

# Brigham, Ehrhardt & Fox

## **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΑΠΟ ΤΗ ΘΕΩΡΙΑ ΣΤΗΝ ΠΡΑΞΗ**



# Κεφάλαιο 1

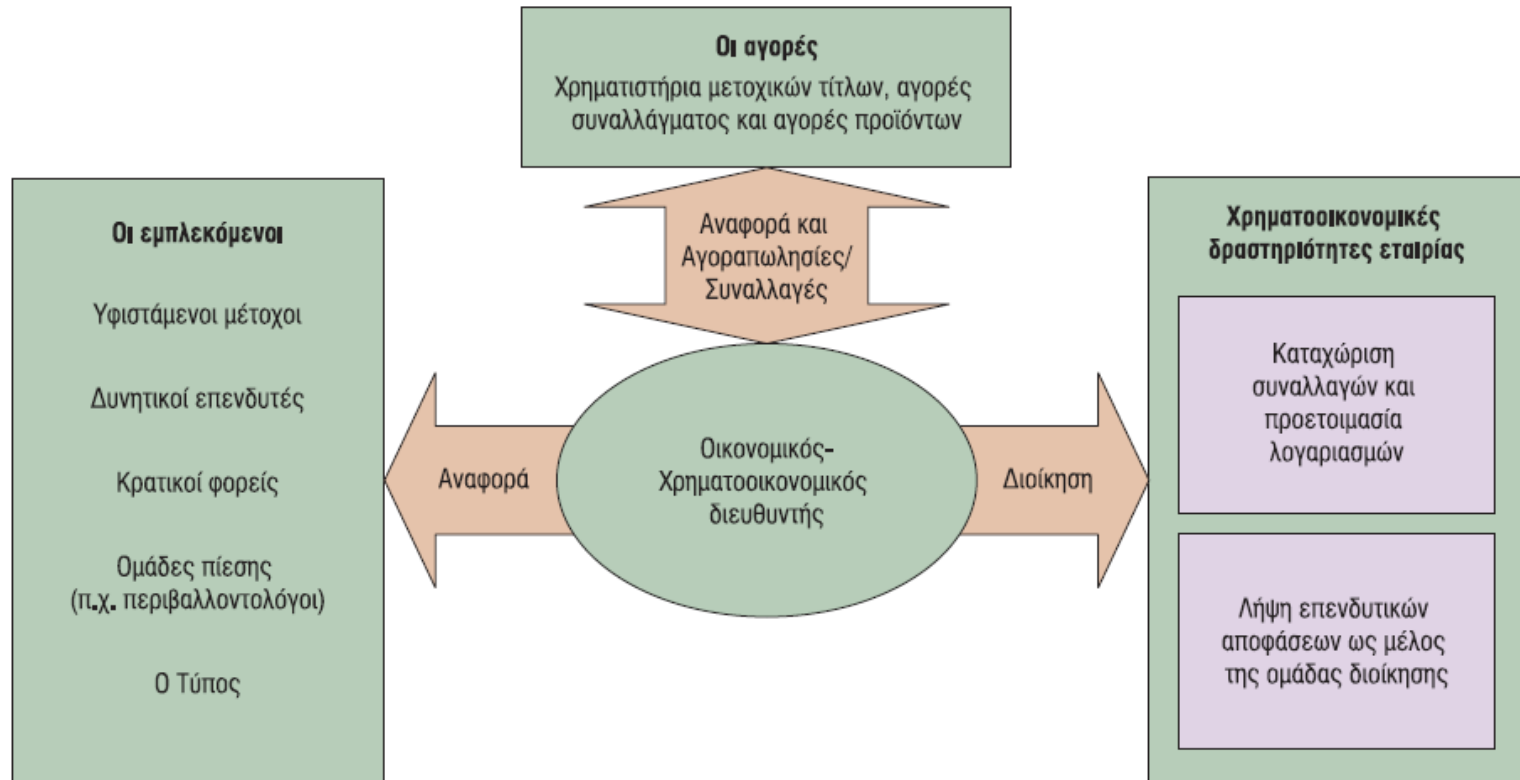
## Βασικές Έννοιες την Χρηματοοικονομικής Επιστήμης και της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης



# Θέματα του Κεφαλαίου

- Ο Ρόλος του Οικονομικού Διευθυντή
- Ο Πρωταρχικός Ρόλος της Εταιρίας: Η Μεγιστοποίηση της Αξίας
- Οι Προσδιοριστικοί Παράγοντες της Θεμελιώδους αξίας
- Χρηματοοικονομικοί Τίτλοι, Αγορές and Ιδρύματα

# Γιατί είναι Σημαντικός ο Ρόλος του Οικονομικού Διευθυντή;



**ΓΡΑΦΗΜΑ 1.1**

Ο Ρόλος του Χρηματοοικονομικού-Οικονομικού Διαχειριστή

# Ίδρυση μίας Εταιρίας Περιορισμένης Ευθύνης

- Η Εταιρία Περιορισμένης Ευθύνης είναι μια νομική οντότητα ξεχωριστή από τους ιδιοκτήτες και τους διευθυντές της.
- Ο πρωταρχικός στόχος της εταιρίας *πρέπει* να είναι η μεγιστοποίηση *του πλούτου των μετόχων*, γεγονός που σημαίνει *τη μεγιστοποίηση* της αξίας των μετοχών. Αυτός είναι ο κανονιστικός της ρόλος. Είναι όμως και παρατηρούμενος ρόλος της;

# Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα μίας Εταιρίας Περιορισμένης Ευθύνης

## ■ Πλεονεκτήματα:

- Απεριόριστη διάρκεια ζωής
- Ευκολία στην μεταβίβαση των δικαιωμάτων ιδιοκτησίας
- Περιορισμένη ευθύνη
- Ευκολία στην άντληση κεφαλαίων

## ■ Μειονεκτήματα:

- Διπλή φορολόγηση (Στο επίπεδο της εταιρίας και στα μερίσματα)
- Κόστος ίδρυσης και υποβολή οικονομικών καταστάσεων και αναφορών

# Εταιρική Διακυβέρνηση

- Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο κανόνων οι οποίοι ελέγχουν την συμπεριφορά της εταιρίας απέναντι στα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, τα διευθυντικά της στελέχη, τους εργαζόμενους, τους μετόχους, τους πιστωτές, τους πελάτες, τους ανταγωνιστές και την κοινωνία.
- Πηγάζει από τις πράξεις των εταιριών , τα καταστατικά τους (κυρίως στο Ηνωμένο Βασίλειο) και τους εσωτερικούς τους κανονισμούς λειτουργίας.
- Η εταιρική διακυβέρνηση επηρεάζει (ή θα έπρεπε να επηρεάζει) ουσιαστικά συμφέροντα των μετόχων μιας εταιρίας;

# Προβλήματα Αντιπροσώπευσης και Εταιρική Διακυβέρνηση

- Αντιπροσώπευση:
  - **Εντολέας** (καθορίζει στόχους, έργα και δομή αναφοράς)
  - **Εντολοδόχος** (καθορίζει στόχους, έργα και δομή αναφοράς)
- Παραδείγματα Εντολέα ↔ Εντολοδόχου; Διευθυντής ↔ Υποδιευθυντής, Υποδιευθυντής ↔ Μεσαίο διοικητικό στέλεχος; Μεσαίο διοικητικό στέλεχος ↔ Κατώτερο διοικητικό στέλεχος
- Πρόβλημα αντιπροσώπευσης:
  - Ασυμμετρία πληροφόρησης: Ο εντολέας γνωρίζει περισσότερα από τον εντολοδόχο
  - Ηθικός κίνδυνος: Τα διευθυντικά στελέχη μπορεί να ενεργούν για το προσωπικό τους συμφέρον και όχι προς το συμφέρον των ιδιοκτητών (μετόχων) της εταιρίας



# Αποτίμηση Εταιρίας

- Κεφαλαιοποίηση της Αγοράς= Τιμή μετοχής  
στο Χρηματιστήριο x αριθμός μετοχών
  - Πως αντιδρούν οι μέτοχοι  
ή (οι δυο αξίες μπορεί να μην ταυτίζονται)
- Από τον Ισολογισμό «η αξία των ιδίων κεφαλαίων που οφείλεται στους μετόχους»  
(Βλ. Κεφάλαιο 2)
  - Η άποψη ενός λογιστή

# Τι είναι αυτό που Προσδιορίζει την Αξία μιας Εταιρίας;

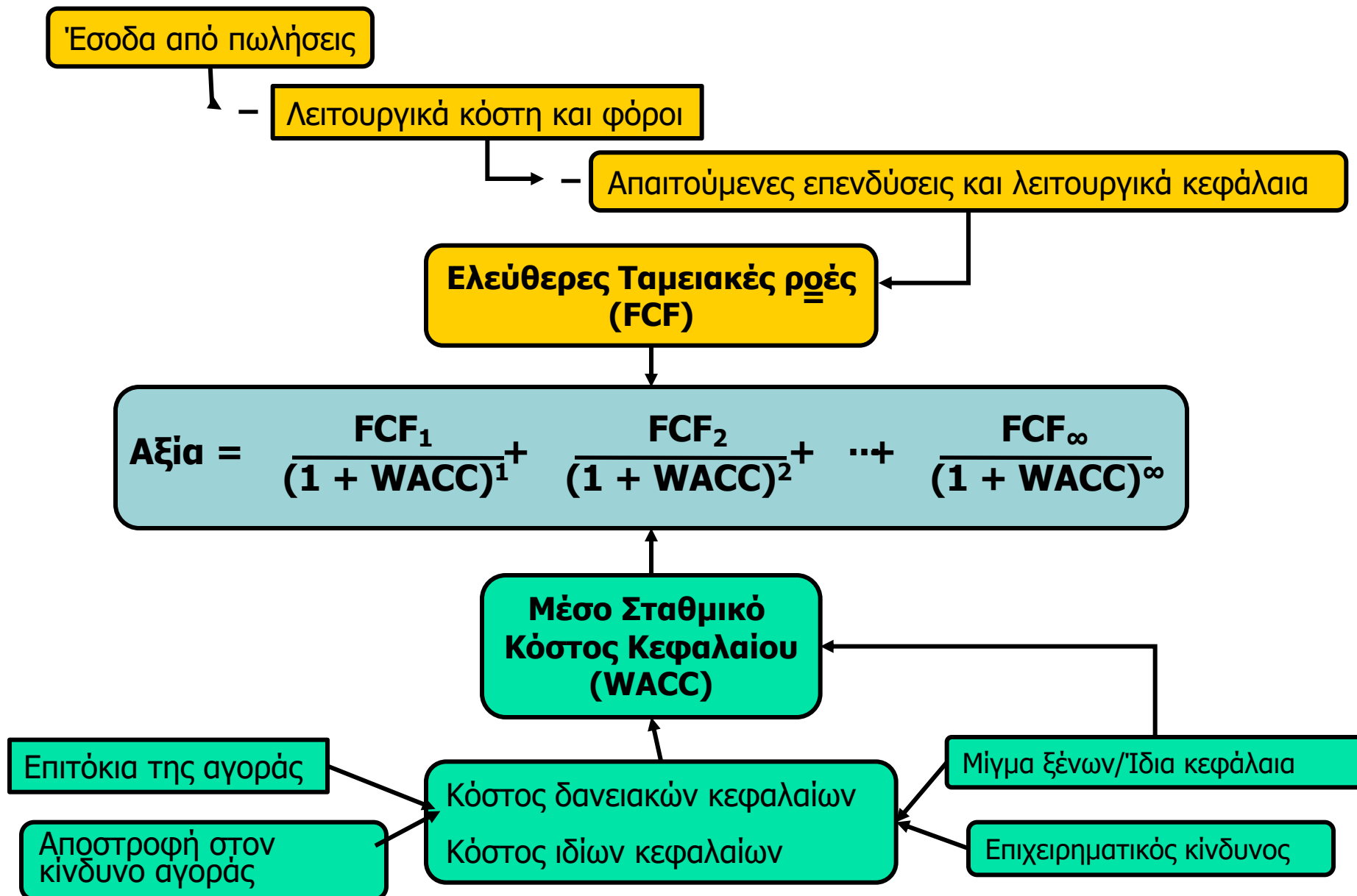
Το βασικό υπόδειγμα αποτίμησης στην χρηματοοικονομική είναι το άθροισμα των αναμενόμενων μελλοντικών ελεύθερων ταμειακών ροών προεξοφλημένων flows σε σημερινή αξία:

$$\text{Αξία} = \frac{\text{FCF}_1}{(1 + \text{WACC})^1} + \frac{\text{FCF}_2}{(1 + \text{WACC})^2} + \dots + \frac{\text{FCF}_\infty}{(1 + \text{WACC})^\infty}$$

Βλ.. «μεγάλη εικόνα» στην επόμενη διαφάνεια.

(More . .)

# Οι βασικοί παράγοντες της αξίας μιας εταιρίας: Η μεγάλη Εικόνα



# Ελεύθερες Ταμειακές Ροές (FCF)

- Οι Ελεύθερες Ταμειακές Ροές είναι οι χρηματοροές που είναι διαθέσιμες (ελεύθερες) για διανομή σε όλους τους επενδυτές της εταιρίας (πιστωτών και μετόχων).
- $FCF = \text{Έσοδα από πωλήσεις} - \text{Λειτουργικά κόστη} - \text{Φόροι} - \text{Απαιτούμενες επενδύσεις σε λειτουργικά κεφάλαια}.$

# Τι είναι το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου (WACC)?

- Το Μέσο Σταθμικό Κόστος Κεφαλαίου WACC είναι η μέση απόδοση των επενδυτικών σχεδίων μιας εταιρίας (συνολικές ταμειακές ροές) που απαιτούνται από την χρηματιστηριακή αγορά (ή από τους αγοραστές και τους πωλητές μετοχών).
  - Καλείται επίσης “το επιτόκιο” , “το κόστος του χρήματος”, “ το επιτόκιο προεξόφλησης”
- Το WACCεπηρεάζεται από:
  - Την κεφαλαιακή δομή (την αναλογία δανείων και ιδίων κεφαλαίων ως πηγών χρηματοδότησης)
  - Τα επιτόκια
  - Την γενική στάση των επενδυτών απέναντι στον κίνδυνο
  - Τον κίνδυνο των επενδυτικών σχεδίων που αναλαμβάνει η εταιρία

# Ποιοι είναι οι Τέσσερις Παράγοντες που Επηρεάζουν το Κόστος του Χρήματος (τα επιτόκια)?

- Η χρονική προτίμηση για κατανάλωση (π.χ., 1%)
- Ο κίνδυνος (π.χ., 5%)
- Ο αναμενόμενος πληθωρισμός (π.χ., 3%)
- Το γενικό επίπεδο των επιτοκίων
  - $1,01 \times 1,05 \times 1,03 - 1 = 9,23\%$ 
    - Περίπου  $1 + 5 + 3 = 9\%$

# Ποιες Οικονομικές Συνθήκες Επηρεάζουν το Κόστος του Χρήματος;

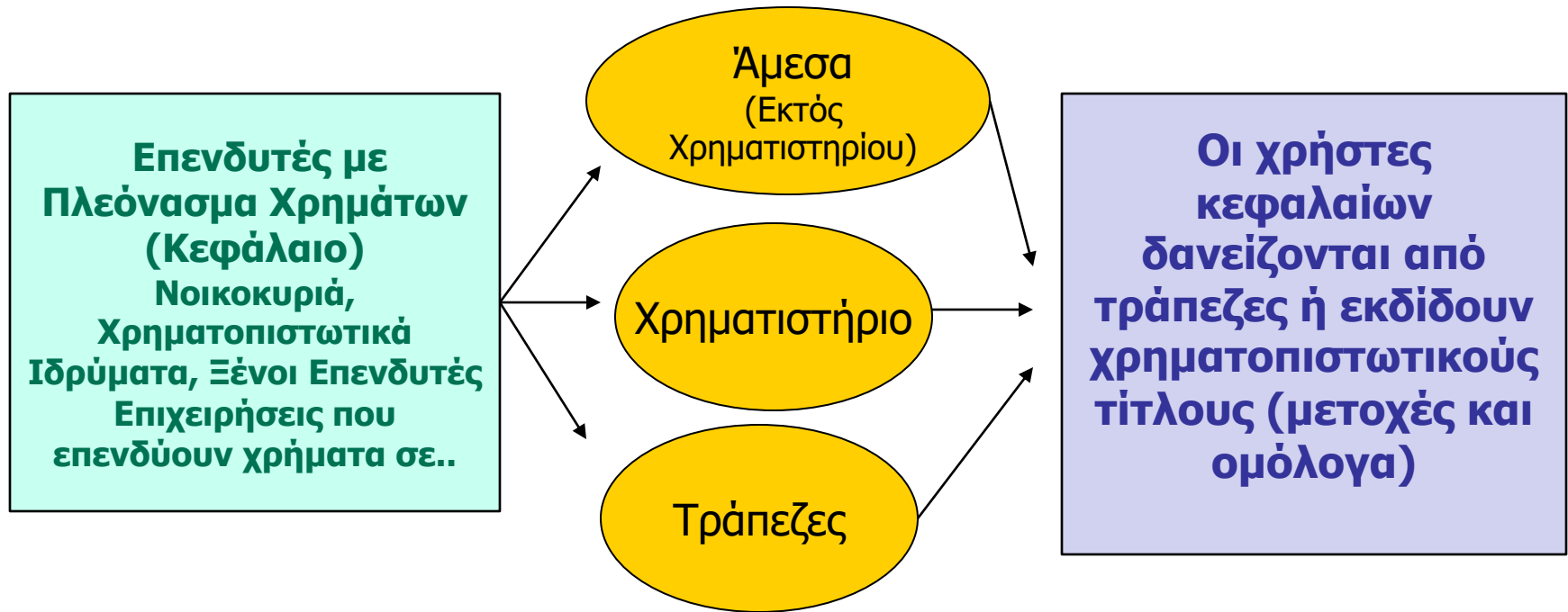
- Η νομισματική πολιτική της κυβέρνησης
  - επιτόκια
  - Ποσοτική χαλάρωση
- Ελλείμματα/Πλεονάσματα Κρατικού Προϋπολογισμού
- Επίπεδο της Επιχειρηματικής δραστηριότητας (ύφεση ή ανάπτυξη)

# Ποιες Διεθνείς Συνθήκες Επηρεάζουν το Κόστος του Χρήματος;

- Ο κίνδυνος της χώρας. Εξαρτάται από το οικονομικό, πολιτικό και κοινωνικό περιβάλλον της χώρας.
- Ο κίνδυνος μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών επηρεάζεται από:
  - Τα πλεονάσματα/Ελλείμματα του διεθνούς εμπορίου
  - Τον σχετικό πληθωρισμό και τα επιτόκια
  - Τον κίνδυνο της χώρας



# Η Διαδικασία Επιμερισμού των Κεφαλαίων



# Χρηματοπιστωτικοί Τίτλοι

(διαπραγματεύσιμες υποσχέσεις μελλοντικών πληρωμών από κυβερνήσεις και εταιρίες)

	Χρέος	Ιδιά Κεφάλαια	Παράγωγα
<b>Χρηματοπι- στωτικές Αγορές</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Έντοκα Γραμμάτια</li><li>•Ευρωδολάρια</li><li>•Κρατικά Ομόλογα</li><li>•Εταιρικά ομόλογα</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Κοινές μετοχές</li><li>•Προνομιούχες μετοχές</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>•Δικαιώματα</li><li>•Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης (ΣΜΕ)</li><li>•Προθεσμιακά Συμβόλαια</li><li>•Ανταλλαγές</li></ul>

# Πλεονεκτήματα Χρηματιστηριακών Αγορών

- Πρωτογενής Αγορά
  - **Νέα έκδοση** (Αρχική Δημόσια Προσφορά -IPO ή Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δικαίωμα προτίμησης)
  - Βασικός παράγων: Ο εκδότης εισπράττει το τίμημα της πώλησης.
- Δευτερογενής Αγορά (η κύρια αγορά)
  - Ο υφιστάμενος μέτοχος πουλάει σε τρίτο πρόσωπο.
  - Η εκδότρια εταιρία δεν εισπράττει το τίμημα της πώλησης και δεν εμπλέκεται άμεσα.

# Ποια είναι τα Πλεονεκτήματα των Χρηματιστηριακών Αγορών;

- Οι δευτερογενείς αγορές καθιστούν ελκυστικές τις πρωτογενείς (όπως συμβαίνει με κάθε καλή αγορά «από δεύτερο χέρι»)
- Επιτρέπει σε βραχυπρόθεσμους επενδυτές να δανείσουν σε μακροπρόθεσμους δανειολήπτες
  - (μετατροπή ληκτότητας: οι μετοχές μπορούν να πουληθούν ανά πάσα στιγμή)
- Επιτρέπει σε επενδυτές χαμηλού κινδύνου να επενδύσουν σε σχέδια υψηλού κινδύνου
  - (μετατροπή κινδύνου: απλά αγοράζει λίγες μετρίχες!)
- Ένα μέρος όπου οι μετοχές μπορούν να αγοραστούν και να πουληθούν με ευκολία
  - (ρευστότητα)
- Αποτελούν μεγάλους «μηχανισμούς» επεξεργαζόμενα τεράστιο όγκο πληροφοριών για να καταλήξουν σε μια εμπεριστατωμένη άποψη για την αξία μιας μετοχής
  - (αποτίμηση)

# Πως είναι Οργανωμένες οι Δευτερογενείς Αγορές;

- Κατά «τόπο εγκατάστασης»
  - Χρηματιστήρια με συγκεκριμένο τόπο εγκατάστασης
  - Ηλεκτρονικά/Τηλεφωνικά δίκτυα
- Κατά τον τρόπο αντιστοίχισης αγοραστών και πωλητών
  - Ανοιχτή εκφώνηση/αντιφώνηση
  - Μέσω διαπραγματευτών (π.χ., αγορές διαπραγματευτών)
  - Μέσω ηλεκτρονικών δικτύων επικοινωνίας (ECNs)

# Εξωχρηματιστηριακές αγορές (OTC)

- Τον παλιό καιρό οι μετοχές φυλάσσονταν στα χρηματοκιβώτια πίσω από τον ταμείο (counter) και «πέρναγαν το ταμείο» (over the counter) όταν πουλιόντουσαν.
- Σήμερα, η εξωχρηματιστηριακή αγορά ισοδυναμεί με ένα ηλεκτρονικό πίνακα ανακοινώσεων (π.χ., τα ροζ φύλλα του Nasdaq), που επιτρέπουν στους αγοραστές και στους πωλητές να υποβάλλουν μια προσφορά.
  - Δεν υπάρχουν μεσολαβητές
  - Πολύ κακή ρευστότητα

# Ασχολίες του Οικονομικού Διευθυντή

- Προετοιμασία των λογαριασμών (Ετήσιος Απολογισμός)
- Εξεύρεση χρηματοδότησης
- Εκτίμηση του κινδύνου
- Διαχείριση του κινδύνου
- Αποτίμησης επενδυτικών σχεδίων
- Διαχείριση ταμειακών ροών
- Συμμόρφωση με τους κανονισμούς και τα πρότυπα
- Με τις περισσότερες εκφάνσεις της διαχείρισης !

# Εισαγωγή στις Θεμελιώδεις και Κεντρικές Έννοιες της Χρηματοοικονομικής

- Αναφερθήκαμε ήδη στις εξής:
  - Αντιπροσώπευση, μετατροπή ληκτότητας, μετατροπή κινδύνου, ρευστότητα και αποτίμηση
- Ομοιογενείς προσδοκίες
  - Οι επενδυτές συμφωνούν για τα μελλοντικά κέρδη και τις πιθανές διακυμάνσεις τους, (η συμπεριφορική χρηματοοικονομική εξετάζει την διαφορά των απόψεων – όχι όμως η παραδοσιακή mainstream!)
- Διαφοροποίηση
  - Μετρά τις επιπτώσεις του συνδυασμού διαφορετικών ειδών κινδύνου, (ο κίνδυνος μειώνεται όταν δεν συσχετίζεται πλήρως)



# Εισαγωγή στις Θεμελιώδεις και Κεντρικές Έννοιες της Χρηματοοικονομικής

- Αποτελεσματικότητα της αγοράς
  - Πόσο σωστά κατοπτρίζει την μελλοντική αξία μιας μετοχής μια πληροφορία αναφορικά με την τιμή της; Αυτό αποτελεί πρόβλημα με δεδομένη την αβεβαιότητα της πληροφόρησης και της και την ασάφεια της φύσης της.
- Ο νόμος της μιας τιμής
  - Αν ένα νέο προϊόν μπορούσε να μιμηθεί μια ομάδα παλαιών προϊόντων, τότε η τιμή του θα έπρεπε να είναι ίδια με τη τιμή με την τιμή των παλαιών προϊόντων. Το ίδιο προϊόν δεν μπορεί να έχει δυο τιμές σε μια αποτελεσματική αγορά.

# Εισαγωγή στις Θεμελιώδεις και Κεντρικές Έννοιες της Χρηματοοικονομικής

- Εξισορροπητική κερδοσκοπία
  - Είναι η αγορά και πώληση (μιας χρηματοοικονομικής υπόσχεσης, όπως μιας μετοχής financial promise) με σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους χωρίς ανάληψη κινδύνου. Ο νόμος της μιας τιμής αναφέρει ότι δεν πρέπει να υπάρχει διαφορά στην τιμή για το ίδιο προϊόν και αυτό πρέπει να ισχύει σε μια *πραγματικά αποτελεσματική αγορά*. *Η πραγματοποίηση κέρδους απαιτεί την ανάληψη κινδύνου!*