

2013

πῦ § Á · ¼ ± Ä ¿ ´ ì Ä · Ã · ⁰ ± ¹ ± ¾ ¹ ¿ » ì³ · Ã ·  
πῦ μ À μ ½ ´ Í Ã μ É ½ · Ä · 3 ¿ Â

Tsaklanganos, Angelos

πῦ † Æ ¿ ¹ š Á Á ¹ ± ⁰ ´ ´ ·

---

<http://hdl.handle.net/11728/7348>

*Downloaded from HEPHAESTUS Repository, Neapolis University institutional repository*

ΑΓΓΕΛΟΣ Α. ΤΣΑΚΛΑΓΚΑΝΟΣ  
Ομότιμος Καθηγητής Αριστοτελείου Πανεπιστημίου Θεσσαλονίκης



# ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

ΤΟΜΟΣ ΙΙΙ

β' έκδοση

ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΙΚΟΣ

Αδελφών Κυριακίδη α.ε.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ  
ΚΑΙ  
ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

III

*Αφιερώνεται σ' ένα δυναμικό, πρωτοπόρο,  
δημιουργικό και αυτοδημιούργητο επιχειρηματία  
με σημαντικές κοινωνικές ευαισθησίες  
στον Πρόδρομο Εμφιετζόγλου.*

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ στη Β΄ έκδοση

Η έκδοση αυτή της Χρηματοδότησης και Αξιολόγησης Επενδύσεων ΙΙΙ, περιλαμβάνει πολλές διορθώσεις λαθών και συμπληρώσεις που βελτιώνουν την προηγούμενη έκδοση. Αναμορφώθηκε σημαντικά το κεφάλαιο 10 για τα Swaps ώστε να ανταποκρίνεται πλήρως στις σημερινές ανάγκες των αγορών χρήματος και κεφαλαίων. Κατεβλήθη προσπάθεια η παρουσίαση της ύλης να είναι πιά ευκρινής ενάγνωστη και κατανοητή γι' αυτό δίδονται πολλά παραδείγματα, διαγράμματα και ασκήσεις.

Το βιβλίο αυτό είναι χρήσιμο για προχωρημένους φοιτητές και σπουδαστές της Χρηματοοικονομικής των Α.Ε.Ι. και Τ.Ε.Ι. της χώρας μας αλλά και σπουδαστές άλλων σχολών και οικονομολόγους γενικότερα, και υπεύθυνους της οικονομικής διεύθυνσης των επιχειρήσεων.

Την τεχνική επιμέλεια είχε της ύλης είχε η Δέσποινα Κυριακίδη την οποία και θερμότατα ευχαριστώ. Ευχαριστώ επίσης τον Νίκο Πορφύρη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τον Δημήτρη Γαβριήλ για τα πολύτιμα σχόλια και παρατηρήσεις στο κεφάλαιο 10.

Αθήνα, Μαΐος 2006  
Άγγελος Α. Τσακλάγκανος  
Ομότιμος Καθηγητής.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΠΡΟΛΟΓΟΣ στην Α΄ έκδοση

Τα θέματα της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης ή Χρηματοδότησης και Αξιολόγησης Επενδύσεων (Financial Management, Managerial Finance) αποτελούν σημαντικό κλάδο γνώσεων και δραστηριοτήτων στην σύγχρονη επιχείρηση. Ιδιαίτερα σήμερα με την ανάπτυξη του Χρηματιστηρίου και των Κεφαλαιαγορών. Η εξεύρεση κεφαλαίων, από διάφορες πηγές χρηματοδότησης και η ρευστότητα των επιχειρήσεων αποτελούν τα μόνιμα προβλήματα των Ελληνικών Επιχειρήσεων.

Γι' αυτό στα σχετικά μαθήματα της Χρηματοδότησης και Αξιολόγησης Επενδύσεων Ι και ΙΙ και τα Ειδικά θέματα Χρηματοδότησης προσθέτουμε ένα ακόμη εγχειρίδιο με νέα θέματα όπως: τον Κίνδυνο στα Πλαίσια της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, την Ανάλυση της Μόχλευσης, την Αξιολόγηση Επενδύσεων υπό Καθεστώς Κινδύνου και Αβεβαιότητας, την θεωρία Χαρτοφυλακίου, το Κόστος Κεφαλαίου, την Κεφαλαιακή Διάρθρωση, την Μερισματική Πολιτική, τις Συγχωνεύσεις και Εξαγορές, την Ανάλυση των Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων, την Κατάσταση Ροής Μετρητών, τα Swaps κ.λπ. Καταβλήθηκε προσπάθεια να παρουσιαστούν και πολλά παραδείγματα και ασκήσεις για την καλύτερη εμπέδωση της ύλης και την πρακτική εφαρμογή των σχετικών εννοιών.

Την επιλογή και συγκέντρωση της ύλης καθώς και την αρχική ετοιμασία των περισσότερων κεφαλαίων είχε ο Ε.Μ.Υ. του Τομέα της Οικονομικής των Επιχειρήσεων, Δημήτριος Κουσενίδης, ο οποίος είναι και ο βοηθός στα μαθήματα της Χρηματοδότησης και Αξιολόγησης Επενδύσεων και έχει διδάξει επανειλημμένα τα σχετικά θέματα. Για την συμβολή του αυτή τον ευχαριστώ θερμώς. Ευχαριστίες επίσης στους: Ραφαήλ Μάρκελλο, Άγγελο Δημητριάδη, Κλαίρη Αδραχτά, Μαριάννα Στολικίδου, Ιωάννα Χάχα και τον ΕΜΥ Χαράλαμπο Σπαθή για την ετοιμασία πολλών ασκήσεων και τις παρατηρήσεις και διορθώσεις σε πολλά κεφάλαια του βιβλίου αυτού. Ευχαριστίες επίσης στην Μαρία Αποστολοπούλου και την Νατάσσα Αγγελή για την δακτυλογράφηση των χειρόγραφων.

Την επιμέλεια και τον συντονισμό της Έκδοσης είχε ο Ε.Μ.Υ. Δημήτριος Κουσενίδης. Για τα λάθη και τις παραλήψεις η ευθύνη βαρύνει αποκλειστικά εμένα.

Θεσσαλονίκη, Ιούνιος 1995  
Άγγελος Α. Τσακλάγκανος

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

Πρόλογος.....	7
---------------	---

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

#### Ο ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΣΤΑ ΠΛΑΙΣΙΑ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ

1.1. Η Λειτουργία της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης .....	15
1.2. Αντικειμενικός Σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης .....	16
1.3. Διάσταση ανάμεσα σε Διοικητικά Στελέχη και Μετόχους .....	18
1.4. Η Έννοια του Κινδύνου στη Χρηματοοικονομική Διοίκηση.....	19
1.5. Μέτρηση του Κινδύνου με τη Χρήση της θεωρίας των Πιθανοτήτων....	20
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	31
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	32

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

#### ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

2.1. Η Έννοια της Μόχλευσης .....	34
2.2. Λειτουργική Μόχλευση .....	35
2.3. Χρηματοοικονομική Μόχλευση.....	39
2.4. Καθορισμός Σημείου Αδιαφορίας ανάμεσα σε Ξένα και Ίδια Κεφάλαια	44
2.5. Ταυτόχρονη Ανάλυση Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μό- χλευσης.....	47
2.6. Ανάλυση της Μόχλευσης με τη Χρήση Αριθμοδεικτών.....	48
2.7. Γενικές Παρατηρήσεις στην Ανάλυση της Μόχλευσης.....	51
2.8. Λυμένα Προβλήματα .....	52
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	68
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	69

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

#### ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ ΥΠΟ ΤΟ ΚΑΘΕΣΤΩΣ ΤΗΣ ΑΒΕΒΑΙΟΤΗΤΑΣ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

3.1. Κίνδυνος και Επενδυτικές Αποφάσεις .....	71
3.2. Η Χρήση των Πιθανοτήτων στην Αξιολόγηση Επενδύσεων .....	72
3.3. Δέντρα Αποφάσεων (Decision Trees) .....	77
3.4. Η Μέθοδος Προσομοίωσης MONTE CARLO (Monte Carlo Simulation) .....	83
3.5. Προσαρμογή στον Κίνδυνο του Προεξοφλητικού Επιτοκίου (Risk Adjusted Discounting Rates) .....	85
3.6. Μέθοδος Ισοδυναμίας με τη Βεβαιότητα (Certainty Equivalent Method) .....	89
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ .....	93
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	94

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

#### ΘΕΩΡΙΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ ΚΑΙ ΜΟΝΤΕΛΟ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (ΜΑΚΣ)

4.1. Εισαγωγικές Έννοιες .....	96
4.2. Διαφοροποίηση απέναντι στον Κίνδυνο με Χαρτοφυλάκιο Χρεογράφων .....	100
4.3. Διαφοροποίηση κατά Markowitz .....	103
4.4. Η Γραμμή Κεφαλαιαγοράς (Capital Market Line) .....	111
4.5. Μοντέλο Αποτίμησης Κεφαλαιακών Στοιχείων (Capital Asset Pricing Model-CAPM) .....	117
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ .....	131
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	133

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5

#### ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (COST OF CAPITAL)

5.1. Εισαγωγή .....	135
5.2. Αναγνώριση των Συστατικών Στοιχείων της Κεφαλαιακής Διάρθρωσης .....	136
5.3. Μέτρηση του Κόστους των Συστατικών Στοιχείων .....	136
5.4. Συνδυασμός των Συστατικών Στοιχείων του Κόστους και Υπολογισμός	



του Σταθμικού Μέσου Όρου του Κόστους Κεφαλαίου της Εταιρίας (Weighted Average Cost of Capital - WACC) .....	148
5.5. Κόστος Κεφαλαίου και Επενδυτικές Αποφάσεις .....	152
5.6. Η Χρήση του ΜΑΚΣ στην Αξιολόγηση Επενδύσεων .....	156
5.7. Παράρτημα: Χρήση της Εξίσωσης CAPM στην Αξιολόγηση Επενδύσεων .....	158
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ .....	167
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	168

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 .....**

**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΩΝ  
(STOCK MARKET EFFICIENCY)**

6.1. Εισαγωγή .....	170
6.2. Ορισμός και Μορφές της Αποτελεσματικής Λειτουργίας των Κεφαλαιαγορών .....	171
6.3. Εμπειρική Έρευνα .....	173
6.4. Η Σημασία της Αποτελεσματικής Λειτουργίας της Αγοράς .....	176
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ .....	179
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	180

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7**

**ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ (CAPITAL STRUCTURE)**

7.1. Εισαγωγή .....	182
7.2. Οι Προτάσεις των Modigliani και Miller .....	182
7.3. Φορολογία - Συντελεστής Φόρου Εταιρικών Κερδών $T_c$ .....	184
7.4. Εταιρικοί και Προσωπικοί Φόροι .....	185
7.5. Το Κόστος Χρεοκοπίας .....	187
7.6. Άλλοι Παράγοντες που επηρεάζουν την Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	188
7.7. Συμπεράσματα που προκύπτουν από τη Διαμάχη γύρω από την Άριστη Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	189
7.8. Άλλες θεωρίες γύρω από την Κεφαλαιακή Διάρθρωση .....	190
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ .....	192
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	194

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8****ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ (DIVIDEND POLICY)**

8.1. Εισαγωγή.....	196
8.2. Τύποι Μερισμάτων.....	196
8.3. Η Σπουδαιότητα της Μερισματικής Πολιτικής.....	197
8.4. Διαδικασία Καταβολής Μερισμάτων.....	198
8.5. Εναλλακτικά Συστήματα Μερισματικής Πολιτικής.....	199
8.6. Μοντέλα Μερισματικής Πολιτικής.....	205
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	211
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	213

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 9****ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ-ΕΞΑΓΟΡΕΣ  
(MERGERS AND ACQUISITIONS)**

9.1. Εισαγωγή.....	215
9.2. Εννοιολογικός Προσδιορισμός των Συγχωνεύσεων - Εξαγορών.....	216
9.3. Οριζόντιες, Κάθετες και Ανομοιογενείς Συγχωνεύσεις.....	218
9.4. Αίτια Συγχωνεύσεων - Εξαγορών.....	219
9.5. Αξιολόγηση μιας Πιθανής Συγχώνευσης.....	223
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	228
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	230
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ 9ου ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	233
ΕΞΑΓΟΡΕΣ ΚΑΙ ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....	233

**ΚΕΦΑΛΑΙΟ 10****SWAPS**

10.1. Εισαγωγή.....	249
10.2. Currency Swaps.....	251
10.3. Interest Rate Swaps.....	260
10.4. Floating - to - floating Interest Rate Swaps (Basis Swaps).....	264
10.5. Zero Coupon Swaps.....	266
10.6. Callable, Putable, Extendable and Forward Swaps.....	271
10.7. Αποδέσμευση από μια Συμφωνία Swap.....	272
10.8. Λόγοι Εφαρμογής των Swaps.....	273
10.9. Τιμολόγηση των Swaps.....	274

10.10. Ανάλυση του Κινδύνου μιας Συμφωνίας Swap .....	281
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	295
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	297

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 11

### ΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΡΟΗΣ ΜΕΤΡΗΤΩΝ (CASH FLOW STATEMENT)

11.1. Εισαγωγή.....	299
11.2. Σκοπός Σύνταξης της Κατάστασης Ροής Μετρητών .....	300
11.3. Τρόπος Σύνταξης της Κατάστασης Ροής Μετρητών .....	301
11.4. Άμεση ή Έμμεση Μέθοδος .....	304
11.5. Τελικές Παρατηρήσεις .....	305
11.6. Γενική Μορφή της Κατάστασης Ροής Μετρητών.....	306
11.7. Λυμένα Παραδείγματα .....	308
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	352
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	353

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 12

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ - ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ

12.1. Εισαγωγή.....	355
12.2. Κεφαλαιακές Ροές.....	356
12.3. Ανάλυση Αριθμοδεικτών .....	366
12.4. Δείκτες Ρευστότητας και Υποχρεώσεων.....	367
12.5. Σχέσεις μεταξύ των Δεικτών .....	376
12.6. Τελικά Σχόλια .....	378
12.7. Ανακεφαλαίωση Χρηματοοικονομικών Δεικτών .....	379
ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	431
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	433

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 13

<b>ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΣ ΣΧΕΔΙΑΣΜΟΣ &amp; ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ.....</b>	<b>437</b>
13.1. Εισαγωγή.....	437
13.2. Διαδικασία Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού .....	439
13.3. Προβλέψεις Πωλήσεων.....	440
13.4. Χρηματοοικονομικές Προβλέψεις .....	441

ΕΡΩΤΗΣΕΙΣ.....	462
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	463
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ Ι</b> .....	466
Α. ΑΣΚΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ .....	466
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	506
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙ</b> .....	508
Β. ΑΣΚΗΣΕΙΣ ΚΑΙ ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ.....	508
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	539
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙΙΙ</b> .....	541
Γ. ΠΕΡΙΠΤΩΣΕΙΣ ΠΡΑΚΤΙΚΩΝ ΕΦΑΡΜΟΓΩΝ (CASE STUDIES) .....	541
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	555
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ ΙV</b> .....	557
ΑΣΚΗΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΛΥΣΗ .....	557
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ .....	636
<b>ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ V</b> .....	638
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΙ ΠΙΝΑΚΕΣ ΑΝΑΓΩΓΗΣ - (ΑΝΑΤΟΚΙ- ΣΜΟΥ).....	638