

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: η δικαιολογητική βάση της χρησιμοποίησής του στον προσδιορισμό της μετοχικής αξίας και μια συνοπτική παρουσίαση του περιεχομένου της παρούσας εργασίας	1
2. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: Εννοιολογική οριοθέτηση των όρων ταμειακή ροή, λειτουργική ταμειακή ροή και ελεύθερη ταμειακή ροή	7
2.1 Ταμειακή Ροή: εννοιολογική οριοθέτηση και η σημασία της στην λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων.	8
2.2 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές: εννοιολογική οριοθέτηση, μέθοδος υπολογισμού και μορφές δημοσιοποίησης.	9
2.2.1 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές: εισαγωγικές παρατηρήσεις και εννοιολογική οριοθέτηση.	9
2.2.2 Λειτουργικές ταμειακές ροές: μέθοδοι υπολογισμού και μορφές δημοσιοποίησης (δημοσίευσης).	11
2.2.2.1 Μέθοδοι υπολογισμού λειτουργικών ταμειακών ροών.	11
2.2.2.2 Μορφές δημοσιοποίησης (δημοσίευσης) λειτουργικών ταμειακών ροών και ερμηνεία	12
2.2.3 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές: προσεγγίσεις εκτίμησης και μέθοδοι πρόβλεψης του μελλοντικού ύψους τους.	21
2.2.4 Λειτουργικές Ταμειακές Ροές: συμπερασματικά σχόλια	25
2.3 Ελεύθερες Ταμειακές Ροές: η σύνδεση με τις λειτουργικές ταμειακές ροές, εννοιολογική οριοθέτηση και ιστορική αναδρομή της χρησιμοποίησης του όρου στον προσδιορισμό αξίας εταιρείας – στόχου.	25
2.3.1 Η σύνδεση των λειτουργικών ταμειακών ροών με τις ελεύθερες ταμειακές ροές	25
2.3.2 Εννοιολογική οριοθέτηση του όρου ελεύθερες ταμειακές ροές	27
3. Ιστορική Αναδρομή στο Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στο πλαίσιο της διεθνούς βιβλιογραφίας και η επιλογή της εκδοχής που θα χρησιμοποιηθεί στην παρούσα εργασία	29
3.1 Ιστορική αναδρομή της χρησιμοποίησης του όρου Ελεύθερη Ταμειακή Ροή στον προσδιορισμό της μετοχικής αξίας εταιρείας – στόχου στο πλαίσιο της διεθνούς βιβλιογραφίας.	30
3.2 Η επιλογή του εννοιολογικού περιεχομένου των μεγεθών F.C.F.Fj και F.C.F.Ej που θα χρησιμοποιηθούν στην μαθηματική διατύπωση και στην υπολογιστική πτυχή προσδιορισμού της μετοχικής αξίας της εταιρείας – στόχου	49

4. Η θεμελιώδης σχέση του Μοντέλου των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών με το βασικό μοντέλο αξιολόγησης επενδύσεων σε πάγια στοιχεία – της καθαρής παρούσας αξίας (ΚΠΑ)	55
5. Μαθηματική Διατύπωση και Υπολογιστική Πτυχή της Έμμεσης και Άμεσης Προσέγγισης του Μοντέλου των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών στον προσδιορισμό της μετοχικής αξίας της εταιρείας – στόχου	63
5.1 Μαθηματική διατύπωση και υπολογιστική πτυχή της Έμμεσης Προσέγγισης	64
5.1.1 Μαθηματική διατύπωση της έμμεσης προσέγγισης	64
5.1.2 Υπολογιστική πτυχή έμμεσης προσέγγισης με την βοήθεια ενός υποθετικού αριθμητικού παραδείγματος	72
5.2 Μαθηματική διατύπωση και υπολογιστική πτυχή της άμεσης προσέγγισης	76
5.2.1 Μαθηματική διατύπωση της άμεσης προσέγγισης	76
5.2.2 Υπολογιστική πτυχή της άμεσης προσέγγισης με την βοήθεια ενός υποθετικού αριθμητικού παραδείγματος.	78
5.2.2.1 Υποθέσεις και Προβλέψεις που Συνθέτουν το Υποθετικό Αριθμητικό Παράδειγμα.	78
5.2.2.2 Εκτίμηση του Μεγέθους $F.C.FE_j$ ($j = 2020, 2021, \dots, 2024$) για επιχειρηματική δραστηριότητα που χρησιμοποιεί ξένα και ίδια κεφάλαια.	79
5.2.2.3 Καθορισμός του Κόστους Ιδίων Κεφαλαίων ως του Κατάλληλου Ποσοστού Προεξόφλησης του Μεγέθους $F.C.FE_j$ ($j = 2020, 2021, \dots, 2024$)	85
5.2.2.4 Προσδιορισμός της Μετοχικής Αξίας της Εταιρείας «ΚΛΜ ΑΕ»	88
6. Το Μοντέλο Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού Μετοχικής Αξίας της Εταιρείας – Στόχου στο Πλαίσιο Δύο Ειδικών Περιπτώσεων Συγκριτικών Εξαγορών – Εξαγορών: Αποτίμηση απόκτησης του ελέγχου εταιρείας – στόχου και Αποτίμηση εξαγοράς εταιρείας – στόχου χρηματοδοτούμενης με σημαντικό ύψος δανειακών κεφαλαίων (της γνωστής μοχλευμένης εξαγοράς)	91
6.1 Εισαγωγικά σχόλια σχετικά με την αποτίμηση απόκτησης του ελέγχου εταιρείας – στόχου και την αποτίμηση μοχλευμένης εξαγοράς.	92
6.2 Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού Μετοχικής Αξίας στην περίπτωση Αποτίμησης του Ελέγχου της Εταιρείας – Στόχου.	94

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

6.2.1 Δικαιολογητική βάση αποτίμησης απόκτησης του ελέγχου εταιρείας – στόχου.	94
6.2.2 Προσδιορισμός της αξίας απόκτησης του ελέγχου εταιρείας – στόχου με την χρησιμοποίηση υποθετικού αριθμητικού παραδείγματος.	96
6.2.2.1 Σχετικά χρηματοοικονομικά στοιχεία για τον υπολογισμό της αξίας απόκτησης του ελέγχου της εταιρείας – στόχου «ΔΕΖ».	96
6.2.2.2 Ο προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας – στόχου «ΔΕΖ» υπό την υπάρχουσα κατάσταση.	97
6.2.2.3 Ο προσδιορισμός της αξίας της εταιρείας – στόχου «ΔΕΖ» υπό αποτελεσματική διοίκηση.	100
6.2.2.4 Ο προσδιορισμός της αξίας απόκτησης του ελέγχου της εταιρείας – στόχου	102
6.3 Το μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού Μετοχικής Αξίας στην περίπτωση Αποτίμησης της γνωστής Μοχλευμένης Εξαγοράς	103
6.3.1 Εννοιολογικά θέματα σχετικά με την αποτίμηση μιας μοχλευμένης εξαγοράς.	103
6.3.2 Σχετικά χρηματοοικονομικά στοιχεία υποθετικού αριθμητικού παραδείγματος για την μοχλευμένη εξαγορά της εταιρείας – στόχου «ΑΒΓ»	109
6.3.3 Προσδιορισμός της απόδοσης μετοχικής αξίας στο πλαίσιο της μοχλευμένης εξαγοράς της εταιρείας – στόχου «ΑΒC» με βάση την μέθοδο του εσωτερικού ποσοστού απόδοσης.	110
6.3.4 Προσδιορισμός της απόδοσης μετοχικής αξίας στο πλαίσιο της μοχλευμένης εξαγοράς της εταιρείας – στόχου «ΑΒC» με βάση την μέθοδο της προσαρμοσμένης παρούσας αξίας	115
6.3.4.1 Μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας: εννοιολογική οριοθέτηση και μαθηματική διατύπωση.	115
6.3.4.2 Μέθοδος προσαρμοσμένης παρούσας αξίας: υπολογιστική πτυχή	119
6.3.5 Απαραίτητα διευκρινιστικά σχόλια για τη καλύτερη κατανόηση της αποτίμησης μιας μοχλευμένης εξαγοράς.	122
7. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού Μετοχικής Αξίας Εταιρείας - Στόχου Ιδιωτικού Συμφέροντος στις Περιπτώσεις: πώλησης σε άλλη εταιρεία ιδιωτικού συμφέροντος, πώλησης σε εταιρεία δημοσίου συμφέροντος, πώλησης δια μέσου αρχικής δημόσιας εγγραφής	129
7.1 Εταιρείες ιδιωτικού συμφέροντος: εννοιολογική οριοθέτηση και διαδικασία προσδιορισμού της αξίας τους.	130
7.2 Προσδιορισμός αξίας εταιρείας – στόχου ιδιωτικού συμφέροντος στην περίπτωση πώλησης σε άλλη εταιρεία ιδιωτικού συμφέροντος	132

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

7.3 Προσδιορισμός αξίας εταιρείας – στόχου ιδιωτικού συμφέροντος στην περίπτωση πώλησης σε εταιρεία δημοσίου συμφέροντος	133
7.4 Προσδιορισμός αξίας εταιρείας – στόχου ιδιωτικού συμφέροντος στην περίπτωση πώλησης δια μέσου αρχικής δημόσιας εγγραφής	134
7.4.1 Ενωσιολογικό περιεχόμενο, στατιστικά στοιχεία, σπουδαιότητα και η διαδικασία της αρχικής δημόσιας εγγραφής	134
7.4.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της αρχικής δημόσιας εγγραφής	137
7.4.3 Προσδιορισμός της αξίας της αρχικής δημόσιας εγγραφής	140
7.4.3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	140
7.4.3.2 Οι βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται, για τον προσδιορισμό της αξίας της μετοχής της εταιρείας – στόχου, ομαδοποιούνται στις ακόλουθες δύο κατηγορίες:	140
7.4.3.3 Μοντέλα Σχετικής Αποτίμησης	141
7.4.3.4 Μοντέλα Απόλυτης Αποτίμησης – το μοντέλο των ελεύθερων ταμειακών ροών	144
7.4.4 Τελικές παρατηρήσεις σχετικά με την πώληση εταιρείας ιδιωτικού συμφέροντος δια μέσου αρχικής δημόσιας εγγραφής	144
8. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού Μετοχικής Αξίας Εταιρείας – Στόχου: Νεοφυούς Επιχείρησης στην Περίπτωση Χρηματοδότησης από Εταιρεία Επενδύσεων Ιδιωτικών Ιδίων Κεφαλαίων (ή Εταιρεία Επενδύσεων Ιδιωτικού Μετοχικού Κεφαλαίου)	147
8.1 Ενωσιολογικό περιεχόμενο, ιστορική αναδρομή της χρησιμοποίησης του όρου, η συμβολή τους στην ανάπτυξη της χώρας και η άρση των εμποδίων με την παροχή κινήτρων για την δημιουργία ενός ανταγωνιστικού οικοσυστήματος νεοφυών επιχειρήσεων.	148
8.2 Η διαδικασία δημιουργίας μιας «νεοφυούς επιχείρησης» και η σημαντικότητα της σύνταξης ενός ολοκληρωμένου επιχειρηματικού πλάνου δράσης	151
8.3 Πηγές χρηματοδότησης των νεοφυών επιχειρήσεων, τα συστατικά στοιχεία της αγοράς ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων και η συσχέτιση των σταδίων του κύκλου ζωής της επιχείρησης με τις εταιρείες ιδιωτικών ιδίων κεφαλαίων.	154
8.4 Εταιρείες επενδύσεων ιδιωτικών κεφαλαίων και η διαδικασία χρηματοδότησης των εταιρειών - στόχου νεοφυών επιχειρήσεων.	163
8.5 Μέθοδοι προσδιορισμού αξίας εταιρείας – στόχου: νεοφυούς επιχείρησης ιδιωτικού συμφέροντος.	166

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

8.5.1 Η σημαντικότητα (σπουδαιότητα) χρησιμοποίησης των μεθόδων	166
8.5.2 Μέθοδοι προσδιορισμού αξίας νεοφυών επιχειρήσεων: Οι πιο συχνά αναφερόμενες σε βιβλιογραφικό και πρακτικό επίπεδο μέθοδοι.	168
9. Το Μοντέλο Ελεύθερων Ταμειακών Ροών Προσδιορισμού της Μετοχικής Αξίας Εταιρείας – Στόχου, στο Πλαίσιο των Συγχωνεύσεων – Εξαγορών όταν λαμβάνεται υπόψη η Αξία της Συνέργειας	173
9.1 Η σημαντικότητα ενσωμάτωσης της αξίας της συνέργειας στον προσδιορισμό της μετοχικής αξίας εταιρείας – στόχου.	174
9.2 Η υπολογιστική διαδικασία προσδιορισμού της χρηματικής αξίας της συνέργειας	177
9.3 Προσδιορισμός της χρηματικής αξίας της συνέργειας των συνενομένων (συγχωνευμένων – εξαγοραζόμενων) εταιρειών με την βοήθεια υποθετικού αριθμητικού παραδείγματος.	178
9.3.1 Σχετικά χρηματοοικονομικά στοιχεία των συνενομένων εταιρειών «ΔΕΖ» και «ΑΒΓ»	178
9.3.2 Προσδιορισμός της αξίας των εταιρειών «ΑΒΓ» και «ΔΕΖ» ως ξεχωριστών οντοτήτων (stand – alone firms)	178
9.3.3 Προσδιορισμός της αξίας της προκύπτουσας νέας εταιρείας, «ΑΔ», από την συνένωση των εταιρειών «ΑΒΓ» και «ΔΕΖ» όταν δεν λαμβάνονται υπόψη οι μεταξύ τους συνέργειες.	180
9.3.4 Προσδιορισμός της αξίας της προκύπτουσας νέας εταιρείας, «ΑΔ», από την συνένωση των εταιρειών «ΑΒΓ» και «ΔΕΖ» όταν λαμβάνονται υπόψη οι μεταξύ τους συνέργειες.	180
9.3.5 Προσδιορισμός της χρηματικής αξίας της συνέργειας	182
9.4 Τελικά διευκρινιστικά σχόλια για την βελτίωση της υπολογιστικής διαδικασίας προσδιορισμού της χρηματικής αξίας της συνέργειας	183
10. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: Ο Ρόλος της Ταμειακής Ροής στην Μέτρηση της Επίδοσης της Επιχείρησης και το Value - Based Management	187
10.1 Η δικαιολογητική βάση χρησιμοποίησης της ταμειακής ροής στην μέτρηση της επίδοσης της επιχείρησης	188
10.2 Πρώτη φάση: η αποδοχή της αποτυχίας των παραδοσιακών δεικτών μέτρησης της επίδοσης της επιχείρησης και προτάσεις βελτίωσής τους.	189
10.2.1 Παραδοσιακοί δείκτες	189

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

10.2.2 Μειονεκτήματα των παραδοσιακών δεικτών	191
10.2.3 Προτάσεις βελτίωσης των παραδοσιακών δεικτών μέτρησης της επιτυχίας της επιχείρησης.	191
10.2.3.1 Δείκτης Equity Spread	191
10.2.3.2 Δείκτης Created Shareholder Value	192
10.2.3.3 Δείκτης Q (του καθηγητή James Tobin)	192
10.3 Δεύτερη Φάση: δείκτες μέτρησης της επίδοσης επιχείρησης με βάση την έννοια του υπολειμματικού εισοδήματος (οικονομικού κέρδους).	193
10.3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	193
10.3.2 Δείκτες EVA και MVA	193
10.3.3 Δείκτης V-formula	193
10.4 Τρίτη Φάση: δείκτες μέτρησης της επίδοσης (επιτυχίας) της επιχείρησης με βάση την έννοια της ταμειακής ροής ή δείκτες μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης με βάση την αξία (value based financial performance measurtes).	195
10.4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	195
10.4.2 Δείκτες μέτρησης της χρηματοοικονομικής επίδοσης της επιχείρησης με βάση την αξία: μια συνοπτική παρουσίαση.	197
10.4.2.1 Ο Δείκτης VROI (Value Return on Investment) του καθηγητή Alfred Rappaport	197
10.4.2.2 Ο δείκτης του ταμειακού ποσοστού απόδοσης επί της επένδυσης (cash flow return on investment, CFROI) της εταιρείας Holt Value Associates.	199
10.4.2.3 Ο δείκτης της προστιθέμενης ταμειακής αξίας (Cash Value Added, CVA)	202
10.5 Συμπερασματικά σχόλια για την μέτρηση της επίδοσης (δημιουργίας αξίας) της επιχείρησης και οι προτεινόμενες από τον συγγραφέα υπολογιστικές προσεγγίσεις στο πλαίσιο του Value - Based Management	203
11. Το Μοντέλο των Ελεύθερων Ταμειακών Ροών: Συμπερασματικά Σχόλια και Κατευθυντήριες Αρχές για την Πληρέστερη Αξιοποίησή του σε Πρακτικό Επίπεδο	207
ΕΥΡΕΤΗΡΙΟ	212