



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΠΑΤΡΩΝ**  
UNIVERSITY OF PATRAS

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΑΤΡΩΝ**  
**ΣΧΟΛΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**  
**ΤΜΗΜΑ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΤΟΥΡΙΣΜΟΥ**  
**(ΠΡΩΗΝ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΤΟΥ ΠΡΩΗΝ ΤΕΙ ΔΥΤΙΚΗΣ**  
**ΕΛΛΑΔΑΣ)**

**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ**  
**ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ:**  
**ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΚΑΙ ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΜΕΛΕΤΗ**  
**ΠΕΡΙΠΤΩΣΗΣ ΔΥΟ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΤΟΥ ΙΔΙΟΥ**  
**ΚΛΑΔΟΥ**

**ΓΙΑΜΑΚΙΔΟΥ ΘΕΟΔ. ΜΑΡΙΑ**

**ΕΠΟΠΤΕΥΩΝ**  
**ΒΑΣΙΛΙΚΗ ΜΠΑΛΛΑ**

**ΜΕΣΟΛΟΓΓΙ 2021**

# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ .....	2
ΠΕΡΙΛΗΨΗ .....	4
ABSTRACT .....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ .....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ.....	8
2.1 Ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών .....	8
2.2 Επιπρόσθετες μέθοδοι ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων που θα χρησιμοποιηθούν .....	12
2.3 Περιορισμοί ανάλυσης με τη χρήση αριθμοδεικτών .....	17
2.4 Συλλογή και περιγραφή δεδομένων .....	19
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ .....	22
3.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας .....	22
3.1.1 Δείκτης γενικής ρευστότητας .....	23
3.1.2 Δείκτης άμεσης (ειδικής) ρευστότητας .....	25
3.2 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας / αποδοτικότητας.....	27
3.2.1 Περιθώριο μικτού κέρδους.....	27
3.2.2 Περιθώριο καθαρού κέρδους.....	29
3.2.3 Αποδοτικότητα συνολικού ενεργητικού (ReturnonTotalAssets, ROTA) .....	29
3.2.4 Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ReturnonEquity, ROE) .....	31
3.2.5 Εξίσωση DuPont .....	32
3.2.6 Αποδοτικότητα συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων (ROCE) .....	33
3.3 Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας (δραστηριότητας) .....	34
3.3.1 Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου ενεργητικού .....	35
3.3.2 Κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού .....	36
3.3.3 Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων .....	37
3.3.4 Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων.....	38
3.4 Αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης.....	39
3.4.1 Δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια .....	40
3.4.2 Δείκτης κάλυψης τόκων .....	41
3.5 Υπόδειγμα Z-score.....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ Α ΚΑΙ Β .....	46
4.1 Οριζόντια και κάθετη ανάλυση.....	46
4.2 Ρευστότητα .....	52

4.3 Κερδοφορία / αποδοτικότητα .....	55
4.4 Αποτελεσματικότητα (δραστηριότητα) .....	57
4.5 Οικονομική διάρθρωση .....	61
4.6 Υπόδειγμα Z-score.....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΝΟΨΙΣΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ .....	66
Βιβλιογραφία.....	68
<b>Ελληνική:</b> .....	68
<b>Ξενόγλωσση:</b> .....	68
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι:ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ .....	69
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΟΙ ΤΥΠΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ .....	76
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ:ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ, COSMOTE ΚΑΙ VODAFONE, 2015 - 2019 .....	78

## ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα μελέτη χρησιμοποιεί την ανάλυση αριθμοδεικτών προκειμένου να αξιολογήσει τη συνολική χρηματοοικονομική κατάσταση της Α και Β<sup>1</sup>, των δύο εταιριών – ηγετών του ελληνικού κλάδου τηλεπικοινωνιών. Η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών για τα έτη 2015 - 2019, η οποία έχει τόσο διαχρονικά και διαστρωματικά χαρακτηριστικά, συνεπικουρείται από την οριζόντια και κάθετη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων των δύο εταιριών. Τα εμπειρικά αποτελέσματα που απορρέουν από την εφαρμογή της συγκριτικής χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι πολύ χρήσιμα γιατί παρέχουν μια σε βάθος σύγκριση των δύο εταιριών – ηγετών του κλάδου των τηλεπικοινωνιών για την υπό εξέταση περίοδο. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της μελέτης, η εταιρεία Β είναι αρκετά πιο κερδοφόρα από την Α παρότι η τελευταία υπερτερεί της πρώτης στο βαθμό αξιοποίησης των περιουσιακών της στοιχείων. Όσον αφορά τη ρευστότητα, η εταιρεία Α φαίνεται να βρίσκεται σε ελαφρώς καλύτερη κατάσταση σε σχέση με τη Β, η οποία αντιμετωπίζει μια ορισμένη δυσκολία στην κάλυψη των τρεχουσών υποχρεώσεών της. Τέλος, η εταιρεία Β έχει πολύ χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση και δείχνει να εφαρμόζει μια πιο επιτυχημένη εμπορική πολιτική σε σχέση με τον άμεσο ανταγωνιστή της.

Με βάση τα παραπάνω, η δομή της διατριβής έχει ως ακολούθως. Μετά από μια σύντομη εισαγωγή (Κεφάλαιο 1). Στο Κεφάλαιο 2 αναπτύσσεται η μεθοδολογία της έρευνας, ενώ στο Κεφάλαιο 3 αναλύονται οι βασικοί αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στο εμπειρικό μέρος της διατριβής. Το Κεφάλαιο 4 αποτελεί το κατεξοχήν εμπειρικό μέρος της μελέτης, όπου πραγματοποιείται η συγκριτική ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών. Τέλος, στο Κεφάλαιο 5 συνοψίζονται τα βασικά συμπεράσματα της παρούσας μελέτης.

**Λέξεις κλειδιά:** ανάλυση λογιστικών καταστάσεων, αριθμοδείκτες, ρευστότητα, κερδοφορία, δραστηριότητα, κεφαλαιακή διάρθρωση.

---

<sup>1</sup>Για λόγους GDPR οι εξεταζόμενες εταιρείες Vodafone και Cosmote αναφέρονται ως εταιρείες Α και Β αντίστοιχα.

## ABSTRACT

The present thesis uses ratio analysis in order to evaluate the overall financial position and results of Vodafone and Cosmote<sup>2</sup>. The analysis for the 2015 – 2019 period, which has both diachronic and cross-sectional elements, is accompanied by a horizontal and vertical analysis of the financial statements of the two firms. The empirical findings of such an analysis are particularly useful, because they provide an in-depth overview of the underlying financial condition of companies A and B, the two leading companies of the Greek telecommunications sector. According to the results, company B is much more profitable and efficient than company A, despite the fact that the latter achieves a greater utilization of existing assets. As far as liquidity is concerned, company A seems to be in better place than company B, which faces a certain difficulty to finance its current liabilities. Finally, company's B leverage is much lower than that of company's A, while company B also seems to be implementing a more successful commercial and credit policy than its immediate rival.

The structure of the thesis is as follows: After a brief introduction(Chapter 1). Chapter 2 develops the methodology of research while Chapter 3 analyses the basic ratios that will be used in the empirical part of the thesis. In continuation, Chapter 4 is the empirical part of the study par excellance, whereby comparative ratio analysis is conducted. Finally, Chapter 5 provides a summary of the findings.

**Keywords:** financial statement analysis, ratios liquidity, profitability, activity, capital structure.

---

<sup>2</sup>For GDPR reasons, the companies Vodafone and Cosmote are referred as companies A and B respectively.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η ανάλυση λογιστικών καταστάσεων με τη χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί ένα αναντικατάστατο εργαλείο αξιολόγησης της επιχειρησιακής επίδοσης. Αν και οι αριθμοδείκτες έχουν εγγενείς αδυναμίες και περιορισμούς, δεν παύουν να υποβοηθούν σημαντικά τη διαδικασία λήψης στρατηγικών αποφάσεων, αναδεικνύοντας συγκεκριμένες δυνατότητες και αδυναμίες εντός της επιχείρησης. Η αξιολόγηση της εταιρικής επίδοσης με τη χρήση αριθμοδεικτών γίνεται πραγματικό “όπλο” στα χέρια της διοίκησης όταν συνεικονείται και από άλλες τεχνικές χρηματοοικονομικής ανάλυσης, όπως η ανάλυση κοινού μεγέθους, η οριζόντια ανάλυση, η ανάλυση νεκρού σημείου κλπ.

Αν και ένα μέρος της ακαδημαϊκής κοινότητας διατυπώνει ενστάσεις σχετικά με την ικανότητα πρόβλεψης της ανάλυσης με αριθμοδείκτες (βλ. ενδεικτικά και μόνο DombolenaandKhoury, 1980), αξίζει να τονιστεί ότι στο σύγχρονο επιχειρηματικό περιβάλλον η καθολική χρήση της δεν αμφισβητείται. Συγκεκριμένα, μέσα στο ευρύτερο πλαίσιο της “Τέταρτης Βιομηχανικής Επανάστασης” η τεχνολογική πρόοδος είναι ταχύτατη. Μια επιχείρηση που πριν κάποια χρόνια χαρακτηριζόταν από υψηλά στάνταρντ τεχνολογικής καινοτομίας μπορεί να υπολείπεται τεχνολογικά μετά από λίγα μόνο χρόνια. Επιπρόσθετα, η παγκοσμιοποίηση περιπλέκει έτι περαιτέρω την κατάσταση, οξύνοντας τον ανταγωνισμό και ωθώντας τις επιχειρήσεις σε ένα διαρκές κυνήγι ανταγωνιστικού πλεονεκτήματος.

Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών βρίσκεται στο επίκεντρο αυτού του σύγχρονου, ιδιαίτερα απαιτητικού περιβάλλοντος: σύγχρονες εξελίξεις όπως το “ίντερνετ των πραγμάτων”, το “βιομηχανικό ίντερνετ των πραγμάτων” ή η ανάπτυξη των ασύρματων δικτύων πέμπτης γενιάς (5G) βρίσκουν πλήθος εφαρμογών σε όλες σχεδόν τις πτυχές της καθημερινής οικονομικής δραστηριότητας. Οι επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται στο συγκεκριμένο κλάδο δεν έχουν περιθώριο να είναι ικανοποιημένες και “άνετες” με την υπάρχουσα κατάσταση, όσο θετική και αν φαντάζει αυτή. Αρκεί να θυμηθεί κανείς την εικόνα των κατασκευαστών κινητών τηλεφώνων τη δεκαετία του 1990 και στις αρχές της νέας χιλιετίας: Η Nokia και η Ericsson ήταν οι αδιαμφισβήτητοι ηγέτες του κλάδου, ελέγχοντας σχεδόν το σύνολο της τότε ραγδαία αναπτυσσόμενης αγοράς. Σήμερα, όμως, οι δύο αυτοί κολοσσοί είτε έχουν εγκαταλείψει πλήρως τον κλάδο κατασκευής κινητών τηλεφώνων (Ericsson) είτε αυτός αποτελεί ένα αμελητέο κομμάτι του συνολικού χαρτοφυλακίου προϊόντων και υπηρεσιών που παρέχουν (Nokia). Ο λόγος είναι ότι άλλες επιχειρήσεις, όπως η Apple, η Samsung, η Huawei απλά τις ξεπέρασαν σε επίπεδο τεχνολογικής καινοτομίας και επένδυσης σε έξοδα έρευνας και ανάπτυξης.

Εξάλλου, δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής ότι οι εταιρείες Α και Β, που αποτελούν το αντικείμενο της παρούσας εργασίας, δραστηριοποιούνται σήμερα σε μια τρομακτικά κορεσμένη αγορά όπου τα ποσοστά διείσδυσης αγγίζουν ή και ξεπερνούν το 100 τοις εκατό. Πράγματι, στις μέρες μας δεν υπάρχει στην κυριολεξία ούτε ένα νοικοκυριό χωρίς γραμμή σταθερής τηλεφωνίας και σύνδεση στο διαδίκτυο. Επιπλέον, πολλοί ιδιώτες έχουν στην κατοχή τους δύο ή τρεις αριθμούς κινητής τηλεφωνίας για επαγγελματικούς ή προσωπικούς λόγους. Τα παραπάνω σημαίνουν ότι οι επιχειρήσεις στον κλάδο των τηλεπικοινωνιών πρέπει συνεχώς να εξελίσσουν τα παρεχόμενα προϊόντα και υπηρεσίες προκειμένου να παραμένουν ανταγωνιστικές.

Σε συνδυασμό λοιπόν με τη διαρκή τεχνολογική εξέλιξη, η λήψη επιτυχημένων στρατηγικών αποφάσεων είναι εκ των ων ουκ άνευ για την εταιρική επιτυχία. Η χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιριών Α και Β με τη χρήση αριθμοδεικτών μπορεί να υποβοηθήσει αυτή τη διαδικασία λήψης αποφάσεων: οι δύο επιχειρήσεις μπορούν να αξιολογήσουν την τρέχουσα χρηματοοικονομική τους θέση και να εντοπίσουν πεδία στα οποία διατηρούν ή μπορούν δυνητικά να αναπτύξουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα.

Εν κατακλείδι, σκοπός της παρούσης εργασίας είναι να παρέχει χρήσιμες ενδείξεις σε όλα τα ανωτέρω και να απαντήσει στο εξής καίριο ερευνητικό ερώτημα: **Ποια από τις δύο εταιρίες που ηγούνται στον κλάδο τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα (Α και Β) βρίσκεται σε καλύτερη χρηματοοικονομική κατάσταση από άποψης κερδοφορίας, ρευστότητας, αποτελεσματικότητας και βιωσιμότητας;**

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ ΕΡΕΥΝΑΣ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζεται αναλυτικά η μεθοδολογία που ακολουθείται στην παρούσα διατριβή. Αναλύονται οι τεχνικές της ανάλυσης αριθμοδεικτών καθώς και η οριζόντια και κάθετη ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων (ανάλυση “κοινού μεγέθους). Παράλληλα, γίνεται αναφορά στον τρόπο συλλογής και στην περιγραφή των δεδομένων που χρησιμοποιούνται στα πλαίσια της παρούσας διατριβής.

### 2.1 Ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών

Ένα συχνό λάθος που γίνεται ακόμα και από άτομα εξοικειωμένα με τη λογιστική είναι η ταύτιση της ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων με την ανάλυση αριθμοδεικτών. Στην πραγματικότητα, η ανάλυση οικονομικών καταστάσεων (ή χρηματοοικονομική ανάλυση λογιστικών καταστάσεων) είναι πολύ ευρύτερη από την απλή χρήση αριθμοδεικτών (Subramanyam and Wild, 2009) και περιλαμβάνει, εκτός της τελευταίας, διάφορες τεχνικές και μεθόδους όπως η συγκριτική ανάλυση, η οριζόντια ανάλυση, η κάθετη ανάλυση κλπ.

Η ανάλυση αριθμοδεικτών, από την πλευρά της, έγκειται στον υπολογισμό και την ερμηνεία διαφόρων αριθμοδεικτών που είναι επιλεγμένοι με τέτοιο τρόπο ώστε να αξιολογούν βασικές πλευρές της συνολικής επιχειρησιακής δραστηριότητας, όπως η κερδοφορία, η ρευστότητα κ.ό.κ. Αναμφίβολα, η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί μια από τις πλέον διαδεδομένες και δυναμικές μεθόδους χρηματοοικονομικής και εν γένει διοικητικής ανάλυσης (PatroneandduBois, 1981). Όπως είναι λογικό, το δύσκολο κομμάτι της ανάλυσης με τη χρήση αριθμοδεικτών δεν είναι ο υπολογισμός του δείκτη καθεαυτός αλλά η ερμηνεία του, η οποία απαιτεί καλή κατανόηση της βαθύτερης σχέσης που εκφράζεται μέσω του δείκτη σε συνδυασμό με αντίληψη τόσο της επιχείρησης όσο και του κλάδου μέσα στον οποίο λειτουργεί.

Ένας αριθμοδείκτης είναι “η απλή σχέση ενός κονδυλίου του ισολογισμού ή της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως προς ένα άλλο, και εκφράζεται με απλή μαθηματική μορφή” (Νιάρχος, 2002, 47). Για να είναι χρήσιμη η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών, ο επιλεγμένος αριθμοδείκτης πρέπει να εκφράζει “μια οικονομικά σημαντική σχέση” (Subramanyam and Wild, 2009, 34). Υπό αυτό το πρίσμα, ο Νιάρχος (2002, 48) σημειώνει ότι ο αριθμοδείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας αποθεμάτων “αποτελεί ένα μεγάλης σπουδαιότητας αριθμοδείκτη, διότι εμφανίζει μια απόλυτα κατανοητή σχέση μεταξύ των πωλήσεων μιας επιχείρησης και των αποθεμάτων της και δείχνει πόσες φορές ανανεώθηκαν τα αποθέματα αυτής σε μια ορισμένη χρονική περίοδο (συνήθως στη λογιστική χρήση)”.

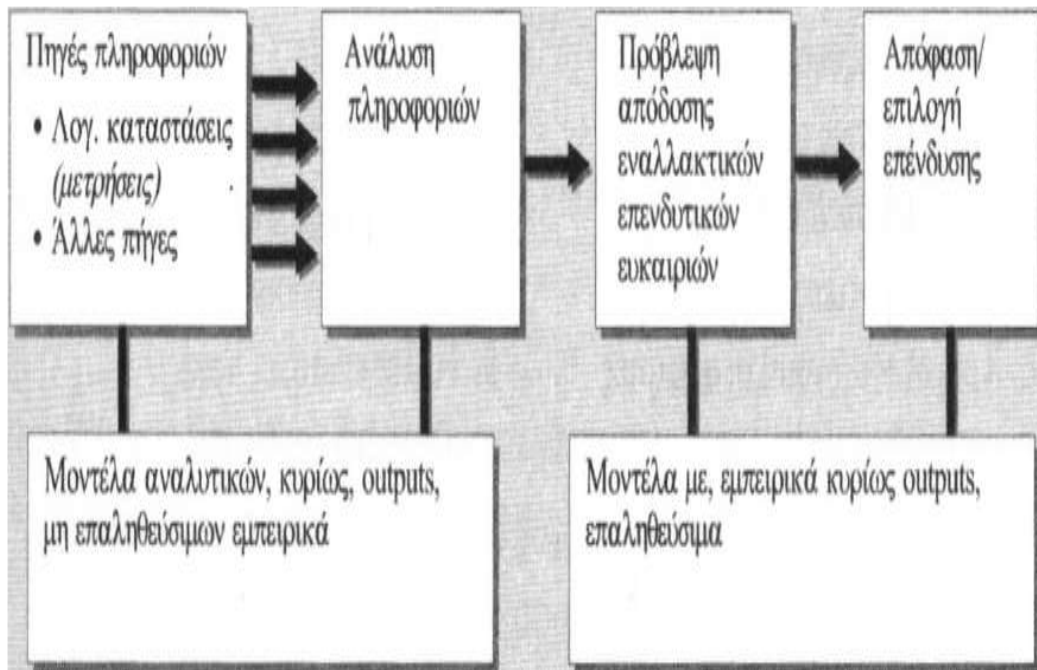


Οι αριθμοδείκτες επηρεάζονται από διάφορους παράγοντες. Πέρα από τις εσωτερικές λειτουργίες μιας επιχείρησης, σημαντικό ρόλο παίζουν και τα χαρακτηριστικά του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η τελευταία. Για παράδειγμα, είναι δύσκολο, αν όχι αδύνατο, για μια επιχείρηση που πουλάει βιομηχανικό εξοπλισμό να πετύχει το ίδιο επίπεδο ρευστότητας με ένα σούπερ-μάρκετ ή μια επιχείρηση που παράγει και εμπορεύεται ταχυκίνητα καταναλωτικά προϊόντα (Fast-Moving Consumer Products, FMCG). Γι' αυτό το λόγο, οι αριθμοδείκτες μιας επιχείρησης πρέπει να συγκρίνονται με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες ενός άμεσου ανταγωνιστού ή με κλαδικούς μέσους όρους προκειμένου τα συμπεράσματα που βγαίνουν να είναι πιο ολοκληρωμένα αλλά και πιο “γειωμένα” στην πραγματικότητα.

Εξάλλου, το ύψος των αριθμοδεικτών μπορεί να επηρεαστεί από τις λογιστικές μεθόδους που επιλέγονται. Για παράδειγμα, σε περιόδους μεγάλης διακύμανσης των τιμών, η επιλογή μιας μεθόδου αποτίμησης των αποθεμάτων (FIFO, LIFO, μέσος σταθμικός όρος) θα έχει σημαντική επίδραση στο τελικό ύψος των αποθεμάτων και, κατά συνέπεια, σε κάθε αριθμοδείκτη στον οποίο τα αποθέματα συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του.

Έχοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, η κύρια μεθοδολογία που θα ακολουθηθεί στην παρούσα διατριβή είναι η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών. Πιο συγκεκριμένα, θα υπολογιστούν για τις εταιρίες Cosmote και Vodafone επιλεγμένοι αριθμοδείκτες από τις τέσσερις βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών που αναλύονται στο επόμενο κεφάλαιο και θα γίνει ενδελεχής ερμηνεία των αποτελεσμάτων. Το βάρος της προσοχής δε θα πέσει αποκλειστικά στην απόλυτη τιμή των διαφόρων δεικτών αλλά και στην πορεία που αυτοί ακολουθούν (αύξηση, μείωση κλπ) καθ' όλη την υπό εξέταση περίοδο.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση συνδέεται με την κυκλοφορία χρηματοοικονομικών πληροφοριών και αφορά στην αποτελεσματική χρήση τους καθώς και την παραγωγή και την κυκλοφορία τους. Η πληροφοριακή εκμετάλλευση αποδίδει πιο πολλά με εντατική και ειδικευμένη κατεργασία τυποποιημένων, κωδικοποιημένων και περιληπτικών λογιστικών καταστάσεων.



Η διαδικασία λήψης οικονομικών αποφάσεων

Πηγή: Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Κωνσταντίνος Κάντζος, 2013, (σελ 21)

Μια από τις σημαντικότερες πηγές χρηματοοικονομικών πληροφοριών παραμένει το λογιστικό σύστημα της επιχείρησης παρόλο που βρισκόμαστε σε ανάπτυξη της πληροφόρησης. Οι λογιστικές καταστάσεις είναι ένα προϊόν του λογιστικού συστήματος κάθε επιχείρησης που ακολουθεί τη λογιστική διαδικασία ιστορικού κόστους και χαρακτηρίζεται από την τεχνική της διπλογραφικής μεθόδου, όπως αυτή περιγράφηκε για πρώτη φορά το 1494 από τον Luca Pacioli.

Ως δευτερεύουσα υπηρεσία των λογιστών μπορεί να θεωρηθεί η επεξήγηση των λογιστικών πληροφοριών που αυτοί σαν ειδικοί μεταδίδουν. Οι ετήσιες λογιστικές καταστάσεις, όταν έχουν ελεγχθεί από ελεγκτές λογιστές, δηλαδή το κύριο input στη χρηματοοικονομική ανάλυση. Ο αναλυτής θα πρέπει να έχει καλή γνώση των δυνατοτήτων, των περιορισμών και των αδυναμιών των λογιστικών καταστάσεων.

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν μια πηγή πληροφόρησης χαμηλού κόστους. Από την άλλη μεριά, οργανισμοί που ειδικεύονται στην παροχή πληροφοριών χρεώνουν σημαντικά ποσά για την πρόσβαση τρίτων στις πληροφοριακές τους βάσεις.

Οι πληροφορίες των λογιστικών καταστάσεων είναι πιο έγκαιρες από αυτές άλλων πηγών.

Οι πληροφορίες των λογιστικών καταστάσεων κατά τη διαδικασία της λήψης αποφάσεων οικονομικής φύσης είναι περισσότερο σχετικές με το αντικείμενο μελέτης. Όταν το αντικείμενο είναι η αξιολόγηση εναλλακτικών επενδυτικών ευκαιριών που παρουσιάζονται κυρίως με τη μορφή οικονομικών μονάδων και επιχειρήσεων είναι φυσικό οι λογιστικές καταστάσεις, οι οποίες αποτελούν το προϊόν των κατά περίπτωση και ειδικά για αυτές σχεδιασμένων λογιστικών συστημάτων των επιχειρήσεων, να αποδίδουν πληρέστερα, αμεσότερα και ευκρινέστερα την αναζητούμενη εικόνα των αντίστοιχων μονάδων, στο σύνολο τους, αλλά και στις επιμέρους λεπτομέρειες,

Οι λογιστικές καταστάσεις αποτελούν πιο αξιόπιστη πηγή πληροφόρησης. Ειδικά, όταν αυτές έχουν ελεγχθεί από ορκωτούς ελεγκτές, αποτελούν την πιο αξιόπιστη οικονομική εικόνα μιας μονάδας. Η πιθανότητα σύγκρουσης συμφερόντων επιχείρησης και εξωτερικών ομάδων θα μπορούσε να επηρεάσει την αντικειμενικότητα των πληροφοριών.

Σοβαρό παράγοντα φαίνεται να έχει η μεγάλη ανομοιομορφία των χρηστών των λογιστικών καταστάσεων που επιδρούν στην παραγωγή και στην ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων. Αυτό μπορεί να συμβεί είτε με νόμιμο επηρεασμό του νόμου, είτε με ανακατάταξη των διατάξεων των λογιστικών αρχών που ισχύουν.

Θα πρέπει οπωσδήποτε να λαμβάνονται υπόψη αυτά τα συμφέροντα και ενδιαφέροντα όταν επιχειρείται προσδιορισμός των αναγκών τους σε πληροφόρηση καθώς και η συμπεριφορά τους απέναντι σ' αυτές τις πληροφορίες. Η φημολογούμενη ποιότητα της διοίκησης, ειδικά μιας επιχείρησης, αποτελεί πολύ σημαντικό στοιχείο, εκεί που είναι διαθέσιμο, για τη λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων.

**Μέτοχοι**

**Μελλοντικοί επενδυτές**

**Πιστωτές και προμηθευτές**

**Εργαζόμενοι και συνδικάτα**

**Πολιτεία**

**Ανταγωνιστές**

**Αναλυτές**

**Εφορία**

**Διοίκηση μονάδας Ακαδημαϊκή κοινότητα Εκλογικό σώμα μιας χώρας**

**Ομάδες διαφόρων συγκεκριμένων συμφερόντων και σκοπών**

**Κοινωνία γενικά**

**Διεθνείς οργανισμοί**

**Ξένες χώρες**

Ομάδες χρηστών λογιστικών καταστάσεων με διαφορετικά  
συμφέροντα σ' αυτές

Πηγή: Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Κωνσταντίνος Κάντζος, 2013, (σελ  
27)

Όπως στην ζήτηση, έτσι και στην προσφορά λογιστικών καταστάσεων επηρεάζεται το περιεχόμενο, η μορφή, ο χρόνος και η συχνότητα κυκλοφορίας. Τέτοιοι παράγοντες είναι η νομοθεσία της πολιτείας (για παράδειγμα Ν. 2190/20), το μορφωτικό, το τεχνολογικό επίπεδο και οι δυνάμεις της αγοράς που αναπτύσσουν την ποιότητα των λογιστικών καταστάσεων.

Στους παραπάνω παράγοντες από την πλευρά της επιχείρησης πρέπει να αναφερθούν τα εξής:

- το κόστος της (λογιστικής) συλλογής, επεξεργασίας και δημοσίευσης των χρηματοοικονομικών στοιχείων,
- το κόστος απώλειας του συγκριτικού πλεονεκτήματος από την αποκάλυψη πληροφοριών προς τους ανταγωνιστές,
- το πολιτικό κόστος σε σχέση με τις εποπτεύουσες αρχές και την εφορία και
- το κοινωνικό κόστος.

Στο πολιτικό κόστος περιλαμβάνονται κυρώσεις/περιορισμοί που μπορούν να επιβληθούν από τις αρχές ενός κράτους στις επιχειρήσεις, η αύξηση της φορολογίας ή η μείωση φοροαπαλλαγών, αποφάσεις στις οποίες μπορεί να οδηγήσει η παροχή των στοιχείων και πληροφοριών γύρω από την δραστηριότητα και τα κέρδη μιας επιχείρησης.

Τα παραπάνω όπως φαίνεται διευκολύνουν την πολιτεία στον έλεγχο και την εποπτεία της δημοσίευσης ελεγμένων λογιστικών καταστάσεων.

## 2.2 Επιπρόσθετες μέθοδοι ανάλυσης οικονομικών καταστάσεων που θα χρησιμοποιηθούν

Προκειμένου να εξαχθούν όσο το δυνατόν πιο ολοκληρωμένα και χρήσιμα συμπεράσματα, η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών θα συνεπικουρηθεί από την οριζόντια και κάθετη ανάλυση των στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων των εταιριών Cosmote και Vodafone για όλη την υπό εξέταση περίοδο.

Σύμφωνα με την **κάθετη ανάλυση** (ή ανάλυση “κοινού μεγέθους”) κάθε στοιχείο του ισολογισμού διαιρείται με το συνολικό ενεργητικό ενώ κάθε στοιχείο της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως διαιρείται με τις συνολικές πωλήσεις. Με αυτόν τον τρόπο, κάθε κονδύλι του ισολογισμού εκφράζεται ως ποσοστό του συνολικού ενεργητικού και κάθε κονδύλι της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως εκφράζεται ως ποσοστό των συνολικών πωλήσεων. Αυτή η τεχνική είναι ιδιαίτερα χρήσιμη, διότι αποκαλύπτει την εσωτερική διάρθρωση των λογιστικών καταστάσεων της επιχείρησης και τονίζει τη σχετική σημασία κάθε επιμέρους στοιχείου (ή ομάδας στοιχείων) σε σχέση με τα συνολικά μεγέθη. Για παράδειγμα, ένα πολύ μεγάλο ποσοστό εξόδων διοίκησης και διάθεσης σε σχέση με τις πωλήσεις παρέχει ένδειξη χαλαρότητας (slack) εντός της επιχείρησης που πρέπει να αντιμετωπιστεί. Σύμφωνα με τους Subramanyam and Wild (2009, 33):

“οι καταστάσεις κοινού μεγέθους είναι ιδιαίτερα σημαντικές για συγκρίσεις μεταξύ επιχειρήσεων μιας και οι λογιστικές καταστάσεις διαφορετικών εταιριών επανακαταρτίζονται και εκφράζονται με όρους κοινών μεγεθών. Οι συγκρίσεις ανάμεσα στις καταστάσεις κοινού μεγέθους μιας επιχείρησης με τις αντίστοιχες ανταγωνιστών ή με κλαδικούς μέσους όρους μπορούν να αποκαλύψουν σημαντικές διαφορές στη σύνθεση των επιμέρους λογαριασμών αλλά και στην κατανομή των ποσών μεταξύ τους”.

Σε τελική ανάλυση, “[ο] βασικότερος λόγος για τη χρήση καταστάσεων κοινών μεγεθών είναι ότι επιτρέπουν συγκρίσεις των λογιστικών καταστάσεων επιχειρήσεων διαφορετικού μεγέθους” (Γκίκας, 2002, 44). Από την άλλη, αυτό είναι και το βασικό μειονέκτημα της εν λόγω μεθόδου, δηλαδή ότι δε λαμβάνουν υπόψη το μέγεθος των διαφόρων επιχειρήσεων που εξετάζονται.

Η οριζόντια **ανάλυση**, από την πλευρά της, συνίσταται στην οριζόντια παράθεση των οικονομικών καταστάσεων για λίγα έτη και στην παρακολούθηση των μεταβολών σε απόλυτα μεγέθη ή / και σε ποσοστά (Gibson, 2008). Κατά κανόνα, το πρώτο έτος της υπό εξέταση περιόδου λαμβάνεται ως έτος βάσης και όλα τα στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων παίρνουν την τιμή 100%, ενώ στα επόμενα έτη όλα τα μεγέθη του Ισολογισμού και της Κ.Α.Χ. εκφράζονται ως ποσοστό επί της αντίστοιχης τιμής κατά το έτος βάσης. Για παράδειγμα, αν το έτος 20Χ0 (έτος βάσης) η αξία των αποθεμάτων στον Ισολογισμό είναι 100.000€ και το

επόμενο έτος είναι 110.000€, τότε κατά την οριζόντια ανάλυση θα χρησιμοποιηθούν οι τιμές 100% και 110% για τα έτη 20X0 και 20X1 αντίστοιχα.

Η οριζόντια ανάλυση είναι χρήσιμη καθώς αποτυπώνει την τάση στην εξέλιξη της πορείας επιλεγμένων μεγεθών μέσα από την οποία μπορούν ενδεχομένως να ερμηνευτούν σημαντικές πτυχές της επιχειρησιακής απόδοσης. Ένας βασικός περιορισμός όμως είναι ότι η οριζόντια ανάλυση χάνει την αξία της αν επεκτείνεται για αρκετά έτη, τόσο γιατί δημιουργείται δυσκολία παρακολούθησης των τάσεων, αλλά και γιατί, όσο μεγαλώνει η χρονική απόσταση από το έτος βάσης τόσο μειώνεται η αξία της παρεχόμενης πληροφόρησης και δυσχεραίνονται οι διαχρονικές συγκρίσεις.

Η ικανότητα της χρηματοοικονομικής ανάλυσης υπάρχει στη σημερινή οργανωμένη οικονομικά κοινωνία και συνδέεται άμεσα με την ανάγκη για χρηματοοικονομική γενικά πληροφόρηση. Παρακάτω παρουσιάζονται κάποιες από τις κοινωνικές ομάδες οι οποίες κάνουν χρήση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

<b>Χρήστες χρηματοοικονομικής ανάλυσης</b>	<b>Χρήστες χρηματοοικονομικών πληροφοριών</b>
Μέτοχοι (τωρινοί και μελλοντικοί),	Μέτοχοι (τωρινοί και μελλοντικοί),
Επενδυτές διάφοροι	επενδυτές διάφοροι
Πιστωτικά ιδρύματα	Πιστωτικά ιδρύματα
Προμηθευτές/πιστωτές	Προμηθευτές/πιστωτές
Ανταγωνιστές	Πελάτες
Κεντρική εξουσία	Προσωπικό
Άλλες επίσημες αρχές	Ανταγωνιστές
Εργατικά συνδικάτα	Κεντρική εξουσία
Επαγγελματικές οργανώσεις	Τοπική εξουσία
Χρηματοοικονομικοί αναλυτές και σύμβουλοι	Άλλες επίσημες αρχές
	Εργατικά συνδικάτα

Ακαδημαϊκοί και ερευνητές	Επαγγελματικές οργανώσεις
	Το κοινό
	Χρηματοοικονομικοί αναλυτές και
	σύμβουλοι
	Ακαδημαϊκοί και ερευνητές

Χρήστες χρηματοοικονομικής ανάλυσης, χρηματοοικονομικών πληροφοριών

Πηγή: Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, Κωνσταντίνος Κάντζος, 2013, (σελ 22)

Αξίζει να σημειωθεί πως εξαιρούνται τα διοικητικά στελέχη της ίδιας μονάδας, μόνον στην περίπτωση που μελετούν προβλήματα της που αφορούν το δικό τους οργανισμό, αλλά όχι και στην περίπτωση που μελετούν άλλες μονάδες ή τη δική τους συγκριτικά με άλλες μονάδες. Έτσι, οι ικανότητες και η τεχνική της χρηματοοικονομικής ανάλυσης είναι χρήσιμες και μπορούν επωφελώς να χρησιμοποιηθούν και από τα στελέχη της ίδιας της επιχείρησης.

Στόχος των λογιστικών καταστάσεων είναι η παροχή χρήσιμων πληροφοριών στους τωρινούς και μελλοντικούς επενδυτές και πιστωτές καθώς και σε άλλους χρήστες, για τη λήψη ορθολογικών επενδυτικών, πιστωτικών και άλλων παρόμοιων αποφάσεων.

Έμφαση δίνεται στο να συμβάλλουν οι δημοσιευόμενες λογιστικές καταστάσεις στους τωρινούς και μελλοντικούς επενδυτές και πιστωτές εκτίμηση προσδιορισμού του ποσού και του χρόνου των μελλοντικών ταμειακών ροών της επιχείρησης. Γενικότερα οι στόχοι της δημοσίευσης των λογιστικών καταστάσεων επιτυγχάνονται μέσα από τη δημοσίευση ενός σετ λογιστικών καταστάσεων το οποίο παρέχει πληροφορίες για:

- τους οικονομικούς πόρους μιας επιχείρησης,
- τα οικονομικά αποτελέσματα της επιχείρησης στο διάστημα μιας περιόδου,
- τις πηγές και τις χρήσεις των (ρευστών) κεφαλαίων μιας επιχείρησης.
- Οι κυριότερες λογιστικές καταστάσεις είναι οι εξής:
- Ισολογισμό: Ο ισολογισμός, η κατάσταση της οικονομικής θέσης της επιχείρησης, παρέχει πληροφορίες για τους οικονομικούς πόρους μιας επιχείρησης και τις απαιτήσεις/δικαιώματα επ' αυτών, από τους πιστωτές ή τους ιδιοκτήτες, σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή.
- Κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης: Η κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης παρέχει πληροφορίες για την εκτίμηση της οικονομικής απόδοσης ή επίδοσης μιας επιχείρησης

μέσα σε μια χρονική περίοδο, στην εκλαϊκευμένη μορφή έσοδα-έξοδα, τα οποία παρουσιάζονται αναλυτικά

- Πίνακα διάθεσης κερδών: Ο πίνακας διάθεσης κερδών ή αποτελεσμάτων αποτελεί αναπόσπαστο μέρος των καταστάσεων και δημοσιεύεται υποχρεωτικά και αυτός. Στην περίπτωση της ανώνυμου εταιρίας αυτός αρχίζει με το υπόλοιπο του λογαριασμού «Υπόλοιπο εις νέον» στην αρχή της περιόδου.
- Κατάσταση πηγών και χρήσεων κεφαλαίων: εμφανίζει κυρίως πηγές χρήσης κεφαλαίων που περνούν σε μια επιχείρηση σε μια περίοδο.
- Προσάρτημα
- Έκθεση ελεγκτών: η έκθεση των ορκωτών λογιστών μπορεί να εμφανιστεί με πολλές μορφές.

Οι λογιστικές καταστάσεις έχουν επανειλημμένα κατηγορηθεί για τη διαφορά που υπάρχει μεταξύ των αξιών που αυτές αποδίδουν στα στοιχεία που εμφανίζουν για την επιχείρηση.

Αξίζει να σημειωθεί ότι η λογιστική ξεκινάει από τη θεωρητικά απλή, αλλά στην πράξη πολύπλοκη και επίπονη διαδικασία της καταγραφής συναλλαγών στη χρηματική αξία που αυτές (τα ανταλλασσόμενα αγαθά ή υπηρεσίες) αντιπροσωπεύουν τη χρονική στιγμή της συναλλαγής και ειδικότερα καταγράφει τα χρηματικά ποσά που μεσολαβούν στις πράξεις αυτές και με τα ίδια ποσά/αξίες τις παρακολουθεί και στην πορεία τους.

Δεν είναι απαραίτητο να συμφωνεί η οικονομική και λογιστική μέτρηση του κέρδους και της περιουσίας μιας επιχείρησης. Παραπάνω δεν έχει συμπεριφερθεί η περίπτωση όπου οι υπεύθυνοι για τη σύνταξη και τη δημοσίευση των λογιστικών καταστάσεων μιας επιχείρησης, όπως λογιστές και η διοίκηση, σκόπιμα αλλοιώνουν τα στοιχεία, με σκοπό τα εμφανιζόμενα μεγέθη να εξυπηρετούν καλύτερα τους τρέχοντες στόχους τους αναφορικά με την επιχείρηση. Βασικό πρόβλημα με τις λογιστικές καταστάσεις, είναι ότι αυτές είναι προσανατολισμένες πιο πολύ προς το παρελθόν παρά προς το μέλλον. Για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της αλλαγής των τιμών στις λογιστικές καταστάσεις, καθώς και του προβλήματος της αποτίμησης των περιουσιακών στοιχείων μιας οικονομικής μονάδας προτάθηκε να χρησιμοποιείται ο ισολογισμός σαν κατάσταση αξίας- κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης.

Οι λογιστικές καταστάσεις των επιχειρήσεων δημιουργούνται, από άτομα που χρησιμοποιούν λογιστικές αρχές και μεθόδους. Εκείνοι οι οποίοι δεν ενεργούν μέσα σ' αυτό το λογικό πλαίσιο, είναι πολλοί λίγοι για να έχουν σημαντική επίπτωση με την ιδιόμορφη συμπεριφορά τους που απλώς θεωρείται παράσιτο μέσα στην αρμονική συμπεριφορά των άλλων. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι χρήσιμες στη θεωρητική προσέγγιση της χρηματοοικονομικής ανάλυσης αλλά και της οικονομικής γενικότερα.



Η «Θεωρία της Αποτελεσματικής Αγοράς» πρεσβεύει ότι μια κεφαλαιαγορά είναι ενήμερη αναφορικά με μια πληροφορία και μετοχή, όταν η τιμή της μετοχής αντανακλά πλήρως τις οικονομικές επιπτώσεις της συγκεκριμένης πληροφορίας. Η θεωρία έχει χρησιμοποιηθεί με ικανοποιητικά αποτελέσματα. Δύο από τις σπουδαιότερες επιπτώσεις της αποδοχής είναι ότι μια αγορά είναι ενήμερη είναι ότι

(α) ένας επενδυτής δεν μπορεί να αναμένει την επίτευξη εξαιρετικά υψηλών κερδών στο χρηματιστήριο με τη χρήση και ανάλυση των ήδη δημοσιευμένων και γνωστών από όλους πληροφοριών, συμπεριλαμβανομένων και αυτών των λογιστικών καταστάσεων, και ότι

(β) οι προσαρμοστικότητες της τιμής της μετοχής επιπτώσεις μιας νέας πληροφορίας εισάγονται αμέσως στην τρέχουσα τιμή της μετοχής. Εάν είναι έτσι, τότε δεν υπάρχει λόγος να αναλύει κανείς τις λογιστικές καταστάσεις, όταν πλέον έχουν κυκλοφορήσει, ψάχνοντας για κάποιες μετοχές οι οποίες δεν είναι σωστά και τελειωτικά αποτιμημένες και μπορούν να αποδειχτούν «ευκαιρία».

Παρόλη τη λογική του συμπεράσματος που συνδέεται με την θεωρία της ενήμερης αγοράς, είναι γνωστό ότι αναλυτές και επενδυτές επιμένουν στη συστηματική, κλασική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων, επιβεβαιώνοντας έτσι άθελά τους τη θεωρία, δηλαδή κάνουν τελικά ενήμερη και αποτελεσματική την αγορά και χωρίς αυτό να τους συμφέρει αφού υποτίθεται ότι αυτοί ψάχνουν για την ευκαιρία. Αν και αυτό δεν εξηγεί πλήρως αυτή την αντίφαση ή το παράδοξο, της αναζήτησης δηλαδή ευκαιριών σε μια ενήμερη αγορά περίπου όμως ερμηνεύεται όπως εξηγείται και η είσοδος- έξοδος επιχειρήσεων σε έναν κλάδο της οικονομίας του προϊόντος του οποίου την τιμή και τα κέρδη κρατάει σε κανονικά επίπεδα ακριβώς αυτή η συμπεριφορά των επιχειρήσεων. Η εξήγηση μάλλον βρίσκεται στο γεγονός ότι, αν και οι διάφοροι αναλυτές και επενδυτές, που απαρτίζουν την αγορά, ωθούν τελικά τις τιμές των μετοχών σε ένα επίπεδο ισορροπίας εξουδετερώνοντας τις μεγάλες ευκαιρίες σ' αυτήν και όπου η ικανοποιητική ενημέρωση της εξασφαλίζεται με θεσμοθετημένους μηχανισμούς, αυτό επιτυγχάνεται με οριακά διαφορετικές εκτιμήσεις, και αποδοχή τιμών και ρίσκου. Μερικοί από αυτούς τους λόγους είναι η διαφορετική ικανότητα και πείρα ανάλυσης, το διαφορετικό κόστος ανάλυσης, καθώς και παράγοντες ιδιάζοντες σε κάθε άτομο, όπως διαφορετικοί χρονικοί περιορισμοί και διαφορετικές θέσεις.

### 2.3 Περιορισμοί ανάλυσης με τη χρήση αριθμοδεικτών

Με βάση όσα ειπώθηκαν παραπάνω, η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών αποτελεί ένα σημαντικό εργαλείο που παρέχει χρήσιμη πληροφόρηση στη διοίκηση. Αυτό βέβαια, δε σημαίνει ότι δεν έχει τρωτά σημεία και μειονεκτήματα.

Δεδομένου ότι βασίζεται σε λογιστικά μεγέθη, η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών φέρει όλες τις αδυναμίες που είναι εγγενείς στη λογιστική πληροφόρηση καθεαυτή. Συγκεκριμένα, η λογιστική χρησιμοποιεί ιστορικά μεγέθη που δε λαμβάνουν υπόψη πιθανόν σημαντικές μεταβολές στις τρέχουσες τιμές καθώς και την επίδραση του πληθωρισμού (Νιάρχος, 2002, 237). Παράλληλα, η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών αγνοεί πλήρως τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των επιχειρήσεων. Το διανοητικό κεφάλαιο (intellectual capital), που είναι “γνώση που μπορεί να μετατραπεί σε αξία” (Edvinsson and Sullivan, 1996, 358) και δεν περιλαμβάνεται στις οικονομικές καταστάσεις, γίνεται ολοένα και πιο σημαντικό για την εταιρική επιτυχία στο σύγχρονο επιχειρείν (Martin-de-Castroetal., 2011). Συνεπώς, μια αυστηρά αριθμητική ανάλυση δεν επαρκεί για να δώσει μια ολοκληρωμένη εικόνα της κατάστασης που επικρατεί σε μια επιχείρηση. Μία άλλη, λιγότερο σημαντική πλην όμως υπαρκτή αδυναμία είναι η ύπαρξη διαφορετικών μαθηματικών τύπων για τον υπολογισμό του ίδιου δείκτη.

Εξάλλου, παρά την ύπαρξη γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών, μεθόδων και λογιστικών προτύπων, η λογιστική εμπεριέχει το υποκειμενικό στοιχείο γιατί η συνθετότητα των οικονομικών συναλλαγών στον πραγματικό κόσμο είναι τόσο μεγάλη που δε θα μπορούσε ποτέ να αποτυπωθεί στο σύνολό της σε γενικούς κανόνες (Subramanyam and Wild, 2009). Υπό αυτό το πρίσμα, ανακύπτουν ζητήματα συγκρισιμότητας μιας και παρόμοιες περιπτώσεις δεν αντιμετωπίζονται κατά τρόπο ομοιογενή, λόγω διαφορετικών απόψεων και κρίσεων. Το στοιχείο αυτό αναμφίβολα μειώνει την ποιότητα της ανάλυσης με τη χρήση αριθμοδεικτών καθώς και τη χρησιμότητα των αποτελεσμάτων της.

Τέλος, η λογιστική πληροφόρηση είναι πάντα ευάλωτη στο ενδεχόμενο συνειδητής διαστρέβλωσης των στοιχείων για την εξυπηρέτηση ατομικών συμφερόντων, μιας πρακτικής που είναι ευρέως διαδεδομένη με τον όρο “διαχείριση κερδών” (earnings management). Σύμφωνα με τον Schipper (1989, 92) η διαχείριση κερδών είναι “μια σκόπιμη παρέμβαση στη διαδικασία εξωτερικής δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων, με σκοπό την αποκόμιση κάποιου προσωπικού οφέλους...”. Όπως ακριβώς συμβαίνει και με τα προβλήματα συγκρισιμότητας των λογιστικών καταστάσεων, η σκόπιμη διαστρέβλωση των λογιστικών καταστάσεων μειώνει την ποιότητα της παρεχόμενης πληροφόρησης και, κατά συνέπεια, την ισχύ της ανάλυσης με τη χρήση αριθμοδεικτών και της εν γένει χρηματοοικονομικής ανάλυσης.

## 2.4 Συλλογή και περιγραφή δεδομένων

Με δεδομένο ότι σκοπός της παρούσας εργασίας είναι η συγκριτική ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των εταιριών Α και Β με τη χρήση αριθμοδεικτών και ότι για τον υπολογισμό των τελευταίων χρησιμοποιούνται λογιστικά μεγέθη, προκύπτει ότι το σύνολο των δεδομένων που απαιτούνται για την εκπόνηση της παρούσης έχουν αντληθεί από τα εταιρικά βιβλία και στοιχεία των δύο επιχειρήσεων, τα οποία είναι διαθέσιμα με τη μορφή ετήσιων οικονομικών εκθέσεων στους επίσημους εταιρικούς ιστότοπους.

Προκειμένου να πραγματοποιηθεί μια σχετικά λεπτομερής ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων των εταιριών σε ένα ορισμένο βάθος χρόνου, η τελευταία πενταετία (2015 έως 2019) επιλέχθηκε ως ένας επαρκής χρονικός ορίζοντας διεξαγωγής της έρευνας εντός του οποίου αναμένεται να αναδειχτούν όλες τις βασικές τάσεις διευκολύνοντας την εξαγωγή κατάλληλων συμπερασμάτων. Μια περαιτέρω επέκταση του εύρους της έρευνας σε βάθος, λόγω χάρη, δέκα χρόνων, κρίθηκε περιττή. Το κόστος από την αυξημένη πολυπλοκότητα της ανάλυσης φαίνεται πολύ μεγαλύτερο από το όφελος που μπορεί να προκύψει από την χρησιμοποίηση δεδομένων μεγάλης παλαιότητας στη μελέτη.

Η αξιοπιστία των δεδομένων που χρησιμοποιούνται κρίνεται αρκετά μεγάλη, λαμβάνοντας υπόψη ότι οι οικονομικές καταστάσεις των εταιριών Α και Β ελέγχονται από εξωτερικούς ορκωτούς ελεγκτές.<sup>3</sup> Όλα τα στοιχεία που είναι απαραίτητα για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών που αναλύονται στο επόμενο κεφάλαιο αντλήθηκαν από τις βασικές οικονομικές καταστάσεις των εταιριών, ήτοι τον Ισολογισμό, και την Κατάσταση Αποτελεσμάτων Χρήσης. Στο Παράρτημα Ι παρουσιάζονται οι οικονομικές αυτές καταστάσεις των εταιριών Α και Β για την υπό εξέταση πενταετία.

Κατά συνέπεια, η παρούσα θέση χρησιμοποιεί δευτερογενή δεδομένα για την επίτευξη του τεθέντος ερευνητικού σκοπού. Ως δευτερογενή ορίζονται “όλα τα δεδομένα που δεν έχουν αντληθεί από τον ίδιο τον ερευνητή” (Martinsetal., 2018, 2) και η δευτερογενής ανάλυση είναι “η ανάλυση των δεδομένων που συλλέχθηκαν από κάποιον άλλο” (Boslaugh, 2007, IX). Πολύ

---

3 Η κριτική επισκόπηση του ακανθώδους ζητήματος της ανεξαρτησίας του ελεγκτικού επαγγέλματος (βλ. για παράδειγμα Bazermanetal., 1997; Frankeletal., 2002) εκτείνεται πέρα από τους ερευνητικούς στόχους της παρούσης. Η ουσία του ζητήματος είναι το κατά πόσο οι εξωτερικοί ελεγκτές μπορούν να είναι πραγματικά ανεξάρτητοι και αμερόληπτοι απέναντι σε ένα μεγάλο πελάτη στον οποίο προσφέρουν και μη-ελεγκτικές υπηρεσίες (φορολογικές, συμβουλευτικές κλπ). Αυτός ο προβληματισμός προφανώς ευσταθεί σε γενικές γραμμές, αλλά και πάλι μάλλον είναι εκτός πραγματικότητας να αμφισβητηθεί η ποιότητα των οικονομικών καταστάσεων της Cosmotekαι της Vodafoneσε αυτή τη βάση.

συχνά, τα δευτερογενή δεδομένα συλλέχθηκαν αρχικά για την απάντηση ερευνητικών ερωτημάτων διαφορετικών από αυτά που σχετίζονται με την υπό εξέλιξη έρευνα (Vartanian, 2010). Αν και γενικά δε μπορεί να αμφισβητηθεί ότι η δευτερογενής ανάλυση μειονεκτεί της πρωτογενούς σε όρους αυθεντικότητας και αξιοπιστίας, έχει και συγκεκριμένα πλεονεκτήματα όπως η ελαχιστοποίηση του χρόνου και του κόστους της όλης ερευνητικής διαδικασίας. Η μεγάλη πρόκληση αναφορικά με τα δευτερογενή δεδομένα έχει να κάνει με την καταλληλότητά τους για την υπό εξέλιξη έρευνα, αφού αυτά αρχικά συλλέχθηκαν για άλλο σκοπό (Martinet al., 2018). Στα πλαίσια της παρούσας θέσης, όμως, είναι μάλλον άστοχο να αμφισβητηθεί η καταλληλότητα των λογιστικών δεδομένων με δεδομένο ότι ερευνητικός σκοπός είναι η διεξαγωγή ανάλυσης λογιστικών καταστάσεων.

Ένας βασικός περιορισμός που πηγάζει από τα υπάρχοντα δεδομένα έχει να κάνει με το γεγονός ότι από το 2018 και έπειτα η εταιρία A πέρασε από τη σύνταξη της Κ.Α.Χ. με βάση την “κατά λειτουργία” μορφή, στη σύνταξη με βάση την “κατ’ είδος” μορφή. Με άλλα λόγια, αντί να κατηγοριοποιεί τα έξοδα με βάση τις λειτουργίες (παραγωγή, διοίκηση, διάθεση κλπ) από τις οποίες προέρχονται, τα κατηγοριοποιεί με βάση τη φύση του εξόδου (π.χ. θέρμανση, ασφάλιστρα κλπ). Η κατ’ είδος μορφή, εξάλλου, είναι αυτή που χρησιμοποιεί και η Cosmote καθ’ όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου. Η συγκεκριμένη αλλαγή δημιουργεί δύο αλληλοσυσχετιζόμενα προβλήματα: Πρώτον, η διαφορετική μέθοδος που ακολουθούν οι δύο εταιρίες για τα έτη 2015 – 2017 μειώνει λίγο τη μεταξύ τους συγκρισιμότητα. Για παράδειγμα, με την κατ’ είδος μορφή της Κ.Α.Χ. δε μπορούν να υπολογιστούν το μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους. Το πρόβλημα αυτό ξεπεράστηκε με τον υπολογισμό του λόγου ΚΠΦΤ / Πωλήσεις για τις δύο εταιρίες προκειμένου να συγκρίνονται όμοια πράγματα.<sup>4</sup> Παρόλα αυτά, εξαιτίας της εν γένει σημαντικότητας που έχουν οι δείκτες μικτού και καθαρού περιθωρίου κέρδους, υπολογίστηκαν για την εταιρία A (που είναι εφικτό) προκειμένου να δοθεί μια πληρέστερη εικόνα αναφορικά με την κερδοφορία της συγκεκριμένης εταιρίας.

Δεύτερον, η ορισμένη έλλειψη ομοιογένειας και δυσχέρεια συγκρισιμότητας δεν αφορά μόνο την εταιρία A σε σχέση με την B, αλλά και την A καθ’ όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου. Για το λόγο αυτό, η Κ.Α.Χ. της εταιρίας για τα έτη 2018 και 2019 συντάχθηκε εκ νέου με την “κατά λειτουργία” μορφή, με βάση την υπόθεση ότι τα λειτουργικά έξοδα της Vodafone για τα έτη 2018 και 2019 κατανέμονται στις διάφορες λειτουργίες με βάση τα αντίστοιχα ποσοστά που ίσχυαν για το έτος 2017. Μια τέτοια προσέγγιση, όπως είναι λογικό, υποθέτει μια γραμμική, συμμετρική συμπεριφορά του κόστους (βλ. π.χ. Noreen, 1991) όπως

---

4 Δε γίνεται ξεχωριστή αναφορά του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη στο επόμενο κεφάλαιο διότι η όλη “δομή” και φιλοσοφία του δε διαφέρει σε τίποτα από το μικτό και το καθαρό περιθώριο κέρδους.

ακριβώς προβλέπει η παραδοσιακή προσέγγιση για το κόστος. Αν και μια τέτοια κοστολογική συμπεριφορά δεν είναι απόλυτα ρεαλιστική, στην προκειμένη περίπτωση δεν πρέπει να απέχει και πολύ από την πραγματικότητα. Άλλωστε, το φαινόμενο της ασύμμετρης συμπεριφοράς του κόστους (βλ. Andersonetal., 2003; Chenetal., 2012), δηλαδή η τάση διαφόρων κατηγοριών εξόδων να αυξάνουν γρηγορότερα όταν αυξάνονται οι πωλήσεις και να μειώνονται πιο ήπια σε περιόδους μείωσης των πωλήσεων εμφανίζεται ακριβώς όταν υπάρχει μείωση του τζίρου. Κάτι τέτοιο, όμως, δε συμβαίνει για την εταιρία Α στα έτη 2018 και 2019 όπου παρατηρείται αύξηση των πωλήσεων.

Λίγα φαινόμενα είναι δυνατό να εξεταστούν χωρίς την χρήση της σχετικότητας. Συνήθως τα πρότυπα δημιουργούνται ή αντιπροσωπεύουν κατά την παρατήρηση ευρύτερης δραστηριότητας. Εσωτερικά και εξωτερικά πρότυπα πρέπει να προσαρμόζονται ανάλογα των συνθηκών. Οι αριθμοδείκτες χρησιμεύουν όταν χρησιμοποιούνται από μια σχέση. Δηλαδή απαιτούνται ποσοτικά στοιχεία για τον προσδιορισμό της υπάρχουσας σχέσης.

Μέσα από τη διαχρονική εξέλιξη της μονάδας τα ποσοτικά στοιχεία θα χρησιμοποιηθούν ως inputs με σκοπό τη δημιουργία σχέσεων. Ακόμα γίνεται και σύγκριση εξέλιξης μεγεθών εκτός επιχείρησης, αυτό συμβαίνει με ισολογισμό ποσοστών καθώς και με το γενικό σύνολο της επιχείρησης.

Συχνό θέμα κατά την χρήση αριθμοδεικτών είναι οι κατάλληλοι αριθμοδείκτες που πρέπει να χρησιμοποιούνται. Δηλαδή πρέπει ο αναλυτής να χρησιμοποιήσει αριθμοδείκτες που να του δώσουν αποτελεσματική κατάρτιση. Πολλές φορές οι αριθμοδείκτες στηριζόμενοι σε στοιχεία λογιστικών καταστάσεων μπορεί να εμπεριέχονται και αδυναμίες, αυτό μπορεί να διορθωθεί με την σωστή χρήση λογιστικών αριθμών.

Σημαντικό στοιχείο είναι το κατά πόσο είναι διαθέσιμα τα λογιστικά στοιχεία, με αποτέλεσμα πολλές φορές να υπάρχουν αδυναμίες όπως για παράδειγμα μια βιομηχανική επιχείρηση να χρειάζεται περισσότερο χρόνο για το κλείσιμο την απογραφή, την αποτίμηση των αποθεμάτων κ.α. αξίζει να σημειωθεί ότι αρκετές επιχειρήσεις κλείνουν τη χρήση τους 31/12. Φυσικά κάθε επιχείρηση έχει την δυνατότητα να χρησιμοποιήσει διαφορετικές λογιστικές μεθόδους με σκοπό την επίτευξη των στόχων της κάτι το οποίο οδηγεί σε ανομοιογένεια λογιστικών μεθόδων.

Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, στο Κεφάλαιο 3 που ακολουθεί αναλύονται οι βασικοί αριθμοδείκτες που θα χρησιμοποιηθούν στο εμπειρικό σκέλος της συγκριτικής ανάλυσης των δύο εταιριών.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΒΑΣΙΚΟΙ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

Στο παρόν κεφάλαιο παρουσιάζονται επιλεγμένοι αριθμοδείκτες ρευστότητας, κερδοφορίας / αποδοτικότητας, δραστηριότητας και βιωσιμότητας και αναλύεται το περιεχόμενό τους. Στους αριθμοδείκτες αυτούς θα βασιστεί σε μεγάλο βαθμό και η εμπειρική ανάλυση του επόμενου κεφαλαίου.

### 3.1 Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας απεικονίζουν την ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η εν γένει σημασία της ρευστότητας για μια επιχείρηση γίνεται καλύτερα κατανοητή αν ληφθούν υπόψη οι συνέπειες που προκύπτουν από την αδυναμία εξόφλησης τρεχουσών υποχρεώσεων. Για παράδειγμα, είναι εξαιρετικά δύσκολο για μια εταιρία με ανεπαρκή επίπεδα ρευστότητας να απολαύσει σημαντικές εκπτώσεις κάνοντας μεγάλες παραγγελίες ή να εκμεταλλευτεί, με τις κατάλληλες επενδύσεις, ευνοϊκές συνθήκες στην αγορά που προμηνύουν αυξημένη κερδοφορία. Στο βαθμό που τα προβλήματα ρευστότητας οξυνθούν, μια επιχείρηση ενδέχεται να πουλήσει περιουσιακά της στοιχεία σε πολύ χαμηλές τιμές. Στη χειρότερή τους μορφή, τα προβλήματα ρευστότητας μπορεί να οδηγήσουν σε χρεωκοπία και λύση της εταιρίας.

Τα ζητήματα που σχετίζονται με την ρευστότητα αφορούν πολλές ομάδες ενδιαφερομένων για την επιχείρηση. Για παράδειγμα, οι πιστωτές μιας επιχείρησης με χαμηλή ρευστότητα μπορεί να υποστούν σημαντικές καθυστερήσεις στην αποπληρωμή τοκοχρεωλυτικών δόσεων, ακόμα και απώλεια κεφαλαίων. Οι μέτοχοι από την άλλη, ενδέχεται να έρθουν αντιμέτωποι με χαμηλή κερδοφορία εξαιτίας προσφυγής της εταιρίας στον ακριβό τραπεζικό δανεισμό ή αδυναμίας να εκμεταλλευτεί νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες που παρουσιάζονται στην αγορά.

Η επαρκής ρευστότητα για μια επιχείρηση “επιτυγχάνεται μέσω της καθημερινής μετατροπής των αποθεμάτων της σε πωλήσεις, των πωλήσεων σε απαιτήσεις και των απαιτήσεων σε μετρητά” (Νιάρχος, 2002, 51). Σε γενικές γραμμές, οι επιχειρήσεις μεριμνούν έτσι ώστε το κυκλοφοριακό ενεργητικό τους να είναι τουλάχιστον ισόποσο με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις έτσι ώστε να μπορούν να τακτοποιούν τις τελευταίες χωρίς προβλήματα. Το κεφάλαιο κίνησης, συνεπώς, που ορίζεται ως “η διαφορά μεταξύ κυκλοφοριακού ενεργητικού και τρεχουσών υποχρεώσεων” (Subramanyam and Wild, 2009, 529), αποτελεί ένα κρίσιμο μέγεθος για τη μέτρηση της ρευστότητας: Από τη μία, προσφέρει

ένα “δίχτυ ασφαλείας” στους πιστωτές. Από την άλλη, λειτουργεί ως “ασπίδα” στην περίπτωση που προκύψουν απρόοπτα γεγονότα που επιδρούν στα ταμιακά διαθέσιμα της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το Νιάρχο (2002, 53), μια επιχείρηση βρίσκεται σε καλή κατάσταση από άποψης κεφαλαίου κίνησης αν πληροί τις παρακάτω προϋποθέσεις:

- μπορεί να ανταποκρίνεται στις καθημερινές απαιτήσεις των βραχυχρόνιων πιστωτών και να τακτοποιεί τις ληξιπρόθεσμες υποχρεώσεις της.
- μπορεί να λειτουργεί απρόσκοπτα και να εκμεταλλεύεται τυχόν ευκαιρίες που παρουσιάζονται.
- μπορεί να πληρώνει τόκους που καθίστανται απαιτητοί στους πιστωτές και μερίσματα στους μετόχους.

Με βάση τα παραπάνω, αποτελεί κρίσιμο παράγοντα επιτυχίας για μια επιχείρηση να ακολουθήσει ένα τρόπο διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης που εξασφαλίζει ομαλές συνθήκες λειτουργίας. Δεν πρέπει βέβαια να διαφεύγει της προσοχής ότι οι επενδύσεις σε κυκλοφοριακά στοιχεία του ενεργητικού είναι μη παραγωγικές επενδύσεις και, συνεπώς, αν το κυκλοφοριακό ενεργητικό μιας επιχείρησης διατηρείται σε πολύ υψηλά επίπεδα, η κερδοφορία μπορεί να πληγεί. Σαν γενικό κανόνα, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να χρηματοδοτούν τις καθημερινές τους δραστηριότητες από βραχυπρόθεσμες πηγές άντλησης κεφαλαίων (Αρτίκης, 2002). Για παράδειγμα, αν τα αποθέματα αγοράζονται με πίστωση και μετατρέπονται σε μετρητά εντός του χρονικού ορίου πίστωσης που προσφέρει ο προμηθευτής, τότε η επιχείρηση στην ουσία χρηματοδοτεί τις αγορές της από την πίστωση του προμηθευτή. Πρόκειται πραγματικά για ιδανικό σενάριο.

Στις παραγράφους που ακολουθούν παρουσιάζονται οι βασικότεροι αριθμοδείκτες που χρησιμοποιούνται για την αξιολόγηση του βαθμού ρευστότητας μιας επιχείρησης.

### 3.1.1 Δείκτης γενικής ρευστότητας

Πρόκειται για τον πιο διαδεδομένο αριθμοδείκτη ρευστότητας, ο οποίος δίνεται από τον ακόλουθο τύπο:

$$\text{Δείκτης γενικής ρευστότητας} = \frac{\text{Κυκλοφοριακό ενεργητικό} / \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}$$

Ο δείκτης γενικής ρευστότητας μετράει πόσες φορές επαρκεί το κυκλοφοριακό ενεργητικό μιας επιχείρησης να καλύψει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Η χρησιμότητα του εν λόγω δείκτη απορρέει από το γεγονός ότι το κεφάλαιο κίνησης, ως απόλυτο μέγεθος, δεν προσφέρει επαρκείς ενδείξεις ρευστότητας γιατί δε λαμβάνει υπόψη το μέγεθος της επιχείρησης. Έστω για παράδειγμα, η επιχείρηση Α με κυκλοφοριακό ενεργητικό αξίας 500.000€ και τρέχουσες υποχρεώσεις αξίας 400.000€ και η επιχείρηση Β με κυκλοφοριακό ενεργητικό αξίας 1.000.000€ και τρέχουσες υποχρεώσεις αξίας 900.000€. Αν και οι δύο εταιρίες έχουν ίσο κεφάλαιο κίνησης, που ανέρχεται στις 100.000€, είναι φανερό ότι η ρευστότητα της Α είναι σε καλύτερο επίπεδο από τη ρευστότητα της Β γιατί το κεφάλαιο κίνησης είναι υψηλότερο ως ποσοστό των τρεχουσών υποχρεώσεων. Αυτό της δίνει περισσότερο “χώρο” να φέρει εις πέρας τις καθημερινές της λειτουργίες χωρίς να αντιμετωπίσει προβλήματα ρευστότητας. Συνεπώς, ο δείκτης γενικής ρευστότητας εστιάζει στο σχετικό κεφάλαιο κίνησης, δηλαδή την άμεση σχέση που συνδέει το κυκλοφοριακό ενεργητικό με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Τα βασικά κονδύλια που περιέχονται στον αριθμητή του κλάσματος του δείκτη γενικής ρευστότητας είναι τα αποθέματα, οι εισπρακτέοι λογαριασμοί, προκαταβολές σε προμηθευτές, χρεόγραφα και ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα. Στον παρονομαστή, από την άλλη, συμπεριλαμβάνονται οι πληρωτέοι λογαριασμοί, οι προκαταβολές από πελάτες, οι φόροι και τα μερίσματα πληρωτέα καθώς και τα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Ένα βασικό συμπέρασμα που προκύπτει από τα παραπάνω είναι ότι παρατηρείται μεγάλη ετερογένεια στα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού ως προς τη μετατρεψιμότητά τους σε μετρητά.

Συνεπώς, όταν χρησιμοποιείται ο δείκτης γενικής ρευστότητας για την αξιολόγηση της ρευστότητας μιας επιχείρησης είναι απαραίτητο να λαμβάνονται υπόψη τα ποικίλα στοιχεία που συναποτελούν το κυκλοφοριακό ενεργητικό: η ανάλυση δε μπορεί να είναι μονοσήμαντα ποσοτική, αντίθετα, πρέπει να υπεισέρχονται και ποιοτικά στοιχεία, ειδικά αν η τιμή του δείκτη βρίσκεται σε οριακά επίπεδα. Η παραπάνω επισήμανση θα γίνει πιο κατανοητή με τη βοήθεια ενός παραδείγματος. Έστω δύο επιχειρήσεις, η Χ και η Ψ που έχουν και οι δύο δείκτη γενικής ρευστότητας ίσο με 1,8. Για την επιχείρηση Χ, όμως, τα ταμιακά διαθέσιμα αποτελούν το 50 τοις εκατό του κυκλοφοριακού ενεργητικού και τα αποθέματα μόλις το 10 τοις εκατό, ενώ για την Ψ η κατάσταση είναι αντίστροφη: τα ταμιακά διαθέσιμα αποτελούν το 10 τοις εκατό του κυκλοφοριακού ενεργητικού και τα αποθέματα το 50 τοις εκατό. Είναι προφανές ότι η επιχείρηση Χ υπερτερεί εμφανώς της Ψ από άποψης ρευστότητας, μιας και έχει στην κατοχή



της μεγάλα ποσά μετρητών αντί για αποθέματα, που δε μετατρέπονται εύκολα και ασφαλώς σε χρήμα.

Ως απόρροια των παραπάνω, πρέπει να τονιστεί ότι ένας υψηλός δείκτης γενικής ρευστότητας δε συνεπάγεται αυτόματα υψηλή ρευστότητα. Κατά την εξέταση του εν λόγω αριθμοδείκτη πρέπει να ληφθούν υπόψη πολλοί επιβαρυντικοί παράγοντες που μπορεί να μειώνουν την πραγματική ρευστότητα της επιχείρησης. Τέτοιοι παράγοντες είναι, μεταξύ άλλων, τα πολύ υψηλά αποθέματα ή ένα μεγάλο ποσοστό επισφαλών απαιτήσεων που μπορεί να μην εισπραχθούν.

### 3.1.2 Δείκτης άμεσης (ειδικής) ρευστότητας

Λαμβάνοντας υπόψη ότι δε μετατρέπονται όλα τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού άμεσα και ασφαλώς σε χρήμα, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας παρέχει μια ένδειξη του βαθμού ικανότητας μιας επιχείρησης να εξοφλήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εντός ολίγων ημερών. Αποτελώντας στην ουσία παραλλαγή του δείκτη γενικής ρευστότητας, ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης εξαιρεί εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού που ρευστοποιούνται σχετικά δύσκολα από τον υπολογισμό του επιπέδου ρευστότητας. Στην πραγματικότητα, δεν υπάρχει ένας ενιαίος τρόπος υπολογισμού του δείκτη άμεσης ρευστότητας. Ορισμένοι συγγραφείς όπως ο Νιάρχος (2002, 60) αφαιρούν από το κυκλοφοριακό ενεργητικό όλα τα κονδύλια που δε μπορούν άμεσα και ασφαλώς να μετατραπούν σε χρήμα, ενώ άλλοι (λ.χ. Αρτίκης, 2002, 118) απλά εξαιρούν τα αποθέματα από την ανάλυση. Αναμφίβολα, τα αποθέματα αποτελούν την κατηγορία του κυκλοφοριακού ενεργητικού που όχι μόνο παρουσιάζει σημαντικές δυσκολίες στη ρευστοποίηση της, αλλά είναι και εν γένει σημαντική από άποψης συνολικής αξίας.

Για τους σκοπούς της παρούσης, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ορίζεται ως το πηλίκο του κυκλοφοριακού ενεργητικού μείον τα αποθέματα προς τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις:

$$\text{Δείκτης άμεσης ρευστότητας} = (\text{Κυκλοφοριακό ενεργητικό} - \text{Αποθέματα}) / \text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}$$

Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας μετράει πόσες φορές τα γρήγορα ρευστοποιήσιμα στοιχεία του κυκλοφοριακού ενεργητικού επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες

υποχρεώσεις της επιχείρησης. Ιδανικά, η τιμή του εν λόγω δείκτη πρέπει να είναι μεγαλύτερη του 1. Ένας δείκτης άμεσης ρευστότητας μικρότερος του 1 σημαίνει ότι τα άμεσα ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για να καλύψουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, παρέχοντας ένδειξη χαμηλής ρευστότητας. Εξάλλου, στο βαθμό μια επιχείρηση έχει μεγάλο ύψος επισφαλών απαιτήσεων και άλλων κυκλοφοριακών ενεργητικών στοιχείων αμφιβόλου ποιότητας, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας πρέπει να είναι μεγαλύτερος από τη μονάδα. Όσο μεγαλύτερη είναι η απόκλιση της τιμής του δείκτη άμεσης ρευστότητας από την αντίστοιχη του δείκτη γενικής ρευστότητας, τόσο μεγαλύτερο είναι το ύψος των αποθεμάτων που διακρατεί μια επιχείρηση.

Σε αυτό το σημείο, πρέπει να τονιστεί ότι η ερμηνεία του δείκτη γενικής και άμεσης ρευστότητας πρέπει να γίνεται με μεγάλη προσοχή. Σύμφωνα με τον Αρτίκη (2002), αυτό απορρέει από το γεγονός ότι πολλά από τα στοιχεία που υπεισέρχονται στον υπολογισμό τους παρουσιάζουν μεγάλες μεταβολές σε σύντομο χρονικό διάστημα. Επιπρόσθετα, ο ίδιος συγγραφέας ισχυρίζεται ότι οι δύο αυτούς δείκτες τείνουν να παρουσιάζουν μια εικόνα ρευστότητας που είναι πιο ευνοϊκή από την πραγματική. Αυτό συμβαίνει γιατί η σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων (και συνεπώς ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών) γίνεται σε περιόδους μειωμένης δραστηριότητας που συνεπάγεται χαμηλό ύψος βραχυχρόνιων επενδύσεων και μεγάλο απόθεμα μετρητών, δύο παράγοντες που επιδρούν ευνοϊκά στην τιμή των δεικτών άμεσης και γενικής ρευστότητας.

Εξάλλου, οι Subramanyam and Wild (2009, 531) σημειώνουν ότι, αν η ρευστότητα ορίζεται ως “η εν γένει ικανότητα μιας επιχείρησης να ανταποκριθεί στις προκύπτουσες ταμιακές εκροές με επαρκείς ταμιακές εισροές, συμπεριλαμβανόμενης μιας πρόβλεψης απρόοπτες μειώσεις στις εισροές ή αυξήσεις στις εκροές”, τότε οι δείκτες άμεσης και γενικής ρευστότητας δε μπορούν να προβλέψουν το μοτίβο των μελλοντικών εισροών και εκροών ούτε βέβαια να καθορίσουν αν οι εισροές θα υπερτερούν των εκροών στο μέλλον. Με απλά λόγια, πρόκειται για στατικούς δείκτες που δε λαμβάνουν υπόψη τη δυναμική διάσταση της ρευστότητας.

Όλα τα παραπάνω, βέβαια, δεν αναιρούν τη σημασία των δεικτών άμεσης και γενικής ρευστότητας για την αξιολόγηση του επιπέδου ρευστότητας, γεγονός που αποδεικνύεται από την καθολική τους χρήση από ομάδες ενδιαφερομένων εντός και εκτός της επιχείρησης.

### 3.2 Αριθμοδείκτες κερδοφορίας / αποδοτικότητας

Με δεδομένο ότι αντικειμενικός σκοπός μιας επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του κέρδους, όλες οι ομάδες ενδιαφερομένων εστιάζουν ιδιαίτερα στο βαθμό κερδοφορίας μιας επιχείρησης. Η ανάλυση, συνεπώς, της Κατάστασης Αποτελεσμάτων Χρήσεως είναι εκ των ων ουκ άνευ όχι μόνο για τη μέτρηση του σημερινού βαθμού απόδοσης αλλά και για την πρόβλεψη της κερδοφορίας δυναμικής μιας επιχείρησης. Τα περισσότερα μοντέλα αποτίμησης της αξίας μιας επιχείρησης, άλλωστε, βασίζονται στην τεχνική της προεξόφλησης μελλοντικών κερδών (δες για παράδειγμα Brigham and Ehrhardt, 2013, 353-355).

Η χρήση των αριθμοδεικτών κερδοφορίας δίνει απαντήσεις σε καίριες ερωτήσεις όπως οι παρακάτω:

- ήταν επαρκής η κερδοφορία της επιχείρησης;
- ποιος ήταν ο βαθμός απόδοσης των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων;
- εξασφαλίζει η επιχείρηση ένα ικανοποιητικό βαθμό απόδοσης για την εξωτερική χρηματοδότηση (δανεισμό) που επωμίζεται;

Στις ακόλουθες παραγράφους παρουσιάζονται ορισμένοι από τους σημαντικότερους αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας.

#### 3.2.1 Περιθώριο μικτού κέρδους

Το περιθώριο μικτού κέρδους, που παίρνει ποσοστιαία έκφραση<sup>5</sup>, είναι στην ουσία το πηλίκο της διαίρεσης του μικτού κέρδους με τον κύκλο εργασιών της επιχείρησης. Μετράει πόσα χρήματα κερδίζει η επιχείρηση για κάθε 100€ πωλήσεων.

$$\text{Περιθώριο μικτού κέρδους} = (\text{Μικτά κέρδη} / \text{Πωλήσεις}) \times 100\%$$

Το περιθώριο μικτού κέρδους είναι ένας πολύ σημαντικός δείκτης κερδοφορίας γιατί αντανακλά το βαθμό απόδοσης της λειτουργίας της παραγωγής. Αποτελεί μέγεθος κεφαλαιώδους σημασίας για τις βιομηχανικές και εμπορικές επιχειρήσεις, ενώ οι εταιρίες

---

5 Η εκφρασμένος αριθμοδείκτης ως ποσοστό επιτυγχάνεται πολλαπλασιάζοντας τον αριθμοδείκτη με το 100%, όπως ακριβώς συμβαίνει με το δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους. Εφεξής, η ποσοστιαία έκφραση θα λαμβάνεται ως δεδομένη αν στο μαθηματικό τύπο του υπό εξέταση αριθμοδείκτη υπάρχει ο όρος [x 100%].

παροχής υπηρεσιών πολλές φορές προτιμούν εναλλακτικούς δείκτες για τη μέτρηση της λειτουργικής τους αποδοτικότητας.

Δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής ότι τα μικτά κέρδη υπολογίζονται ως εξής:

### **Μικτό Κέρδος = Πωλήσεις – Κόστος Πωληθέντων**

Το κόστος πωληθέντων, από την πλευρά του, αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα επιχειρησιακά μεγέθη γεγονός που σημαίνει ότι η στενή παρακολούθηση και έλεγχος του δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους είναι μια πολύ σημαντική υπόθεση για κάθε επιχείρηση.

Πέραν της λειτουργικής αποδοτικότητας, το περιθώριο μικτού κέρδους παρέχει σημαντική πληροφόρηση για την τιμολογιακή πολιτική που ακολουθεί η επιχείρηση (Νιάρχος, 2002, 102). Πράγματι, ένας χαμηλός δείκτης μικτού περιθωρίου κέρδους μπορεί να μην απορρέει από ανεξέλεγκτα κόστη παραγωγής, αλλά να είναι απόρροια της πολύ χαμηλής τιμής στην οποία η επιχείρηση διαθέτει τα προϊόντα της στην αγορά.

Σε γενικές γραμμές, ένα υψηλό μικτό περιθώριο κέρδους σημαίνει ότι μια επιχείρηση έχει την ικανότητα να αγοράζει φτηνά (πρώτες ύλες, εργατικό δυναμικό, άλλα στοιχεία της παραγωγικής διαδικασίας ή έτοιμα εμπορεύματα) και να πουλάει τα τελικά προϊόντα της σε σχετικά υψηλές τιμές. Όσο μεγαλύτερο είναι το μικτό περιθώριο κέρδους, τόσο μεγαλύτερη είναι η δυνατότητα της επιχείρησης να απορροφά με επιτυχία πιθανές αυξήσεις στις πρώτες ύλες και στα υπόλοιπα λειτουργικά κόστη. Από την άλλη βέβαια, ενώ ένα υψηλό μικτό περιθώριο κέρδους φαντάζει ως ιδανικό σενάριο γιατί οδηγεί σε υψηλότερα κέρδη, υπάρχουν και ορισμένες άλλες παράμετροι που πρέπει να ληφθούν υπόψη. Για παράδειγμα, μια επιχείρηση μπορεί να καταγράφει χαμηλότερα περιθώρια μικτού κέρδους γιατί επιδιώκει αύξηση των πωλήσεων μέσω της διάθεσης των προϊόντων σε ανταγωνιστικές τιμές στην αγορά. Στο βαθμό που η ελαστικότητα της ζήτησης για το προσφερόμενο προϊόν / υπηρεσία είναι υψηλή, αυτό μπορεί να μεταφράζεται σε υψηλότερα κέρδη από την υιοθέτηση μιας στρατηγικής που εστιάζει μονοσήμαντα στο ύψος του μικτού περιθωρίου κέρδους. Επίσης, άλλοι παράγοντες, όπως η εικόνα ενός προϊόντος στην αγορά, η στόχευση σε συγκεκριμένο τμήμα καταναλωτών κλπ πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ερμηνεία του περιθωρίου μικτού κέρδους.

### 3.2.2 Περιθώριο καθαρού κέρδους

Το περιθώριο καθαρού κέρδους, που μετράει το ποσοστό των πωλήσεων που μετατρέπεται σε καθαρά κέρδη, δίνεται από τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\text{Περιθώριο καθαρού κέρδους} = (\text{Καθαρά κέρδη} / \text{Πωλήσεις}) \times 100\%$$

Είναι πρόδηλο ότι όσο υψηλότερο είναι το καθαρό περιθώριο κέρδους τόσο πιο κερδοφόρα είναι η επιχείρηση. Πρόκειται για ένα πολύ σημαντικό αριθμοδείκτη γιατί τόσο η διοίκηση όσο και εξωτερικοί αναλυτές κάνουν προβολές μελλοντικών καθαρών κερδών βασισμένες στο ύψος του εν λόγω αριθμοδείκτη και του αναμενόμενου κύκλου εργασιών (Νιάρχος, 2002, 105).

Η συνδυαστική εξέταση των περιθωρίων μικτού και καθαρού κέρδους μπορεί να παρέχει πολύ χρήσιμη πληροφόρηση για την εν γένει λειτουργία μιας επιχείρησης. Για παράδειγμα, αν το περιθώριο μικτού κέρδους παραμένει σχετικά σταθερό από χρόνο σε χρόνο ενώ το περιθώριο καθαρού κέρδους μειώνεται, υπάρχει ένδειξη ότι τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης αυξάνονται δυσανάλογα σε σχέση με τις πωλήσεις. Στο βαθμό που κάτι τέτοιο ισχύει, το οικονομικό τμήμα της επιχείρησης πρέπει να προβεί σε μια ενδελεχή ανάλυση κάθε κατηγορίας εξόδου για να εντοπίσει την αιτία της αύξησης και να προτείνει βέβαια κατάλληλες διορθωτικές ενέργειες.

Αν από την άλλη, το περιθώριο καθαρού κέρδους δεν παρουσιάζει αυξομειώσεις ενώ ταυτόχρονα το περιθώριο μικτού κέρδους μειώνεται, υπάρχει ένδειξη ότι το κόστος πωληθέντων αυξάνεται δυσανάλογα σε σχέση με τις πωλήσεις. Αυτό μπορεί να είναι απόρροια μείωσης των τιμών ή αύξησης του κόστους παραγωγής. Ενώ το πρώτο σενάριο αντανακλά μια συνειδητή επιλογή της διοίκησης που είναι απόλυτα ελεγχόμενη, το δεύτερο σενάριο μπορεί να σχετίζεται με γεγονότα πέρα από τον έλεγχο της επιχείρησης (π.χ. αύξηση της τιμής των πρώτων υλών).

### 3.2.3 Αποδοτικότητα συνολικού ενεργητικού (ReturnonTotalAssets, ROTA)

Η αποδοτικότητα του συνόλου του ενεργητικού, που δίνεται διαιρώντας τα καθαρά κέρδη με το συνολικό ενεργητικό, μετράει το βαθμό απόδοσης που επιτυγχάνει μια επιχείρηση από τη χρησιμοποίηση όλων των περιουσιακών της στοιχείων. Υπό αυτό το πρίσμα, αποτελεί ένα χρήσιμο εργαλείο για την αξιολόγηση και τον έλεγχο της απόδοσης της διοίκησης μιας

εταιρίας η οποία είναι υπεύθυνη για την αποδοτική αξιοποίηση όλων των επιχειρησιακών πόρων.

$$\text{ROTA} = (\text{Καθαρά κέρδη} / \text{Σύνολο ενεργητικού}) \times 100\%$$

Αν και η ερμηνεία του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη δεν παρουσιάζει μεγάλες δυσκολίες, έχει αναπτυχθεί σημαντική διαμάχη σχετικά με τον ακριβή υπολογισμό του. Σύμφωνα με ορισμένους συγγραφείς, οι χρεωστικοί τόκοι πρέπει να προστίθενται στα καθαρά κέρδη κατά τον υπολογισμό του αριθμητή του εν λόγω δείκτη και συνεπώς, να εξαιρούνται από την ανάλυση. Μια τέτοια προσέγγιση αντιμετωπίζει τον τραπεζικό δανεισμό ως κάτι εντελώς εξωγενές για μια επιχείρηση, ως ένα τρόπον τινά “αναγκαίο κακό” που “τρώει” τα πραγματικά κέρδη αντί να συμμετέχει στη δημιουργία τους. Άλλοι συγγραφείς, όμως, υποστηρίζουν ότι ο εξωτερικός δανεισμός αποτελεί και αυτός μια πηγή χρηματοδότησης που χρησιμοποιείται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων και τη δημιουργία κερδών (Νιάρχος, 2002, 115). Συνεπώς, δεν υπάρχει λόγος εξαίρεσης των χρεωστικών εξόδων από τον υπολογισμό του ROTA.

Ένα δεύτερο υπολογιστικό πρόβλημα έχει να κάνει με τον παρονομαστή του αριθμοδείκτη, δηλαδή το συνολικό ενεργητικό. Ιδανικά, το μέγεθος αυτό θα έπρεπε να είναι ένας μέσος όρος “βασισμένος σε μηνιαία στοιχεία” (Gibson, 2008, 299). Μια τέτοια πληροφόρηση, όμως, δεν είναι διαθέσιμη στους εξωτερικούς χρήστες. Συνέπεια αυτού είναι ότι αποτελεί κοινή πρακτική ο υπολογισμός του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη χρησιμοποιώντας το σύνολο ενεργητικού αρχής και τέλους χρήσης. Πρόκειται για μια προσεγγιστική λύση που αγνοεί τις ενδιάμεσες μεταβολές του ενεργητικού και ενδεχόμενη εποχικότητα στη δραστηριότητα μιας επιχείρησης. Ακόμα και αυτή η “λύση”, όμως, προϋποθέτει ότι για τον υπολογισμό του ROTA για δύο έτη χρησιμοποιούνται στοιχεία τριών ετών. Αυτός ο περιορισμός δημιουργεί περαιτέρω πολυπλοκότητα αλλά και προβλήματα που συνδέονται με τη διαθεσιμότητα των δεδομένων, οπότε δεν είναι καθόλου ασύνηθες να υπολογίζεται ο αριθμοδείκτης με βάση το συνολικό ενεργητικό τέλους χρήσης.

Ένας υψηλός ROTA παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση αξιοποιεί το περιουσιακό δυναμικό της επιχείρησης αποδοτικά και επιτυγχάνει τη δημιουργία ικανοποιητικών κερδών από αυτό. Από την άλλη, ένας χαμηλός ROTA μπορεί να οφείλεται σε χαμηλό βαθμό αξιοποίησης της παραγωγικής δυναμικότητας ή να φανερώνει μια σχετική υπερεπένδυση που

συνέβη στο παρελθόν και δεν απέδωσε τα αναμενόμενα. Εδώ αξίζει να σημειωθεί ότι ο ROTA και γενικά όλοι οι δείκτες αποδοτικότητας, διαφέρουν σημαντικά από το περιθώριο μικτού και καθαρού κέρδους γιατί, αντί να συγκρίνουν δύο κονδύλια της Κ.Α.Χ. (δύο εκροές) αντιπαραθέτουν μία εκροή (Κ.Α.Χ., καθαρά κέρδη) με μία εισροή (ισολογισμός, συνολικό ενεργητικό). Αυτός είναι ακριβώς ο λόγος που, ενώ τα περιθώρια μικτού και καθαρού κέρδους μετράνε το *βαθμό κερδοφορίας*, δείκτες όπως ο ROTA (αλλά και οι ROE, ROCE που θα εξεταστούν παρακάτω) μετράνε το *βαθμό αποδοτικότητας*.

Ο υπολογισμός του ROTA είναι πολύ σημαντικός για το μάνατζμεντ γιατί επιτρέπει σε όλους τους ενδιαφερόμενους να συγκρίνουν την αποδοτικότητα της επιχείρησης σε σχέση με εναλλακτικές μορφές επένδυσης. Επίσης, διευκολύνεται η διαχρονική παρακολούθηση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης προκειμένου να εντοπιστούν ενδεχόμενες αποκλίσεις και να ληφθούν τα κατάλληλα μέτρα αντιμετώπισής τους.

### 3.2.4 Αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (Return on Equity, ROE)

Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων (ROE), που αποτελεί το πηλίκο της διαίρεσης των καθαρών κερδών με την καθαρή θέση, μετράει το βαθμό απόδοσης που πέτυχαν τα κεφάλαια που εισφέρθηκαν από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης.

$$\text{ROE} = (\text{Καθαρά κέρδη} / \text{Ίδια κεφάλαια}) \times 100\%$$

Ο ROE είναι ένας κομβικός αριθμοδείκτης καθώς αποτυπώνει την κερδοφόρα δυναμικότητα μιας επιχείρησης. Μια χαμηλή απόδοση στα ίδια κεφάλαια παρέχει ένδειξη ότι η επιχείρηση υπολείπεται σε έναν ή περισσότερους από τους παρακάτω τομείς:

- κακό μάνατζμεντ
- χαμηλή παραγωγικότητα
- υπερεπένδυση σε στοιχεία του ενεργητικού που δε μπορεί να αξιοποιηθεί επαρκώς
- δυσμενείς οικονομικές / κλαδικές συνθήκες

Είναι φυσικά αδύνατο από την τιμή του ROE και μόνο να ειπωθεί σε ποιους από τους παραπάνω τομείς χωλαίνει η επιχείρηση και πρέπει να λάβει τα κατάλληλα μέτρα. Η εξωτερική και εσωτερική χρηματοοικονομική ανάλυση πρέπει να βασίζεται σε περισσότερα στοιχεία και

μεγέθη προκειμένου να καταλήγει σε πιο ολοκληρωμένα συμπεράσματα. Από την άλλη βέβαια, ένας υψηλός ROE αποτελεί ένδειξη ότι η επιχείρηση ευημερεί, λόγω ικανού μánατζμεντ, υψηλής παραγωγικότητας κλπ.

Λόγω της παρατηρούμενης μεγάλης συσχέτισής του με υψηλές επιχειρησιακές επιδόσεις και πιθανώς το γεγονός ότι βρίσκεται στο επίκεντρο της εξίσωσης DuPont<sup>6</sup>, ο ROE χάρει μεγάλης εκτίμησης τόσο από ακαδημαϊκούς όσο και από στελέχη του επιχειρείν. Ο Rappaport (1986), για παράδειγμα, υποστηρίζει ότι ο ROE είναι μάλλον ο ευρύτερα διαδεδομένος δείκτης για τη μέτρηση της επιχειρησιακής επίδοσης. Ο Monteiro (2006, 3), από την πλευρά του, τονίζει ότι ο ROE είναι ίσως ο πιο σημαντικός δείκτης που πρέπει να λάβει υπόψη του ένας επενδυτής. Υπάρχει βέβαια και ο αντίλογος. Οι deWetandduToit (2007) για παράδειγμα, εκτιμούν πως άλλοι δείκτες μέτρησης της επιχειρησιακής απόδοσης, όπως η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (Economic Value Added, EVA), επηρεάζουν πολύ περισσότερο τις αποδόσεις των επενδυτών σε σχέση με τον ROE. Σύμφωνα με τους υποστηρικτές αυτής της άποψης, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων είναι ένας υπερεκτιμημένος δείκτης μέτρησης της απόδοσης μιας επιχείρησης.

Αν και αυτή η διαμάχη είναι ακόμη ανοικτή, είναι τουλάχιστον υπερβολικό να αμφισβητείται η εν γένει χρησιμότητα του ROE. Με αυτό το δεδομένο, στην επόμενη παράγραφο αναλύεται η εξίσωση DuPont στο επίκεντρο της οποίας βρίσκεται ο ROE.

### 3.2.5 Εξίσωση DuPont

Όπως έχει ήδη ειπωθεί, η ανάλυση DuPont αναλύει τα διάφορα συστατικά μέρη που απαρτίζουν την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE) ως εξής:

$$\text{ROE} = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Ίδια Κεφάλαια}$$

Πολλαπλασιάζοντας και διαιρώντας την ανωτέρω σχέση πρώτα με τις πωλήσεις και στη συνέχεια με το σύνολο του ενεργητικού προκύπτει:

$$\text{ROE} = (\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Πωλήσεις}) \times (\text{Πωλήσεις} / \text{Σύνολο Ενεργητικού}) \times (\text{Σύνολο Ενεργητικού} / \text{Ίδια Κεφάλαια}) =$$

$$= (\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους}) \times (\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού}) \times (\text{Χρηματοοικονομική Μόχλευση})$$

Συνεπώς, η εξίσωση DuPont στηρίζεται στην απλή διαπίστωση “ότι καθένας από τους παράγοντες που επηρεάζουν την αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, μπορεί να διασπαστεί

---

6 Η ανάλυση DuPont απομονώνει την επίδραση των διαφόρων προσδιοριστικών παραγόντων στο ύψος του ROE, δεξ επόμενη παράγραφο.



πραιτέρω στα επιμέρους συστατικά του στοιχεία” (Νιάρχος, 2002, 132). Η χρησιμότητα της εξίσωσης DuPont έγκειται στη βαθύτερη κατανόηση των παραγόντων που διαμορφώνουν το ύψος του ROE και στη δυνατότητα διενέργειας διαχρονικών συγκρίσεων αλλά και συγκρίσεων μεταξύ διαφορετικών επιχειρήσεων του κλάδου προκειμένου να εντοπιστούν συγκεκριμένες αδυναμίες αλλά και δυνατότητες εντός της επιχείρησης.

### 3.2.6 Αποδοτικότητα συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων (ROCE)

Ο αριθμοδείκτης αποδοτικότητας συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων (ROCE) μετράει τη συνολική επιχειρησιακή αποδοτικότητα συμπεριλαμβάνοντας όλων των πηγών άντλησης κεφαλαίων. Ο ROCE υπολογίζεται με τη χρήση του παρακάτω μαθηματικού τύπου:

$$\text{ROCE} = [\text{Καθαρά κέρδη} / (\text{Συνολικό ενεργητικό} - \text{Τρέχουσες υποχρεώσεις})] \times 100\%$$

Με τον ROCE αξιολογείται η κερδοφόρα δυναμική των συνολικών κεφαλαίων που απασχολούνται σε μια επιχείρηση (δανειακών και ιδίων) και αυτός ακριβώς ο λόγος τον καθιστά έναν από τους σημαντικότερους δείκτες εταιρικής επιτυχίας.

Ο Νιάρχος (2002, 107-108) παρέχει μια σειρά λόγους προς επίρρωση της σημασίας του ROCE:

- ένας χαμηλός ROCE μπορεί κάλλιστα να μηδενιστεί ή να πάρει αρνητικές τιμές σε περιόδους κρίσεων.
- αν ο ROCE είναι χαμηλότερος από το κόστος δανεισμού, μια δυνητική αύξηση του βαθμού μόχλευσης θα μειώσει τα κέρδη ανά μετοχή (ΚΑΜ) εκτός βέβαια και αν επενδυθούν νέα κεφάλαια σε τομείς όπου η επιμέρους αποδοτικότητα των συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων είναι υψηλότερη από τη μέση αποδοτικότητα.
- ένας σταθερά χαμηλός ROCE σε ένα ή περισσότερα επιχειρησιακά τμήματα παρέχει ένδειξη διακοπής των σχετικών δραστηριοτήτων, με δεδομένο βέβαια ότι αυτές δεν αποτελούν αναπόσπαστο τμήμα της συνολικής εταιρικής δομής.
- ο υπολογισμός του ROCE μπορεί να αποτελέσει οδηγό σε περιπτώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων, ή σε περιπτώσεις που η επιχείρηση εξετάζει την επέκταση των δραστηριοτήτων της σε νέους τομείς. Σύμφωνα με τους Holmes and Sudgen (1982, 164-165),

αν η αναμενόμενη αποδοτικότητα στα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια δεν είναι ελκυστική, η επιχείρηση μάλλον δεν πρέπει να προχωρήσει με την επένδυση.

Από την άλλη, ίσως το μεγαλύτερο μειονέκτημα του ROCE έχει να κάνει με τις υπολογιστικές του δυσκολίες. Για παράδειγμα, είναι αρκετά σύνηθες σε μια επιχείρηση τα συνολικά απασχολούμενα κεφάλαια να αυξάνονται σημαντικά κατά τη διάρκεια του έτους εξαιτίας αυξήσεων στο μετοχικό κεφάλαιο ή ανάληψη νέων δανείων. Σε αυτές τις περιπτώσεις, είναι κομβικό να αποτυπωθεί το πραγματικό ύψος των κεφαλαίων που απασχολήθηκαν στην επιχείρηση κατά τη διάρκεια του έτους. Για να γίνει αυτό, πρέπει να εντοπιστεί το ακριβές χρονικό σημείο αλλαγής του ύψους των κεφαλαίων προκειμένου να καθοριστεί και το χρονικό διάστημα που απομένει μέχρι το τέλος της λογιστικής χρήσης και να προσαρμοστούν τα μεγέθη ανάλογα.

Τέτοιου είδους περιορισμοί, βέβαια, δε μπορούν σε καμιά περίπτωση να μειώσουν την κομβική σημασία του ROCE στην αξιολόγηση της εταιρικής επίδοσης. Πράγματι, αρκετοί συγγραφείς δίνουν ιδιαίτερη βαρύτητα στον ROCE, θεωρώντας τον την επιτομή της σύγχρονης διοικητικής λογιστικής (Byrer, 2006) και ένα δείκτη που προσεγγίζει σημαντικό το Μαρξικό ποσοστό κέρδους. Οι Subramanyam and Wild (2009, 447) ενισχύουν την άποψη ότι ο ROCE πρέπει να βρίσκεται στο επίκεντρο της εταιρικής ανάλυσης και αξιολόγησης. Σύμφωνα με τους ανωτέρω, ο ROCE

“μας επιτρέπει να συγκρίνουμε την επιτυχία που πέτυχαν διάφορες επιχειρήσεις στα επενδυμένα τους κεφάλαια. Επίσης, μας επιτρέπει να αξιολογήσουμε μια επιχείρηση σε σχέση με τον επενδυτικό κίνδυνο που αναλαμβάνει καθώς και να συγκρίνουμε την απόδοση στα απασχολούμενα κεφάλαια με την απόδοση εναλλακτικών μορφών τοποθέτησης. Ο ROCE καθορίζει την ικανότητα μιας επιχείρησης να ευημερεί, να προσελκύει κεφάλαια, να εξοφλεί τους πιστωτές της και να ανταμείβει τους ιδιοκτήτες της”.

### 3.3 Αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας (δραστηριότητας)

Η βέλτιστη αξιοποίηση των επιχειρησιακών πόρων δεν αποτελεί μόνο επιδίωξη της ανώτατης διοίκησης, αλλά ικανοποιεί και τα συμφέροντα των διαφόρων ενδιαφερόμενων ομάδων εντός και εκτός της επιχείρησης. Σε αδρές γραμμές, όσο πιο εντατική είναι η χρήση των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερη είναι και η παραγωγικότητα και η κερδοφορία της.

Υπό αυτό το πρίσμα, οι αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας (δραστηριότητας) συνδέονται στενά με τους αριθμοδείκτες κερδοφορίας. Από την άλλη, βέβαια, υπάρχουν και

ορισμένοι αριθμοδείκτες δραστηριότητας που αντανakλούν την ικανότητα της επιχείρησης να μετατρέπει διάφορα περιουσιακά στοιχεία σε μετρητά. Συνεπώς, οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας συνδέονται άρρηκτα και με τους αριθμοδείκτες ρευστότητας.

Με βάση τα παραπάνω, μάλλον δεν είναι υπερβολή να ειπωθεί ότι οι αριθμοδείκτες δραστηριότητας λειτουργούν ως “συγκολλητική ουσία” στην ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών, βοηθώντας τους εσωτερικούς και εξωτερικούς αναλυτές να εντοπίσουν πολλές προβληματικές περιοχές εντός της επιχείρησης. Εστιάζοντας σε ποικίλες επιχειρησιακές δραστηριότητες, οι αριθμοδείκτες αποτελεσματικότητας πολλές φορές αποκαλύπτουν υποβόσκουσες λειτουργικές αδυναμίες που τελικά εκφράζονται μέσω δεικτών που ανήκουν σε άλλες κατηγορίες.

### 3.3.1 Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου ενεργητικού

Ο δείκτης κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίου ενεργητικού, ο οποίος δίνεται διαιρώντας τις συνολικές πωλήσεις με τα μη-κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία, δείχνει το βαθμό αξιοποίησης των παγίων στοιχείων σε σχέση με τις πωλήσεις. Παρέχει ένδειξη για το αν υπάρχει υπερ-επένδυση σε πάγια σε σχέση με τις πωλήσεις:

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου ενεργητικού} = \frac{\text{Καθαρές πωλήσεις}}{\text{Πάγιο ενεργητικό}}$$

Όσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα του παγίου ενεργητικού, τόσο πιο εντατικά χρησιμοποιούνται τα μη-κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Αν ο συγκεκριμένος αριθμοδείκτης μειώνεται διαχρονικά, υπάρχει ένδειξη παλαιότερης υπερεπένδυσης σε πάγια ενεργητικά στοιχεία η οποία δεν απέδωσε μακροπρόθεσμα. Από την άλλη πλευρά, μια αύξηση της κυκλοφοριακής ταχύτητας ενεργητικού παρέχει ένδειξης αύξησης της εντατικότητας στη χρήση των παγίων στοιχείων. Αυτό βέβαια δε μπορεί να ληφθεί ως δεδομένο και απαιτείται περαιτέρω διερεύνηση.

Στην πραγματικότητα, η ερμηνεία του εν λόγω δείκτη δεν είναι εύκολη υπόθεση. Αν και τα πάγια στοιχεία είναι απαραίτητα για την πραγματοποίηση πωλήσεων, δεν υπάρχει κάποια άμεση αιτιακή σχέση μεταξύ των πωλήσεων και των παγίων στοιχείων που να μπορεί να αξιολογηθεί με το συγκεκριμένο δείκτη. Πράγματι, στο ύψος των πωλήσεων μιας επιχείρησης

επιδρούν πολλοί παράγοντες, όπως η ποιότητα του προϊόντος, ο βαθμός ανταγωνισμού, η πολιτική πωλήσεων που ακολουθεί η επιχείρηση κλπ. Συνεπώς, ενώ ο υπολογισμός της κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίου ενεργητικού αποτελεί ένα καλό σημείο εκκίνησης, απαιτείται να ακολουθήσει πιο ενδελεχής ανάλυση σε πολλούς επιπλέον τομείς που μπορεί να επηρεάζουν τη σχέση των πωλήσεων προς τα πάγια.

### 3.3.2 Κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού

Ένας δείκτης παρόμοιος με την κυκλοφοριακή ταχύτητα παγίου ενεργητικού, με πιο ευρύ όμως περιεχόμενο, είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού, που αποτελεί το πηλίκο των συνολικών πωλήσεων προς το συνολικό ενεργητικό.

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού} = \frac{\text{Συνολικές πωλήσεις}}{\text{Συνολικό ενεργητικό}}$$

Η κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού μετράει το βαθμό αξιοποίησης όλων των περιουσιακών στοιχείων μιας επιχείρησης σε σχέση με τις πωλήσεις της. Υπό αυτό το πρίσμα, η κυκλοφοριακή ταχύτητα του παγίου ενεργητικού μπορεί να θεωρηθεί ένα από τα συστατικά μέρη του εν λόγω δείκτη, και μάλιστα, αν ληφθεί υπόψη η βαρύτητα που έχουν τα πάγια στοιχεία στο συνολικό ενεργητικό, το πιο σημαντικό του μέρος.

Αν η κυκλοφοριακή ταχύτητα του συνολικού ενεργητικού βρίσκεται διαρκώς σε χαμηλά επίπεδα υπάρχει δυσαναλογία στη σχέση που συνδέει τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης με τις πωλήσεις της. Σε ένα τέτοιο σενάριο, η διοίκηση θα πρέπει να εξετάσει σοβαρά το ενδεχόμενο ρευστοποίησης ενός μέρους της συνολικής περιουσίας της επιχείρησης, και πιο συγκεκριμένα, εκείνα τα ενεργητικά στοιχεία που αξιοποιούνται λιγότερο εντατικά.

Σύμφωνα με το Νιάρχο (2002, 94), η ερμηνεία της κυκλοφοριακής ταχύτητας τόσο του συνολικού ενεργητικού όσο και του παγίου ενεργητικού πρέπει να γίνεται με προσοχή γιατί ενώ ο αριθμητής των εν λόγω δεικτών (πωλήσεις) εκφράζεται σε τρέχουσες τιμές, ο παρονομαστής περιέχει ιστορικές τιμές σύμφωνα με γενικά παραδεκτή λογιστική αρχή του ιστορικού κόστους. Η τελευταία παραμένει ο ακρογωνιαίος λίθος της χρηματοοικονομικής λογιστικής αν και αρκετοί συγγραφείς φαίνεται να δείχνουν προτίμηση στη λογιστική της εύλογης αξίας (βλ. λ.χ. Jaijairam, 2013).

Εξάλλου, πρέπει να σημειωθεί ότι η εξέταση της κυκλοφοριακής ταχύτητας του συνολικού ενεργητικού, όταν αυτή γίνεται αποκομμένη από την ανάλυση άλλων δεικτών και επιπρόσθετων εταιρικών στοιχείων, δε μπορεί να συμβάλλει στην πρόβλεψη μελλοντικών κερδών. Αναντίρρητα, οι αυξημένες πωλήσεις δε μεταφράζονται αυτόματα σε αυξημένα κέρδη. Συνεπώς, η κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού παρέχει χρήσιμα συμπεράσματα για την επίδοση μιας επιχείρησης όταν η εξέτασή της συνδυάζεται με την ανάλυση δεικτών όπως το καθαρό περιθώριο κέρδους και ο ROTA.

### 3.3.3 Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων, που μετράει πόσες ημέρες χρειάζεται μια επιχείρηση για να εισπράξει τις απαιτήσεις της από πελάτες που αγόρασαν προϊόντα / υπηρεσίες με πίστωση, υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων} = (\text{Εμπορικές απαιτήσεις} / \text{Πωλήσεις με πίστωση}) \times 365 \text{ ημέρες}$$

Δεδομένου, όμως, ότι το ακριβές ύψος των πιστωτικών πωλήσεων δεν είναι συνήθως γνωστό στους εξωτερικούς αναλυτές μιας επιχείρησης, είθισται να χρησιμοποιούνται οι συνολικές πωλήσεις για τον υπολογισμό του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη. Αυτή η προσέγγιση υιοθετείται και στην παρούσα διατριβή. Συνεπώς, ο μαθηματικός τύπος της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$\text{Μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων} = (\text{Εμπορικές απαιτήσεις} / \text{Συνολικές πωλήσεις}) \times 365 \text{ ημέρες}$$

Λαμβάνοντας υπόψη ότι οι πιστωτικές πωλήσεις αποτελούν υποσύνολο των συνολικών πωλήσεων, προκύπτει ότι η αντικατάσταση των πρώτων με τις δεύτερες στο μαθηματικό τύπο της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων δίνει μια εικόνα που είναι χειρότερη από την πραγματική.

Όσο μικρότερη είναι η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων, τόσο πιο σύντομα η επιχείρηση εισπράττει τις εμπορικές της αξιώσεις από τους πελάτες. Το γεγονός αυτό αντανακλά από τη μία ένα υψηλό βαθμό ικανότητας της διοίκησης στην περαίωση των καθημερινών εταιρικών διαδικασιών και από την άλλη την υιοθέτηση μιας αυστηρής εμπορικής πολιτικής από την πλευρά της επιχείρησης. Πράγματι, είναι χονδροειδές να συνδέεται απευθείας το ύψος του εν λόγω δείκτη με το βαθμό επάρκειας της διοίκησης στην περαίωση καθημερινών λειτουργιών. Για παράδειγμα, μία χαμηλή μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων μπορεί να συνιστά μια συνειδητή επιλογή από την πλευρά της διοίκησης που εκτιμά ότι με αυτό τον τρόπο εξυπηρετούνται καλύτερα οι ανάγκες της επιχείρησης δεδομένων των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά.

Η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων παρέχει ένδειξη για το βαθμό ρευστότητας των εμπορικών απαιτήσεων της επιχείρησης, δίνοντας χρήσιμη πληροφόρηση και για την ποιότητα των τελευταίων. Άλλωστε, μια χαμηλή διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων μειώνει την πιθανότητα ζημιών από επισφαλείς απαιτήσεις και γι' αυτό το λόγο είναι πολύ σημαντικό για τις επιχειρήσεις να επιταχύνουν την είσπραξη των ανεξόφλητων εμπορικών απαιτήσεων. Σε διαφορετική περίπτωση, κεφάλαια που θα μπορούσαν να τοποθετηθούν επικερδώς σε εναλλακτικές τοποθετήσεις χρησιμοποιούνται αντι-παραγωγικά για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων. Με άλλα λόγια, οι πιστωτικές πωλήσεις φέρουν και ένα κόστος ευκαιρίας για την ελαχιστοποίηση του οποίου πρέπει να μεριμνά η διοίκηση ολοκληρώνοντας όσο γίνεται πιο γρήγορα την είσπραξη των εμπορικών απαιτήσεων.

### 3.3.4 Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων

Η μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων είναι η άλλη όψη της μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων. Η μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων, που μετράει σε πόσες μέρες κατά μέσο όρο η επιχείρηση εξοφλεί τις υποχρεώσεις της προς τους προμηθευτές, δίνεται από τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο:

$$\text{Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων} = (\text{Προμηθευτές} / \text{Αγορές με πίστωση}) \times 365 \text{ ημέρες}$$

Όπως όμως ακριβώς συμβαίνει με τις πιστωτικές πωλήσεις (βλ. παρ. 4.3.3), και το ύψος των πιστωτικών αγορών δεν είναι γνωστό σε άτομα εκτός της επιχείρησης. Συνεπώς, οι πιστωτικές αγορές συνήθως αντικαθίστανται από το κόστος πωληθέντων κατά τον υπολογισμό της μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων και ο μαθηματικός τύπος του εν λόγω αριθμοδείκτη παίρνει την ακόλουθη μορφή:

$$\text{Μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων} = (\text{Προμηθευτές} / \text{Κόστος πωληθέντων}) \times 365 \text{ ημέρες}$$

Και σε αυτή την περίπτωση, βέβαια (όπως και στη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων), αυτού του είδους οι προσαρμογές οδηγούν σε “κατά προσέγγιση” αποτελέσματα, μιας και το κόστος πωληθέντων περιλαμβάνει στοιχεία όπως οι αποσβέσεις που δε συνεπάγονται πραγματική ταμιακή εκροή.

Ιδανικά, μια επιχείρηση θέλει να επιμηκύνει τη μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων όσο περισσότερο γίνεται, με την προϋπόθεση βέβαια ότι αυτό δε μειώνει τις παρεχόμενες εκπτώσεις από τους προμηθευτές και δεν οδηγεί σε διάρρηξη των ομαλών εμπορικών σχέσεων. Μια επιμήκυνση της μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων επί της ουσίας σημαίνει ότι η επιχείρηση απολαμβάνει δωρεάν χρηματοδότηση από τους προμηθευτές και άλλους βραχυπρόθεσμους πιστωτές.

Σε κάθε περίπτωση, η μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων πρέπει να εξετάζεται σε συνάρτηση με το alterego της, τη μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Στο βαθμό που η τελευταία είναι μικρότερη της πρώτης, συνάγεται ότι η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις πιο γρήγορα απ’ ότι πληρώνει τις υποχρεώσεις της και ότι η εμπορική της πολιτική είναι σε γενικές γραμμές επιτυχημένη (Νιάρχος, 2002, 81).

### 3.4 Αριθμοδείκτες οικονομικής διάρθρωσης

Ο βαθμός εταιρικής μόχλευσης αποτελεί μια πολύ σημαντική παράμετρο για τωρινούς και μελλοντικούς πιστωτές. Μια επιχείρηση που αντιμετωπίζει σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα ή, ακόμα χειρότερα, βρίσκεται σε κίνδυνο χρεωκοπίας, είναι ιδιαίτερα δύσκολο να είναι συνεπής στην καταβολή περιοδικών τοκοχρεολυτικών δόσεων. Επιπρόσθετα, οι επενδυτές ενδιαφέρονται ιδιαίτερα για το βαθμό μόχλευσης για διάφορους λόγους. Καταρχήν,

η ύπαρξη υψηλού χρέους τείνει να αυξάνει το κόστος των ιδίων κεφαλαίων επειδή οι πιστωτές έχουν προτεραιότητα έναντι των μετόχων στις ταμιακές ροές της επιχείρησης. Ως αποτέλεσμα, οι επενδυτές απαιτούν ένα υψηλότερο βαθμό απόδοσης ιδίων κεφαλαίων (ROE) σε επιχειρήσεις με υψηλό βαθμό μόχλευσης προκειμένου να αντισταθμίσουν την αυξημένη πιθανότητα να μη λάβουν μέρισμα (BrighamandEhrhardt, 2013). Εξάλλου, μια επιχείρηση με υψηλό βαθμό μόχλευσης μπορεί ανά πάσα στιγμή να χρειαστεί επειγόντως μετρητά. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε αναγκαστικές αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου και μείωση του βαθμού ελέγχου της επιχείρησης από τους τωρινούς μετόχους (BenjaminandMargulis, 2005, 32).

Από την άλλη, αν και όλα τα παραπάνω είναι σωστά, αυτό δε σημαίνει ότι οι επιχειρήσεις αποστρέφονται τον εξωτερικό δανεισμό. Εξάλλου, σύμφωνα με την ιεραρχική θεωρία κεφαλαιακής διάρθρωσης (peckingordertheory, MyersandMajluf, 1984), οι επιχειρήσεις προτιμούν τα δανειακά έναντι των ιδίων κεφαλαίων αν δεν υπάρχει δυνατότητα εσωτερικής χρηματοδότησης μέσα από τα παρακρατηθέντα κέρδη. Αν για παράδειγμα, ότι η απόδοση των δανειακών κεφαλαίων υπερβαίνει τους χρεωστικούς τόκους, τότε οι μέτοχοι απολαμβάνουν μια θετική απόδοση χωρίς να εισφέρουν από την τσέπη τους ούτε ένα ευρώ στην επιχείρηση.

Συνεπώς, η χρηματοδότηση μέσω δανεισμού έχει και αυτή τα δικά της ιδιαίτερα πλεονεκτήματα όπως ακριβώς συμβαίνει και με τα ίδια κεφάλαια. Η πρόκληση από την πλευρά της διοίκησης είναι να βρει εκείνη την ιδανική αναλογία μεταξύ δανειακών και ιδίων κεφαλαίων που μεγιστοποιεί την απόδοση που επιστρέφεται στους μετόχους – επενδυτές. Η επισκόπηση όμως αυτού του ζητήματος, που άπτεται της θεωρίας κεφαλαιακής διάρθρωσης, δε βρίσκεται μέσα στους ερευνητικούς στόχους της παρούσας διατριβής. Στο υπόλοιπο του τρέχοντος κεφαλαίου παρουσιάζονται δύο βασικοί αριθμοδείκτες μόχλευσης και βιωσιμότητας: ο δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια και ο δείκτης κάλυψης τόκων.

#### 3.4.1 Δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια

Ο δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια είναι το πηλίκο των συνολικών υποχρεώσεων μιας επιχείρησης προς τη συνολική της καθαρή θέση και μετράει την αναλογία χρέους – ιδίων κεφαλαίων:



**Δανειακά προς ίδια κεφάλαια = Σύνολο υποχρεώσεων / Σύνολο  
καθαής θέσης**

Όσο υψηλότερος είναι ο συγκεκριμένος δείκτης, τόσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός μόχλευσης της επιχείρησης και μικρότερος ο βαθμός εξασφάλισης που απολαμβάνουν οι πιστωτές. Αν ο δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερος του 1, τότε οι ιδιοκτήτες της επιχείρησης συμμετέχουν σε αυτή με λιγότερα κεφάλαια σε σχέση με τους δανειστές.

Όπως συμβαίνει με τους περισσότερους αριθμοδείκτες, υπάρχουν ορισμένες “γκρίζες ζώνες” σχετικά με τον υπολογισμό του δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια. Για παράδειγμα, όταν υπάρχει μεγάλη απόκλιση μεταξύ αγοραίων τιμών (στις οποίες μετρώνται οι υποχρεώσεις) και ιστορικών τιμών (στις οποίες μετράται η καθαρή θέση), οι προκύπτουσες στρεβλώσεις στην τιμή του δείκτη ενδέχεται να οδηγήσουν σε μια πολύ παραπλανητική εικόνα εξαιρετικά μεγάλης μόχλευσης που δεν ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.

Επίσης, υπάρχει ένας ορισμένος βαθμός αμφισημίας αναφορικά με ορισμένα κονδύλια που σχετίζονται με το συγκεκριμένο αριθμοδείκτη. Για παράδειγμα, δεν είναι ξεκαθαρισμένο αν οι προνομιούχες μετοχές, οι οποίες προσιδιάζουν περισσότερο σε δανεισμό παρά σε καθαρή θέση (βλ. π.χ. Αρτίκης, 2002), πρέπει να συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του δείκτη δανειακών προς ίδια κεφάλαια. Μάλιστα, ακόμα κι αν οι προνομιούχες μετοχές ληφθούν υπόψη, δεν είναι ξεκάθαρο αν πρέπει να αντιμετωπιστούν ως στοιχείο των υποχρεώσεων (δανεισμός) ή της καθαής θέσης (μετοχικό κεφάλαιο).

Παρά τους ανωτέρω προβληματισμούς, δε χωράει αμφιβολία ότι ο δείκτης δανειακών προς ίδια κεφάλαια είναι ιδιαίτερα σημαντικός καθώς παρέχει άμεση πληροφόρηση για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης και τα επίπεδα δανεισμού της.

### 3.4.2 Δείκτης κάλυψης τόκων

Πρόκειται για έναν ακόμα αριθμοδείκτη που παρέχει ενδείξεις για το βαθμό ασφάλειας που απολαμβάνουν οι πιστωτές μιας επιχείρησης. Ο δείκτης κάλυψης τόκων μετράει πόσες φορές τα κέρδη της επιχείρησης επαρκούν για να καλύψουν τα χρηματοοικονομικά της έξοδα:

## Κάλυψη τόκων = Καθαρά κέρδη / Χρεωστικοί τόκοι

Συνεπώς, ο δείκτης κάλυψης τόκων αποτυπώνει το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης σε συνάρτηση με την κερδοφόρα δυναμική της επιχείρησης. Ο εν λόγω δείκτης αποκαλύπτει πώς τοποθετείται η διοίκηση της επιχείρησης για διαφορετικά επίπεδα ανάληψης επιχειρησιακού κινδύνου. Όσο χαμηλότερος είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων, τόσο υψηλότερα είναι τα επίπεδα δανεισμού της επιχείρησης και ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει. Συνεπώς, είναι απόλυτα λογικό να υποθεθεί ότι αν το μάνατζμεντ μιας επιχείρησης αποστρέφεται τον κίνδυνο θα προσπαθήσει να αποφύγει ένα υψηλό δείκτη κάλυψης τόκων.

Σε γενικές γραμμές, ένας χαμηλός δείκτης κάλυψης τόκων δε μπορεί να γίνει αποδεκτός εκτός κι αν η επιχείρηση εμφανίζει διαχρονικά αποδεδειγμένη ικανότητα να δημιουργεί ένα σταθερό και ασφαλές επίπεδο κερδών. Αυτό βέβαια με τη σειρά του εξαρτάται από πολλούς παράγοντες, όπως η φύση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, οι συνθήκες στην αγορά, η θέση της επιχείρησης εντός του κλάδου κ.ό.κ.

### 3.5 Υπόδειγμα Z-score

Ανάλυση και διαχωρισμός βάσει πολλαπλών μεταβλητών/δεικτών

Οι διαφορετικοί μεταβλητές/δείκτες έχουν την δυνατότητα να κατατάσσουν την επιχείρηση σε δύο κατηγορίες όπως: επισφαλείς ή μη επισφαλείς. Ερευνητές έχουν δει πως λειτουργεί η χρήση αποτελεσματικότητας σε μοντέλα με περισσότερες από μία μεταβλητές/δείκτες.

Συνήθως χρησιμοποιείται η πιο διαδομένη πλέον μέθοδος, η οποία χρησιμοποιεί συνδυασμό δεικτών με παραλλαγές αυτών. Με μόνο σκοπό την αποφυγή επικάλυψης ανάμεσα στις δύο κατηγορίες για επισφαλείς ή μη επισφαλείς. Κατά καιρούς έχει γίνει χρήση με περισσότερες από τριάντα διαφορετικές μεταβλητές/δείκτες με την χρήση υπολογιστή. Όπου εν συνεχεία προσφέρθηκαν ως «έτοιμα προϊόντα» από πολλές μεγάλες χρηματιστηριακές εταιρίες.

Στην περίπτωση που έχουν χρησιμοποιηθεί άλλοι τρόποι διαχωρισμού για τις επισφαλείς ή μη επισφαλείς επιχειρήσεις δεν επιφέρουν ξεκάθαρα τον διαχωρισμό μεταξύ

αυτών των δύο κατηγοριών. Ουσιαστικά δηλαδή δείχνουν την πιθανότητα πτώχευσης ή μη για την κάθε περίπτωση. Έτσι κατά περίπτωση ο κάθε υπεύθυνος αποφασίζει βάση της δικής του απόφασης.

Το 1983 ο Altman δημοσίευσε συγκεκριμένα μοντέλα για τον υπολογισμό του Z-score:

$$Z_i = 1.2X_{1i} + 1.4X_{2i} + 3.3X_{3i} + 0.6X_{4i} + 1.0X_{5i}$$

Στο αμέσως επόμενο βελτιωμένο μοντέλο αποδίδεται το 94% ακρίβειας λάθους δηλαδή 6% λάθος ένταξης σε επισφαλείς/μη επισφαλείς:

$$Z_i = 0.717 X_{1i} + 0.847X_{2i} + 3.107X_{3i} + 0.420X_{4i} + 0.998X_{5i}$$

όπου και για τα δύο μοντέλα χρησιμοποιούνται οι παρακάτω δείκτες για 1 έτος (χωριστά):

$Z_i$  : score/σύνθετος δείκτης

$X_{1i}$  : κεφάλαιο κίνησης/σύνολο ενεργητικού

$X_{2i}$  : αδιανέμητα κέρδη/σύνολο ενεργητικού

$X_{3i}$ : κέρδη προ τόκων και φόρων/σύνολο ενεργητικού

$X_{4i}$ : συνολική χρηματιστηριακή αξία

$X_{5i}$  :πωλήσεις/σύνολο ενεργητικού,

$X_{5i}$ : χαρακτηριστικό επιχείρησης

Η σημασία της 2<sup>ης</sup> μεταβλητής είναι αρνητική γιατί όσο υψηλή είναι η αναλογία ξένων κεφαλαίων τόσο πιο χαμηλό είναι το Z-score, όπως και η πτώχευση. Απ' την άλλη πλευρά η 1<sup>η</sup> μεταβλητή είναι η θετική παράμετρος και αυτό γιατί όσο υψηλή η αξία ενός κεφαλαιακού συνόλου τόσο πιο καλές οι συνθήκες βιωσιμότητας.

Παράδειγμα διακριτικής ανάλυσης μέσω πολλαπλών μεταβλητό. (Προσδιορισμός παραμέτρων εξίσωσης)

Επισφαλείς μονάδες			Μη Επισφαλείς μονάδες		
$X_1$	$X_2$	Z-score	$X_1$	$X_2$	Z-score
2.12	0.15	4.50	1.27	-0.04	5.68
1.57	0.10	3.59	1.96	0.08	5.51

0.85	0.18	0.96	1.40	0.07	3.64
1.25	-0.12	7.44	1.75	0.06	5.18
0.76	-0.05	4.33	2.03	0.02	7.15
1.18	0.10	2.12	3.45	0.01	12.71
1.15	-0.04	5.22	3.05	0.01	11.20
1.36	0.03	4.41	1.75	0.33	1.03
0.75	0.06	1.42	1.19	-0.14	7.68
0.30	-0.02	1.58	1.53	0.04	4.81
Μέσος	1.10.39	3.56	1.93	0.44	6.46

Πηγή: ΚΑΝΤΖΟΣ ΚΩΝΣΤΑΝΤΙΝΟΣ, (2013), ΑΝΑΛΥΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ, ΕΚΔΟΣΕΙΣ ΦΑΙΔΙΜΟΣ, ΑΘΗΝΑ, (σελ 285-289)

Διακύμανση:  $s_1^2 = 0.60$ ,  $s_2^2 = 104$

Διαφορά :  $d_1 = 0.801$ ,  $d_2 = 0.05$

Συνδιακύμανση: 6.41

οπότε:

$$a = [(104 \chi 0.801) - (6.41 \chi 0.05)] / [(0.60 \chi 104) - (6.412)] = 3.9$$

$$b = [(0.60 \chi 0.05) - (6.41 \chi 0.801)] / [(0.60 \chi 104) - (6.412)] = -0.23$$

και

$$Z = 3.9X_1 - 0.23X_2 \text{ η εξίσωση.}$$

Εξελιξείς στις μεθόδους πρόβλεψης εταιρικής χρεωκοπίας, πολικριτήριες μέθοδοι

Οι παραπάνω μέθοδοι είναι βασισμένες μόνο με στατιστική μέθοδο και όχι με οικονομικές θεωρίες. Για αυτό τον λόγο ο J. Argenti το 1976 ένταξε στα μοντέλα του μεταβλητές (δομή, μορφή διοίκησης, χρηματοοικονομική πληροφόρηση, λογιστικά στοιχεία και αλλοίωση αυτών, κ.α.), τις οποίες και ενσωμάτωσε σε 18 μεταβλητές και τις σύγκρινε με 28 χρηματοοικονομικούς δείκτες (πολικριτήριες μέθοδοι). Το αποτελέσματα έδειξαν ότι οι μη αριθμητικοί δείκτες αποδείχτηκαν σχεδόν ίσης αποτελεσματικότητας με τους αριθμητικούς δείκτες. Εν συνεχεία και άλλοι έδωσαν συνέχεια σε αυτή την σύγκλιση και έβγαλαν το

συμπέρασμα πως είναι πολλοί οι παράγοντες για την αποτυχία της επιχείρησης (πώληση εκ μέρους των μελών, μετοχών, καθυστέρηση δημοσίευσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων κ.α.).

Στην τριχοτομική μέθοδο τα αποτελέσματα είναι φανερά. Συγκεκριμένα το στατιστικό δείγμα των επιχειρήσεων καταμερίζεται σε 3 διαφορετικές κατηγορίες για επιχειρήσεις (υγιείς, βιώσιμες, μη βιώσιμες, και με περισσότερη μελέτη κ.α.)

### **Εφαρμογή του μοντέλου Altman Z-score στις επιχειρήσεις A και B**

Μέσα από το μοντέλο Altman Z-score γίνεται πρόβλεψη για το ενδεχόμενο πτώχευσης που έχουν οι επιχειρήσεις A και B για τα έτη 2015-2019. Όπως αναφέρθηκε παραπάνω η μεταβλητή Z μπορεί να κυμανθεί ανάμεσα σε τρεις ζώνες. Όταν η τιμή του Z είναι μικρότερη του 1,81 τότε η επιχείρηση βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη για πτώχευση, για τιμή μεταξύ του 1,81 και του 2,99 βρίσκεται στην γκρίζα ζώνη, ενώ για τιμή μεγαλύτερη του 2,99 η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή ζώνη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΤΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ Α ΚΑΙ Β

Το παρόν κεφάλαιο αποτελεί το κατεξοχήν εμπειρικό κομμάτι της παρούσας διατριβής. Με βάση τη μεθοδολογία που αναπτύχθηκε στο Κεφάλαιο 3 και τους αριθμοδείκτες που αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 3, θα διεξαχθεί μια συγκριτική χρηματοοικονομική ανάλυση των εταιριών Α και Β. Το πρώτο βήμα προς αυτή την κατεύθυνση είναι η κάθετη και οριζόντια ανάλυση επιλεγμένων μεγεθών των δύο επιχειρήσεων που περιλαμβάνονται στις οικονομικές καταστάσεις.

### 4.1 Οριζόντια και κάθετη ανάλυση

Στον Πίνακα 4.1 που ακολουθεί συνοψίζεται η οριζόντια ανάλυση επιλεγμένων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας Α για την υπό εξέταση πενταετία, ενώ στον Πίνακα 4.2 παρουσιάζεται η κάθετη ανάλυση για την ίδια χρονική περίοδο.

<b>VODAFONE</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ενσώματα πάγια	100,0	97,9	94,9	91,6	90,4
<b>Σύνολο Παγίου Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>94,3</b>	<b>88,7</b>	<b>89,4</b>	<b>90,6</b>
Εμπορικές απαιτήσεις	100,0	102,7	133,6	136,9	153,2
Ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα	100,0	565,5	797,1	818,4	871,8
<b>Σύνολο Κυκλοφοριακού Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>133,4</b>	<b>149,0</b>	<b>149,1</b>	<b>186,0</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>101,0</b>	<b>99,1</b>	<b>99,8</b>	<b>107,1</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>100,0</b>	<b>92,6</b>	<b>89,0</b>	<b>98,6</b>	<b>118,4</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	100,0	72,5	99,8	93,8	93,8
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>73,8</b>	<b>98,9</b>	<b>93,4</b>	<b>93,4</b>
Προμηθευτές	100,0	120,7	131,1	137,6	117,3
<b>Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>197,5</b>	<b>114,2</b>	<b>121,0</b>	<b>133,2</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>103,9</b>	<b>102,6</b>	<b>100,1</b>	<b>103,1</b>
Εσοδα από πωλήσεις	100	114,2	115,5	118,0	121,6
Κόστος πωληθέντων	100	148,8	146,9	145,3	147,9
Εξόδα διοίκησης	100	123,2	116,2	114,9	117,0
Χρηματοοικονομικά έξοδα	100	115,9	108,2	91,4	70,3

Πίνακας 4.1 : Οριζόντια Ανάλυση, Vodafone

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα από τα βιβλία και στοιχεία της επιχείρησης

Ισολογισμός  
Κ.Α.Χ.

<b>VODAFONE</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ενσώματα πάγια	36,0	34,9	34,5	33,1	30,4
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	26,1	23,2	21,5	23,3	19,4
<b>Σύνολο Παγίου Ενεργητικού</b>	<b>82,7</b>	<b>77,2</b>	<b>74,0</b>	<b>74,2</b>	<b>70,0</b>
Εμπορικές απαιτήσεις	10,9	11,1	10,3	10,5	10,9
Ταμείο και ταμιακά ισοδύναμα	1,3	7,5	10,7	10,9	10,8
<b>Σύνολο Κυκλοφοριακού Ενεργητικού</b>	<b>17,3</b>	<b>22,8</b>	<b>26,0</b>	<b>25,8</b>	<b>30,0</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>25,8</b>	<b>23,6</b>	<b>23,2</b>	<b>25,5</b>	<b>28,5</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	51,4	36,9	51,8	48,4	45,1
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>56,1</b>	<b>41,0</b>	<b>56,0</b>	<b>52,6</b>	<b>49,0</b>
Προμηθευτές	10,2	12,2	13,5	14,1	11,2
Βραχυπρόθεσμα δάνεια		15,5			
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	6,4	6,2	5,6	5,6	9,0
<b>Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>18,1</b>	<b>35,4</b>	<b>20,9</b>	<b>22,0</b>	<b>22,5</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>74,2</b>	<b>76,4</b>	<b>76,8</b>	<b>74,5</b>	<b>71,5</b>
Κόστος πωληθέντων	-53,3	-69,4	-67,7	-65,6	-64,8
Εξοδα διοίκησης	-21,8	-23,5	-21,9	-21,2	-21,0
Χρηματοοικονομικά έξοδα	-3,1	-3,2	-2,9	-2,4	-1,8

Πίνακας 4.2: Κάθετη Ανάλυση, Vodafone

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα από τα βιβλία και στοιχεία της επιχείρησης

Ισολογισμός  
Κ.Α.Χ.

Τα μεγέθη του Ισολογισμού εκφράζονται ως ποσοστό επί του συνολικού Ενεργητικού (Παθητικού). Τα μεγέθη της Κ.Α.Χ. εκφράζονται ως ποσοστό επί των πωλήσεων

Από τη συνδυαστική εξέταση των δεδομένων των δύο πινάκων προκύπτουν τα εξής:

➤ Παρατηρείται υποχώρηση του πάγιου ενεργητικού ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού (από 82,7% το 2015 σε 70,0% το 2019) της επιχείρησης με αντίστοιχη αύξηση των κυκλοφορούντων στοιχείων.

➤ Η αξία των ενσώματων παγίων μειώνεται και σε απόλυτους όρους (σχεδόν 10% μείωση κατά την υπό εξέταση πενταετία) και ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού.

➤ Υπάρχει μεγάλη απόλυτη αύξηση στο ύψος των ταμιακών διαθεσίμων που όμως σχετίζεται με το χαμηλό απόλυτο μέγεθος του εν λόγω κονδυλίου κατά το έτος βάσης (βλ. και Παράρτημα Ι). Από το 2016 και έπειτα, τα ταμιακά διαθέσιμα αποτελούν ένα όχι αμελητέο κομμάτι του συνολικού ενεργητικού (λίγο πάνω από 10%).

➤ Παρατηρείται μια ελαφριά μείωση του ποσού των μακροπρόθεσμων δανείων (περίπου 6%) που παραμένουν όμως πολύ υψηλό ποσοστό (αν και φθίνον) των συνολικών υποχρεώσεων της επιχείρησης. Αντίστοιχα είναι τα συμπεράσματα και για το σύνολο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων, μιας και αυτές αποτελούνται σχεδόν αποκλειστικά από τα μακροπρόθεσμα δάνεια.

➤ Παρατηρείται σε απόλυτο μέγεθος αύξηση των εμπορικών υποχρεώσεων (προμηθευτές), η οποία όμως σε γενικές γραμμές είναι ανάλογη της αύξησης του τζίρου της εταιρίας.

➤ Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται αλλά σε ρυθμό μικρότερο από την αύξηση των κυκλοφοριακών ενεργητικών της στοιχείων, γεγονός που συνεπάγεται θετική επίδραση στο κεφάλαιο κίνησης της επιχείρησης.

➤ Οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις αυξάνονται και ως ποσοστό του συνολικού παθητικού, αλλά η αύξησή τους είναι μικρότερη συγκριτικά με την υποχώρηση των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων επίσης ως ποσοστό του παθητικού. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να μειώνεται ελαφρά η μόχλευση, αφού τα ξένα κεφάλαια συνολικά υποχωρούν προς όφελος των ιδίων κεφαλαίων.

➤ Παρουσιάζει μεγάλη σταθερότητα στη διατήρηση των εξόδων της εντός συγκεκριμένων ορίων. Το κόστος πωληθέντων ως ποσοστό επί των πωλήσεων μειώνεται, ενώ μειώνονται και οι χρεωστικοί τόκοι της εταιρίας, τόσο ως απόλυτο μέγεθος όσο και σε σχέση με τις πωλήσεις. Από την άλλη, βέβαια, οι διάφορες κατηγορίες εξόδων ως ποσοστό επί των



πωλήσεων βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα, γεγονός που εξηγεί την αρνητική ή οριακή κερδοφορία της επιχείρησης.

Κατά παρόμοιο τρόπο, οι Πίνακες 4.3 και 4.4 που ακολουθούν παρουσιάζουν την οριζόντια και κάθετη ανάλυση επιλεγμένων στοιχείων των οικονομικών καταστάσεων της εταιρίας Β για την υπό εξέταση πενταετία 2015 – 2019.

<b>COSMOTE</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ενσώματα πάγια	100,0	97,4	95,1	94,4	90,0
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	100,0	90,0	108,5	98,4	88,2
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	100,0	102,8	33,2	14,6	6,9
<b>Σύνολο Παγίου Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>99,1</b>	<b>84,6</b>	<b>72,6</b>	<b>81,0</b>
Πελάτες	100,0	98,5	86,4	90,9	81,4
Ταμακά διαθέσιμα και ταμακά ισοδύναμα	100,0	116,9	196,3	330,1	165,2
<b>Σύνολο Κυκλοφοριακού Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>112,3</b>	<b>132,4</b>	<b>298,1</b>	<b>99,4</b>
<b>Σύνολο Ενεργητικού</b>	<b>100,0</b>	<b>100,9</b>	<b>91,1</b>	<b>107,2</b>	<b>83,5</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>100,0</b>	<b>105,1</b>	<b>88,0</b>	<b>115,1</b>	<b>90,3</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	100,0	96,9	57,6	31,1	17,5
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>94,0</b>	<b>56,8</b>	<b>32,9</b>	<b>64,4</b>
Προμηθευτές	100,0	104,8	92,1	82,8	82,2
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	100,0	146,0	71,2	413,6	0,0
<b>Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>93,7</b>	<b>129,9</b>	<b>145,9</b>	<b>78,6</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>100,0</b>	<b>93,8</b>	<b>96,3</b>	<b>93,9</b>	<b>72,1</b>
<b>Σύνολο κύκλου εργασιών</b>	<b>100,0</b>	<b>96,3</b>	<b>95,9</b>	<b>95,9</b>	<b>97,5</b>
Λειτουργικά έξοδα	100	98,5	97,0	93,8	86,6
Αποσβέσεις και απομειώσεις	100	95,3	95,1	92,4	113,6
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>100</b>	<b>89,8</b>	<b>95,2</b>	<b>112,4</b>	<b>129,8</b>
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	100	90,0	83,4	40,5	59,2
Πιστωτικοί τόκοι	100	100,4	86,0	77,6	27,6
<b>ΚΠΦ</b>	<b>100</b>	<b>85,6</b>	<b>-152,9</b>	<b>289,7</b>	<b>243,3</b>
Φόρος εισοδήματος	100	91,0	85,4	37,8	17,3
<b>Καθαρά κέρδη (ζημίες)</b>	<b>100</b>	<b>82,8</b>	<b>-276,9</b>	<b>421,0</b>	<b>361,0</b>

Πίνακας 4.3: Οριζόντια Ανάλυση, Cosmote

Πηγή: Υπολογισμοί συγγραφέα από βιβλία και στοιχεία επιχείρησης

<b>COSMOTE</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Ενσώματα πάγια	14,6	14,1	15,3	12,9	15,8
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	7,8	6,9	9,3	7,1	8,2
Συμμετοχές	41,5	41,2	45,6	33,4	42,8
Λοιπά μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	19,8	20,2	7,2	2,7	1,6
<b>Σύνολο Παγίου Ενεργητικού</b>	<b>86,4</b>	<b>84,9</b>	<b>80,2</b>	<b>58,5</b>	<b>83,8</b>
Πελάτες	6,8	6,6	6,4	5,7	6,6
Ταμακά διαθέσιμα και ταμακά ισοδύναμα	3,5	4,0	7,5	10,7	6,9
<b>Σύνολο Κυκλοφοριακού Ενεργητικού</b>	<b>13,6</b>	<b>15,1</b>	<b>19,8</b>	<b>37,8</b>	<b>16,2</b>
<b>Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων</b>	<b>62,8</b>	<b>65,4</b>	<b>60,6</b>	<b>67,4</b>	<b>67,9</b>
Μακροπρόθεσμα δάνεια	15,5	14,9	9,8	4,5	3,2
<b>Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>17,1</b>	<b>16,0</b>	<b>10,7</b>	<b>5,3</b>	<b>13,2</b>
Προμηθευτές	10,7	11,1	10,9	8,3	10,6
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	2,1	3,1	1,7	8,3	0,0
<b>Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων</b>	<b>20,1</b>	<b>18,7</b>	<b>28,7</b>	<b>27,4</b>	<b>18,9</b>
<b>Σύνολο Υποχρεώσεων</b>	<b>37,2</b>	<b>34,6</b>	<b>39,4</b>	<b>32,6</b>	<b>32,1</b>
Λειτουργικά έξοδα	-65,6	-67,1	-66,4	-64,1	-58,3
Αποσβέσεις και απομειώσεις	-17,2	-17,0	-17,0	-16,5	-20,0
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>17,3</b>	<b>16,1</b>	<b>17,1</b>	<b>20,2</b>	<b>23,0</b>
Χρεωστικοί τόκοι & συναφή έξοδα	-5,1	-4,8	-4,5	-2,2	-3,1
Πιστωτικοί τόκοι	4,2	4,3	3,7	3,4	1,2
Κέρδη/ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρημ/κα περιουσιακά στοιχεία	3,1	1,6	-47,4	35,0	-8,1
<b>ΚΠΦ</b>	<b>19,4</b>	<b>17,3</b>	<b>-31,0</b>	<b>58,7</b>	<b>48,5</b>
Φόρος εισοδήματος	-6,7	-6,3	-5,9	-2,6	-1,2
<b>Καθαρά κέρδη (ζημιές)</b>	<b>12,8</b>	<b>11,0</b>	<b>-36,9</b>	<b>56,0</b>	<b>47,3</b>

Πίνακας 4.4: Κάθετη Ανάλυση, Cosmote

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα από τα βιβλία και στοιχεία της επιχείρησης

Τα μεγέθη του Ισολογισμού εκφράζονται ως ποσοστό επί του συνολικού Ενεργητικού (Παθητικού). Τα μεγέθη της Κ.Α.Χ. εκφράζονται ως ποσοστό επί των πωλήσεων

Μελετώντας του Πίνακες 4.3 και 4.4, προκύπτουν τα εξής:

➤ Η εταιρία Β μέσα σε μια πενταετία εμφανίζει αξία παγίων μειωμένη κατά 19% (τα ενσώματα πάγια έχουν μειωθεί κατά 10%) και αξία συνολικού ενεργητικού μειωμένη κατά 16,5%. Φαίνεται δηλαδή να προσπαθεί να μειώσει τη συνολική περιουσία της, αυξάνοντας ταυτόχρονα το βαθμό αξιοποίησης των παραμένοντων περιουσιακών στοιχείων προκειμένου να βελτιωθεί η συνολική αποδοτικότητα της.

➤ Η αναλογία ξένων προς ίδια κεφάλαια μειώνεται κατά τη διάρκεια της περιόδου 2015 – 2019, αφού η καθαρή θέση ως ποσοστό επί του συνόλου του παθητικού αυξάνεται. Την ίδια στιγμή, τα ίδια κεφάλαια ως απόλυτο μέγεθος μειώνονται μιας και η μειούμενη περιουσία της Α συνεπάγεται μειωμένες ανάγκες χρηματοδότησης κάθε μορφής.

➤ Οι εμπορικές απαιτήσεις (πελάτες) ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού παραμένουν σταθερές ενώ σε γενικές γραμμές το αυτό ισχύει και για τις εμπορικές υποχρεώσεις (προμηθευτές).

➤ Σημειώνεται σημαντική μείωση της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης: Τα μακροπρόθεσμα δάνεια μειώνονται ως απόλυτο μέγεθος πάνω από 80% εντός της πενταετίας, ενώ σε πολύ μεγάλο βαθμό συρρικνώνεται και η σχετική σημασία τους ως προς το σύνολο του παθητικού της. Τα βραχυπρόθεσμα δάνεια εκτοξεύονται το 2018 εξαιτίας της επανακατάταξης ενός σημαντικού μέρους του μακροπρόθεσμου δανείου που έπρεπε να πληρωθεί μέσα στο 2019 ως βραχυπρόθεσμο. Η εξυπηρέτηση αυτού του χρέους εντός του 2019 έχει ως αποτέλεσμα το μηδενισμό των βραχυπρόθεσμων δανείων.

➤ Οι πωλήσεις της επιχείρησης παρουσιάζουν στασιμότητα. Ο κύκλος εργασιών για τα έτη 2016 - 2019 είναι κατάτι χαμηλότερος από τον αντίστοιχο του 2015. Είναι εμφανείς οι ανταγωνιστικές πιέσεις που δέχεται η εταιρία καθώς επίσης και το υψηλό επίπεδο κορεσμού του συγκεκριμένου κλάδου.

➤ Καταφέρνει να μειώσει σημαντικά το ύψος των λειτουργικών εξόδων της τόσο σε απόλυτους όρους όσο και σε σχέση με τις πωλήσεις. Το γεγονός αυτό συμβάλλει τα μέγιστα για την επίτευξη καλύτερων αποτελεσμάτων χρόνο με το χρόνο.

➤ Τα ΚΠΦΤ παρουσιάζουν αισθητή άνοδο για τα έτη 2018 και 2019 τόσο σε απόλυτους όρους (π.χ. για το 2019 είναι 30% πάνω σε σχέση με το 2015) όσο και ως ποσοστό επί των πωλήσεων.

➤ Οι χρεωστικοί τόκοι συνολικά ακολουθούν έντονα πτωτική πορεία (παρά την άνοδο το 2019) και αντανακλούν τη σταδιακή μείωση του επιπέδου δανειακής επιβάρυνσης της εταιρίας.

➤ Το κονδύλι “Κέρδη / ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία” παρουσιάζει μεγάλη αυξομείωση τα έτη 2017 και 2018 επηρεάζοντας δραματικά τα καθαρά κέρδη της εταιρίας (αρνητικά το 2017 και θετικά το 2018). Η φύση αυτού του μεγέθους πρέπει να προσδιοριστεί και η επίδρασή του να ληφθεί υπόψη κατά την εξέταση και ανάλυση των αριθμοδεικτών.

Με βάση τις ανωτέρω επισημάνσεις, που δίνουν μια βασική εικόνα της τάσης κρίσιμων μεγεθών (Πίνακες 4.1 και 4.3) και της εν γένει εσωτερικής διάρθρωσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των δύο επιχειρήσεων (Πίνακες 4.2 και 4.4), στο υπόλοιπο του παρόντος Κεφαλαίου αναλύεται και συγκρίνεται η οικονομική επίδοση των εταιριών Α και Β με τη χρήση αριθμοδεικτών.

Στο Παράρτημα II συνοψίζονται οι μαθηματικοί τύποι υπολογισμού που χρησιμοποιήθηκαν για τον υπολογισμό των βασικών αριθμοδεικτών που αναλύθηκαν στο Κεφάλαιο 3 ενώ το Παράρτημα III περιέχει τις τιμές των αριθμοδεικτών αυτών για τις εταιρίες Α και Β κατά την πενταετία 2015 – 2019.

## 4.2 Ρευστότητα

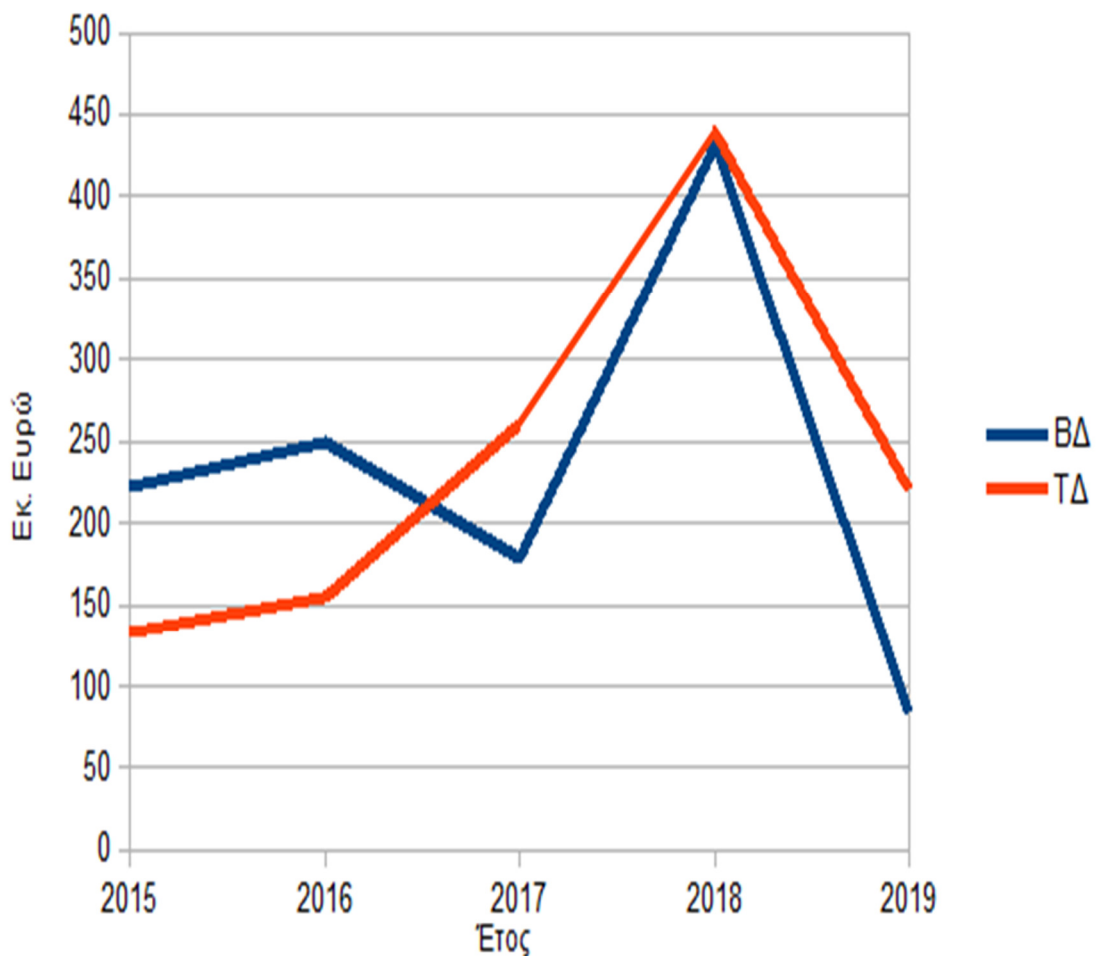
Οι δύο πιο ευρέως διαδεδομένοι αριθμοδείκτες για τον προσδιορισμό της ρευστότητας μιας επιχείρησης είναι ο δείκτης γενικής ρευστότητας και ο δείκτης ειδικής (άμεσης) ρευστότητας. Ο πρώτος μετράει το βαθμό στον οποίο το κυκλοφοριακό ενεργητικό μιας επιχείρησης επαρκεί για να καλύψει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της, ενώ ο δεύτερος παρέχει ακριβώς την ίδια ένδειξη, αφού όμως πρώτα αφαιρεθούν τα αποθέματα από το κυκλοφοριακό ενεργητικό. Η λογική πίσω από αυτό είναι ότι τα αποθέματα δεν είναι στοιχεία που ρευστοποιούνται σίγουρα και ανεμπόδιστα, συνεπώς η συμπερίληψή τους στο κλάσμα ενδέχεται να δώσει λάθος εικόνα για την άμεση ρευστότητα μιας επιχείρησης (Αρτίκης, 2002, 118). Βέβαια, αξίζει να τονιστεί ότι τέτοιος κίνδυνος δεν υφίσταται για τις εταιρίες Α και Β, μιας και, από την ίδια τη φύση του κλάδου των τηλεπικοινωνιών, το επίπεδο των αποθεμάτων είναι αμελητέο. Πράγματι, η αξία των συνολικών αποθεμάτων δεν υπερβαίνει το 0,5% του συνολικού ενεργητικού για την Β και το 0,6% για την Α. Κατά συνέπεια, οι τιμές των αριθμοδεικτών αυτών για τις δύο εταιρίες είναι ουσιαστικά ίδιες (βλ. Παράρτημα III) και θα εξεταστούν ενιαία.

Αυτό που έχει σημασία να τονιστεί είναι ότι σε καθαρά συγκριτικό επίπεδο, και με εξαίρεση το έτος 2016, η εταιρία Α υπερτερεί της Β από άποψης ρευστότητας αφού παρουσιάζει σημαντικά υψηλότερους δείκτες γενικής και άμεσης ρευστότητας για όλα τα υπόλοιπα έτη της υπό εξέταση περιόδου. Πιο συγκεκριμένα, τα επίπεδα ρευστότητας της Α κρίνονται σε γενικές γραμμές ικανοποιητικά. Ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ξεπερνάει ή αγγίζει την κρίσιμη τιμή της μονάδας (Νιάρχος, 2002) για όλα τα έτη πλην του 2016, χρονιά κατά την οποία η επιχείρηση ανέλαβε ένα βραχυπρόθεσμο δάνεια αξίας περίπου € 200 εκ. Μάλιστα, από το 2017 και μετά η εταιρία παρουσιάζει μια πολύ σταθερή και υγιή εικόνα με βελτίωση των αριθμοδεικτών άμεσης και γενικής ρευστότητας, Εξάλλου, αυτό που είναι ακόμα πιο σημαντικό είναι ότι αυτή η βελτίωση συνοδεύεται από μια πολύ μεγάλη αύξηση στα ταμιακά διαθέσιμα της επιχείρησης, που σχεδόν εννιαπλασιάζονται σε βάθος πενταετίας, και που από το 2017 και έπειτα ξεπερνούν το 10% ως ποσοστό επί του συνολικού ενεργητικού της Α (δες και Πίνακες 4.3 και 4.4). Η αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων ως ποσοστό του κυκλοφοριακού ενεργητικού αυξάνει όπως είναι λογικό την ποιότητα της ρευστότητας της εταιρίας, μιας και ουσιαστικά αφορά χρήμα “στα χέρια” της επιχείρησης και όχι κάποιο στοιχείο που αναμένεται να ρευστοποιηθεί στο μέλλον φέροντας και μια ορισμένη αβεβαιότητα ως προς την πραγματοποίηση της ρευστοποίησης ή το τελικό ύψος αυτής. Τέλος, αξίζει να σημειωθεί ότι αυτή η υγιής εικόνα της εταιρίας Α ως προς τη ρευστότητα δε θα είχε αποτυπωθεί αν η επιχείρηση δεν είχε καταφέρει να αποπληρώσει άμεσα το βραχυπρόθεσμο δάνειο των € 200 εκ.

Η ρευστότητα της εταιρίας Β, από την άλλη, δε βρίσκεται στα ίδια επίπεδα με αυτά της Α. Καθ’ όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, ο δείκτης άμεσης ρευστότητας βρίσκεται κάτω από την κρίσιμη τιμή της μονάδας, γεγονός που σημαίνει ότι τα ταχέως ρευστοποιήσιμα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας δεν επαρκούν για να καλύψουν τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Παράλληλα, παρατηρείται μια σχετική διακύμανση στις τιμές των δεικτών άμεσης και γενικής ρευστότητας, οι οποίες όμως την τελευταία διετία φαίνεται να βρίσκονται σε αξιοπρεπή – μη ανησυχητικά μεγέθη. Η διοίκηση της εταιρίας έχει καταφέρει να μειώσει τις υποχρεώσεις προς τους προμηθευτές (τα € 340 εκ. και €338 εκ. για τα έτη 2018 και 2019 είναι οι χαμηλότερες τιμές του συγκεκριμένου λογαριασμού), όμως η υφιστάμενη ταμιακή στενότητα αναγκάζει την εταιρία Β να στρέφεται τακτικά στο βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό, γεγονός που αυξάνει σημαντικά τις τρέχουσες υποχρεώσεις και επηρεάζει αρνητικά τη ρευστότητα.

Στο Διάγραμμα 4.1 που ακολουθεί απεικονίζεται η πορεία των ταμιακών διαθεσίμων (ΤΔ) της εταιρίας Β σε συνάρτηση με το ύψος των βραχυπρόθεσμων δανείων (ΒΔ), που αποτελούν το άθροισμα των λογαριασμών “βραχυπρόθεσμο δάνεια” και “λοιπές

βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις”. Από την διαγραμματική απεικόνιση των εν λόγω μεγεθών φαίνεται ότι υπάρχει έντονη συσχέτιση μεταξύ τους, με εξαίρεση το έτος 2016. Αυτό ερμηνεύεται ως εξής: Ένα διόλου ευκαταφρόνητο μέρος των ταμιακών διαθεσίμων χρησιμοποιείται κατά κανόνα για την κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της εταιρίας, που με τη σειρά τους αναλαμβάνονται εν μέρει γιατί τα ταμιακά διαθέσιμα της εταιρίας Β είναι ανεπαρκή.



Διάγραμμα 4.1: Ταμιακά Διαθέσιμα και Βραχυπρόθεσμα δάνεια C€ 2015-2019

Σε αυτό το σημείο πρέπει να τονιστεί ότι κατά τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών ρευστότητας, από το σύνολο των κυκλοφοριακών ενεργητικών στοιχείων της εταιρίας Β έχει αφαιρεθεί ο λογαριασμός “λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία” που αφορά τη παροχή ενός ενδο-ομιλικού δανείου ύψους €530 εκ. σε θυγατρική της. □ □ σκεπτικό είναι ότι αυτή η ενδο-ομιλική συναλλαγή δεν επηρεάζει την πραγματική της ρευστότητα. Κατά

παρόμοιο τρόπο, έχει αγνοηθεί το κονδύλι “κέρδη/ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία” από τον υπολογισμό των καθαρών κερδών της επιχείρησης. Ο λόγος είναι ακριβώς ο ίδιος: στο συγκεκριμένο λογαριασμό καταχωρίζεται η πρόβλεψη για την απομείωση του ανωτέρω ενδο-ομιλικού δανείου, η οποία δημιουργεί μια πολύ μεγάλη ζημιά στα αποτελέσματα της Α για το έτος 2017. Την επόμενη χρονιά, όμως, αυτή η πρόβλεψη αντιστρέφεται στο μεγαλύτερο μέρος της με αποτέλεσμα να εμφανίζονται πολύ υψηλά κέρδη. Όπως είναι προφανές, οι εν λόγω λογιστικοί χειρισμοί δε σχετίζονται με την πραγματική ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί κέρδη και συνεπώς δεν έχουν ληφθεί υπόψη κατά τον προσδιορισμό των καθαρών κερδών που χρησιμοποιούνται σε μια σειρά δείκτες, όπως το περιθώριο καθαρού κέρδους, οι δείκτες αποδοτικότητας (ROTA, ROE, ROCE) και ο δείκτης κάλυψης τόκων (βλ. σημείωση στο Παράρτημα III)

#### 4.3 Κερδοφορία / αποδοτικότητα

Είναι αναμφισβήτητο γεγονός ότι η εν γένει ρευστότητα μιας επιχείρησης είναι πάρα πολύ σημαντική, ιδιαίτερα σε περιόδους κάμψης της οικονομικής δραστηριότητας. Ο αντικειμενικός σκοπός μιας επιχείρησης, όμως, είναι η μεγιστοποίηση των κερδών και της αξίας που επιστρέφεται στους μετόχους. Από την άλλη, η ρευστότητα και η κερδοφορία είναι δύο τομείς που βρίσκονται σε άρρηκτη σχέση μεταξύ τους. Φαίνεται για παράδειγμα δύσκολο μια κερδοφόρα επιχείρηση με υγιή περιθώρια κέρδους να πτωχεύσει εξαιτίας έλλειψης μετρητών. Δεν είναι απίθανο, αλλά σίγουρα είναι πολύ δύσκολο.

Υπό αυτό το πρίσμα, η κερδοφορία που επιτυγχάνει η εταιρία Β ιδιαίτερα κατά τα έτη 2018 και 2019 παρέχει βάσιμους λόγους στη διοίκηση της εταιρίας να πιστεύει ότι τα όποια προβλήματα ρευστότητας εντοπίστηκαν στην προηγούμενη ενότητα θα ξεπεραστούν. Με εξαίρεση το περιθώριο καθαρού κέρδους, που παρουσιάζει μια μικρή κάμψη στο έτος 2019 αλλά βρίσκεται ούτως ή άλλως σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα,<sup>7</sup> οι δείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας (ROTA, ROE, ROCE) της επιχείρησης παρουσιάζουν μια διακριτή, σταθερή άνοδο που αρχίζει να γίνεται εμφανής από το 2017 και κορυφώνεται το 2019. Εξάλλου, αν δεν υπήρχε το 2016, έτος κατά το οποίο παρατηρείται μια ανεπαίσθητη κάμψη σε σχέση με τα

---

<sup>7</sup> Στην πραγματικότητα, και το καθαρό περιθώριο κέρδους που πέτυχε η Cosmote παρουσιάζει άνοδο στο 2019. Κατά τον προσδιορισμό, όμως, των καθαρών κερδών για τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών κερδοφορίας / αποδοτικότητας, έχουν αφαιρεθεί για το έτος 2019 έσοδα από μερίσματα ύψους σχεδόν €404 εκ. υπό το σκεπτικό ότι η συμπερίληψη αυτού του ποσού στρεβλώνει την πραγματική εικόνα της επιχείρησης να παράγει κέρδη από τις λειτουργικές της δραστηριότητες (βλ. και Παράρτημα III).

αποτελέσματα του 2015, η εταιρία Β θα κατέγραφε συνεχή βελτίωση στην κερδοφορία της καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας.

Επιπρόσθετα, δεν είναι μόνο η τάση (η αύξηση) που παρουσιάζουν τα μεγέθη προϊόντος του χρόνου που προσφέρει αρκετούς λόγους στη διοίκηση της να είναι αισιόδοξη. Εξίσου σημαντικό είναι και το απόλυτο ύψος όλων ανεξαιρέτως των σχετικών δεικτών. Ας πάρουμε για παράδειγμα το 2019, που αποτελεί το τελευταίο έτος της υπό εξέταση περιόδου. Στη συγκεκριμένη χρονιά η εταιρία Β καταγράφει πολύ υγιείς αποδόσεις συνολικού ενεργητικού (ROTA) και συνολικά απασχολούμενων κεφαλαίων (ROCE), διψήφια αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) ενώ το καθαρό περιθώριο κέρδους όπως και ο δείκτης ΚΠΦΤ προς πωλήσεις βρίσκονται σε πραγματικά πολύ υψηλά επίπεδα.

Συμπερασματικά, η εν γένει κερδοφορία και αποδοτικότητα της βρίσκεται σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα παρουσιάζοντας μάλιστα αυξητική τάση. Από την άλλη, η εικόνα της εταιρίας Α διαφέρει αρκετά προς το χειρότερο, αν και σε αυτή την περίπτωση, όπως και στην Β, η κατάσταση βελτιώνεται συν τω χρόνω. Σε καμία περίπτωση, όμως, η οριακή κερδοφορία της Α για το 2018 και 2019 (μετά από μια τριετία αρνητικής κερδοφορίας) δε μπορεί να συγκριθεί με τα - ομολογουμένως εντυπωσιακά - μεγέθη της Β.

Πράγματι, όλοι οι αριθμοδείκτες κερδοφορίας και αποδοτικότητας της εταιρίας Α απέχουν παρασάγγας από τους αντίστοιχους του ανταγωνιστή της, υπογραμμίζοντας τη μεγάλη “ψαλίδα παραγωγικότητας” που υφίσταται ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις. Όσον αφορά τους δείκτες αποδοτικότητας, η εταιρία Α μπορεί να επιδείξει μεγέθη συγκρίσιμα της εταιρίας Β μόνο όσον αφορά την απόδοση ιδίων κεφαλαίων (ROE). Στο έτος 2018, μάλιστα, η Α καταγράφει υψηλότερο ROE από την Β και αυτό (ROE / 2018) είναι το μοναδικό σημείο κερδοφορίας / αποδοτικότητας στο οποίο η Α υπερτερεί της Β καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας. Ακόμα και εδώ, όμως, μάλλον οι λόγοι του προβαδίσματος δεν προσφέρονται για αισιοδοξία. Όπως θα φανεί και παρακάτω, η εταιρία Α είναι αρκετά εκτεθειμένη στον εξωτερικό δανεισμό, γεγονός που σημαίνει χαμηλή χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Αυτή η χαμηλή αναλογία ιδίων προς ξένα κεφάλαια οδηγεί με τη σειρά της σε υψηλό ROE γιατί ο παρονομαστής του κλάσματος (ίδια κεφάλαια) βρίσκεται ενδεχομένως σε επικίνδυνα χαμηλά επίπεδα.

Όσον αφορά τους υπόλοιπους δείκτες αποδοτικότητας (ROTA και ROCE) υπάρχει σταθερά μεγάλη διαφορά ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις που κυμαίνεται από 3,5 μέχρι 6,5 ποσοστιαίες μονάδες και καταδεικνύει ότι τα συνολικά κεφάλαια απασχολούνται σαφώς πιο αποδοτικά στην εταιρία Β σε σχέση με την Α. Ακόμα πιο ανάγλυφη είναι η εικόνα όσον αφορά τα περιθώρια κέρδους. Εδώ, ακόμα και στα δύο τελευταία έτη (2018 και 2019) όπου η Α



καταγράφει θετική κερδοφορία και μπορούν να γίνουν αξιόπιστες συγκρίσεις, οι διαφορές είναι τεράστιες. Όσον αφορά το καθαρό περιθώριο κέρδους, η απόκλιση ανέρχεται σε 17 περίπου ποσοστιαίες μονάδες για τα έτη 2017 και 2018. Επιπρόσθετα, ενώ για την εταιρία Α ο μέσος όρος του δείκτη ΚΠΦΤ προς Πωλήσεις για την τελευταία τριετία είναι 6%, για την Β είναι 20% (διαφορά 14 ποσοστιαίων μονάδων).

Όλα τα παραπάνω μάλλον παραπέμπουν σε φαινόμενα οργανωτικής χαλαρότητας και χαμηλής παραγωγικότητας εντός της εταιρίας Α. Το έτος 2015 αποτελεί χαρακτηριστικό παράδειγμα από αυτή την άποψη. Εξαιρώντας προσωρινά την απομείωση της υπεραξίας ύψους €122 εκ., που αποτελεί λογιστικό χειρισμό, είναι πραγματικά απορίας άξιο πώς ένα υψηλό μικτό περιθώριο κέρδους της τάξης του 47% επί της ουσίας “καταβροχθίζεται” από τα έξοδα διοίκησης και διάθεσης οδηγώντας εν τέλει σε αρνητική κερδοφορία. Από την άλλη, ενώ τα επόμενα έτη η επιχείρηση καταφέρνει να μειώσει σημαντικά τα έξοδα διάθεσης (από €185 εκ. το 2015 σε €60 εκ. το 2016), παρατηρείται σημαντική κάμψη στο περιθώριο μικτού κέρδους η οποία στην ουσία ακυρώνει την παραπάνω εξοικονόμηση. Σε γενικές γραμμές πρέπει να τονιστεί ότι η διοίκηση της εταιρίας Α δε μπορεί να είναι ικανοποιημένη με ένα δείκτη μικτού περιθωρίου κέρδους στα επίπεδα του 30% - 35% που επιτυγχάνει κατά την τετραετία 2016 – 2019.

Συμπερασματικά, η συγκριτική ανάλυση κερδοφορίας και αποδοτικότητας καταγράφει σημαντικό προβάδισμα της εταιρίας Β έναντι της Α και παράλληλα μια τάση βελτίωσης των σχετικών αριθμοδεικτών και για τις δύο εταιρίες.

#### 4.4 Αποτελεσματικότητα (δραστηριότητα)

Το παραπάνω συμπέρασμα, δηλαδή η εμφανώς υψηλότερη αποδοτικότητα της εταιρίας Β έναντι της Α, αποκτά ιδιαίτερο ενδιαφέρον αν εξεταστεί σε συνάρτηση με την κατάσταση που επικρατεί στις δύο επιχειρήσεις από άποψης αποτελεσματικότητας (δραστηριότητας) και η οποία συνοψίζεται στην τιμή που λαμβάνουν οι σχετικοί αριθμοδείκτες στο Παράρτημα ΙΙΙ. Φαίνεται καταρχήν παράδοξο ότι η σημαντικά ανώτερη κερδοφορία της εταιρίας Β επιτυγχάνεται παρότι η εταιρία καταγράφει πολύ χαμηλότερη αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων σε σχέση με την Α. Οι κυκλοφοριακές ταχύτητες συνολικού ενεργητικού και πάγιου ενεργητικού μετράνε το κατά πόσο τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία μιας επιχείρησης αξιοποιούνται παραγωγικά για την επίτευξη πωλήσεων (Altman, 1968).

Εξάλλου, η αποτελεσματικότητα μιας επιχείρησης είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με την αποδοτικότητά της. Παίρνοντας ως παράδειγμα τον μαθηματικό τύπο της αποδοτικότητας του συνολικού ενεργητικού (ROTA) ισχύει:

$ROTA = \text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Συνολικό Ενεργητικό}$ , που μπορεί να αναπτυχθεί ως εξής:

$ROTA = (\text{Καθαρά Κέρδη} / \text{Πωλήσεις}) \times (\text{Πωλήσεις} / \text{Συνολικό Ενεργητικό})$ , που σημαίνει ότι:

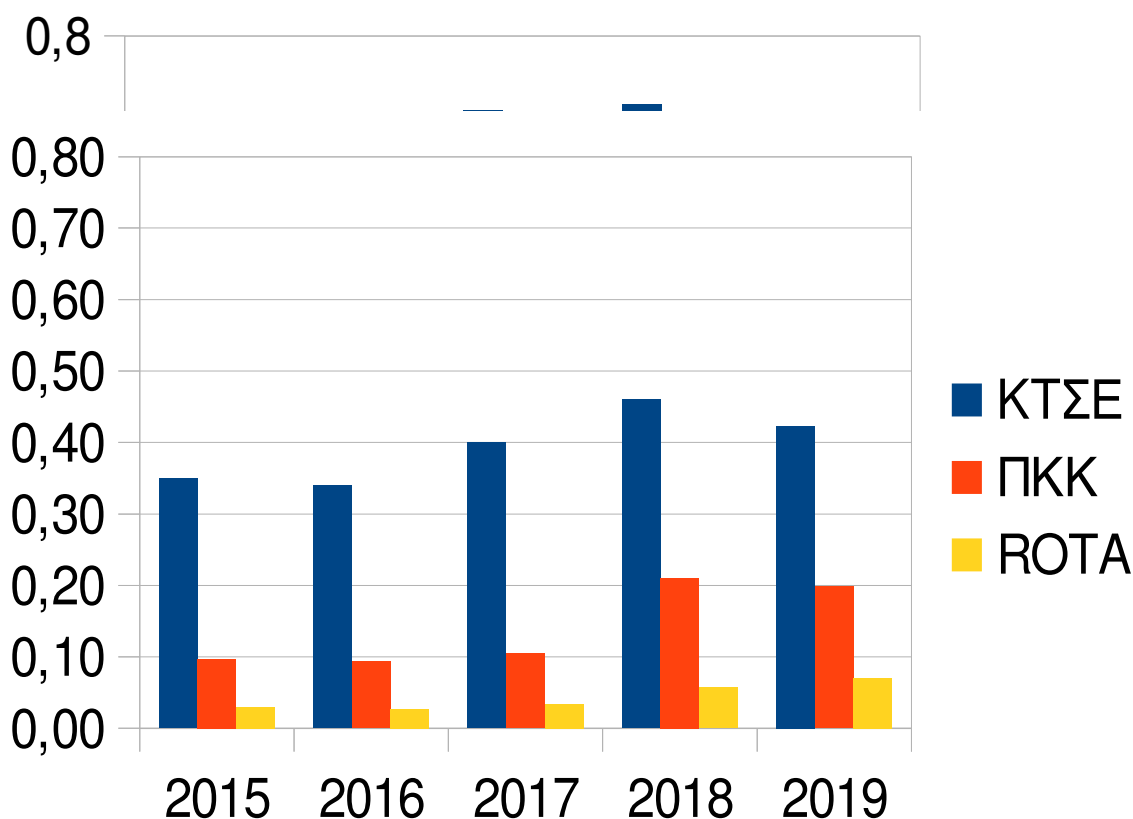
$ROTA = \{\text{Περιθώριο Καθαρού Κέρδους}\} \times \{\text{Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνόλου Ενεργητικού}\}$

Με άλλα λόγια, η αποδοτικότητα του συνολικού ενεργητικού (ROTA) είναι το αμάλγαμα ενός δείκτη κερδοφορίας (περιθώριο καθαρού κέρδους) και ενός αριθμοδείκτη δραστηριότητας, γεγονός που αποτυπώνει τη στενή σχέση που συνδέει τις έννοιες της αποδοτικότητας, της κερδοφορίας και της αποτελεσματικότητας.

Με βάση τα παραπάνω, είναι όντως εξαιρετικά ενδιαφέρον το ότι η εταιρία Α αξιοποιεί πιο εντατικά τα περιουσιακά της στοιχεία σε σχέση με την Β, καθώς αυτό οδηγεί, *ceterisparibus*, και σε υψηλότερη αποδοτικότητα (τομέας που όπως είδαμε παραπάνω η Α υπολείπεται σημαντικά της Β). Πράγματι, χρόνο με το χρόνο, η εταιρία Α δημιουργεί υπερδιπλάσιες πωλήσεις σε σχέση με την Β από κάθε € περιουσιακών στοιχείων που έχει στη διάθεσή της. Για του λόγου το αληθές, για την πενταετία 2015 - 2019 ο μέσος όρος της κυκλοφοριακής ταχύτητας παγίου ενεργητικού της Α είναι 0,84 έναντι 0,39 της Β, ενώ όσον αφορά την κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού οι αντίστοιχες τιμές είναι 0,64 (Α) έναντι 0,31 (Β).

Έτσι, ενώ η αξία των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας Β είναι 2,8 φορές (280%) μεγαλύτερη από αυτή της Α (μέσος όρος πενταετίας Β: €3.701 εκ. / μέσος όρος πενταετίας Α: €1.325 εκ.), ο τζίρος της πρώτης είναι κατά μέσο όρο μόνο κατά 31% υψηλότερος σε σχέση με τον αντίστοιχο της δεύτερης (μέσος όρος πενταετίας Β: €1.105 εκ. / μέσος όρος πενταετίας Α: €841 εκ.). Αναφορικά με την αξιοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, συνεπώς, η εταιρία Α διατηρεί ένα πολύ σημαντικό πλεονέκτημα σε σχέση με τον ανταγωνιστή της, το οποίο όμως και πάλι δεν επαρκεί για να της εξασφαλίσει εφάμιλλη, έστω, αποδοτικότητα.

Η εξήγηση εμφανίζεται στα διαγράμματα 4.2(α) και 4.2(β) που ακολουθούν και συσχετίζουν την κυκλοφοριακή ταχύτητα συνολικού ενεργητικού (ΚΤΣΕ), το περιθώριο καθαρού κέρδους (ΠΚΚ) και τον ROTA για τις δύο εταιρίες καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας 2015 – 2019.



Διάγραμμα 4.2(α): ΚΤΣΕ, ΠΚΚ, ROTA, εταιρία Α

Διάγραμμα 4.2(β): ΚΤΣΕ, ΠΚΚ, ROTA, εταιρία Β

Στα εν λόγω διαγράμματα φαίνεται ότι, ενώ η εταιρία Α επιτυγχάνει σημαντικά υψηλότερη ταχύτητα συνολικού ενεργητικού (η μπλε στήλη είναι εμφανώς πιο ψηλή), οι αρνητικές ή πολύ χαμηλές θετικές τιμές του περιθωρίου καθαρού κέρδους (πορτοκαλί γραμμή) οδηγούν σε χαμηλότερη αποδοτικότητα συνολικού ενεργητικού (ROTA), όπως αυτός αποτυπώνεται στην κίτρινη γραμμή. Αντίστροφα, η εταιρία Β μπορεί να μην επιτυγχάνει τόσο υψηλές κυκλοφοριακές ταχύτητες (το αντίθετο), οι υγιείς όμως τιμές του περιθωρίου καθαρού κέρδους οδηγούν σε έναν ικανοποιητικό ROTA.

Προχωρώντας προς μια ολοκληρωμένη παρουσίαση της δραστηριότητας των δύο επιχειρήσεων, είναι απαραίτητο να ληφθούν υπόψη παράμετροι που αφορούν την εμπορική πολιτική που ακολουθεί η κάθε επιχείρηση, καθώς η τελευταία με τη σειρά της επηρεάζει τις

μέσες περιόδους είσπραξης απαιτήσεων και πληρωμής υποχρεώσεων.<sup>8</sup> Σε αυτό το σημείο, βέβαια, πρέπει να τονιστεί ότι η συγκριτική ανάλυση στο σκέλος που αφορά τη μέση περίοδο πληρωμής υποχρεώσεων πρέπει να γίνει με προσοχή μιας και για την εταιρία Β δεν είναι διαθέσιμο το κόστος πωληθέντων που αποτελεί τον παρονομαστή του εν λόγω αριθμοδείκτη.<sup>9</sup>

Με βάση πάντως τα διαθέσιμα στοιχεία, η εταιρία Α φαίνεται να είναι πιο αποτελεσματική στην είσπραξη των απαιτήσεών της σε σχέση με την Β. Με ορίζοντα την τελευταία τετραετία (2016 - 2019), η Α χρειάζεται 57 με 63 ημέρες κατά μέσο όρο για να εισπράξει τις απαιτήσεις της από πελάτες, ενώ η Β χρειάζεται 15 – 20 μέρες περισσότερο. Εξαιρέση αποτελεί το έτος 2019, όπου η Α, με τις 62 ημέρες που καταγράφει ως διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων, προσεγγίζει το ανώτατο της τετραετίας (63 ημέρες το 2016) ενώ η Β παρουσιάζει σημαντική βελτίωση πέφτοντας από τις 77 ημέρες το 2018 στις 68 ημέρες το επόμενο έτος. Συνεπώς τον τελευταίο χρόνο η ψαλίδα ανάμεσα στις δύο επιχειρήσεις μειώνεται σημαντικά και μένει να φανεί στο μέλλον αν αποτελεί τυχαίο γεγονός ή αποτυπώνει μια τάση που σιγά – σιγά δημιουργείται.

Αντίστροφη είναι η εικόνα αναφορικά με τη μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων, τομέα στον οποίο η εταιρία Β καταγράφει καλύτερη επίδοση, μιας και φαίνεται να επιμηκύνει τις εκκρεμότητές της προς τους προμηθευτές σε σημαντικά μεγαλύτερο βαθμό απ' ότι η Α. Στο σημείο αυτό πρέπει επίσης να ληφθεί υπόψη ότι οι τιμές του αριθμοδείκτη μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων για την Β είναι χαμηλότερες από τις κανονικές, καθώς στη θέση του κόστους πωληθέντων έχουν χρησιμοποιηθεί τα συνολικά λειτουργικά έξοδα που είναι υψηλότερα (η αύξηση του παρονομαστή μειώνει την τιμή του αριθμοδείκτη). Συνεπώς, το πραγματικό αποτέλεσμα της σύγκρισης είναι ακόμα πιο ευνοϊκό για την εταιρία Β από αυτό που αποτυπώνεται στις τιμές του εν λόγω αριθμοδείκτη για τις δύο εταιρίες.

Με δεδομένο ότι η μία εταιρία (Α) εισπράττει πιο γρήγορα ενώ η άλλη (Β) πληρώνει πιο αργά, έχει ενδιαφέρον να εξεταστεί η διαφορά που προκύπτει αν από τη μέση διάρκεια πληρωμής υποχρεώσεων αφαιρεθεί η μέση διάρκεια είσπραξης απαιτήσεων. Το αποτέλεσμα έχει ως κάτωθι:

	<u>2015</u>	<u>2016</u>	<u>2017</u>	<u>2018</u>	<u>2019</u>
<b>Vodafone:</b>	53.60	37.32	53.50	60.09	36.00

8 Η μέση διάρκεια παραμονής αποθεμάτων δε θα μας απασχολήσει γιατί το ύψος των αποθεμάτων και για τις δύο επιχειρήσεις είναι πολύ μικρό λόγω της φύσης του αντικειμένου τους.

9 Αυτό οφείλεται στην κατ' είδος παρουσίαση των αποτελεσμάτων της εταιρίας στην Κ.Α.Χ., με βάση την οποία δεν παρέχεται η απαιτούμενη για τον προσδιορισμό του κόστους πωληθέντων διάκριση ανά λειτουργία.

**Cosmote:** 115.02 125.69 113.17 96.33 118.44

Με βάση τα ανωτέρω δεδομένα, πρέπει να γίνουν δύο παρατηρήσεις: Πρώτον, η διαφορά είναι θετική και για τις δύο εταιρίες, γεγονός που σημαίνει ότι αμφότερες υλοποιούν μια επιτυχημένη εμπορική πολιτική με βάση την οποία οι εισπράξεις απαιτήσεων γίνονται πιο γρήγορα από τις πληρωμές υποχρεώσεων, απελευθερώνοντας έτσι κεφάλαιο κίνησης το οποίο μπορεί να αξιοποιηθεί σε παραγωγικές επενδύσεις. Δεύτερον, η εταιρία Β είναι συνολικά αποτελεσματικότερη της Α όσον αφορά την εμπορική πολιτική της, καθώς επιτυγχάνει μια μεγαλύτερη διαφορά μεταξύ μέσης διάρκειας πληρωμής υποχρεώσεων και μέσης διάρκειας είσπραξης απαιτήσεων, η οποία μάλιστα ξεπερνάει τις 100 (!) ημέρες με εξαίρεση το 2018, όπου είναι οριακά χαμηλότερη. Από την άλλη, η αντίστοιχη διαφορά για την Α είναι πολύ χαμηλότερη: κυμαίνεται από 36 μέχρι 60 ημέρες και παρουσιάζει πιο έντονες διακυμάνσεις.

Εν κατακλείδι, ενώ η εταιρία Α παρουσιάζεται πιο αποτελεσματική στην αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων, η Β φαίνεται να υπερτερεί σε επίπεδο εμπορικής και πιστωτικής πολιτικής.

#### 4.5 Οικονομική διάρθρωση

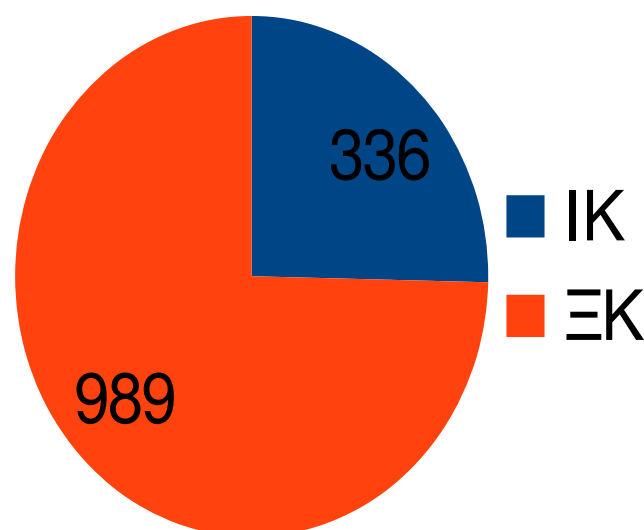
Μια τέταρτη σημαντική κατηγορία αριθμοδεικτών είναι αυτοί που εξετάζουν την οικονομική διάρθρωση και το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης μιας επιχείρησης. Με άλλα λόγια, οι δείκτες αυτοί προσπαθούν να καθορίσουν το βαθμό χρηματοοικονομικού και πιστωτικού κινδύνου που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση. Ένας κλασσικός αριθμοδείκτης που εξετάζει την κεφαλαιακή διάρθρωση μιας εταιρίας είναι ο δείκτης ξένων προς ίδια κεφάλαια (πηλίκιο υποχρεώσεων προς καθαρή θέση). Βέβαια, ο επιθυμητός βαθμός μόχλευσης εξαρτάται από πολλούς παράγοντες όπως η φύση των δραστηριοτήτων της επιχείρησης, η εν γένει κερδοφορία / αποδοτικότητά της, οι γενικότερες οικονομικές συνθήκες κλπ (Αρτίκης, 2002).

Παρότι λοιπόν το ζήτημα της άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι πολυπαραγοντικό και δεν προσφέρεται για “εύκολες εξηγήσεις”, η εικόνα που παρουσιάζει η εταιρία Α, σύμφωνα με την οποία το χρέος της ξεπερνάει την καθαρή θέση κατά 250% - 300%, σίγουρα προκαλεί κάποιες ανησυχίες. Το πρόβλημα ακριβώς μεγεθύνεται από το γεγονός ότι δε γίνεται λόγος για μια επιχείρηση με σταθερή και υψηλή κερδοφορία η οποία θα είχε τη δυνατότητα να αξιοποιεί τις υψηλές λειτουργικές ταμιακές ροές της προκειμένου να είναι σε θέση να καλύπτει με άνεση τις υποχρεώσεις της. Αντίθετα, όπως ειπώθηκε παραπάνω, βελτιώνει μεν σταδιακά την κερδοφορία της, η τελευταία όμως δε βρίσκεται ακόμα σε ικανοποιητικά επίπεδα.

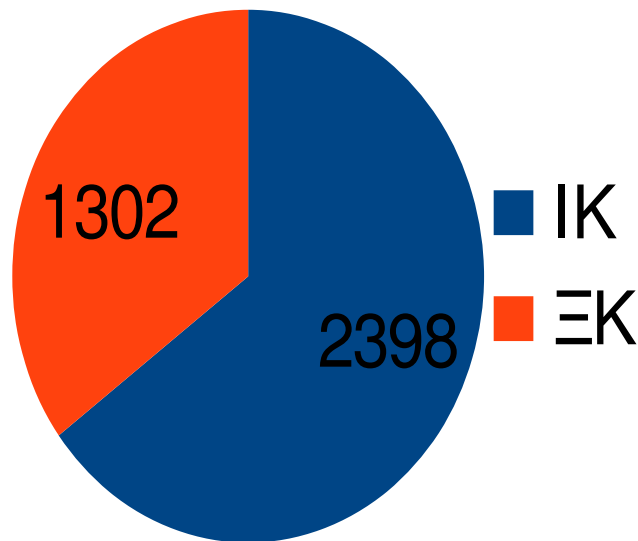
Αναμφισβήτητα, το γεγονός ότι η επιχείρηση δραστηριοποιείται σε ένα κλάδο που παρουσιάζει μεγάλο βαθμό συγκεντροποίησης μειώνει αισθητά τον χρηματοοικονομικό που αντιμετωπίζει και το ενδεχόμενο χρεοκοπίας. Αυτό όμως δεν αναιρεί το γεγονός ότι η διοίκηση της εταιρίας πρέπει να λάβει ορισμένα μέτρα για τη μείωση του βαθμού μόχλευσης. Το γεγονός, μάλιστα ότι το 2019 καταγράφεται η χαμηλότερη τιμή του δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια για την υπό εξέταση πενταετία, ίσως είναι ένα πρώτο βήμα σε αυτή την κατεύθυνση.

Σε αντίθεση με την εταιρία Α, η Β παρουσιάζει την ακριβώς αντίθετη εικόνα αναφορικά με την κεφαλαιακή της διάρθρωση. Από τη μία, εταιρία έχει πολύ χαμηλό αριθμοδείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια, με το χρέος να μην ξεπερνάει το 50% με 60% ως ποσοστό της καθαρής θέσης. Από την άλλη, όπως φάνηκε στην ενότητα 4.3, η Β έχει πολύ υψηλότερη κερδοφορία και αποδοτικότητα από τον άμεσο ανταγωνιστή της. Αυτός ο πολύ χαμηλός βαθμός μόχλευσης, σε συνδυασμό με την υψηλή κερδοφορία, ίσως παρέχουν ένδειξη ότι η Β πρέπει να αυξήσει το δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια προκειμένου να αξιοποιήσει στο έπακρο τα πλεονεκτήματα του εξωτερικού δανεισμού ως πηγή χρηματοδότησης. Δεν πρέπει να διαφεύγει της προσοχής ότι ένα ορισμένο ύψος χρέους είναι επωφελές για την επιχείρηση όχι μόνο γιατί οι χρεωστικοί τόκοι εκπίπτουν φορολογικά (Fama and French, 2002) αλλά και γιατί η αύξηση του βαθμού μόχλευσης μειώνει την εμπειρικά διαπιστωμένη τάση της ανώτατης διοίκησης να αναλαμβάνει εταιρικά έξοδα για προσωπικό όφελος (Brigham and Ehrhardt, 2013).

Η ριζικά διαφορετική εικόνα στην κεφαλαιακή διάρθρωση εκάστης της επιχείρησης αποτυπώνεται στα σχήματα 4.3(α) και 4.3(β) που παρουσιάζει το μέσο όρο των ιδίων και ξένων κεφαλαίων της Α (4.3.α) και Β (4.3.β) για την υπό εξέταση πενταετία 2015 – 2019.



Διάγραμμα 4.3(α): Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια εταιρία Α μέσος όρος 2015-2019



Διάγραμμα 4.3(β): Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια εταιρία Β μέσος όρος 2015-2019

Πέρα από το δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια, ένας δεύτερος δείκτης που χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό του βαθμού έκθεσης μιας επιχείρησης στο δανεισμό είναι ο δείκτης κάλυψης τόκων. Ο συγκεκριμένος δείκτης μετράει πόσες φορές τα καθαρά κέρδη μιας εταιρίας επαρκούν για να καλύψουν τα χρηματοοικονομικά της έξοδα. Όπως είναι φυσικό, η ύπαρξη πιθανών δυσκολιών στην αποπληρωμή των τόκων από εσωτερικές πηγές άντλησης κεφαλαίων (παρακρατηθέντα κέρδη) παραπέμπει σε υψηλό χρηματοοικονομικό και πιστωτικό κίνδυνο χωρίς να αποκλείεται και το ενδεχόμενο χρεοκοπίας.

Με βάση τα δεδομένα του Παραρτήματος ΙΙΙ, γίνεται σαφές ότι ο υψηλός βαθμός μόχλευσης της εταιρίας Α αντανακλάται και στην τιμή του δείκτη κάλυψης τόκων. Κατά τα έτη 2015 – 2017 όπου τα καθαρά κέρδη είναι αρνητικά, ο εν λόγω δείκτης παίρνει επίσης αρνητικές τιμές με αποτέλεσμα να μην ενδείκνυται ο σχολιασμός του. Όμως και στη διετία 2018 – 2019, όπου η εταιρία καταγράφει κέρδη, ο δείκτης κυμαίνεται σε χαμηλά επίπεδα γιατί αφενός μεν η κερδοφορία είναι χαμηλή, αφετέρου ο δανεισμός της επιχείρησης υψηλός. Για του λόγου το αληθές, τα συνολικά δάνεια της εταιρίας για την υπό εξέταση πενταετία (μακροπρόθεσμα και βραχυπρόθεσμα) ξεπερνούν τα €800 εκ., ποσό ιδιαίτερα υψηλό για μια εταιρία του μεγέθους της Α.

Υπάρχουν βέβαια και κάποια θετικά σημάδια για την επιχείρηση: Τα τελευταία δύο έτη τα συνολικά δάνεια μειώνονται κατά περίπου 6%. Πρόκειται για ένα μη αμελητέο ποσοστό. Επιπρόσθετα, οι χρεωστικοί τόκοι για το 2019 ανέρχονται σε €16,3 εκ., το οποίο αποτελεί τη χαμηλότερη τιμή της πενταετίας και συνεπάγεται μια μείωση της τάξης του 23% σε σχέση με

το 2018 και του 35% σε σχέση με το 2017. Είναι πάντως σαφές ότι αυτές οι θετικές εξελίξεις δεν επαρκούν για να αντιστρέψουν τη συνολική εικόνα.

Η εταιρία Β, από την άλλη, δε φαίνεται να αντιμετωπίζει παρόμοια προβλήματα. Ειδικά την τελευταία διετία, ο αριθμοδείκτης κάλυψης τόκων βρίσκεται σε αρκετά ικανοποιητικά επίπεδα (2018: 9,71 και 2019: 6,37) εξαιτίας της αύξησης της αποδοτικότητας και της κερδοφορίας της επιχείρησης σε αυτό το διάστημα, τα οποία αποτυπώνονται στα καθαρά της κέρδη.

Παράλληλα, υπάρχουν και δύο επιπλέον παράγοντες που ενισχύουν την ισχυρή θέση της Β όσον αφορά το βαθμό δανειακής της επιβάρυνσης. Πρώτον, η επιχείρηση αποπληρώνει σύντομα ένα μεγάλο δάνειο. Αυτό φαίνεται στην αύξηση που παρουσιάζει το κονδύλι “Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων” κατά τα έτη 2017 και 2018 και στην παράλληλη μείωση του λογαριασμού “μακροπρόθεσμα δάνεια” τα έτη 2017 – 2019. Δεύτερον, η εταιρία Β, πέρα από χρηματοοικονομικά έξοδα, έχει και υψηλά χρηματοοικονομικά έσοδα που αντισταθμίζουν το φορτίο των χρεωστικών τόκων. Είναι μάλιστα χαρακτηριστικό ότι το 2018 οι πιστωτικοί τόκοι ξεπερνούν τους χρεωστικούς τόκους κατά περίπου €13,5 εκ.

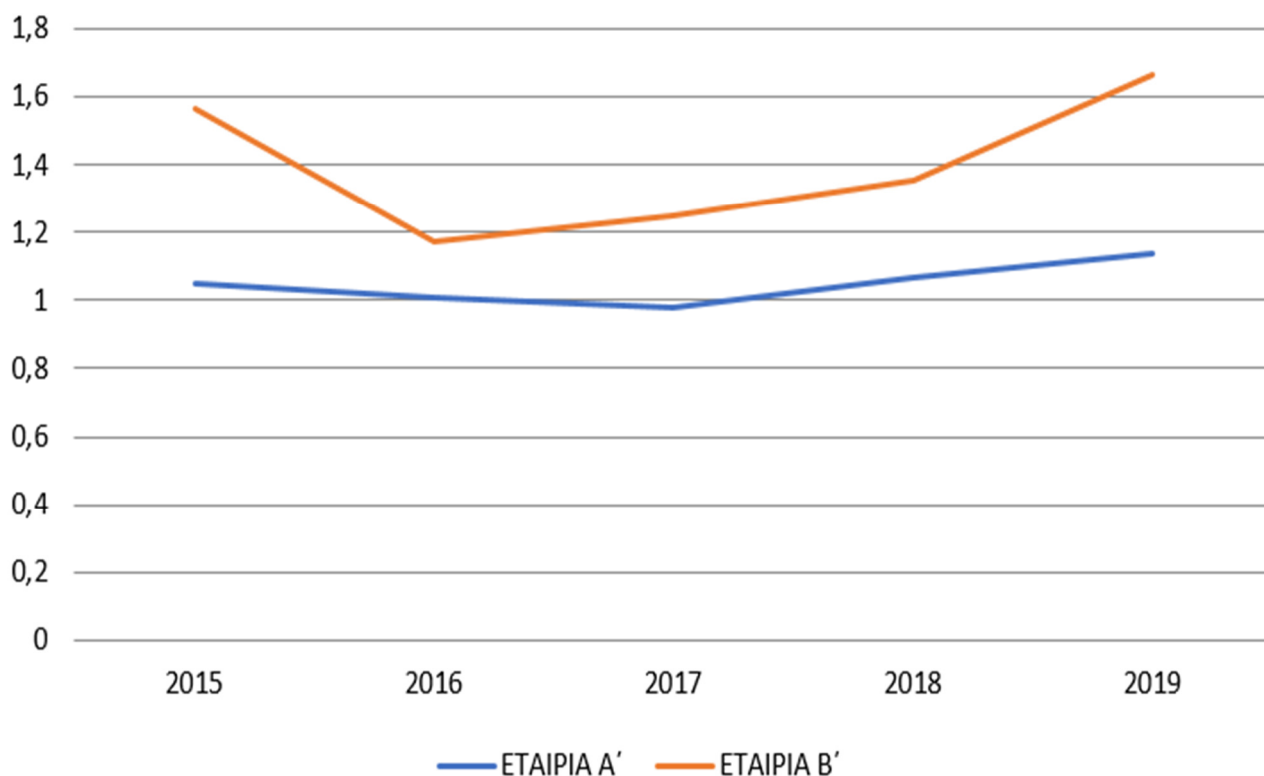
Λαμβάνοντας υπόψη όλα τα παραπάνω, καθίσταται σαφές ότι η Α αντιμετωπίζει ένα ορισμένο πιστωτικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο εξαιτίας υψηλής δανειακής επιβάρυνσης. Από την άλλη, η Β δεν αντιμετωπίζει κανένα απολύτως πρόβλημα σε αυτόν τον τομέα και το μόνο που ίσως θα έπρεπε να την απασχολεί είναι η αύξηση του βαθμού μόχλευσης.

#### 4.6 Υπόδειγμα Z-score

<b>ΕΤΑΙΡΕΙΑ</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>ΕΛΑΧΙΣΤΟ</b>	<b>ΜΕΓΙΣΤΟ</b>	<b>Μ.Ο.</b>
<b>VODAFONE</b>	1,0503	1,0084	0,9757	1,068	1,1397	0,9757	1,1397	1,04842
<b>COSMOTE</b>	1,5646	1,1699	1,2481	1,355	1,6647	1,1699	1,6647	1,40046



## Μεταβολές Τιμής Z-score 2015-2019



Διάγραμμα 4.4: Μεταβολές τιμής Z-score

Σύμφωνα με το διάγραμμα 4.4 φαίνεται η πορεία της τιμής Z-score που καταγράφουν οι εταιρίες Α και Β για την πενταετία 2015-2019. Η μπλε γραμμή δείχνει τη τιμή της Α ενώ η κόκκινη γραμμή τη τιμή της Β. Παρατηρούμε ότι και οι δύο εταιρίες καταγράφουν τιμές μικρότερες του 1,81. Συγκεκριμένα οι τιμές της Α κυμαίνονται από 0,97-1,39 και της Β από 1,16-1,66. Αυτό τις κατατάσσει στην επικίνδυνη ζώνη με ενδεχόμενο πτώχευσης. Μόνο η Β παρουσιάζει μια ελπιδοφόρα άνοδο το 2019 χωρίς όμως να καταφέρνει να βγει από την επικίνδυνη ζώνη.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΣΥΝΟΨΙΣΗ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΩΝ

Η παρούσα διατριβή παρείχε μια ενδελεχή συγκριτική ανάλυση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των εταιριών Α και Β, των δύο μεγαλύτερων επιχειρήσεων του κλάδου των τηλεπικοινωνιών στην Ελλάδα. Ο κλάδος των τηλεπικοινωνιών αναπτύσσεται ραγδαία σε επίπεδο νέων τεχνολογιών και καινοτομιών ενώ παράλληλα παρουσιάζει μεγάλη συγκεντροποίηση.

Εντός αυτού του γενικού πλαισίου, η παρούσα διατριβή προέβη σε συγκρίσεις των λογιστικών καταστάσεων της Α και της Β, καθώς και σε οριζόντια και κάθετη ανάλυση των μεγεθών τους. Η ανάλυση με τη χρήση αριθμοδεικτών ρευστότητας, κερδοφορίας / αποδοτικότητας, δραστηριότητας και οικονομικής διάρθρωσης αποτέλεσε το βασικό μεθοδολογικό εργαλείο της παρούσας θέσης. Τα βασικά συμπεράσματα της μελέτης έχουν ως κάτωθι:

➤ Η εταιρία Α εμφανίζει μάλλον καλύτερη ρευστότητα από την Β, για την οποία ο δείκτης άμεσης ρευστότητας βρίσκεται σταθερά κάτω από τη μονάδα καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση πενταετίας. Η εικόνα της Α, από την άλλη, κρίνεται σε γενικές γραμμές ικανοποιητική και συνοδεύεται από αύξηση των ταμιακών διαθεσίμων της εταιρίας.

➤ Αναφορικά με την κερδοφορία / αποδοτικότητα, η Β υπερτερεί σημαντικά έναντι του άμεσου ανταγωνιστή της. Ενώ η Β εμφανίζει ικανοποιητικά επίπεδα κερδοφορίας και αποδοτικότητας καθ' όλη τη διάρκεια της υπό εξέταση περιόδου, με ανοδικές μάλιστα τάσεις, η Α καταγράφει ζημιές κατά την τριετία 2015 – 2017. Η μετέπειτα βελτίωση είναι βέβαια σημαντική, αλλά δε μπορεί επ' ουδενί να ικανοποιεί τα στελέχη της εταιρίας, καθώς βασικοί δείκτες όπως το περιθώριο μικτού κέρδους βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα.

➤ Η σαφώς υποδεέστερη κερδοφορία της Α έρχεται παρότι η εταιρία επιτυγχάνει μια πιο εντατική αξιοποίηση των περιουσιακών της στοιχείων σε σχέση με την Β. Η διαφορά μεταξύ των δύο επιχειρήσεων σε επίπεδο αποδοτικότητας θα ήταν ακόμα μεγαλύτερη αν οι κυκλοφοριακές ταχύτητες του συνολικού και πάγιου ενεργητικού της Α δεν ήταν υπερδιπλάσιες των αντίστοιχων της Β. Το γεγονός αυτό καταδεικνύει και το τεράστιο χάσμα που χωρίζει τις δύο επιχειρήσεις στο επίπεδο της κερδοφορίας καθεαυτής (περιθώρια κέρδους), αφού η απόσταση στο περιθώριο καθαρού κέρδους και λόγου ΚΠΦΤ προς Πωλήσεις είναι συντριπτικά μεγάλη υπέρ της Β.

➤ Αμφότερες οι επιχειρήσεις ακολουθούν μια επιτυχημένη εμπορική πολιτική αφού εισπράττουν τις απαιτήσεις τους πιο γρήγορα απ' ότι πληρώνουν τις εμπορικές υποχρεώσεις τους. Η Β, όμως, έχει ένα σημαντικό προβάδισμα έναντι της Α σε αυτό τον τομέα.

➤ Η Α παρουσιάζει υψηλή δανειακή επιβάρυνση και μια ορισμένη δυσκολία στην αποπληρωμή των τόκων της. Αυτό, σε συνδυασμό με τη χαμηλή κερδοφορία, αυξάνουν τον πιστωτικό και χρηματοοικονομικό κίνδυνο της εταιρίας. Η Β, από την άλλη, έχει χαμηλή μόχλευση και εξυπηρετεί με άνεση τις τοκοχρεολυτικές δόσεις των δανείων που έχει αναλάβει. Ίσως θα μπορούσε να αυξήσει λίγο το δείκτη ξένων προς ίδια κεφάλαια προκειμένου να αξιοποιήσει στο έπακρο τα οφέλη του εξωτερικού δανεισμού.

➤ Και οι δύο επιχειρήσεις φαίνεται να έχουν επηρεαστεί από την οικονομική κρίση και να έχουν δυσκολίες στην άντληση κεφαλαίων. Σύμφωνα με το μοντέλο Altman Z-score και οι δύο επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν προβλήματα στη λειτουργία τους με το ενδεχόμενο της χρεοκοπίας πράγμα που τις καθιστά αφερέγγυες.

## Βιβλιογραφία

### Ελληνική:

Αρτίκης, Γ. (2002) *Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Ανάλυση και Προγραμματισμός*. Αθήνα: Interbooks.

Γκίκας, Δ. (2002) *Η Ανάλυση και οι Χρήσεις των Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Μπένου.

Κάντζος Κ. (2013) *Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων*, Αθήνα, Εκδόσεις Φαιδιμος

Νιάρχος, Ν. (2002) *Ανάλυση Λογιστικών Καταστάσεων*. Αθήνα: Εκδόσεις Σταμούλης.

### Ξενόγλωσση:

Altman, E.I. (1968) “Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy”, *Journal of Finance*,23(4), pp. 589-609.

Anderson, M., Banker, R. and S. Janakiraman (2003) “Are Selling, General, and Administrative Costs ‘Sticky’?”, *Journal of Accounting Research*,41(1), pp. 47-63.

Apostolopoulos, T., Kakouros, G.and X. Psiakki (2003) “Public Policy and the Telecommunications Evolution: The Case of Greece”, available at:[www.researchgate.net](http://www.researchgate.net).

Bazerman, M.H., Morgan, K.P.and G.F. Loewenstein (1997) “The Impossibility of Auditor Independence”, *Sloan Management Review*,38(4), pp. 89-94.

Benjamin, G.A. and J.B. Margulis (2005) *Angel Capital: How to Raise Early-Stage Private Equity Financing*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Boslaugh, S. (2007) *Secondary Data Sources For Public Health: A Practical Guide*. New York:Cambridge University Press.

Brigham, E. and M. Ehrhardt (2013) *Financial Management: Theory and Practice*. Mason: South-Western Cengage Learning.

Chen, C., Lu, X. and T. Sougiannis (2012) “The Agency Problem, Corporate Governance, and the Asymmetrical Behaviour of Selling, General, and Administrative Costs”, *Contemporary Accounting Research*,29(1), pp. 252-282.

COSMOTE S.A. (2019) *Annual Financial Report, FY2018*. Athens.

de Wet, J.H., and E. du Toit (2007) “Return on Equity: A Popular, but Flawed Measure of Corporate Financial Performance”, *Southafrican Journal Business Management*, 38(1), pp. 59-69.

- Dombolena, I. and S. Khoury (1980) “Ratio Stability and Corporate Failure”, *Journal of Finance*, September 1980, pp. 1017-1026.
- Edvinsson, L. and P. Sullivan (1996) “Developing a Model for Managing Intellectual Capital”, *European Management Journal*, 14(4), pp. 356-364.
- Fama, E. and K. French (2002) “Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt”, *Review of Financial Studies*, 15(1), pp. 217-248.
- Frankel, R.M., Johnson, M.F. and K.K. Nelson (2002) “The Relation between Auditors’ Fees for Nonaudit Services and Earnings Management”, *The Accounting Review*, 77(Supplement), pp. 71-105.
- Gibson, C. (2008) *Financial Reporting and Analysis: Using Financial Accounting Information*. Mason: South-Western Cengage Learning.
- Holmes, G. and A. Sudgen (1982) *Interpreting Company Reports and Accounts*. Cambridge: Woohhead- Faulkner Ltd.
- Martin-de-Castro, G., Delgado-Verde, M., Lopez-Saez, P. and J.E. Navas-Lopez (2011) “Towards ‘An Intellectual Capital-based View of the Firm’: Origins and Nature”, *Journal of Business Ethics*, 98(4), pp. 649-662.
- Martins, F., da Cunha, J. and F. Serra (2018) “Secondary Data in Research – Uses and Opportunities”, *Iberoamerican Journal of Strategic Management*, 17(4), pp. 1-4.
- Monteiro, A. (2006) “A Quick Guide to Financial Ratios”, *The Citizen*, Moneyweb Business Insert, 6, p. 3.
- Myers, S. and N. Majluf (1984) “Corporate Financing and Investment Decisions when Firms have Information that Investors do not Have”, *Journal of Financial Economics*, 13, pp. 187-221.
- Noreen, E. (1991) “Conditions under which Activity-Based Cost Systems Provide Relevant Costs”, *Journal of Management Accounting Research*, 3, pp. 159-168.
- Patrone, F.L. and D. duBois (1981) “Financial Ratio Analysis for the Small Business”, *Journal of Small Business Management*, 19(1), pp. 35-40.
- Rappaport, A. (1986) *Creating Shareholder Value*. New York: The Free Press.
- Schipper, K. (1989) “Earnings Management”, *Accounting Horizons*, 3(4), pp. 91-102.
- Subramanyam, K.R. and J. Wild (2009) *Financial Statement Analysis*. Boston: McGraw-Hill.
- Vartanian, T.P. (2010) *Secondary Data Analysis*. Oxford: Oxford University Press.

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι: ΒΑΣΙΚΕΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΙΣ

## VODAFONE

### VODAFONE: ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ, 2015 – 2019: ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚ. €

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>					
<b><u>Μη-κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</u></b>					
Ενσώματα πάγια	470,8	460,9	446,6	431,4	425,7
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	341,1	306,0	278,8	304,1	270,8
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	70,2	66,1	62,6	60,1	60,7
Υπεραξία	125,7	125,7	125,7	125,7	125,7
Επενδύσεις σε θυγατρικές εταιρίες	24,5	24,5	24,5	24,5	64,0
Χρηματοοικονομικά στοιχεία διαθέσιμα προς πώληση	6,0	3,8	2,6	3,6	1,9
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	26,9	17,2			
Απαιτήσεις συμβολαίων συνδρομητών					5,8
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	16,0	14,9	17,8	17,6	24,5
	<b>1.081,2</b>	<b>1.019,1</b>	<b>958,6</b>	<b>967,0</b>	<b>979,1</b>
<b><u>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</u></b>					
Αποθέματα	7,7	8,7	5,4	7,6	9,4
Εμπορικές απαιτήσεις	142,3	146,1	133,6	136,9	153,2
Λοιπές βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις	52,2	45,9	49,1	38,5	39,8
Βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις συμβολαίων συνδρομητών					33,1
Τρέχουσες φορολογικές απαιτήσεις	6,4	2,4	4,9	6,5	28,0
Δεσμευμένα ταμιακά διαθέσιμα			5,1	5,1	5,1
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	17,4	98,4	138,7	142,4	151,7
	<b>226,0</b>	<b>301,5</b>	<b>336,8</b>	<b>337,0</b>	<b>420,3</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>	<b>1.307,2</b>	<b>1.320,6</b>	<b>1.295,4</b>	<b>1.304,0</b>	<b>1.399,4</b>

### **ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ & ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ**

#### **Ίδια Κεφάλαια**

Μετοχικό κεφάλαιο	184,8	184,8	184,8	184,8	184,8
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	182,4	182,4	182,4	182,4	182,4

Λοιπά αποθεματικά	171,2	176,0	177,7	177,7	178,8
Αποτελέσματα εις νέο	(201,4)	(231,0)	(244,9)	(212,5)	(147,1)
	<b>337,0</b>	<b>312,2</b>	<b>300,0</b>	<b>332,4</b>	<b>398,9</b>
<b><u>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</u></b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	672,4	487,4	671,2	630,9	631,0
Υποχρεώσεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	11,0	9,3	10,9	11,1	11,8
Επιχορηγήσεις	18,9	17,3	15,8	14,3	13,0
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις			0,6	5,3	11,5
Μακροπρόθεσμες προβλέψεις	14,6	10,3	14,4	12,9	8,7
Έσοδα επόμενων χρήσεων	16,7	16,9	12,3	10,8	9,3
	<b>733,6</b>	<b>541,2</b>	<b>725,2</b>	<b>685,3</b>	<b>685,3</b>
<b><u>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</u></b>					
Προμηθευτές	133,6	161,3	175,2	183,9	156,7
Βραχυπρόθεσμα δάνεια		205,2			
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	83,7	82,1	72,7	73,5	126,1
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	0,0	0,2			
Επιχορηγήσεις	1,6	1,7	1,4	1,3	1,3
Έσοδα επόμενων χρήσεων	17,7	16,7	20,9	27,6	31,1
	<b>236,6</b>	<b>467,2</b>	<b>270,2</b>	<b>286,3</b>	<b>315,2</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>970,2</b>	<b>1.008,4</b>	<b>995,4</b>	<b>971,6</b>	<b>1.000,5</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ</b>					
<b>ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.307,2</b>	<b>1.320,6</b>	<b>1.295,4</b>	<b>1.304,0</b>	<b>1.399,4</b>

Πηγή: Βιβλία και στοιχεία επιχείρησης

**VODAFONE: ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ, 2015 – 2019: ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚ. €**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Πωλήσεις	738,6	843,3	853,4	871,5	897,9
Κόστος Πωληθέντων	(393,5)	(585,5)	(578)	(571,6)	(582)
<b>Μικτό Κέρδος</b>	<b>345,1</b>	<b>257,8</b>	<b>275,4</b>	<b>299,9</b>	<b>315,9</b>
Άλλα έσοδα	3,4	6,3	6,6	6,5	10,5
Έξοδα διοίκησης	(160,8)	(198,1)	(86,9)	(184,8)	(188,2)

Έξοδα διάθεσης	(185,4)	(59,7)	(69,3)	(68,5)	(69,8)
Απομείωση υπεραξίας	(122,3)				
Λοιπά κέρδη	15,9	4,7	4,7	5,3	3,1
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>(104,1)</b>	<b>11,0</b>	<b>30,5</b>	<b>58,4</b>	<b>71,5</b>
Κέρδη από συνδεδεμένες επιχειρήσεις	3,4				
Χρηματοοικονομικά έσοδα	0,05	0,05			
Χρηματοοικονομικά έξοδα	(23,2)	(26,9)	(25,1)	(21,2)	(16,3)
<b>ΚΠΦ</b>	<b>(123,9)</b>	<b>(15,9)</b>	<b>5,4</b>	<b>37,2</b>	<b>55,2</b>
Φόρος εισοδήματος	0,5	(13,6)	(16,6)	(4,8)	(29,3)
<b>Καθαρό Κέρδος</b>	<b>(123,4)</b>	<b>(29,5)</b>	<b>(11,2)</b>	<b>32,4</b>	<b>25,9</b>

Πηγή: Βιβλία και στοιχεία επιχείρησης

## COSMOTE

### COSMOTE: ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΘΕΣΗΣ, 2015 – 2019, ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚ. €

	2015	2016	2017	2018	2019
<b>ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ</b>					
<b><u>Μη-κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</u></b>					
Ενσώματα πάγια	561,2	546,5	533,6	530,0	505,2
Περιουσιακά στοιχεία με δικαίωμα χρήσης					375,0
Τηλεπικοινωνιακές άδειες	297,7	267,9	323,1	292,9	262,5
Λοιπά άυλα περιουσιακά στοιχεία	44,1	41,6	38,6	41,0	39,0
Συμμετοχές	1.592,0	1.592,0	1.592,0	1.370,4	1.370,4
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	57,0	52,5	62,0	47,2	66,1
Κόστος συμβάσεων				12,8	13,1
Λοιπά μη-κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	760,7	782,3	252,3	111,2	52,6



	<b>3.312,7</b>	<b>3.282,8</b>	<b>2.801,6</b>	<b>2.405,5</b>	<b>2.683,9</b>
<b><u>Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία</u></b>					
Αποθέματα	23,8	23,0	16,7	13,7	13,2
Εμπορικές απαιτήσεις	259,8	255,9	224,5	236,1	211,6
Λοιπά κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία	103,0	149,2	185,7	308,7	49,6
Λοιπά χρηματοοικονομικά περιουσιακά στοιχεία	1,5	1,5	1,8	532,2	2,0
Συμβατικά περιουσιακά στοιχεία				23,9	22,1
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	132,9	155,4	260,9	438,7	219,5
	<b>521,0</b>	<b>585,0</b>	<b>689,6</b>	<b>1.553,3</b>	<b>518,1</b>
Περιουσιακά στοιχεία κατεχόμενα προς πώληση				150,0	
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ</b>	<b>3.833,7</b>	<b>3.867,8</b>	<b>3.491,2</b>	<b>4.108,8</b>	<b>3.202,0</b>
<b>ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ</b>					
<b><u>Ίδια Κεφάλαια</u></b>					
Μετοχικό κεφάλαιο	157,9	157,9	157,9	157,9	157,9
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	212,4	212,5	212,7	212,9	212,6
Τακτικό αποθεματικό	52,6	52,6	52,6	52,6	52,6
Λοιπά αποθεματικά	0,2	(0,8)	(0,6)	0,2	(0,9)
Αποτελέσματα εις νέο	1.982,9	2.106,1	1.694,0	2.344,7	1.751,0
	<b>2.406,0</b>	<b>2.528,3</b>	<b>2.116,6</b>	<b>2.768,3</b>	<b>2.173,2</b>
<b><u>Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις</u></b>					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	594,4	575,9	342,2	185,0	103,8
Πρόβλεψη αποζημίωσης προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	13,8	16,0	16,6	15,7	17,5
Συμβατικές υποχρεώσεις				4,8	5,2
Υποχρεώσεις από μισθώσεις					285,5
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	48,7	25,5	14,3	10,4	10,8

	<b>656,9</b>	<b>617,4</b>	<b>373,1</b>	<b>215,9</b>	<b>422,8</b>
<b><u>Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</u></b>					
Προμηθευτές	411,4	431,0	379,0	340,6	338,3
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	82,2	120,0	58,5	340,0	
Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	139,2	129,6	118,6	92,0	82,8
Τρέχουσες φορολογικές υποχρεώσεις	20,8	7,5	21,7	6,2	6,2
Βραχυπρόθεσμο μέρος μακροπρόθεσμων δανείων	81,6		386,1	308,1	23,1
Μερίσματα πληρωτέα					80,0
Υποχρεώσεις από μισθώσεις					31,7
Συμβατικές υποχρεώσεις				37,7	43,9
Έσοδα επόμενων χρήσεων	35,6	34,0	37,6		
	<b>770,8</b>	<b>722,1</b>	<b>1.001,5</b>	<b>1.124,6</b>	<b>606,0</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>1.427,7</b>	<b>1.339,5</b>	<b>1.374,6</b>	<b>1.340,5</b>	<b>1.028,8</b>
<b>ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ</b>	<b>3.833,7</b>	<b>3.867,8</b>	<b>3.491,2</b>	<b>4.108,8</b>	<b>3.202,0</b>

Πηγή: Βιβλία και στοιχεία επιχείρησης

**COSMOTE: ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΑΠΟΤΕΛΣΜΑΤΩΝ ΧΡΗΣΗΣ, 2015 – 2019, ΠΟΣΑ ΣΕ ΕΚ. €**

	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Έσοδα κινητής τηλεφωνίας	1.135,7	1.091,1	1.088,6	1.094,2	1.115,6
Λοιπά έσοδα	29,3	30,8	28,3	23,4	20,6
<b>Σύνολο κύκλου εργασιών</b>	<b>1.165,0</b>	<b>1.121,9</b>	<b>1.116,9</b>	<b>1.117,6</b>	<b>1.136,2</b>
Λοιπά λειτουργικά έσοδα	0,6	2	6,4	10	14,3
<b>Λειτουργικά έξοδα</b>					
Έξοδα διασύνδεσης & περιαγωγής	(71)	(70)	(75,3)	(76,9)	(82)
Πρόβλεψη για επισφαλείς απαιτήσεις	(40)	(41,5)	(37,5)	(26,8)	(29,8)
Αποδοχές προσωπικού	(85,6)	(79,1)	(67,2)	(66,5)	(58,6)
Κόστη εθελουσίας εξόδου	(4,6)	(5,2)	(4,5)	(4,4)	(3,3)
Έξοδα εμπορικών προμηθειών	(154,3)	(148,2)	(148)	(107,7)	(118)
Κόστος αποθεμάτων	(140,1)	(119,9)	(112,1)	(133,3)	(125,4)

Έξοδα συντήρησης & επισκευών	(18,3)	(19,1)	(21,2)	(21,5)	(13,7)
Έξοδα προώθησης	(38,7)	(34,8)	(30,4)	(29,6)	(27,2)
Λοιπά λειτουργικά έξοδα	(211,9)	(235,1)	(245,4)	(250,1)	(204,4)
<b>Κέρδη προ φόρων τόκων και αποσβέσεων</b>	<b>401,1</b>	<b>371</b>	<b>381,7</b>	<b>410,8</b>	<b>488,1</b>
Αποσβέσεις & απομειώσεις	(200,1)	(190,6)	(190,3)	(184,8)	(227,3)
<b>ΚΠΦΤ</b>	<b>201</b>	<b>180,4</b>	<b>191,4</b>	<b>226</b>	<b>260,8</b>
Τόκοι χρεωστικοί	(59,8)	(53,8)	(49,9)	(24,2)	(35,4)
Τόκοι πιστωτικοί	48,6	48,8	41,8	37,7	13,4
Συναλλαγματικές διαφορές	0,5	0	(0,2)	(0,1)	0,2
Έσοδα από μερίσματα				24,9	403,6
Κέρδη/ζημιές από συμμετοχές & λοιπά					
χρημ/κά περ/κά στοιχεία	36	18,3	(529)	391,4	(92)
<b>ΚΠΦ</b>	<b>226,3</b>	<b>193,7</b>	<b>(345,9)</b>	<b>655,7</b>	<b>550,6</b>
Φόρος εισοδήματος	(77,5)	(70,5)	(66,2)	(29,3)	(13,4)
<b>Καθαρό κέρδος (ζημιά)</b>	<b>148,8</b>	<b>123,2</b>	<b>(412,1)</b>	<b>626,4</b>	<b>537,2</b>

Πηγή: Βιβλία και στοιχεία επιχείρησης

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ: ΜΑΘΗΜΑΤΙΚΟΙ ΤΥΠΟΙ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ

### **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας:**

Γενική Ρευστότητα = Κυκλοφοριακό Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Ειδική Ρευστότητα = (Κυκλοφοριακό Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

### **Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας / Αποδοτικότητας**

Απόδοση Συνολικού Ενεργητικού (ROTA) = Καθαρά Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

Απόδοση Ιδίων Κεφαλαίων (ROE) = Καθαρά Κέρδη / Ίδια Κεφάλαια

Απόδοση Συνολικά Απασχολούμενων Κεφαλαίων (ROCE) =

= Καθαρά Κέρδη / (Σύνολο Ενεργητικού – Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)

Μικτό Περιθώριο Κέρδους = Μικτά Κέρδη / Πωλήσεις

Καθαρό Περιθώριο Κέρδους = Καθαρά Κέρδη / Πωλήσεις

ΚΠΦΤ προς Πωλήσεις = ΚΠΦΤ / Πωλήσεις

### Εξίσωση DuPont:

ROE = (Περιθώριο Καθαρού Κέρδους) x (Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού) x (Χρηματοοικονομική Μόχλευση)

### **Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας (Αποτελεσματικότητας):**

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίου Ενεργητικού = Πωλήσεις / Πάγιο Ενεργητικό

Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Συνολικού Ενεργητικού = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Μέση Διάρκεια Είσπραξης Απαιτήσεων = (Εμπορικές Απαιτήσεις x 365) / Πωλήσεις

Μέση Διάρκεια Πληρωμής Υποχρεώσεων = (Προμηθευτές x 365) / Κόστος Πωληθέντων\*

\*Για την Cosmote το Κόστος Πωληθέντων έχει αντικατασταθεί με το σύνολο των λειτουργικών εξόδων

**Αριθμοδείκτες Οικονομικής Διάρθρωσης και Δανειακής Επιβάρυνσης:**

Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια =  $\frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$

Κάλυψη Τόκων =  $\frac{\text{Καθαρά Κέρδη}}{\text{Χρηματοοικονομικά Έξοδα}}$

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ:ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ  
ΑΝΑΛΥΣΗ ΜΕ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΩΝ, COSMOTE ΚΑΙ  
VODAFONE, 2015 - 2019

	ΕΤΑΙΡΙΑ Α					ΕΤΑΙΡΙΑ Β				
	2015	2016	2017	2018	2019	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Ρευστότητα</b>										
Γενική Ρευστότητα	0,96	0,65	1,25	1,18	1,33	0,68	0,81	0,69	1,38	0,85
Άμεση Ρευστότητα	0,92	0,63	1,23	1,15	1,30	0,65	0,78	0,67	1,37	0,83
<b>Κερδοφορία/</b>										
<b>Αποδοτικότητα</b>										
ROTA	-9,44%	-2,23%	-0,86%	2,48%	1,85%	2,94%	2,71%	3,35%	5,11%	7,05%
ROE	-36,61%	-9,45%	-3,73%	9,75%	6,49%	4,69%	4,15%	5,52%	7,59%	10,15%
ROCE	-11,53%	-3,46%	-1,09%	3,18%	2,39%	3,68%	3,33%	4,70%	7,04%	8,69%
Περιθώριο Μικτ. Κέρδι	46,72%	30,57%	32,27%	34,41%	35,18%	-	-	-	-	-
Περιθώριο Καθ. Κέρδο	-16,70%	-3,49%	-1,31%	3,71%	2,88%	9,68%	9,35%	10,47%	18,80%	19,86%
ΚΠΦΤ/Πωλήσεις	-14,09%	1,30%	3,57%	6,70%	7,96%	17,25%	16,08%	17,14%	20,22%	22,95%
<b>Δραστηριότητα/</b>										
<b>Αποτελεσματικότητα</b>										
Κυκλ. Ταχύτητα Πάγιοι Ενεργητικού	0,68	0,83	0,89	0,90	0,92	0,35	0,34	0,40	0,46	0,42
Κυκλ. Ταχύτητα Συνόλ Ενεργητικού	0,57	0,64	0,66	0,67	0,63	0,30	0,29	0,32	0,27	0,35
Μέση Διάρκεια Είσπρα Απαιτήσεων	70,32	63,24	57,14	57,34	62,28	81,40	83,25	73,37	77,11	67,98
Μέση Διάρκεια Πληρω Υποχρεώσεων	123,92	100,55	110,64	117,43	98,27	196,42	208,95	186,54	173,44	186,41
<b>Οικονομική Διάρθρωση</b>										
Ξένα προς Ίδια Κεφάλαια	2,88	3,23	3,32	2,92	2,51	0,59	0,53	0,65	0,48	0,47
Κάλυψη Τόκων	-5,32	-1,10	-0,45	1,53	1,59	1,89	1,95	2,34	8,68	6,37

- Το κονδύλι “κέρδη/ζημιές από συμμετοχές και λοιπά χρημ/κά περιουσιακά στοιχεία”, όπως και το κονδύλι “έσοδα από μερίσματα”, έχει αφαιρεθεί κατά τον υπολογισμό των καθαρών κερδών της εταιρίας Β και αυτό αφορά τους υπολογισμούς των ROTA, ROE, ROCE, περιθωρίου καθαρού κέρδους και κάλυψης τόκων της εταιρίας
- Το κονδύλι “λοιπά χρημ/κά περιουσιακά στοιχεία” έχει αφαιρεθεί κατά τον υπολογισμό του κυκλοφοριακού ενεργητικού της εταιρίας Β και αυτό αφορά τους υπολογισμούς των δεικτών γενικής και άμεσης ρευστότητας

Πηγή: Υπολογισμοί του συγγραφέα από τα βιβλία και στοιχεία της επιχείρησης.