να πληρώσει για το κεφάλαιο που λαμβάνει από άλλους, το οποίο ονομάζεται κόστος κεφαλαίου. Τέτοιες δαπάνες διαχωρίζονται στο κόστος χρέους μιας εταιρείας και στο κόστος των ιδίων κεφαλαίων και αποδίδονται σε αυτά τα δύο είδη πηγών κεφαλαίου.

Ενώ το τρέχον κόστος χρέους μιας εταιρείας είναι σχετικά εύκολο να προσδιοριστεί από την παρατήρηση των επιτοκίων στις κεφαλαιαγορές, το τρέχον κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι μη παρατηρήσιμο και πρέπει να εκτιμηθεί.

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία, καθώς ο κίνδυνος μιας επιχείρησης αυξάνεται το κόστος του κεφαλαίου αυξάνεται και αντίστροφα. Αυτή η θεωρία συνδέεται με την παρατήρηση της ανθρώπινης συμπεριφοράς και λογικής: οι επενδυτές αναμένουν ανταμοιβή για την προσφορά των κεφαλαίων τους σε άλλους. Αυτοί επενδυτές είναι συνήθως λογικοί και συνετοί, διότι προτιμούν την ασφάλεια έναντι του κινδύνου. Φυσικά απαιτούν μια επιπλέον ανταμοιβή ως κίνητρο για να τοποθετήσουν το κεφάλαιό τους σε μια πιο επικίνδυνη επένδυση αντί για μια ασφαλέστερη. Εάν αυξηθεί ο κίνδυνος μιας επένδυσης, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδόσεις ή θα τοποθετήσουν το κεφάλαιό τους αλλού.

Η γνώση του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης είναι απαραίτητη για τη λήψη καλύτερων αποφάσεων. Οι διαχειριστές λαμβάνουν αποφάσεις για τον προϋπολογισμό κεφαλαίου, ενώ οι πάροχοι κεφαλαίου λαμβάνουν αποφάσεις σχετικά με το δανεισμό και τις επενδύσεις. Τέτοιες αποφάσεις μπορούν να ληφθούν μετά από ποσοτική ανάλυση που συνήθως χρησιμοποιεί το κόστος κεφαλαίου μιας εταιρείας ως μοντέλο εισόδου.

Το πιο ευρέως διαδεδομένο μέτρο για τον υπολογισμό του κινδύνου και της απόδοσης είναι το μοντέλο αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων CAPM.

$$CAPM = rf + b(E(R_m) - rf)$$

όπου  $rf$  : η αναμενόμενη απόδοση του ακίνδυνου χρεογράφου  $E(R_m)$ : η αναμενόμενη απόδοση της αγοράς  $b$ : η συνδιακύμανση του περιουσιακού στοιχείου με την αγορά προς την διακύμανση της αγοράς ( $b = \frac{\sigma_{im}}{\sigma_m^2}$ ). Χρεόγραφα που ενέχουν μεγαλύτερο κίνδυνο από την αγορά έχουν συντελεστή



b μεγαλύτερο από την μονάδα, ενώ αυτά που δεν ενέχουν κίνδυνο έχουν συντελεστή μηδέν.

### 3.4.2 ΚΟΣΤΟΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Στη χρηματοδότηση , ένα ομόλογο είναι ένα χρέος που αναλαμβάνει ο εκδότη των ομολόγων να πληρώσει στους κατόχους. Οι πιο συνηθισμένοι τύποι ομολόγων περιλαμβάνουν κρατικά ομόλογα και εταιρικά ομόλογα . Τα ομόλογα μπορούν να είναι σε αμοιβαία κεφάλαια ή μπορεί να είναι σε ιδιωτικές επενδύσεις όπου ένα άτομο θα έδινε δάνειο σε μια εταιρεία ή την κυβέρνηση.

Το ομόλογο είναι ένα χρέος ασφαλείας , σύμφωνα με την οποία ο εκδότης οφείλει στους κατόχους ένα χρέος και (ανάλογα με τους όρους του ομολογιακού δανείου) είναι υποχρεωμένος να καταβάλει τους τόκους (το κουπόνι ) ή για την εξόφληση του κεφαλαίου σε μεταγενέστερη ημερομηνία, ονομάζεται η ωριμότητα ημερομηνία . Οι τόκοι καταβάλλονται συνήθως σε σταθερά διαστήματα (εξαμηνιαία, ετήσια, μερικές φορές μηνιαία). Πολύ συχνά το ομόλογο είναι διαπραγματεύσιμο, δηλαδή η κυριότητα του μέσου μπορεί να μεταβιβαστεί στη δευτερογενή αγορά . Αυτό σημαίνει ότι μόλις οι πράκτορες μεταβίβασης στο τραπεζικό σύστημα σφραγίσουν το ομόλογο, είναι πολύ εύκολα μεταβιβάσιμο στη δευτερογενή αγορά.

Έτσι, ένα ομόλογο είναι μια μορφή δανείου : ο κάτοχος του ομολόγου είναι ο δανειστής (πιστωτής), ο εκδότης του ομολόγου είναι ο δανειολήπτης (οφειλέτης) και το *κουπόνι* είναι ο τόκος. Τα ομόλογα παρέχουν στον δανειολήπτη εξωτερικά κεφάλαια για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων επενδύσεων ή, στην περίπτωση κρατικών ομολόγων , για τη χρηματοδότηση τρεχουσών δαπανών.

Τα ομόλογα και οι μετοχές είναι και οι δύο τίτλοι, αλλά η κύρια διαφορά μεταξύ των δύο είναι ότι οι (μετοχικοί) μέτοχοι έχουν μετοχικό μερίδιο σε μια εταιρεία (δηλαδή, είναι ιδιοκτήτες), ενώ οι κάτοχοι ομολόγων έχουν μερίδιο πιστωτή στην εταιρεία (δηλαδή, είναι δανειστές). Όντας πιστωτής, οι ομολογιούχοι έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων. Αυτό σημαίνει ότι θα εξοφληθούν εκ των προτέρων των μετόχων, αλλά θα κατατάσσονται πίσω από τους ασφαλισμένους πιστωτές , σε περίπτωση πτώχευσης. Μια άλλη διαφορά είναι ότι τα ομόλογα έχουν συνήθως έναν καθορισμένο όρο ή λήξη, μετά την οποία εξαργυρώνεται το ομόλογο, ενώ οι μετοχές συνήθως παραμένουν εκκρεμείς επ' αόριστον.

Για να εκτιμηθεί το κόστος των ομολόγων έχουμε δύο τρόπους:

1. Σύμφωνα με τα άλλα πρόσφατα στοιχεία δανεισμού της εταιρείας.
2. Υπολογίζοντας την συνθετική βαθμολογία της επιχείρησης με βάση οικονομικούς δείκτες ανάλογα τα χαρακτηριστικά κάθε επιχείρησης. Στον ακόλουθο πίνακα παρουσιάζονται οι διαβαθμίσεις κατάταξης επιχειρήσεων, με αξία κεφαλαιοποίησης μικρότερη από πέντε εκατομμύρια δολάρια, ανάλογα τις τιμές του δείκτη κάλυψης τόκων.

Δείκτης κάλυψης τόκων	Κατάταξη	spreads
>12,5	AAA	0.50%
9,5-12,5	AA	0.65%
7,5-9,5	A+	0.85%
6-7,5	A	1%
4,5-6	A-	1.10%
3,5-4,5	BBB	1.60%
3-3,5	BB	3.35%
2,5-3	B+	3.75%
2-2,5	B	5%
1,5-2	B-	5.25%
1,25-1,5	CCC	8%
0,8-1,25	CC	10%
0,5-0,8	C	12%
<0,5	D	15%

Πηγή: Damodaran Aswath, (2012), Investment Valuation σελ.207

### 3.4.3 ΜΕΣΟ ΣΤΑΘΜΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το σταθμισμένο μέσο κόστος κεφαλαίου (WACC) είναι ένας υπολογισμός του κόστους κεφαλαίου μιας επιχείρησης στο οποίο κάθε κατηγορία κεφαλαίου σταθμίζεται αναλογικά. Όλες οι πηγές κεφαλαίου, συμπεριλαμβανομένων των κοινών αποθεμάτων, των προνομιούχων μετοχών, των ομολόγων και οποιουδήποτε άλλου μακροπρόθεσμου χρέους, περιλαμβάνονται σε έναν υπολογισμό WACC.

Το WACC μιας εταιρείας αυξάνεται καθώς το beta και το ποσοστό απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων αυξάνεται επειδή η αύξηση του WACC υποδηλώνει μείωση της αποτίμησης και αύξηση του κινδύνου.

Τύπος και υπολογισμός WACC

$$WACC = \frac{E}{E + D} RE + \frac{D}{E + D} RD(1 - T)$$

Όπου:

E: ιδία κεφάλαια

D: δανειακά κεφάλαια

RE: απόδοση ιδίων κεφαλαίων

RD: κόστος δανεισμού

T: συντελεστής φορολογίας

### 3.5 Προεξόφληση ταμειακών ροών

Η μέθοδος αυτή ενδείκνυται για την δυναμική εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και μπορεί να χρησιμοποιηθεί από μία πληθώρα ενδιαφερομένων μερών (Shareholders). Σύμφωνα με την μέθοδο της προεξόφλησης των ταμειακών ροών, η αξία μίας επιχείρησης ισούται με την παρούσα αξία των ταμειακών πλεονασμάτων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν σε ορισμένο αριθμό ετών, συν την παρούσα αξία της υπολειμματικής αξίας της επιχείρησης στο τέλος του χρονικού ορίζοντα (Λαζαρίδης, 2005). Προκειμένου να εφαρμόσουμε την μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών χρειαζόμαστε τα παρακάτω συστατικά:

- Τις ταμειακές ροές από τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης.
- Τις προβλεπόμενες ταμιακές ροές για μία περίοδο περίπου 5-7 ετών
- Την υπολειμματική αξία, δηλαδή την αξία στο τέλος της περιόδου.
- Το προεξοφλητικό επιτόκιο, για την προεξόφληση των προβλεπόμενων ταμειακών ροών και της υπολειμματικής αξίας.

Η μέθοδος αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης ή ενός περιουσιακού στοιχείου, βάσει των μοντέλων προεξόφλησης ταμειακών ροών, αποτελεί την πιο ορθή εννοιολογικά προσέγγιση μεταξύ του συνόλου των μεθόδων αποτίμησης (Fernandez, 2001). Πρωταγωνιστικό ρόλο στην μέθοδο αυτή κατέχει ο κανόνας της Παρούσας Αξίας (Present Value), σύμφωνα με τον οποίο η αξία κάθε περιουσιακού στοιχείου ισούται με την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών που παράγονται από το περιουσιακό στοιχείο, προεξοφλημένων με το κατάλληλο επιτόκιο. Η εκτίμηση των προεξοφλημένων ταμειακών ροών δεν είναι τίποτε άλλο από το συμψηφισμό της παρούσας αξίας όλων των μελλοντικών ταμειακών ροών. Το αποτέλεσμα είναι η καθαρή παρούσα αξία (NPV) των ταμειακών ροών. Συνεπώς, οι όροι DCF (Discount cash Flow) και NPV (Net Present Value) είναι ισοδύναμοι. Οι ταμειακές ροές ποικίλουν ανάλογα με τη φύση του περιουσιακού στοιχείου που αποτιμάται. Δύναται να είναι μερίσματα για μετοχές, τόκοι και ονομαστική αξία για ομόλογα, ταμειακές ροές μετά φόρων για μία πραγματική επένδυση (έργο). Κατά τη διαδικασία της αποτίμησης με τη μέθοδο της προεξόφλησης ταμειακών ροών, ο αναλυτής επιχειρεί να εκτιμήσει τις προσδοκώμενες ταμειακές ροές με τρόπο ορθό, κάνοντας χρήση των πληροφοριών που είναι διαθέσιμες τη δεδομένη χρονική περίοδο για την επιχείρηση, ορίζοντας φυσικά και το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο. Ο καθορισμός ενός κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου (discount rate) έγκειται στην κατανόηση της επικινδυνότητας που ενέχουν οι αναμενόμενες ταμειακές ροές. Μεγαλύτερης επικινδυνότητας επενδύσεις συνοδεύονται από μεγαλύτερα προεξοφλητικά επιτόκια και άρα υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις (expected return), ενώ πιο ασφαλείς επενδύσεις χαρακτηρίζονται από χαμηλότερα επιτόκια. Το επιτόκιο προεξόφλησης είναι η ελάχιστη αποδεκτή απόδοση (required return) που απαιτείται από τους επενδυτές. Στο επιτόκιο προεξόφλησης συνοψίζεται το κόστος ευκαιρίας (opportunity cost), καθώς αντικατοπτρίζει την απόδοση που διαφεύγει από τον επενδυτή, λόγω της μη αποδοχής της καλύτερης εναλλακτικής επένδυσης με τον ανάλογο, φυσικά, κίνδυνο. Ο προσδιορισμός του επιτοκίου προεξόφλησης, δηλαδή της ελάχιστης αποδεκτής απόδοσης, εξαρτάται (πέραν του πληθωρισμού) από το κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου και από τον επιχειρηματικό κίνδυνο που ενέχει η επένδυση. Έτσι, το απαιτούμενο επιτόκιο προεξόφλησης αντανακλά το κόστος μίας ασφαλούς επένδυσης προσαυξημένο κατά έναν αποδεκτό συντελεστή ασφάλειας. Ο κίνδυνος στα χρηματοοικονομικά αναφέρεται στην πιθανότητα να λάβουμε απόδοση για μια επένδυση, διαφορετική από αυτήν

που αναμενόταν να αποφέρει. Έτσι, ο όρος "κίνδυνος" έχει διττή σημασία, αφού στην έννοιά του περιλαμβάνει τόσο αρνητικά αποτελέσματα, δηλαδή αποδόσεις που είναι χαμηλότερες από τις αναμενόμενες, όσο και θετικά αποτελέσματα με αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που αναμένονταν. Όσο μεγαλύτερη είναι η διασπορά των δυνητικών αποτελεσμάτων γύρω από την αναμενόμενη απόδοση, τόσο μεγαλύτερος είναι και ο κίνδυνος που ενέχει η συγκεκριμένη επένδυση. Ο συνολικός κίνδυνος μιας επένδυσης προέρχεται από πολλές πηγές και χαρακτηρίζεται από την παρακάτω σχέση:

Συνολικός κίνδυνος = Συστηματικός κίνδυνος + Μη συστηματικός κίνδυνος Ο συστηματικός κίνδυνος ή κίνδυνος της αγοράς είναι ο κίνδυνος μιας επένδυσης, ο οποίος συνδέεται με τις κινήσεις της αγοράς και δεν δύναται να εξαλειφθεί με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου (Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν., 2009). Πηγές του συστηματικού κινδύνου θεωρούνται ο κίνδυνος επιτοκίων, ο κίνδυνος πληθωρισμού, ο κίνδυνος αγοράς, ο συναλλαγματικός κίνδυνος και ο πολιτικός κίνδυνος. Αντίθετα, ο μη συστηματικός κίνδυνος έγκειται σε ιδιαίτερους λόγους για κάθε επιχείρηση και μπορεί να ελαχιστοποιηθεί με διαφοροποίηση. Εδώ, εντάσσονται ο επιχειρηματικός κίνδυνος, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος και ο κίνδυνος ρευστότητας, ο οποίος δύναται να ενταχθεί στον συστηματικό κίνδυνο, σε περίπτωση γενικής έλλειψης ρευστότητας στην αγορά

### **3.6 Σχετική Αποτίμηση - Μέθοδος Πολλαπλασιαστών**

(Relative Valuation - Multiples Valuation Method) Η Σχετική αποτίμηση εκτιμά την αξία ενός περιουσιακού στοιχείου σε σχέση με την τρέχουσα αγοραία αξία ομοειδών περιουσιακών στοιχείων, ως προς μία κοινή μεταβλητή. Οι πληροφορίες που απαιτούνται για την εφαρμογή της σχετικής αποτίμησης είναι ένα παρόμοιο περιουσιακό στοιχείο ή μια ομάδα ομοειδών περιουσιακών στοιχείων και μία τυποποιημένη μεταβλητή ως μέτρο αξίας, επί παραδείγματι, τιμή/κέρδη (Price/Earnings) ή τιμή /λογιστική αξία (Price/Book Value). Η σχετική αποτίμηση διενεργείται με σκοπό να οδηγήσει τον αναλυτή στην αξία που έχει αποδοθεί από την ίδια την αγορά στο υπό μελέτη περιουσιακό στοιχείο (relative value). Δεν πρέπει να συγχέεται με την πραγματική ή εσωτερική αξία (intrinsic value) του στοιχείου που αποτιμάται. Η αποτίμηση μιας επιχείρησης με τη μέθοδο αυτή προϋποθέτει την εύρεση μιας ή περισσότερων εταιρειών που διαθέτουν κοινά χαρακτηριστικά με την υπό μελέτη εταιρεία και δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο της αγοράς (comparable firms). Τα συνήθη χαρακτηριστικά για την επιλογή εταιρειών προς

σύγκριση με την αποτιμώμενη επιχείρηση είναι η ομοιότητα του κινδύνου, των πιθανοτήτων ανάπτυξης και των ταμειακών ροών. Η μέθοδος της σχετικής αποτίμησης αντανάκλα με μεγαλύτερη ακρίβεια, σε σχέση με τη μέθοδο προεξόφλησης ταμειακών ροών, τις αντιλήψεις της αγοράς αναφορικά με την αξία μιας επιχείρησης ή ενός κλάδου γενικότερα. Βέβαια, ενώ απαιτεί ελάχιστα δεδομένα για την εφαρμογή της, η σχετική αποτίμηση είναι ελλιπής σε ό,τι αφορά τις "σιωπηρές", αλλά απαραίτητες για κάποιες μεθόδους αποτίμησης, παραδοχές. Η σχετική αποτίμηση βασίζεται στην υπόθεση ότι οι αγορές είναι σωστές στο σύνολό τους, αλλά κάνουν λάθη σε μεμονωμένες περιπτώσεις. Οι αγορές θα αντιληφθούν τα σφάλματα και θα γίνουν οι διορθωτικές κινήσεις, βάσει της παραδοχής ότι η αγορά δρα με ορθολογικό τρόπο. Η μέθοδος αποτίμησης βάσει των πολλαπλασιαστών είναι ευρέως διαδεδομένη στις ομάδες των οικονομικών αναλυτών παγκοσμίως, αφού προϋποθέτει ελάχιστες σαφείς υποθέσεις, η εφαρμογή της είναι πολύ πιο σύντομη από αυτή της προεξόφλησης ταμειακών ροών. Παράλληλα, η συγκριτική αποτίμηση αποτελεί μία μέθοδο εύληπτη για τους πελάτες - επενδυτές και αντικατοπτρίζει την αξία που η ίδια η αγορά αποδίδει στην επιχείρηση. Οι παραπάνω παράμετροι, βέβαια, δύνανται να επιδράσουν και αρνητικά κατά την αποτίμηση μιας επιχείρησης. Κατά τη μέθοδο της σχετικής αποτίμησης, παρατηρείται αγνόηση στοιχείων με μεγάλη κρισιμότητα για το αποτέλεσμα της αποτίμησης, όπως π.χ. ο κίνδυνος, η ανάπτυξη της επιχείρησης και οι ταμειακές ροές. Η έλλειψη προσδιορισμού των αρχικών υποθέσεων, βάσει των οποίων διεξήχθη η συγκριτική αποτίμηση, δίνει την ελευθερία στους αναλυτές να διαχειριστούν τις υποθέσεις κατά το δοκούν, ώστε να έχουν τη δυνατότητα να τεκμηριώσουν την αξία οποιασδήποτε εταιρείας. Επίσης, είναι συνηθισμένο φαινόμενο, η μέθοδος της σχετικής αποτίμησης να οδηγεί σε εκτίμηση υψηλότερης αξίας για μια επιχείρηση, όταν η αγορά υπερεκτιμά την αξία των ομοειδών επιχειρήσεων και το αντίστροφο. Η μέθοδος της σχετικής αποτίμησης ή των πολλαπλασιαστών είναι εύκολη στην εφαρμογή και κατανόησή της. Η τυποποίηση των τιμών προς σύγκριση βασίζεται στη διάκριση των πολλαπλασιαστών ως προς τα στοιχεία κερδών, λογιστικής αξίας, εσόδων, αλλά και ειδικών πολλαπλασιαστών για κάθε κλάδο. (Damodaran, 2012)

Η διαδικασία της συγκριτικής αποτίμησης ακολουθεί τέσσερα βασικά στάδια:

1. Προσδιορισμός του πολλαπλασιαστή. Στο στάδιο αυτό καθορίζονται ο αριθμητής και παρανομαστής του πολλαπλασιαστή, έτσι ώστε να υπάρχει συνοχή και ομοιομορφία αναφορικά με τις υπό μελέτη μεταβλητές (στοιχεία αξίας μετοχικού κεφαλαίου ή στοιχεία αξίας της επιχείρησης).

2. Καθορισμός χαρακτηριστικών κατανομής του πολλαπλασιαστή μεταξύ των κλάδων (μέσος, τυπική απόκλιση), ώστε να διαπιστώσουμε εάν ο κλάδος είναι υποτιμημένος ή υπερτιμημένος, αλλά και να κατανοήσουμε τις ενδεχόμενες συνέπειες της χρήσης μιας ακραίας τιμής.

3. Ανάλυση των παραγόντων που επηρεάζουν τους όρους του πολλαπλασιαστή. Στην περίπτωση της σχετικής αποτίμησης μελετώνται οι ίδιοι παράγοντες με αυτούς της μεθόδου προεξοφλημένων ταμειακών ροών (ταμειακές ροές, κίνδυνος και ρυθμός ανάπτυξης).

4. Εφαρμογή των πολλαπλασιαστών σε συγκρίσιμες επιχειρήσεις. Ως παράγοντες προσδιορισμού συγκρίσιμων εταιρειών δύνανται να θεωρηθούν τα ίδια χαρακτηριστικά ρυθμού ανάπτυξης, κινδύνου και αναμενόμενων ταμειακών ροών μεταξύ των συγκεκριμένων εταιρειών.

## Κεφάλαιο 4 ERM για αύξηση της αξίας μιας επιχείρησης

Με βάση μια παγκόσμια έρευνα πάνω από 300 CEO μη χρηματοοικονομικών εταιρειών, οι συγγραφείς αναφέρουν ότι ενώ οι περισσότεροι CFO θεώρησαν ότι τα προγράμματα διαχείρισης κινδύνων έχουν σημαντικά οφέλη, η λειτουργία διαχείρισης κινδύνων χρειάζεται γενικά περισσότερη προσοχή. Ένα μεγάλο ποσοστό των χρηματοοικονομικών στελεχών που ερωτήθηκαν αναγνώρισαν ότι οι πιο σημαντικοί εταιρικοί κίνδυνοι εκτείνονται πολύ πέρα από τις άμεσες εκθέσεις και ότι η σκέψη βάσει κινδύνου δεν ενσωματώνεται σε καθημερινές

επιχειρηματικές δραστηριότητες ή εταιρικές στρατηγικές. Η μεγάλη πλειοψηφία των στελεχών είπε επίσης ότι επιδιώκουν μια ευρύτερη κατανόηση του κινδύνου σε όλους τους οργανισμούς τους - και πολλοί παραδέχτηκαν την αδυναμία ή έλλειψη ενδιαφέροντος των εταιρειών τους να αξιολογήσουν τις δικές τους λειτουργίες διαχείρισης κινδύνων. Την ίδια στιγμή, Οι προσπάθειες των περισσότερων εταιρειών να αναπτύξουν προγράμματα διαχείρισης κινδύνου σε επίπεδο επιχείρησης (ERM) λέγεται ότι υπολείπονται των ολοκληρωμένων και εξαιρετικά συντονισμένων προγραμμάτων που προβλέπονται από τους υποστηρικτές αυτών των προγραμμάτων.

Τρεις τομείς ευκαιριών προσδιορίστηκαν σαφώς ότι έχουν δυνατότητα βελτίωσης της διαχείρισης εταιρικού κινδύνου με τρόπους που αυξάνουν την εταιρική αξία σε έναν ολόκληρο επιχειρηματικό κύκλο:

Ενσωμάτωση της σκέψης διαχείρισης κινδύνων στη διαδικασία στρατηγικού σχεδιασμού. Τα στελέχη της γραμμής, και όχι μόνο οι τεχνικοί, πρέπει να είναι ευαίσθητα στους κινδύνους, δημιουργώντας έτσι ευελιξία στο επιχειρηματικό σχέδιο και την εκτέλεσή της. Ορίζει με σαφήνεια τους στόχους της λειτουργίας διαχείρισης κινδύνων, εν μέρει με την ανάπτυξη κατάλληλων κριτηρίων αναφοράς. Η διαδικασία διαχείρισης κινδύνων πρέπει να υπόκειται στην ίδια αυστηρή διαδικασία αξιολόγησης που χρησιμοποιείται κατά τη μέτρηση των κινδύνων σε όλη την επιχείρηση.

Ενσταλάξτε μια κουλτούρα διαχείρισης κινδύνων σε ολόκληρο τον οργανισμό. Ενώ μια αποτελεσματική λειτουργία διαχείρισης κινδύνου είναι απαραίτητη, μόνο όταν οι εργαζόμενοι σε όλα τα επίπεδα της εταιρείας αγκαλιάζουν τη διαχείριση κινδύνου ως μέρος των καθημερινών δραστηριοτήτων τους, η εταιρεία θα λάβει τη μέγιστη αξία από τη διαχείριση κινδύνου.

## Κεφάλαιο 5 Ανάλυση και αποτίμηση της εταιρείας KPI-KPI

Σκοπός του κεφαλαίου είναι η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων της γαλακτοβιομηχανίας «KPI-KPI». Συγκεκριμένα, θα παρατεθούν αναλυτικά τα εξής:



Στρατηγική Ανάλυση.

Λογιστική Ανάλυση.

Ανάλυση Δεικτών

Χρηματοοικονομική Ανάλυση.

Αποτίμηση της εταιρείας.

Θεωρείται αναγκαίο πριν ακολουθήσουν τα παραπάνω να παρατεθεί μια γενική εικόνα της εταιρείας. Συγκεκριμένα πρόκειται για μια γαλακτοβιομηχανία, όπως προαναφέραμε, που εδρεύει στον Ν. Σερρών, και η οποία έχει αναπτύξει ένα εταιρικό προφίλ βασισμένο στις ανάγκες των πελατών και με κύριο στόχο την διασφάλιση της ποιότητας των προϊόντων που παρέχει στους καταναλωτές.

Αξίζει να σημειωθεί το γεγονός ότι η γαλακτοβιομηχανία έχει ανεπτυγμένη κοινωνική ευθύνη, λειτουργεί με απόλυτη ευσυνειδησία προς την επίτευξη των εταιρικών της στόχων εξασφαλίζοντας ότι οι πράξεις της θα έχουν θετικό αντίκτυπο στο κοινωνικό σύνολο. Η κοινωνική ευθύνη της διέπεται από ενέργειες που αφορούν την Κοινωνία, το Περιβάλλον και τον Πολιτισμό.

Όσον αφορά την Κοινωνία, διοργανώνει ημερίδες καριέρας, εκπαιδευτικών επισκέψεων μαθητών-φοιτητών, εκδηλώσεις για την ανάπτυξη και την προώθηση της επιχειρηματικής δραστηριότητας του Ν. Σερρών, καθώς επίσης υποστηρίζει φιλανθρωπικά ιδρύματα και κοινωνικά παντοπωλεία. . Επιπλέον, είναι αξιοσημείωτη η ευθύνη που έχει αναλάβει απέναντι στο Περιβάλλον. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι από το 2010 χρησιμοποιεί φυσικό αέριο για την μείωση της εκπομπής των ρύπων και την καταπολέμηση του φαινομένου του θερμοκηπίου, αλλά και η αύξηση της ανακύκλωσης σε συνδυασμό με τα συστήματα εναλλακτικής διαχείρισης αποβλήτων ηλεκτρονικού εξοπλισμού. Ακόμα, η σημαντικότητα της συμβολής της στον Πολιτισμό φαίνεται μέσω της στήριξης πολιτιστικών και αθλητικών εκδηλώσεων.

Τέλος θα πρέπει να αναφερθεί ότι καθοριστικός παράγοντας επιτυχίας μίας εταιρείας θεωρείται η ύπαρξη άριστων εργασιακών σχέσεων προκειμένου όλα τα άτομα, ανεξαρτήτου θέσης στην ιεραρχία της εταιρείας, να συντονίζονται και να συνεργάζονται για την επίτευξη των στόχων. Η εν λόγω εταιρεία όχι μόνο διασφαλίζει τις άριστες εργασιακές συνθήκες θεωρώντας ότι ο παράγοντας επιτυχίας της είναι οι άνθρωποι που την απαρτίζουν, αλλά έχει δημιουργήσει

ένα εργασιακό περιβάλλον μέσα στο οποίο οι εργαζόμενοι να μπορούν να αναπτύσσουν τις δεξιότητες τους και να καινοτομούν.

**«Στην KPI-KPI πιστεύουμε ότι επενδύοντας στους ανθρώπους μας, επενδύουμε στην επιτυχία της εταιρείας!»** όπως χαρακτηριστικά αναφέρει η διοίκηση της εταιρείας.

## **ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ**

Η στρατηγική αποτελεί τη γενική πορεία που ακολουθεί η επιχείρηση για να ανταποκριθεί στην αποστολή και το όραμα της και τα οποία αποτελούν βασικές προϋποθέσεις για τη δημιουργία στόχων και στρατηγικής. Η στρατηγική αποτελεί ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες επιτυχίας για μία εταιρεία, ειδικά σε ένα σύγχρονο και συνεχώς μεταβαλλόμενο επιχειρηματικό περιβάλλον. Άλλωστε μία σωστή στρατηγική μπορεί να οδηγήσει σε επιθυμητά για την εταιρεία αποτελέσματα ακόμα και κάτω από αντίξοες συνθήκες.

Όσον αφορά την γαλακτοβιομηχανία KPI-KPI ο κλάδος στον οποίο υπάγεται είναι αυτός των τροφίμων – ποτών και συγκεκριμένα δραστηριοποιείται στη γαλακτοκομική παραγωγή προϊόντων. Ο κλάδος των τροφίμων – ποτών αποτελεί έναν από τους ταχύτερα αναπτυσσόμενους κλάδους της ελληνικής οικονομίας και η ανάπτυξή της υπολογίζεται στο 20,6% την τελευταία δεκαετία. Πιο συγκεκριμένα αντιστοιχεί στο 19,8% του κύκλου εργασιών, 25,2% της απασχόλησης, 25% του επενδυμένου κεφαλαίου και σχεδόν στο 24,4% της προστιθέμενης αξίας.

Το περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται η εταιρεία KPI-KPI είναι ένας από τους μεγαλύτερους ανταγωνιστικούς κλάδους στην ελληνική οικονομία και αυτό οφείλεται στην ύπαρξη μεγάλου αριθμού εταιρειών με κύρια δραστηριότητα την παραγωγή τροφίμων.

Η Στρατηγική ανάλυση που ακολουθεί βασίζεται στο μοντέλο των δυνάμεων του ανταγωνισμού (μοντέλο E. Porter)

## ΕΜΠΟΔΙΑ ΕΙΣΟΔΟΥ ΑΝΤΑΓΩΝΙΣΤΩΝ

**Κανάλια Διανομής :** Η εταιρεία ΚΡΙ-ΚΡΙ επενδύει έντονα στην ανάπτυξη υποδομών και δικτύου πωλήσεων καθώς και στην εκπαίδευση των λιανοπωλητών της για τη σωστή διαχείριση των προϊόντων ( γάλα, γιαούρτι, παγωτά) κατά τη διανομή τους.

**Μέγεθος (Σημαντικότητα) Επιχείρησης :** Το brand loyalty της εταιρείας είναι υψηλό λόγω της πολυετούς δραστηριότητάς της στον κλάδο των γαλακτοκομικών ( από το 1954) έχοντας με αυτό τον τρόπο κερδίζει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών. Κατά συνέπεια οι εν δυνάμει ανταγωνιστές αντιμετωπίζουν δυσκολία στο να αποσπάσουν πελάτες από μία κυρίαρχη στον κλάδο εταιρεία όπως είναι η ΚΡΙ-ΚΡΙ.

**Διαφοροποίηση προϊόντων:** Συγκεκριμένες κατηγορίες προϊόντων τα οποία είναι σαφώς διαφοροποιημένα σε σχέση με τα κλασικά της κατηγορίας. Ειδικά στην κατηγορία των παιδικών γαλακτοκομικών τα οποία είναι εμπλουτισμένα με επιπρόσθετα θρεπτικά συστατικά που σε συνδυασμό με την εγγύηση ποσότητας έχουν κερδίσει το δικό τους καταναλωτικό κοινό για το οποίο είναι μοναδικά.

**Απαιτήσεις σε κεφάλαιο :** Οι συνεχείς επενδύσεις της εταιρείας σε εξειδικευμένο προσωπικό, σε καινοτόμες τεχνολογίες, σε νέες γραμμές παραγωγής και στο marketing σε συνδυασμό με την ύπαρξη οικονομικών κλίμακας αποτελούν σημαντικό πλεονέκτημα της ΚΡΙ-ΚΡΙ έναντι των εν δυνάμει ανταγωνιστών του κλάδου.

## ΑΠΕΙΛΗ ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΤΩΝ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

Η ύπαρξη υποκατάστατων προϊόντων με παρόμοια χαρακτηριστικά, ποιότητα και τιμή με αυτή της ΚΡΙ-ΚΡΙ από άλλες μεγάλες εταιρείες γαλακτοκομικών του κλάδου όπως είναι η ΦΑΓΕ, η ΔΕΛΤΑ, η ΟΛΥΜΠΟΣ έχει ως αποτέλεσμα οι καταναλωτές να μπορούν να στραφούν σε υποκατάστατα προϊόντα με μικρό « κόστος αλλαγής».

## ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΙΚΗ ΔΥΝΑΜΗ ΑΓΟΡΑΣΤΩΝ-ΠΕΛΑΤΩΝ

Υπάρχει μεγάλος αριθμός αγοραστών και υψηλή ζήτηση στον κλάδο με αποτέλεσμα από την μία πλευρά να μην υφίστανται ουσιαστικοί κίνδυνοι

εξάρτησης και η διαπραγματευτική δύναμη των αγοραστών να είναι μικρή, εκτός ίσως από τις μεγάλες ελληνικές αλυσίδες super markets. Από την άλλη πλευρά όμως το χαμηλό «κόστος αλλαγής» σε ανταγωνιστικά brand δίνει μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη στους αγοραστές της KPI-KPI.

#### ΔΙΑΠΡΑΓΜΑΤΕΥΤΙΚΗ ΔΥΝΑΜΗ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΩΝ

Λόγω του μεγάλου αριθμού παραγωγών γάλακτος υψηλής ποιότητας (κυρίως αγρότες που διατηρούν φάρμες σε πολλές επαρχιακές περιοχές της χώρας) και δεδομένου ότι κανένας προμηθευτής της (εσωτερικού ή εξωτερικού) δεν την προμηθεύει προϊόντα σε ποσοστό μεγαλύτερο του 10% του συνόλου των αγορών της, η εταιρεία δεν έχει κάποια σημαντική εξάρτηση από συγκεκριμένους προμηθευτές και κατά συνέπεια η διαπραγματευτική τους δύναμη είναι σχετικά μικρή.

Τέλος, γίνεται αναφορά στη εταιρική στρατηγική που ακολουθεί η εταιρεία KPI-KPI.

#### ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ KPI-KPI

Η KPI-KPI χρησιμοποιεί στρατηγικές ανάπτυξης για την επίτευξη των στόχων της:

**Στρατηγική Ανάπτυξης Αγοράς** επιδιώκοντας την ανάπτυξη των εξαγωγών της, την πανελλαδική κάλυψη με έμφαση στην αγορά του Ν. Αττικής καθώς και την επέκταση της στην παγκόσμια αγορά του αυθεντικού ελληνικού γιαουρτιού.

**Στρατηγική Ανάπτυξης Προϊόντων** με την οποία αναπτύσσει νέα προϊόντα για τις υπάρχουσες αγορές και επιχειρεί ταυτόχρονα σημαντικές τροποποιήσεις των υπαρχόντων προϊόντων.

#### ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

Η λογιστική ανάλυση αποτελεί ένα σημαντικό κομμάτι της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης, με κύριο στόχο την εκτίμηση του βαθμού στον οποίο το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων που εξετάζουμε ανταποκρίνεται στην πραγματική της εικόνα. Στα

πλαίσια της λογιστικής ανάλυσης γίνεται προσπάθεια εντοπισμού στοιχείων που διαστρεβλώνουν την πραγματική οικονομική κατάσταση της επιχείρησης με αποτέλεσμα οι εξωτερικοί χρήστες να μην αποκομίζουν πλήρεις και αληθείς πληροφορίες σχετικά με την επιχείρηση.

Στο σημείο αυτό αξίζει να σημειωθεί ότι η ύπαρξη διαστρεβλωτικών στοιχείων στις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης είναι ως επί το πλείστον αποτέλεσμα της ευελίξιας που προέρχεται από κάποια σημεία των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Πληροφόρησης (ΔΠΧΠ), σε συνδυασμό με τις πρακτικές που ακολουθούνται από διευθυντικά στελέχη των επιχειρήσεων, οι οποίοι εκμεταλλεύονται την ευελιξία αυτή των ΔΠΧΠ προσπαθούν να επιτύχουν συγκεκριμένους σκοπούς, είτε προσωπικούς, είτε για το σύνολο της επιχείρησης.

Τα σημαντικότερα από τα κίνητρα που οδηγούν συνήθως τα διευθυντικά στελέχη μιας επιχείρησης σε ενέργειες που επηρεάζουν τα αποτελέσματα των οικονομικών της καταστάσεων είναι τα ακόλουθα :

**Φορολογικοί σκοποί**, δηλαδή η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει τα αποτελέσματα με διάφορες πρακτικές ώστε να εμφανίσει μειωμένα κέρδη και έτσι η επιχείρηση να έχει μικρότερη φορολογική επιβάρυνση.

**Ανταμοιβές (bonus) των στελεχών της διοίκησης.** Σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση μιας επιχείρησης έχει κίνητρο να επηρεάσει τις οικονομικές καταστάσεις εμφανίζοντας βελτιωμένα αποτελέσματα, γιατί με αυτό τον τρόπο θα λάβουν χρηματική ανταμοιβή (bonus) ή θα προαχθούν στην εταιρική ιεραρχία.

**Λήψη δανείου.** Όταν μια επιχείρηση έχει ως στόχο τη λήψη δανείου από κάποιο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, τότε η διοίκηση έχει ως κίνητρο να εμφανίσει βελτιωμένα αποτελέσματα προκειμένου να δείχνει φερεγγυότητα και πιστοληπτική ικανότητα προς τους δανειστές και να επιτύχει έτσι τη λήψη δανείου.

**Προέλκυση νέων επενδυτών.** Κάθε επιχείρηση επιθυμεί να προσελκύσει όσο το δυνατόν περισσότερους επενδυτές προκειμένου να εξασφαλίσει την ανοδική της πορεία, την εξέλιξη της και την βιωσιμότητα της στον κλάδο τον οποίο δραστηριοποιείται. Ένας επενδυτής προκειμένου να επενδύσει σε μια επιχείρηση πρέπει να είναι όσο το δυνατόν πιο κερδοφόρα. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η διοίκηση της επιχείρησης να έχει ένα ακόμα ισχυρό κίνητρο να

επηρεάσει τις οικονομικές της καταστάσεις εμφανίζοντας υψηλά κέρδη στα αποτελέσματά της.

**Παρεμπόδιση της εισαγωγής νέων ανταγωνιστών στον κλάδο.** Προκειμένου η διοίκηση μιας επιχείρησης να εξασφαλίσει ότι δεν θα υπάρξουν νέοι ανταγωνιστές στον κλάδο τον οποίο δραστηριοποιείται, επιλέγει να εμφανίσει μειωμένα κέρδη για να τους αποθαρρύνει. Για αυτό το λόγο παρατηρούμε ακόμα ένα κίνητρο που οδηγεί τις επιχειρήσεις στο να διαστρεβλώσουν τις οικονομικές τους καταστάσεις.

**Αλλαγή της διοίκησης.** Τα διευθυντικά στελέχη κάθε επιχείρησης, τουλάχιστον στη πλειοψηφία τους, δεν επιθυμούν να γίνει αλλαγή της διοίκησης και κατ' επέκταση αλλαγή της εταιρικής ιεραρχίας, γεγονός το οποίο εξαρτάται συνήθως από τα αποτελέσματα που εμφανίζει η επιχείρηση κατά οικονομικό έτος. Γι' αυτό το λόγο κάθε στέλεχος έχει κίνητρο να εμφανίζει βελτωμένα αποτελέσματα κατά τα οικονομικά έτη που βρίσκεται σε διοικητική θέση της επιχείρησης, προκειμένου να διασφαλίσει ότι δεν θα γίνει καμία αλλαγή των ατόμων της διοίκησης λόγω μη επιθυμητών, κερδοφόρων αποτελεσμάτων.

Από τα παραπάνω λοιπόν προκύπτει ότι κάθε εξωτερικός χρήστης των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης θα πρέπει να διαβάζει και να αναλύει τις οικονομικές καταστάσεις με αυστηρή κριτική σκέψη και έχοντας υπ' όψιν την ασύμμετρη πληροφόρηση που υπάρχει ανάμεσα σε εκείνον και την διοίκηση της επιχείρησης

Παρακάτω γίνεται αναφορά στα κύρια σημεία των οικονομικών καταστάσεων που πρέπει ένας εξωτερικός χρήστης να εστιάσει και να αντιμετωπίσει με ιδιαίτερη προσοχή, στα πλαίσια της Λογιστικής Ανάλυσης της γαλακτοβιομηχανίας KPI-KPI. Επίσης είναι σκόπιμο προηγουμένως να αναφερθούν οι παράγοντες επιτυχίας της γαλακτοβιομηχανίας KPI-KPI ή όπως αλλιώς χαρακτηρίζεται το “κλειδί” της επιτυχίας της.

## **ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ**

Οι παράγοντες επιτυχίας της γαλακτοβιομηχανίας που μελετάμε είναι η ποιότητα των προϊόντων της, το ανθρώπινο δυναμικό της, η καινοτομία αλλά και ο σχεδιασμός εξαιρετικής ποιότητας προϊόντων. Η διοίκηση της εταιρείας αναφέρει χαρακτηριστικά : **“ Στρατηγική επιλογή, αλλά και δέσμευση όλων μας στην KPI-KPI, αποτελεί η παραγωγή και διάθεση προϊόντων γάλακτος εξαιρετικής ποιότητας. Αυτό επιτυγχάνεται με συνεχείς επενδύσεις σε**

***εξειδικευμένο επιστημονικό προσωπικό, σε τεχνολογία και νέες γραμμές παραγωγής, καθώς και σε αυστηρούς ελέγχους”.***

Αναγνώριση κύριων στοιχείων που πρέπει να “ελέγχονται” και να ερμηνεύονται με ιδιαίτερη προσοχή από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων (red flags). Αναφορά στην εταιρεία KPI-KPI για τα έτη 2015-2016.

Ένα από τα σημεία που θα πρέπει να ελκύει το ενδιαφέρον ενός εξωτερικού χρήστη οικονομικών καταστάσεων είναι η ύπαρξη μεγάλης αύξησης του λογαριασμού “Πελάτες” χωρίς να παρατηρείται ανάλογη αύξηση των Πωλήσεων. Αυτό μπορεί να σημαίνει ότι η επιχείρηση έδωσε περισσότερες πιστώσεις στους πελάτες της σε σχέση με το προηγούμενο οικονομικό έτος, με σκοπό να μην μειωθεί το μερίδιο της στην αγορά, αυξάνοντας όμως με αυτόν τον τρόπο τον κίνδυνο ρευστότητας μέσω της καθυστέρησης των εισπράξεων. Στην περίπτωση της KPI-KPI παρατηρείται μείωση των εσόδων από πωλήσεις από το 2015 (66.950.798 €) στο 2016 (66.570.168 €), αλλά το μέγεθος αυτής της μείωσης δεν θεωρείται τεράστιο.

**Αύξηση αποθεμάτων χωρίς αντίστοιχη αύξηση των πωλήσεων.** Το συγκεκριμένο σημείο των οικονομικών καταστάσεων αποτελεί μια ένδειξη ότι πιθανόν να υπάρχει κάποιο πρόβλημα σχετικά με τα αποθέματα της επιχείρησης. Για παράδειγμα υπάρχει η πιθανότητα η επιχείρηση να έχει κάποια αποθέματα τα οποία αδυνατεί να τα πουλήσει και να μην έχει εμφανίσει τις αντίστοιχες ζημίες. Στην περίπτωση της εξεταζόμενης οντότητας KPI-KPI δεν παρατηρείται κάτι τέτοιο. Αντιθέτως υπάρχει αύξηση του λογαριασμού των “Αποθεμάτων” από 6.876.461 € το έτος 2015 σε

7.377.290 € το έτος 2016 και μείωση των Πωλήσεων όπως αυτή αναφέρθηκε παραπάνω.

**Αλλαγή λογιστικών εκτιμήσεων κι πολιτικών όσον αφορά τα Ενσώματα Πάγια μιας επιχείρησης.** Σε πολλές περιπτώσεις η διοίκηση μιας επιχείρησης προβαίνει σε αλλαγή της μεθόδου απόσβεσης των ενσώματων παγίων ή σε επανεκτίμηση της υπολειμματικής αξίας και της ωφέλιμης ζωής τους, με σκοπό να επηρεάσει τα οικονομικά αποτελέσματα από την μία λογιστική χρήση στην άλλη, εξυπηρετώντας τα συμφέροντα της, εφόσον οι παραπάνω πρακτικές οδηγούν σε μεταβολή των εξόδων απόσβεσης και μάλιστα χωρίς αναδρομική εφαρμογή σύμφωνα με το ΔΛΠ 16, το οποίο δεν προβλέπει τέτοιου είδους υποχρέωση από την πλευρά της επιχείρησης.

Η επιχείρηση KPI-KPI χρησιμοποιεί τη μέθοδο σταθερής απόσβεσης και για τα δύο έτη (2015, 2016) ενώ η υπολειμματική αξία των ενσώματων παγίων

παραμένει αμετάβλητη μετά από τη πραγματοποίηση επανεξέτασής της από έτος σε έτος. Η ωφέλιμη ζωή των κτηρίων, των μεταφορικών μέσων, των επίπλων και του λοιπού εξοπλισμού παραμένει αμετάβλητη. Επίσης είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι συγκρίνοντας την ωφέλιμη ζωή των ενσώματων παγίων της επιχείρησης ΚΡΙ-ΚΡΙ με την ωφέλιμη ζωή των ενσώματων παγίων άλλης εταιρείας που δραστηριοποιείται στον ίδιο κλάδο και συγκεκριμένα της εταιρείας “ΟΛΥΜΠΟΣ”, παρατηρείται διαφορά μόνο όσον αφορά τα κτήρια. Η επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ αποσβένει τα κτήρια με ωφέλιμη ζωή διάρκειας 40 ετών ενώ η επιχείρηση “ΟΛΥΜΠΟΣ” αποσβένει τα κτήρια με ωφέλιμη ζωή διάρκειας 50 ετών.

**Σχηματισμός Προβλέψεων για Επισφαλείς Πελάτες.** Υπάρχουν περιπτώσεις όπου η επιχείρηση είναι πιθανό να μην προβεί σε δημιουργία αναγνώρισης προβλέψεων επισφαλών απαιτήσεων μέχρι να παρθεί δικαστική απόφαση. Ο λόγος που μια επιχείρηση δεν προβαίνει σε αυτού του είδους την αναγνώριση είναι για να μην επιβαρύνει τα αποτελέσματα της, παρουσιάζοντας τα κατά αυτόν τον τρόπο βελτιωμένα σε σχέση με τα πραγματικά. Η επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ έχει προβεί σε σχηματισμό προβλέψεων επισφαλών απαιτήσεων στα οικονομικά αποτελέσματα της λογιστικής χρήσης του έτους 2015, ύψους 1.736.368 € και ύψους 1.531.000 € κατά τη λογιστική χρήση του έτους 2016.

**Αναμορφώσεις Κονδυλίων.** Όταν μία επιχείρηση πραγματοποιεί αναμόρφωση των οικονομικών της καταστάσεων ή των κονδυλίων της ίσως να υποδεικνύει ότι δεν είχαν τηρηθεί επακριβώς αυτά που απαιτούν τα ΔΛΠ κατά την σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να αναγκάσει την επιχείρηση να προβεί σε αναμόρφωση των αποτελεσμάτων της. Η γαλακτόβιομηχανία ΚΡΙ-ΚΡΙ δεν πραγματοποίησε αναμορφώσεις των κονδυλίων προηγούμενων χρήσεων κατά τη λογιστική χρήση 2015 αλλά και κατά τη λογιστική χρήση 2016.

**Αλλαγή Ελεγκτικής Εταιρείας.** Η αλλαγή της ελεγκτικής εταιρείας της επιχείρησης από τη μία λογιστική χρήση στην επόμενη είναι γεγονός που απαιτεί προσοχή από τους εξωτερικούς χρήστες. Πρέπει να εξεταστούν οι λόγοι που οδήγησαν την επιχείρηση να προβεί σε μια τέτοιου είδους αλλαγή. Για παράδειγμα η ελεγκτική εταιρεία μπορεί να παραιτήθηκε από τον έλεγχο λόγω μη δεοντολογικής συμπεριφοράς ή παρεμπόδιση της ελεγκτικής διαδικασίας από την πλευρά της ελεγχόμενης επιχείρησης. Όσον αφορά την επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ ελέγχεται από την ίδια ελεγκτική εταιρεία, την Crowe Horwath, κατά τα έτη 2015 και 2016.



**Αλλαγή Διοίκησης.** Η αλλαγή της διοίκησης μιας επιχείρησης από το ένα έτος στο άλλο μπορεί να σημαίνει ότι η προηγούμενη διοίκηση ενδεχομένως να μην μπορούσε να ανταποκριθεί στις απαιτήσεις της επιχείρησης ή να μην εμφάνιζε με ακεραιότητα τα αποτελέσματα της. Η εξεταζόμενη επιχείρηση KPI-KPI διατηρεί την ίδια διοίκηση για τα έτη 2015 και 2016.

**Ύπαρξη μεγάλης διαφοράς ανάμεσα στα ταμειακά και τα λειτουργικά κέρδη.** Από αυτό το γεγονός μπορεί να υπονοείται ότι υπάρχει η πιθανότητα ύπαρξης ουσιωδών αλλαγών στις εκτιμήσεις που έχει κάνει η επιχείρηση σύμφωνα με την αρχή του δεδουλευμένου. Στην περίπτωση της επιχείρησης KPI-KPI το έτος 2015 δεν υπάρχει μεγάλη διαφορά ανάμεσα στα ταμειακά της κέρδη και τα λειτουργικά της κέρδη ενώ το ίδιο για το έτος 2016 .

**Μεταγενέστερες Γνωστοποιήσεις.** Η ύπαρξη μεταγενέστερων γνωστοποιήσεων υποδηλώνει την τάση της επιχείρησης να μην γνωστοποιεί τα γεγονότα κατά το λογιστικό έτος στο οποίο συμβαίνουν. Η επιχείρηση KPI-KPI την οποία μελετάμε, δεν πραγματοποίησε μεταγενέστερες γνωστοποιήσεις κατά τα έτη 2015 και 2016.

**Αναφορά των στοιχείων που έχουν συμπεριληφθεί στα Άυλα Περιουσιακά Στοιχεία.** Στην περίπτωση των άυλων περιουσιακών στοιχείων ο εξωτερικός χρήστης πρέπει να λαμβάνει υπ' όψιν του ότι είναι μόνο στην γνώση της διοίκησης κάθε επιχείρησης η χρονική στιγμή κατά την οποία τα έξοδα έρευνας μετατρέπονται σε έξοδα ανάπτυξης και κατ' επέκταση συμπεριλαμβάνονται στα άυλα περιουσιακά στοιχεία της. Επίσης σε αυτό το σημείο πρέπει να σημειωθεί ότι η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να κρίνει αν κάποιο άυλο περιουσιακό στοιχείο που της ανήκει έχει απροσδιόριστη ωφέλιμη ζωή, με αποτέλεσμα να μην λογιστικοποιεί αποσβέσεις, επηρεάζοντας κατά αυτόν τον τρόπο τα οικονομικά της αποτελέσματα. Στα άυλα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης KPI-KPI δεν συμπεριλαμβάνονται έξοδα ανάπτυξης, ενώ για τα έτη 2015 και 2016 περιλαμβάνονται αγορασμένα λογισμικά προγράμματα με ωφέλιμη ζωή 5,5 έτη καθώς και σήματα με ωφέλιμη ζωή 10 έτη και υιοθέτηση της σταθερής μεθόδου απόσβεσης όσον αφορά και τα λογισμικά προγράμματα, αλλά και τα σήματα.

**Ύπαρξη πολλών εξόδων σε μία χρήση, λαμβάνοντας υπ' όψιν και το μέγεθος των εξόδων της προηγούμενης χρήσης.** Σε μία τέτοια περίπτωση ο εξωτερικός χρήστης πρέπει να ελέγξει την πιθανότητα, αν τα αποτελέσματα της εξεταζόμενης οντότητας ήταν αρκετά μειωμένα την προηγούμενη χρήση, η διοίκηση να αναγνώρισε εσκεμμένα περισσότερα έξοδα σε αυτή τη χρήση της οποίας τα αποτελέσματα ήταν καλύτερα σε σχέση με την προηγούμενη χρήση.

Στην επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ δεν παρατηρείται κάτι ανάλογο εφόσον τα συνολικά της έξοδα (έξοδα διάθεσης , έξοδα διοίκησης και λοιπά έξοδα) κατά το 2016 ήταν λιγότερα σε σχέση με το 2015. Συγκεκριμένα κατά το έτος 2016 πραγματοποίησε συνολικά έξοδα ύψους 18.150.636 € και κατά το 2013 πραγματοποίησε συνολικά έξοδα ύψους 18.386.472 €. Δεδομένου των παραπάνω οικονομικών στοιχείων που παραθέσαμε η επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ δεν έχει λόγο για να προβεί σε αυτή την ενέργεια εφόσον το 2016 πραγματοποίησε λιγότερα κέρδη σε σχέση με το 2015.

**Αναγνώριση κερδών/ζημιών από την πώληση Ενσώματων Παγίων.** Ο εξωτερικός χρήστης οφείλει να είναι ιδιαίτερα προσεκτικός εξετάζοντας την περίπτωση όπου η επιχείρηση πούλησε ενσώματα πάγια, σκεπτόμενος ότι η επιχείρηση μπορεί να πραγματοποίησε την πώληση αυτών εσκεμένα το συγκεκριμένο έτος προκειμένου να επηρεαστούν τα οικονομικά αποτελέσματα αυτής. Συγκεκριμένα αν η διοίκηση αναμένει κέρδος από την πώληση ενσώματων παγίων το εν λόγω λογιστικό έτος που τα οικονομικά της αποτελέσματα δεν είναι τα επιθυμητά. Η εξεταζόμενη επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ δεν πραγματοποίησε πωλήσεις ενσώματων παγίων κατά τα έτη 2015, 2016.

**Ύπαρξη Ομολογιακού Δανείου.** Η ύπαρξη Ομολογιακού Δανείου αποτελεί μια ένδειξη ότι η επιχείρηση έχει πάρει έγκριση από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Ο εξωτερικός χρήστης θα μπορούσε να συμπεράνει ότι η επιχείρηση χαίρει την εμπιστοσύνη της αγοράς και γι' αυτό προβαίνει στην ληψη της συγκεκριμένης μορφής δανείου. Η επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ κατέχει ομολογιακά δάνεια ύψους 7.755.455 € για το έτος 2015 και αντίστοιχα για το 2016 κατέχει ομολογιακά δάνεια ύψους 7.253.173 €.

**Πραγματοποίηση Αγοράς ή Πώλησης Ιδίων Μετοχών.** Το συγκεκριμένο γεγονός θα μπορούσε να αποτελεί ένδειξη για τον εξωτερικό χρήστη ότι η τιμή της μετοχής της επιχείρησης μειώθηκε ή αυξήθηκε και η εταιρεία προέβει στην αγορά ή πώληση της προκειμένου να επηρεάσει την ζήτηση για την μετοχή της στην αγορά. Στην περίπτωση της εταιρείας ΚΡΙ-ΚΡΙ δεν πραγματοποιήθηκαν αγορές ή πωλήσεις ιδίων μετοχών τα έτη 2015 και 2016.

**Μισθώσεις ενσώματων παγίων στοιχείων.** Ο εξωτερικός χρήστης θα πρέπει να δίνει ιδιαίτερη προσοχή στο αν η επιχείρηση εμφανίζει λειτουργικές ή χρηματοδοτικές μισθώσεις στις οικονομικές της καταστάσεις. Υπάρχουν περιπτώσεις επιχειρήσεων οι οποίες αποφεύγουν να εμφανίσουν τις μισθώσεις των ενσώματων παγίων ως χρηματοδοτική, γιατί έτσι θα πρέπει να εμφανίζουν στις οικονομικές τους καταστάσεις την υποχρέωση για τα μισθώματα, αλλά και το πάγιο και κατ' επέκταση να προβεί στην αναγνώριση των ανάλογων

αποσβέσεων και τόκων-εξόδων στην Κ.Α.Χ. Μάλιστα αν η επιχείρηση ακολουθεί τη σταθερή μέθοδο απόσβεσης τα πρώτα χρόνια της μίσθωσης αναγνωρίζονται περισσότερα έξοδα στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης απ' ότι στην περίπτωση της λειτουργικής. Όσον αφορά την επιχείρηση ΚΡΙ-ΚΡΙ, οι μισθώσεις ενσώματων παγίων ταξινομούνται ως χρηματοδοτικές και για τα δύο έτη (2015, 2016).

Επιπροσθέτως, στα πλαίσια της συγκεκριμένης λογιστικής ανάλυσης αξίζει να σημειωθεί ότι η εταιρεία ΚΡΙ-ΚΡΙ ακολουθεί την ίδια στρατηγική παρουσίασης πληροφοριών στις ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις με άλλες μεγάλες εταιρείες του κλάδου, όπως είναι η ΔΕΛΤΑ, ΟΛΥΜΠΟΣ και η ΦΑΓΕ. Συγκεκριμένα η διοίκηση της ΚΡΙ-ΚΡΙ παρουσιάζει τις οικονομικές της καταστάσεις με τον ίδιο τρόπο που ακολουθούν κι οι άλλες επιχειρήσεις του κλάδου, χωρίς να εμφανίζει λιγότερες ή περισσότερες πληροφορίες.

Ολοκληρώνοντας τη λογιστική ανάλυση θα θέλαμε να αναφέρουμε ότι από την μία μεριά ο εξωτερικός χρήστης των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης πρέπει να δίνει ιδιαίτερη προσοχή στα σημεία που αναφέραμε παραπάνω, αλλά από την άλλη μεριά δεν μπορούμε να συμπεράνουμε ότι κάθε ασυνήθιστη λογιστική πρακτική και μεταβολή είναι αποτέλεσμα επηρεασμού των οικονομικών καταστάσεων από τη διοίκηση της επιχείρησης. Κάποιες φορές οι λογιστικές αλλαγές μπορεί να είναι αποτέλεσμα αλλαγών των εταιρικών συνθηκών. Για να εξηγηθεί καλύτερα αυτό που μόλις αναφέραμε μπορούμε να πάρουμε για παράδειγμα το ακόλουθο : Μια απότομη ή ασυνήθιστη αύξηση των αποθεμάτων μιας επιχείρησης χωρίς ανάλογη αύξηση των πωλήσεων, μπορεί να οφείλεται στην προετοιμασία της επιχείρησης για εισαγωγή κάποιου νέου προϊόντος στον κλάδο τον οποίο δραστηριοποιείται.

## **ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΙΚΤΩΝ**

### **ΑΝΑΛΥΣΗ 1<sup>ου</sup> ΕΠΙΠΕΔΟΥ**

Παρατηρούμε τα αποτελέσματα του παρακάτω πίνακα ότι τόσο το NBC, ROCE όσο και το RNOA αυξάνονται στο τελευταίο έτος 2016. Την ίδια στιγμή το FLEV βαίνει μειούμενο καθώς η εταιρεία στοχεύει και πετυχαίνει να μειώσει τα δάνεια και της υποχρεώσεις της σε όλο αυτό το διάστημα. Χαρακτηριστικό είναι ότι το κόστος δανεισμού έχει μειωθεί σημαντικά και το spread είναι θετικό το 2016 . Αυτό μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι ο δανεισμός υπό αυτές τις

συνθήκες παράγει residual income από λειτουργικές δραστηριότητες .Οι προβλέψεις δεν είναι και πολύ ελπιδοφόρες γιατί δείχνουν πως θα μειωθούν.

<b>1st LEVEL ANALYSIS</b>	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015	Actual 2016	Forecast 2017
<b>Core Operating Profitability</b>						
<b>Return on Net Operating Assets (RNOA)</b>	NaN	15,48%	10,17%	8,55%	12,69%	10,03%
(change Effect)			(-5,30%)	(-1,63%)	(+4,14%)	(-2,65%)
<b>Net Borrowing Cost(NBC)</b>	NaN	0,04%	-0,75%	4,60%	5,06%	5,06%
(change Effect)			(-0,79%)	(+5,35%)	(+0,46%)	(0%)
<b>Financial Leverage (FLEV)</b>	NaN	27,28%	27,80%	26,91%	23,51%	20,06%
(change Effect)			(+0,52%)	(-0,89%)	(-3,41%)	(-3,44%)
<b>ROCE= RNOA + FLEV x (RNOA - NBC )= =RNOA + LEV*Spread</b>	NaN	19,69%	13,21%	9,61%	14,48%	11,03%
			(-6,48%)	(-3,60%)	(+4,87%)	(-3,45%)

## ΑΝΑΛΥΣΗ 2ου ΕΠΙΠΕΔΟΥ

Αναλύοντας το «Operating Asset Turnover» και το «Operating Margin» (ως drivers του RNOA) παρατηρούμε ότι ο δείκτης OAT ακολουθεί την πορεία των πωλήσεων της εταιρείας

οι οποίες ακολουθούν πτωτική τάση λόγω της οικονομικής συγκυρίας στη χώρα μας. Ωστόσο το RNOA διατηρεί τους ρυθμούς αύξησης, λόγω της αύξησης του ΟΜ από λειτουργικές δραστηριότητες. Η Κρι-Κρι δραστηριοποιείται σε έναν κλάδο, στο τομέα της παραγωγής γαλακτωμικών ειδών, ο οποίος του δίνει τη

δυνατότητα να έχει περιθώρια κέρδους λόγο διαφοροποίησης των προϊόντων χαρακτηρίζοντας έτσι, λογικά τα παραπάνω αποτελέσματα.

Οι προβλέψεις δεν είναι και πολύ ελπιδοφόρες γιατί δείχνουν πως θα μειωθούν το 2017.

	Actual	Actual	Actual	Actual	Actual	Forecast
<b>2nd LEVEL ANALYSIS</b>	2012	2013	2014	2015	2016	2017
<b>Net Operating Margin</b>	10,20%	9,82%	6,28%	6,48%	10,14%	8,19%
(change Effect)		(-0,37%)	(-3,54%)	(+0,20%)	(+3,66%)	(-1,95%)
<b>Net Operating Asset Turnover</b>		157,57%	161,96%	131,89%	125,16%	122,54%
(change Effect)			(+4,39%)	(-30,07%)	(-6,73%)	(-2,62%)
<b>RNOA=PM x ATO</b>		15,48%	10,17%	8,55%	12,69%	10,03%

## TURNOVER DRIVERS

A/R Turnover: Η αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας των λογαριασμών εισπραχθέντων βασίζεται στον έλεγχο και την καλύτερη αξιολόγηση των πελατών. Παρά το γεγονός ότι η εταιρία αυξήθηκαν οι πελάτες γιατί διαθέτει ένα πελατολόγιο με μεγάλη διασπορά και δραστηριοποιείται σε περιβάλλον υψηλών πιστωτικών κινδύνων, έχει διαμορφώσει αυξημένη πρόβλεψη απομείωσης πελατών προκειμένου να αντιμετωπίσει ζημίες λόγω αυτού του κινδύνου.

Inventory Turnover: Η εταιρεία επιθυμούσε τη μείωση των αποθεμάτων της ώστε έτσι να βελτιώσει τη ταχύτητα κυκλοφορίας της αλλά αυξήθηκαν κατά την διάρκεια του τελευταίου έτους και αναμένονται άλλη μια μικρή ακόμα αύξηση.

PP&E Turnover: Το γεγονός πως ο δείκτης αυτός είναι μειωμένος το 2016 ελάχιστα, ύστερα από μια πτώση που παρουσίασε δείχνει ότι η εταιρεία δεν

μπορεί και συγκεντρώνει έσοδα αποτελεσματικά από τη χρήση των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού της και αναμένονται άλλη μια μικρή ακόμα μείωση 2017.

TURNOVER DRIVERS	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015	Actual 2016	Forecast 2017
Net Operating Asset Turnover		1,576	1,620	1,319	1,252	1,225
Net Working Capital Turnover		2,533	3,500	4,449	3,152	2,673
Average Days to Collect Receivables		60,982	81,338	93,628	97,750	102,829
Average Inventory Holding Period		81,596	41,367	63,340	66,174	68,583
PP&E Turnover		4,077	2,940	1,786	1,772	1,758

## ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΑΝΑΛΥΣΗ (RATIOS ANALYSIS)

Analysis of Leverage - Short-Term Liquidity	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015	Actual 2016	Forecast 2017	
CurrentRatio	3,590	3,005	1,487	1,793	2,761	2,761	CurrentAssets/CurrentLiabilities
QuickRatio	1,588	1,865	0,864	1,272	1,953	1,953	(Cash+STI+Receivables)/Current Liabilities

EBITDA Interest Coverage				12,240	15,006	16,733	EBITDA/Interest Payments
--------------------------	--	--	--	--------	--------	--------	--------------------------

Flow Measures	Actual 2012	Actual 2013	Actual 2014	Actual 2015	Actual 2016	Forecast 2017	
CFO to Total Debt		0,515	1,586	0,767	1,044	0,894	Cash Flow From Operations/ Total debt

Analysis of Leverage	2012	2013	2014	2015	2016	2017	
- Long-Term Capital Structure							
FFO to Total Debt		1,051	0,740	0,826	1,648	0,889	
Debt to Equity	0,252	0,292	0,265	0,273	0,201	0,201	Total debt/total equity

### Liquidity Measure

**Current ratio:** Ο δείκτης αυτός μας δείχνει το μέτρο ρευστότητας μιας επιχείρησης και το περιθώριο ασφαλείας, ώστε αυτή να είναι σε θέση να ανταποκριθεί στην πληρωμή των καθημερινών απαιτητών υποχρεώσεων. Όσο πιο προβλέψιμες είναι οι εισροές χρημάτων μιας επιχείρησης τόσο είναι γενικότερα αποδεκτός ένας πιο χαμηλός δείκτης, αν και αυτό είναι συνάρτηση κυρίως του κλάδου στον οποίο ανήκει η επιχείρηση. Τα αποδεκτά όρια για το δείκτη έμμεσης ρευστότητας είναι 2-2,5 ή 1,8-2,3. Η αύξηση του δείκτη οφείλεται στην μείωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων και του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

**Quick Ratio:** Ο Δείκτης αυτός δείχνει την δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της ρευστοποιώντας τα αμέσως ρευστοποιήσιμα στοιχεία

.Αφαιρούνται τα αποθέματα διότι αφ'ενός παρουσιάζουν μεταξύ των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων την μικρότερη ρευστότητα,αφ'έτερου από την ρευστοποίηση των αποθεμάτων είναι πολύ πιθανό να προκύψει ζημιά. Τα ιδανικά όρια του υπό εξέταση δείκτη είναι 1-1,5 ή 0,8-1,3. . Αξίζει να αναφέρουμε ότι η μείωση των απαιτήσεων από τους πελάτες, η αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων και η μείωση των πωλήσεων, παρόλο που θα μπορούσαν να θεωρηθούν άσχημοι οιωνοί για την εταιρεία, μπορούν να δικαιολογηθούν από την οικονομική κατάσταση που επικρατεί.

**EBITDA Interest Coverage Ratio:** Ο δείκτης μας χρησιμοποιείται για την αξιολόγηση της οικονομικής αντοχής μιας εταιρείας, εξετάζοντας εάν είναι τουλάχιστον κερδοφόρα για να εξοφλήσει τα έξοδα τόκων. Μια αναλογία

μεγαλύτερη από 1 δείχνει ότι η εταιρεία έχει πάνω από αρκετή κάλυψη τόκων για να εξοφλήσει τα έξοδα τόκων. Ο δείκτης χρησιμοποιείται κυρίως από τους managers και τις τράπεζες για τις αποφάσεις που σχετίζονται με την αύξηση των δανειακών τους υποχρεώσεων ή την υλοποίηση νέων επενδυτικών ευκαιριών. Έτσι, όσον αφορά την Κρι-Κρι, η τιμή του δείκτη είναι αύξουσα, το οποίο δικαιολογείται από την ραγδαία αύξηση των ταμειακών διαθεσίμων και την παράλληλη μείωση των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων.

#### Flow Measures

**CFO to Total Debt Ratio:** Ο συγκεκριμένος δείκτης μας δείχνει το κατά πόσο ικανοποιούνται οι βραχυχρόνιες και Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις από τις ταμειακές ροές που σχετίζονται με τις λειτουργικές δραστηριότητες. Είναι πιο έγκυρος δείκτης γιατί δείχνει την αυξομείωση των πραγματικών ροών που λαμβάνονται και πληρώνονται από την εταιρεία μέσα στο οικονομικό έτος.

#### Analysis of Leverage

**Debt to total Assets:** Ο δείκτης αυτός είναι ένας δείκτης μόχλευσης που καθορίζει το συνολικό ποσό του χρέους σε σχέση με τα περιουσιακά στοιχεία. Που η Κρι-Κρι έχει τα **total Assets > Debt** και το τελευταίο διάστημα έχει γίνει ακόμα μικρότερο ο δανεισμός της σε σχέση με το Total Assets της επιχείρησης, ένας λόγος είναι και οικογενειακή επιχείρηση.

**Debt to Equity:** Ο συγκεκριμένος δείκτης μας δείχνει την χρηματοοικονομική μόχλευση της εταιρείας, δηλαδή το ποσοστό ίδιων και ξένων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει τα στοιχεία του ενεργητικού της. Όπως και η τιμή του δείκτη Debt to Total Assets.

**Long – term Debt Ratio:** Ο δείκτης δείχνει το ποσοστό των μακροχρόνιων αποδόσεων σε σχέση με τα ίδια Κεφάλαια. Χρησιμοποιώντας το συγκεκριμένο δείκτη οι επενδυτές μπορούν να δουν το ποσό της μόχλευσης της εταιρείας και να το συγκρίνουν με εκείνο άλλων εταιρειών ώστε να αναλύσουν την έκθεση στο κίνδυνο που έχει η εταιρεία. Άρα η έκθεση της εταιρείας στο κίνδυνο μειώνεται από το 2014 και έπειτα.

## FORECASTING

Έχοντας στη διάθεση μας τις οικονομικές καταστάσεις μέχρι το 2016 της εταιρείας αλλά και τη οικονομική έκθεση για τη χρήση είμαστε σε θέση να



αξιολογήσουμε τη λειτουργική δραστηριότητα της επιχείρησης αλλά και να προχωρήσουμε περαιτέρω και να κάνουμε προβλέψεις για τα επίπεδα ανάπτυξης της εταιρείας.

Η εταιρεία Κρι-Κρι, λειτουργώντας με ένα ιδιαίτερο επιχειρηματικό μοντέλο (πολυ-καναλικό, πολυ-προϊοντικό, και πολυ-πελατειακό), έχει πετύχει να αυξήσει το μερίδιο αγοράς που της αναλογεί, έχει χαμηλά επίπεδα δανεισμού, σημειώνει υψηλή κερδοφορία και τα περιθώρια κέρδους της θα τα ζήλευε ο κλάδος τις καλές ημέρες αλλά πάνω από όλα έχει προοπτική.

Η ηγετική θέση του Ομίλου σε συνδυασμό με την υγιή χρηματοοικονομική του διάρθρωση επιδρά θετικά στις ήδη πολύ καλές σχέσεις αλλά και τις συναλλαγές με τους προμηθευτές του. Ιδιαίτερη έμφαση δίνεται στη συνεχή ανανέωση των καναλιών πώλησης (καταστήματα, ιστοσελίδα της Εταιρείας, κατάλογοι). Επίσης, αλλά όχι λιγότερα σημαντικό, ρόλο στη διατήρηση και επέκταση των δραστηριοτήτων του Κρι-Κρι διαδραματίζει το προσωπικό του, το οποίο απολαμβάνει της εμπιστοσύνης της διοίκησης, διατηρεί σταθερά υψηλό ηθικό και ενεργεί μέσα σε σταθερό εργασιακό περιβάλλον και περιβάλλον αμοιβών.

Εν κατακλείδι, η άρτια λειτουργική δομή του Κρι-Κρι και η συνεχής επαγρύπνηση της Διοίκησης για εισαγωγή νέων προϊόντων που θα βελτιώσουν την οργανική και περιθωριακή αποτελεσματικότητά του, έχει συσσωρεύσει πλεόνασμα κεφαλαίου κίνησης, που αποτελεί, στο χρηματοοικονομικό επίπεδο, τη σημαντικότερη ασπίδα της Εταιρείας απέναντι στην κρίση.

Αποτίμηση μέσω του μοντέλου Discounted Cash Flow

Αρχικά, θα χρειαστεί να υπολογίσουμε το Wacc. Συνοπτικά στον παρακάτω πίνακα φαίνονται όλα τα δεδομένα εκείνα που απαιτούνται για τον υπολογισμό του:

### Inputs for WACC calculation

Απόδοση χωρίς κίνδυνο 2%

Κόστος δανεισμού της 4,06%  
επιχείρησης

Απόδοση της αγοράς 45,26%

Συντελεστής beta	0,24529308
------------------	------------

Ποσοστό φορολογίας	23,59%
--------------------	--------

Αριθμός κοινών μετοχών	33.065.136
------------------------	------------

Απαιτούμενη απόδοση (re)	9,36%
--------------------------	-------

Ι.Κ. επιχείρησης	45.191.485
------------------	------------

Αξία του χρέους της επιχείρησης	9.067.248
------------------------------------	-----------

#### Σημειώσεις:

Για να υπολογίσουμε την απόδοση χωρίς κίνδυνο πήραμε:  $r = 2\%$

Το κόστος δανεισμού της επιχείρησης υπολογίστηκε ως το μέσο σταθμικό κόστος των δανείων της, ήτοι 4,06%.

Η απόδοση της αγοράς για το 2016 υπολογίσθηκε στο 45,26% ετησιοποιημένο επειδή είχαμε πάρει ημερήσια δεδομένα.

Για τον υπολογισμό του effective tax rate για κάθε χρονιά: (Φόρος Εισοδήματος / Κέρδη προ Φόρων)

Average effective tax rate = 23,59%

Χρέος της επιχείρησης = Μακροπρόθεσμες + Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις =

9.067.248 €

Ι.Κ. επιχείρησης = 45.191.485

Με αντικατάσταση όλων των παραπάνω στη σχέση (1) προκύπτει ότι το WACC της επιχείρησης είναι 11,68%.

Cost of Net Debt = Χρηματοοικονομικά έξοδα / δάνεια = 8,20% Για την αποτίμηση της τιμής.

Για την τρέχουσα στιγμή έχουμε:

Κεφαλοποίηση της επιχείρησης = Αριθμός μετοχών \* Τιμή μετοχής =  
=33.065.136\* 2,54= 83.985.445€ (σχεδόν διπλάσιο από τα ΙΚ της εταιρίας το 2016 )

Sales

Στο φύλλο εργασίας χρησιμοποιήθηκαν στοιχεία από τη χρήση του 2016.

Με τη μέθοδο των DCF η αξία που υπολογίσαμε ανά μετοχή είναι 1.51€(το 2016 είχε παρουσιάσει τέτοια τιμή), σαφώς μικρότερη από την τιμή που έκλεισε η μετοχή το 16/6/2016 (2,54€). Μια πιθανή ερμηνεία του αποτελέσματος είναι ότι η αγορά έχει υπερτιμήσει τη μετοχή σε σχέση με τη πραγματική της αξία. Η εν λόγω υπερτίμηση οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γενικότερο άσχημο οικονομικό κλίμα που επικρατεί στην Ελλάδα και κατ' επέκταση και στο χρηματιστήριο. Παρατηρώντας τις συναλλαγές της μετοχής κάποιες (αρκετές) μέρες δεν έχουν γίνει συναλλαγές και πολλές φορές δεν μεταβάλλετε καθόλου η τιμή της. Άρα δεν μπορούμε να

πούμε πως η τιμή που βρήκαμε αποτελεί ένδειξη . Καθώς τα τελευταία χρόνια είχε υπάρξει μια έντονα πτωτική τάση στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, όλες οι μετοχές επηρεάστηκαν αρνητικά άλλες σε μεγαλύτερο και άλλες σε μικρότερο βαθμό, είτε ήταν καλά δομημένες και είχαν μια καλή οικονομική λειτουργία είτε όχι. Καθίσταται λοιπόν αναμενόμενο το γεγονός ότι η πραγματική αξία της μετοχής είναι μεγαλύτερη σε σχέση με τη εκτιμώμενη της αξία. Άλλωστε μελετώντας κανείς τα οικονομικά στοιχεία καταλήγει ότι υπάρχει μείωση των πωλήσεων λόγω της κρίσης, υπάρχει μια έντονη προσπάθεια εκ μέρους

της διοίκησης για μείωση των εξόδων και βελτίωση των κερδών και της αποτελεσματικότητας. Τα παραπάνω στοιχεία συνηγορούν στη δημιουργία της άποψης ότι η μετοχή δύναται στο μέλλον να παρουσιάσει αύξηση των κερδών.

### **Αποτίμηση μέσω της μεθόδου των Residual Earnings**

Σύμφωνα με τη παρούσα μέθοδο, η παρούσα αξία των υπερκανονικών κερδών, με επιτόκιο προεξόφλησης την απαιτούμενη απόδοση, προστίθεται στη λογιστική καθαρή θέση και με τον τρόπο αυτό προσδιορίζεται η θεμελιώδης αξία της επιχείρησης την οποία και αποτιμήσαμε στα 1,61€ / μετοχή.

Μέσω της μεθόδου των residual earnings καταλήγουμε σε μία τιμή μικρότερη από την τρέχουσα τιμή κλεισίματος της μετοχής. Θεωρούμε ότι η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη από την αγορά. Η υπερτίμηση αυτή οφείλεται κατά τη γνώμη μας στο γενικότερα δυσχερές κλίμα της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς. Οι έντονες διακυμάνσεις που παρουσιάζονται στο περιβάλλον της ελληνικής οικονομίας, η περιορισμένη ρευστότητα που επικρατεί (παρά το βελτιωμένο κλίμα των τελευταίων μηνών) και η οικονομική αβεβαιότητα για το μέλλον καθιστά την απόκλιση αυτή αναμενόμενη και θεμιτή. Ωστόσο, θεωρούμε πως η εταιρεία Κρι- Κρι κατέχει όλα εκείνα τα εχέγγυα προκειμένου να ανταπεξέλθει στις προκλήσεις των επόμενων ετών.

Γενικότερα, πρέπει να έχουμε κατά νου ότι η μέθοδος των residual earnings δίνει μεγάλη σημασία στη προστιθέμενη αξία των παρουσών επενδύσεων των εταιρειών. Με βάση αυτό το γεγονός, είναι λογικό να προκύπτει η απόκλιση των τιμών μεταξύ των δύο μεθόδων από την τιμή της μετοχής.

Εν κατακλείδι μπορούμε να σχολιάσουμε ότι αναμένουμε υπερκέρδη, αυξάνοντας κατά αυτό τον τρόπο τα μελλοντικά έσοδα των μετόχων. Λόγω της ανάπτυξης που αναμένεται να γνωρίσει στο μέλλον, καθώς και

λόγω της καλής διάρθρωσης της επιχείρησης (χαμηλού δανεισμού, βελτίωση βασικών αριθμοδεικτών, μείωση των εξόδων κλπ).

## ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ

Στα πλαίσια της χρηματοοικονομικής ανάλυσης και αποτίμησης επιχειρήσεων απαιτείται η χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών προκειμένου τόσο οι εσωτερικοί όσο και οι εξωτερικοί χρήστες να έχουν ολοκληρωμένη εικόνα για την κατάσταση της επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα παρέχονται πληροφορίες σχετικά με την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει κέρδη και την πιθανή αντιμετώπιση βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου κινδύνου επιβίωσης της. Προκειμένου να περατωθεί η χρηματοοικονομική ανάλυση και αποτίμηση της εξεταζόμενης εταιρείας KPI - KPI χρησιμοποιήθηκε το ηλεκτρονικό πρόγραμμα “EVAL” του οποίου τα αποτελέσματα παρατίθενται σε παράρτημα της εργασίας.

Όσον αφορά την χρηματοοικονομική ανάλυση προέκυψε με τη χρήση του προγράμματος και σύμφωνα με τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα των δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων της εξεταζόμενης επιχείρησης για τα έτη 2015 – 2016, ότι η εκτιμώμενη χρηματιστηριακή τιμή ανά μετοχή (**estimated price/share**) είναι 1,51\$ η οποία τιμή αντιστοιχεί σε 2,56 €. Επίσης, η τιμή διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο στις 16/6/2015 για την εταιρεία KPI - KPI ήταν 2,56 €. Επομένως συμπεραίνουμε ότι η τιμή της μετοχής είναι υπερτιμημένη.

Στα πλαίσια της μελλοντικής ανάλυσης και αποτίμησης της εταιρείας KPI-KPI αρχικά υπολογίστηκε το **Κόστος Ιδίων Κεφαλαίων** το οποίο ισούται με το **Επιτόκιο χωρίς Κίνδυνο** (2%) + **Απόδοση Αγοράς** (43,26%) x **Beta** (0,245) = **12,61%**. Βάσει αυτού προέκυψαν οι **Forecasting Assumptions** και στη συνέχεια προχωρήσαμε στην εξέταση κάποιων υποθέσεων

σεναρίων προκειμένου να διαπιστώσουμε τις αλλαγές που θα προκύψουν στην εκτιμώμενη χρηματιστηριακή τιμή ανά μετοχή (**estimated price/share**).

Εδώ θα ελέγξουμε το sensitivity ,πως αλλάζει η εκτιμώμενη τιμή μεταβάλλοντας ποσοστιαία τους λογαριασμούς:

**ΥΠΟΘΕΣΗ 1 (Ουδέτερο Σενάριο):** Η πρώτη υπόθεση που κάναμε είναι ότι κανένας από τους παράγοντες των εσόδων ή κάποιων εξόδων της επιχείρησης δεν πρόκειται να μεταβληθεί στις επόμενες οικονομικές χρήσεις της εταιρείας. Επομένως τα αποτελέσματα που λάβαμε κάνοντας χρήση του ηλεκτρονικού προγράμματος “EVAL” παραμένουν αμετάβλητα και η εκτιμώμενη χρηματιστηριακή τιμή συνεχίζει να ανέρχεται στα **1.51€**.

**ΥΠΟΘΕΣΗ 2 (Αισιόδοξο Σενάριο):** Όσον αφορά την δεύτερη υπόθεση που κάναμε πρόκειται για ένα αισιόδοξο σενάριο των προβλέψεων όπου οι **Πωλήσεις** αυξάνονται αντί -0,57% σε 1,57% υπάρχει ταυτόχρονη μείωση του **Κόστους Πωληθέντων** αντί -8,48% στο -12% και επιπλέον η εξεταζόμενη επιχείρηση μείωσε τα **Έξοδα διοίκησης , διάθεσης και R&D** από 38,35% στο 37,35% και -2,76 και - 3%. Αυτό είχε ως αποτέλεσμα η εκτιμώμενη χρηματιστηριακή τιμή της εξεταζόμενης οντότητας να ανέρχεται στα **2,66€**.

**ΥΠΟΘΕΣΗ 3(Απαισιόδοξο Σενάριο):** Όσον αφορά την τρίτη υπόθεση πρόκειται για ένα απαισιόδοξο σενάριο των προβλέψεων. Συγκεκριμένα οι **Πωλήσεις** μειώθηκαν από -0,57% στο -1% , πραγματοποιήθηκε αύξηση του **Κόστους Πωληθέντων** από - 8,48% στο -7% και επιπλέον τα **Έξοδα διοίκησης ,διάθεσης και R&D** από 38,35% στο 40% και -2,76 και -1%. Το αποτέλεσμα της μείωσης των Πωλήσεων και της αύξησης του Κ.Π. και των εξόδων Διοίκησης και Διάθεσης έχουν ως αποτέλεσμα η εκτιμώμενη χρηματιστηριακή τιμή ανά μετοχή να ανέρχεται στα **1,08€**.

Σε αυτό το σημείο θα θέλαμε να αναφέρουμε ότι για να βασίσουμε τις υποθέσεις-σενάρια η ποσοστιαία αύξηση των Πωλήσεων δεν ξεπέρασε το Κόστος των Ιδίων Κεφαλαίων .Επιπλέον τα αποτελέσματα των υποθέσεων παρατίθενται αναλυτικά στο παράρτημα.

## ΕΠΙΛΟΓΟΣ

Συμπερασματικά, όσον αφορά τη Στρατηγική Ανάλυση της εξεταζόμενης εταιρείας KPI – KPI ακολουθείται στρατηγική ανάπτυξης αγοράς και προϊόντων προκειμένου να επιτευχθούν οι στόχοι της, στα πλαίσια του ανταγωνιστικού περιβάλλοντος στο οποίο δραστηριοποιείται. Στα πλαίσια της Λογιστικής Ανάλυσης κι όσον αφορά τα στοιχεία που πρέπει να “ελέγχονται” και να ερμηνεύονται με ιδιαίτερη προσοχή από τους χρήστες των οικονομικών καταστάσεων (red flags),θα μπορούσαμε να πούμε ότι δεν υπάρχουν κάποιες σοβαρές ενδείξεις που να μας οδηγούν στο συμπέρασμα πως η διοίκηση της εταιρείας ακολουθεί πρακτικές παραποίησης των οικονομικών της καταστάσεων με σκοπό την παρουσίαση μεγαλύτερου του πραγματικού της αποτελέσματος. Τέλος, όσον αφορά τη Χρηματοοικονομική Ανάλυση και Αποτίμηση της εταιρείας, η εκτιμώμενη τιμή / μετοχή είναι ίση με 1,51€ ενώ η χρηματιστηριακή της τιμή είναι ίση με 2,56 €. Άρα η τιμή / μετοχή της εταιρείας KPI –KPI είναι υπερτιμημένη.

## Κεφάλαιο 6 Συμπεράσματα

Με τη διαμόρφωση μιας ολοκληρωμένης στρατηγικής που συνδυάζει τη δημιουργία και την άσκηση πραγματικών επιλογών μαζί με άλλες τεχνικές διαχείρισης κινδύνου, η διαχείριση μπορεί να μειώσει τον κίνδυνο και έτσι να αυξήσει την εταιρική αξία. Για παράδειγμα, μια εταιρεία που είναι σε θέση να καθυστερήσει τις επενδύσεις χωρίς να χάσει το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα, να εγκαταλείψει ένα έργο που καθίσταται μη κερδοφόρο ή να προσαρμόσει τη λειτουργική της στρατηγική με χαμηλό κόστος, μπορεί να αποφύγει κινδύνους και να εκμεταλλευτεί επικερδής ευκαιρίες. Όμως, ακόμη και όταν οι πραγματικές επιλογές χρησιμοποιούνται με αυτόν τον τρόπο για τον περιορισμό του προφίλ κινδύνου της εταιρείας, τα χρηματοοικονομικά παράγωγα μπορούν να βοηθήσουν στην αντιστάθμιση τυχόν υπολειπόμενου κινδύνου που διαφορετικά θα επηρέαζε την αξία των πραγματικών επιλογών και της συνολικής εταιρείας.

Μια ολοκληρωμένη προσέγγιση διαχείρισης κινδύνων απαιτεί μια προσεκτική διαδικασία διάγνωσης της έκθεσης σε κίνδυνο μιας εταιρείας. Πρώτον, η διοίκηση πρέπει να αποσυνθέσει την έκθεση κινδύνου της εταιρείας για να κατανοήσει τις θεμελιώδεις πηγές κινδύνου. Δεύτερον, πρέπει να προσδιοριστεί η ικανότητα της εταιρείας να φέρει κίνδυνο, πράγμα που απαιτεί κατανόηση του γιατί οι ατομικοί κίνδυνοι (εάν αφεθούν χωρίς διαχείριση) θα μείωναν την αξία της εταιρείας. Τρίτον,



πρέπει να διερευνηθούν διαφορετικές προσεγγίσεις για την αντιμετώπιση του κινδύνου, από τη διαφοροποίηση έως τη χρήση χρηματοοικονομικών παραγώγων και άλλων συμβολαίων έως την επένδυση (ή την άσκηση) ενός ευρέος φάσματος πραγματικών επιλογών. Τέταρτον, η εταιρεία πρέπει να ενσωματώσει σωστά τις διάφορες λύσεις διαχείρισης κινδύνων για τη βελτιστοποίηση της στρατηγικής.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ – ΑΡΘΟΓΡΑΦΙΑ

Αρτίκης Παναγιώτης, 2010, «Διαχείριση Αξίας και Κινδύνου», Interbooks

Ι. Λαζαρίδης – Δ. Παπαδόπουλος, 2006, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση, Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης»

Arena Marika, Michela Arnaboldi, Giovanni Azzone, Elsevier Accounting Organizations and Society, 2010, «The Organizational Dynamics of Enterprise Risk Management»

Bartram, S.M. (2000), Corporate Risk Management as a Lever for Shareholder Value Creation. Financial Markets, Institutions & Instruments, 9: 279-324.

Beasley Mark S. & Mark L. Frigo, 2007, «Strategic Risk Management: creating and protecting value»

Chapman Chris & Stephen Ward, 2003, «Project Risk Management: Processes, Techniques and Insights»

Gatzert, N. and Martin, M. (2015), Determinants and Value of Enterprise Risk Management: Empirical Evidence From the Literature. Risk Management and Insurance Review

Lam James, 2003, «Enterprise Risk Management: from Incentives to Controls», Wiley corporate F&A, the Wiley Finance Series

Liebenberg Andre P., Robert E. Hoyt, 2003, «The Determinants of Enterprise Risk Management: Evidence from the Appointment of Chief Risk Officers»

MACKAY, P. and MOELLER, S.B. (2007), The Value of Corporate Risk Management. The Journal of Finance, 62: 1379-1419.

Segal Sim, 1964, «Corporate Value of Enterprise Risk Management: the next step in business management»

Servaes, H., Tamayo, A. and Tufano, P. (2009), The Theory and Practice of Corporate Risk Management\*. Journal of Applied Corporate Finance, 21: 60-78.

Triantis, A.J. (2000), REAL OPTIONS AND CORPORATE RISK MANAGEMENT. Journal of Applied Corporate Finance, 13: 64-73.

Θεμιστοκλής Γ. Λαζαρίδης, Αποτίμηση Επιχειρήσεων, Εκδόσεις αδελφών Κυριακίδη Α.Ε.,(2005), Θεσσαλονίκη.

Δημητρίου Χ. Γκίκα, Αφροδίτης Ι. Παπαδάκη, Γεωργίας Σ. Σιουγλέ, Ανάλυση και αποτίμηση επιχειρήσεων, Εκδόσεις Γ.Μπένου, (2010), Αθήνα

Fernandez, P. 2015. Company Valuation Methods

## **Πηγές από διαδίκτυο**

**[Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset](https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2009.00250.x15/12/2019)**

**<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.2009.00250.x15/12/2019>**

<https://capital.com/el/kindynos-orismos>