

**ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ – ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ – ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

Εισηγητής : Σωτηρόπουλος Γεώργιος

Σπουδάστριες : Κουτσοβίτη Αικατερίνη
Κυριακούλια Γεωργία



Πάτρα, 12 Ιανουαρίου 2000

ΑΡΙΘΜΟΣ
ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ 3109



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

- 1. ΠΡΟΛΟΓΟΣ «ΤΙ ΕΙΝΑΙ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ» «ΣΚΟΠΟΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ».**
- 2. ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΓΕΝΙΚΑ.**
- 3. ΑΝΑΛΥΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ «ΕΙΣΡΟΕΣ – ΕΚΡΟΕΣ».**
- 4. ΤΑΜΙΑΚΗ ΡΟΗ «ΕΚΤΙΜΗΣΗ & ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ».**
- 5. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.**
 - 5.1. ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΜΕΤΑΞΥ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
 - 5.2. ΔΑΝΕΙΑ ΑΠΟ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΧΕΣ
 - 5.3. ΔΙΚΑΙΟΓΡΑΦΑ.
- 6. ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**
 - 6.1. ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ
 - 6.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΟΡΦΗ ΑΜΙΓΟΥΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ
 - 6.3. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΟΡΦΗ ΠΡΟΘΕΣΜΙΑΚΗΣ ΠΩΛΗΣΗΣ ΤΟΥ ΕΞΟΠΛΙΣΜΟΥ.
 - 6.4. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ.
 - 6.4.1. ΜΟΡΦΕΣ ΜΙΣΘΩΣΕΩΝ
 - α) ΠΩΛΗΣΗ & ΕΠΑΝΑΜΙΣΘΩΣΗ
 - β) ΜΙΣΘΩΣΗ ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ
 - γ) ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ
- 7. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**
 - 7.1. ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ.
 - 7.2. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΔΑΝΕΙΟ.
 - 7.3. ΕΝΥΠΟΘΗΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΑΝΕΙΟ.
 - 7.4. ΕΓΓΥΗΣΕΙΣ.
 - 7.5. OPTIONS, ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ & WARRANTS.
 - 7.6. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΔΙΕΘΝΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.
 - 7.7. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ.

Πριν γίνει οποιαδήποτε αναφορά στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων θεωρείται σκόπιμο να διευκρινιστεί η έννοια του όρου επιχείρηση. Επιχείρηση είναι ένας οικονομικός οργανισμός. Οργανισμός είναι ένα σύνολο οργανωμένων ανθρώπων που εργάζονται μαζί για την ολοκλήρωση ενός κοινού σκοπού.

Κύρια χαρακτηριστικά ενός οργανισμού είναι :

- I. Έχει ένα ξεκάθαρο σκοπό. Ο σκοπός αυτός πιθανόν να εκφράζεται ως ένας στόχος ή ένα σύνολο στόχων.
- II. Απαρτίζεται από ανθρώπους.
- III. Έχει μία δική του δομή που καθορίζει και περιορίζει την συμπεριφορά των μελών του.

Όταν ένας οργανισμός έχει οικονομικό σκοπό ονομάζεται επιχείρηση. Η βασική άποψη που επικρατεί είναι πως μία επιχείρηση κατά κύριο λόγο έχει οικονομικούς σκοπούς. Έτσι με βάση αυτήν την άποψη : Επιχείρηση είναι μία οργανωμένη προσπάθεια ανθρώπων που αποσκοπεί, με την ικανοποίηση των αναγκών των πελατών της, να μεγιστοποιήσει τα κέρδη της κατά επαναλαμβανόμενο τρόπο.

Στη σημερινή σύγχρονη επιχείρηση τίθενται σκοποί, χρησιμοποιούνται πρότυπα και λαμβάνονται αποφάσεις που σκοπεύουν στην επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών της. Σαν αντικειμενικός σκοπός λαμβάνεται η μεγιστοποίηση των κερδών ανά μετοχή ή η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων, που αντιπροσωπεύεται από την τιμή της μετοχής στη χρηματιστηριακή αγορά. Η επίτευξη του αντικειμενικού σκοπού της επιχείρησης, η μεγιστοποίηση δηλαδή των κερδών ή του πλούτου του μετόχου είναι έργο των οικονομικών στελεχών. Διάφορες μέθοδοι έχουν προταθεί για την εξυπηρέτηση του σκοπού αυτού. Γενικά η διοίκηση θέτει και επιμέρους σκοπούς, λαμβάνει όμως αποφάσεις στο πλαίσιο επίτευξης του κύριου σκοπού αυτής.

Τα κέρδη μπορεί να διανεμηθούν εξ' ολοκλήρου στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος ή να διατηρηθούν εξ' ολοκλήρου στην επιχείρηση με τη μορφή του τακτικού ή έκτακτου αποθεματικού και κερδών σε νέο. Αν όμως όλα τα κέρδη διανεμηθούν στους μετόχους δεν θα ωφεληθούν από την επανεπένδυση αυτών γιατί κατά κανόνα η επιχείρηση είναι σε θέση να τοποθετεί κεφάλαια σε περισσότερο επικερδείς επενδύσεις από τους μετόχους. Αντιθέτως, αν τα κέρδη παραμείνουν όλα στην επιχείρηση θα δυσανεμίσει τους μετόχους που δεν θα εισπράξουν μερίσμα, με συνέπεια να πουλήσουν τις μετοχές τους. Η πώληση αυτή θα συμπιέσει την τιμή της μετοχής χαμηλότερα με αποτέλεσμα να στερηθεί η επιχείρηση μιας πηγής ιδίων κεφαλαίων ή τουλάχιστον να αυξηθεί το κόστος άντλησης κεφαλαίων από το επενδυτικό κοινό.

Πρέπει επίσης να συμπληρωθεί ότι οι αποσβέσεις δεν θεωρούνται κέρδη προς διανομή, έστω και αν σε περίπτωση ανάγκης μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την εξόφληση υποχρεώσεων.

Η μεγιστοποίηση των κερδών επιτυγχάνεται μέσα από δύο λειτουργίες, την παραγωγική και την χρηματοοικονομική. Η παραγωγική λειτουργία αποτελεί αντικείμενο έρευνας της οικονομικής θεωρίας της επιχείρησης που είναι γνωστή και σαν θεωρία τιμών, οριακή θεωρία, μικροοικονομική κ.τ.λ. Στη θεωρία αυτή ιδιαίτερα τονίζεται η σημασία των λειτουργιών του κόστους. Γίνεται προσπάθεια να εξηγηθεί γιατί το συγκεκριμένο επίπεδο παραγωγής είναι το καλύτερο για την επιχείρηση. Η θεωρία καταπιάνεται με την παραγωγική λειτουργία της επιχείρησης κατά την ανάπτυξη, των λειτουργιών κόστους, και σχετίζει τους συντελεστές της παραγωγής με το παραγόμενο προϊόν.

Το βασικό σημείο της θεωρίας είναι ότι η επιχείρηση θα παράγει το συγκεκριμένο αγαθό μέχρι του σημείου που το οριακό έσοδό του ισούται με το οριακό κόστος ($MR = MC$). Αξίζει δηλαδή να αυξάνεται η παραγωγή εφόσον τα επιπρόσθετα έσοδα υπερβαίνουν τα επιπρόσθετα κόστη.

Σ' αυτό το πλαίσιο φυσικά η μεγιστοποίηση των κερδών εξετάζεται σε σχέση με την παραγωγή του προϊόντος. Θα μπορούσε όμως η αρχή της μεγιστοποίησης να διερευνηθεί όχι μόνο με φόντο την άριστη παραγωγή, αλλά και το άριστο μέγεθος των ενεργητικών και την άριστη χρηματοδότησή τους. Ο χειρισμός του κόστους του χρήματος δεν θα διέφερε οποιονδήποτε άλλου χειρισμού των συντελεστών παραγωγής. Η χρηματοοικονομική θεωρία της επιχείρησης χρησιμοποιεί την παραδοσιακή τεχνική του οριακού κόστους και των οριακών εσόδων της οικονομικής θεωρίας της επιχείρησης για να απαντήσει στην ερώτηση αν η χρήση επιπρόσθετων κεφαλαίων θα αυξήσει τα κέρδη για τον κοινό μέτοχο. Θεωρεί όμως σαν οριακά έσοδα εκείνα που προκύπτουν μετά την αφαίρεση όλων των δαπανών εκτός από το κόστος της χρηματοδότησης και της απόσβεσης. Θεωρεί σαν οριακά κόστη τις πληρωμές, μόνο που πρέπει να γίνουν προς εκείνους από τους οποίους αντλήθηκε το κεφάλαιο. Με σύγκριση των οριακών αυτών μεγεθών εξάγεται η ωφελιμότητα ή όχι της επένδυσης σε νέα ενεργητικά. Αν δηλαδή η απόδοση που αναμένεται από τα ενεργητικά αυτά υπερβαίνει το κόστος άντλησης των επιπρόσθετων κεφαλαίων, η επένδυση κρίνεται συμφέρουσα να πραγματοποιηθεί. Όπως και στη θεωρία της άριστης παραγωγής, έτσι και στη θεωρία της άριστης χρηματοδότησης, η επένδυση σε νέα ενεργητικά θα συνεχίζεται μέχρι του σημείου που τα έσοδα από τις επιπρόσθετες επενδύσεις ισούται με τα κόστη της επιπρόσθετης χρηματοδότησης ($MP = MC$).

Πολλές φορές οι επιχειρηματικές αποφάσεις διακρίνονται με βάση τη λειτουργία στην οποία εμπίπτουν. Η απόφαση αύξησης της μερίδας στην αγορά της Β. Ελλάδας κατά 40% είναι απόφαση πώλησης, ενώ η επιλογή της συγκεκριμένης μεθόδου παραγωγής (και η απόρριψη άλλης) είναι απόφαση παραγωγής. Επίσης, η επιλογή του είδους των κεφαλαίων που θα χρησιμοποιηθεί, με κριτήριο τη λειτουργία στην οποία εμπίπτει, αποτελεί χρηματοοικονομική απόφαση. Η συμμετοχή των οικονομικών στελεχών στη μεγιστοποίηση των κερδών, στην οποία αποβλέπει ο προγραμματισμός της ανωτάτης διοίκησης, εκτείνεται και στους δύο άξονες ή τομείς μέσα από τους οποίους αυτή πραγματοποιείται : τον παραγωγικό και τον χρηματοοικονομικό.

Στον παραγωγικό τομέα στον οποίο η μεγιστοποίηση αποφασίζεται με συσχέτιση των συντελεστών παραγωγής με το παραγόμενο προϊόν, το οικονομικό στέλεχος συμμετέχει στην υλοποίηση των αποφάσεων μέσα από τις λειτουργίες τις σχετικές με τις ποσότητες που θα παραχθούν, τις τιμές, την επιλογή της μεθόδου παραγωγής κ.τ.λ.

Στον χρηματοοικονομικό τομέα το οικονομικό στέλεχος συμμετέχει μέσα από τον προσδιορισμό του ύψους των αναγκών σε κεφάλαια, των πηγών άντλησης αυτών και ιδιαίτερα την επιλογή της αποδοτικότερης επένδυσης.

Αρχικά θα αναφερθούμε σε κάποια ειδικά θέματα, τα οποία εμπίπτουν στο μέρος της ανάλυσης της επένδυσης, στις μορφές χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Γενικά :

Με τον όρο «Μορφές Χρηματοδότησεως» νοείται η τυπική μορφή που παίρνει η σχέση μεταξύ δανειστή και δανειζόμενου ή γενικά μεταξύ πιστωτή και χρεώστη. Ανάλογα δε με το χρόνο στον οποίο αναφέρεται η σχέση αυτή, οι μορφές χρηματοδότησεως διακρίνονται σε :

- Μορφές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησεως, και
- Μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησεως

Μορφές Βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησεως :

Οι μορφές που παίρνει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων εμφανίζονται στις Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, στον Ισολογισμό, που αναφέρονται σε :

- Υποχρεώσεις προς διάφορα φυσικά και νομικά πρόσωπα που ανήκουν στο μή τραπεζικό τομέα της οικονομίας, όπως π.χ. πιστωτής Α που δυνατό να είναι μία επιχείρηση ή στην περίπτωση αδιανέμητου κέρδους που ο πιστωτής είναι φυσικό πρόσωπο.
- Υποχρεώσεις προς τους πιστωτικούς φορείς του οικονομικού συστήματος, όπως π.χ. Δάνεια Τραπεζών.

Έτσι, οι μορφές που έχει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι οι ακόλουθες :

- Η Εμπορική Πίστη
- Τα Αξιόγραφα, και
- Τα Βραχυπρόθεσμα Δάνεια

Μορφές Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησεως της Επιχειρήσεως από το μή Τραπεζικό Τομέα της Οικονομίας :

Στο στάδιο αυτό γίνεται η υπόθεση ότι η επιχείρηση μετά από σχετική ανάλυση έχει αποφασίσει ποιά είναι η ορθή αναλογία του βραχυπρόθεσμου κεφαλαίου σε σχέση με το υπόλοιπο κεφάλαιό της. Με την υπόθεση αυτή υπόψη, ότι ακολουθεί αναφέρεται στις μορφές που είναι δυνατό να πάρει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως από το μη τραπεζικό τομέα της οικονομίας και που συνοπτικά αναφέρονται στην «Εμπορική Πίστη».

Η Εμπορική Πίστη :

Η εμπορική πίστη, γενικά, αποτελεί βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση αφού αναφέρεται στη μή άμεση καταβολή χρήματος από την πλευρά της επιχειρήσεως – αγοραστής – αλλά στην καταβολή χρήματος μετά την πάροδο ορισμένου χρόνου.

Κατά τη διάρκεια του χρόνου αυτού, ο πιστωτής είναι δυνατό να αποφασίσει την επιμήκυνση του χρόνου της πιστώσεως – αναβολή εισπράξεως – πολύ πιο εύκολα από τυπικής πλευράς, από ένα πιστωτικό ίδρυμα, π.χ. Τράπεζα, μιά που το τελευταίο ακολουθεί ορισμένες διατυπώσεις που δεν έχει να ακολουθήσει π.χ. ο προμηθευτής μίας επιχειρήσεως.

Γενικά, είναι δυνατό να λεχθεί ότι η εμπορική πίστη είναι σημαντικός παράγων για τη λειτουργία της επιχειρήσεως, αφού σε περίπτωση που η επιχείρηση επιτύχει να χορηγεί πιστώσεις σε πελάτες – αγοραστές του προϊόντος της – με μικρότερη χρονική διάρκεια, κατά μέσο όρο, από τη διάρκεια των πιστώσεων που της χορηγούν π.χ. οι προμηθευτές της, βελτιώνει τη χρηματοοικονομική θέση και τη ρευστότητά της, ενώ το κεφάλαιο είναι δυνατό να παραμένει σταθερό.

Η εμπορική πίστη παίρνει τις ακόλουθες δύο μορφές :

Ανοικτός Λογαριασμός :

Ο ανοικτός λογαριασμός, που είναι η πιο συνηθισμένη μορφή εμπορικής πίστωσης, αναφέρεται σε βραχυπρόθεσμες πιστώσεις που χορηγούνται στην επιχείρηση από τους προμηθευτές της γενικά.

Με τον ανοικτό λογαριασμό νοείται ότι ο προμηθευτής, π.χ. πρώτης ύλης, στέλνει στην επιχείρηση μία ποσότητα που συνοδεύεται με σχετικό τιμολόγιο στον οποίο αναγράφεται η ποσότητα, η τιμή μονάδας και η συνολική αξία του εμπορεύματος. Έτσι ο αγοραστής (η επιχείρηση) πιστώνει το λογαριασμό του προμηθευτή του, χωρίς να έχει υπογράψει οποιοδήποτε υποσχετικό έγγραφο για την εξόφληση της οφειλής σε ορισμένο χρόνο κ.ο.κ.

Αξιόγραφο : Συναλλαγματική – Γραμμάτιο :

Σε περιπτώσεις που δεν είναι δυνατή η ύπαρξη ανοικτού λογαριασμού μεταξύ εκείνων που συναλλάσσονται, χρησιμοποιούνται πιστωτικοί – υποχρεωτικοί – τίτλοι, όπως είναι η συναλλαγματική και το γραμμάτιο, με βάση τους οποίους παρέχεται η πίστωση την επιχείρηση, αφού η τελευταία αναλάβει την υποχρέωση να εξοφλήσει την οφειλή της σε καθορισμένο χρόνο που αναγράφεται στο σχετικό υποσχετικό τίτλο.

Η βασική διαφορά μεταξύ συναλλαγματικής και γραμματίου είναι ότι η πρώτη εκδίδεται από τον πωλητή – πιστωτή – και γίνεται, σε σχέση με τους όρους της, αποδεκτή από τον αγοραστή – οφειλέτη – ενώ το δεύτερο το εκδίδει ο οφειλέτης, που υπόσχεται να εξοφλήσει την οφειλή του σε καθορισμένο χρόνο.

Προκαταβολές Πελατών :

Μία μορφή που παίρνει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως είναι η χορήγηση προκαταβολών από μέρους των πελατών της, έναντι μιας παραγγελίας.

Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση έχει στη διάθεσή της χρήμα με το οποίο μπορεί να χρηματοδοτεί την παραγωγή της, έστω και μερικά, ή την απόκτηση του είδους που έχει παραγγελθεί από πελάτη της χωρίς να χρειασθεί αύξηση στο κεφάλαιό της.

Άλλες μορφές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησεως :

Άλλες μορφές βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησεως της επιχειρήσεως είναι οι διάφορες υποχρεώσεις προς Τρίτους, όταν δεν καταβάλλονται αμέσως.

Παράδειγμα, είναι η μή άμεση απόδοση από την επιχείρηση εισφορών, του εργοδότη και των εργαζομένων σε Ασφαλιστικά Ταμεία, όπως και η μή άμεση καταβολή φόρων που οφείλει η επιχείρηση.

Επίσης, μορφή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησεως είναι και τα δημιουργούμενα κέρδη από την πραγματοποίησή τους μέχρι την απόδοσή τους στους δικαιούχους. Πιο φανερό είναι η περίπτωση αυτή στις Ανώνυμες Εταιρίες στις οποίες η διανομή, ολική ή μερική, των μερισμάτων πραγματοποιείται μετά την έγκριση του Ισολογισμού από τη Γενική Συνέλευση των μετοχών, που συνέρχονται συνηθέστερα το μήνα Απρίλιο κάθε έτους.

Στις περιπτώσεις αυτές είναι νοητό ότι η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα σχετικά ποσά μέχρι το χρόνο που τα αποδίδει στους δικαιούχους, για την εξυπηρέτηση του παραγωγικού και συναλλακτικού κυκλώματος της.

Μορφές Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησεως της Επιχειρήσεως από τον Τραπεζικό Τομέα της Οικονομίας :

Οι προηγούμενες μορφές χρηματοδότησεως μιας επιχειρήσεως δημιουργούνται μέσα στο όλο κύκλωμα λειτουργίας της. Όταν όμως δημιουργούνται δυσχέρειες για την κάλυψη των αναγκών σε κυκλοφοριακά μέσα, η επιχείρηση καταφεύγει στο Τραπεζικό Σύστημα των Εμπορικών Τραπεζών για βραχυπρόθεσμο δανεισμό.

Οι μορφές που μπορεί να πάρει ο δανεισμός αυτός είναι οι ακόλουθες :

Προεξόφληση Πιστωτικών Τίτλων :

Όπως έχει ήδη λεχθεί, η συναλλαγματική και το γραμμάτιο είναι πιστωτικοί τίτλοι που, κατά συνέπεια, υπονοούν συναλλαγή για την οποία έχει δοθεί υπόσχεση από μέρους του οφειλέτη να εκπληρώσει την υποχρέωσή του σε ορισμένο χρόνο.

Έτσι, όταν η επιχείρηση έχει στην κατοχή της συναλλαγματικές ή γραμμάτια (εισπρακτέα), σημαίνει ότι έχει χορηγήσει πιστώσεις σε πελάτες της.

Η προεξόφληση συναλλαγματικής ή γραμματίου, από μέρους της επιχειρήσεως, είναι, ή με τη μεσολάβηση τρίτου προσώπου, είσπραξη ορισμένης οικονομικής απαιτήσεως προ της λήξεώς της. Έτσι, η συναλλαγματική (συνήθως τριών μηνών) που προκύπτει από συγκεκριμένη εμπορευματική συναλλαγή μεταξύ δύο προσώπων, δηλαδή του πωλητή, πιστούχου της Τράπεζας και του αγοραστή πιστούχου ή όχι της Τράπεζας, είναι ένα κλασσικό μέσο για την πιστοδότηση των επιχειρήσεων με προσωπική ασφάλεια.

Όπως είναι νοητό, στην περίπτωση της προεξοφλήσεως συναλλαγματικής ή γραμματίου από μέρους της επιχειρήσεως, προκαλείται μετασχηματισμός στοιχείων του κυκλοφοριακού ενεργητικού, αφού μιά απαίτηση (Γραμμάτια Εισπρακτέα) μετατρέπεται σε ρευστό χρήμα (Ταμείο). Κατά συνέπεια, από την άποψη αυτή, η προεξόφληση προκαλεί αποδέσμευση και ρευστοποίηση εμπορευματικής απαιτήσεως της επιχειρήσεως, με αποτέλεσμα να επιταχύνεται η κυκλοφοριακή ταχύτητα των στοιχείων της, με ευνοϊκή επίπτωση στην όλη της αποδοτικότητα.

Από τη πλευρά των Τραπεζών, σύμφωνα με ρητή διάταξη του Καταστατικού της Τράπεζας της Ελλάδος, οι συναλλαγματικές που προσκομίζονται σ' αυτή για προεξόφληση πρέπει, εκτός από τα τυπικά στοιχεία (ω. 5325 άρθρο 1) της συναλλαγματικής, να ικανοποιούνται και τα ακόλουθα :

- α) Η προθεσμία που λήγει η συναλλαγματική να είναι μέχρι τρεις μήνες.
- β) Να υπάρχουν δύο τουλάχιστο υπογραφές προσώπων που είναι φερέγγυα, και
- γ) Η έκδοση της συναλλαγματικής να οφείλεται σε εμπορικές κατά τεκμήριο συναλλαγές.

Γενικά, η συναλλαγματική, προτού να προεξοφληθεί από την Τράπεζα, ελέγχεται σε σχέση με τα ουσιαστικά στοιχεία της πιστοδοτικής πλευράς, που είναι τα ακόλουθα :

- Αιτία για την έκδοση της συναλλαγματικής ή και του γραμματίου,
- Ικανότητα των αναφερομένων προσώπων να υποχρεωθούν εκ της συναλλαγματικής.

Τέλος, πρέπει να παρατηρηθεί ότι τα πρόσωπα που προεξοφλούν συναλλαγματικές ή γραμμάτια επιβαρύνονται με τα έξοδα που κάνει η Τράπεζα, με προμήθεια της Τραπεζής και με χαρτόσημο εάν υπάρχει υποχρέωση γι' αυτό. Βασικά όμως καταβάλλεται «Προεξόφλημα» που είναι ο τόκος ο οποίος υπολογίζεται στην ονομαστική αξία, δηλαδή, στην αξία που είναι γραμμένη στην συναλλαγματική ή το γραμμάτιο, για το χρόνο προεξοφλήσεως και προς το επιτόκιο προεξοφλήσεως (Εξωτερικό Προεξόφλημα).

Ο σχετικός μαθηματικός τύπος της εξωτερικής προεξοφλήσεως είναι ο ακόλουθος :

$$E = \frac{kv}{\Delta} = \frac{kv}{\frac{365 \text{ ή } 360}{i}} = \frac{kvi}{365 \text{ ή } 360}$$

όπου E είναι το εξωτερικό προεξόφλημα (τόκος επί της ονομαστικής αξίας της συναλλαγματικής ή του γραμματίου),

όπου k είναι η ονομαστική αξία της συναλλαγματικής ή του γραμματίου,
 όπου n είναι ο αριθμός των ημερών για τις οποίες προεξοφλείται η συναλλαγματική ή
 το γραμμάτιο,

όπου i είναι το επιτόκιο προς το οποίο γίνεται η προεξόφληση και 365 ή 360 είναι οι
 ημέρες του ημερολογιακού και του εμπορικού έτους, αντίστοιχα.

Παράδειγμα : Έστω ότι η επιχείρηση Α για λόγους εποχιακούς έχει «ταμειακή
 δυσχέρεια». Με σκοπό να καλύψει τρέχουσα ανάγκη της αποφασίζεται να προεξοφληθεί
 συναλλαγματική με ονομαστική αξία 10.000 δραχ., 20 ημέρες προτού να λήξει.

Εάν το επιτόκιο προεξοφλήσεως είναι 8%, τότε το προεξόφλημα που θα πληρώσει η
 επιχείρηση στην Τράπεζα είναι ίσο προς :

$$E = \frac{kni}{365} = \frac{10.000 \times 20 \times 0,08}{365} = 43,84 \text{ δραχ.}$$

Και το ποσό που θα εισπράξει η επιχείρηση είναι ίσο προς :

$$K - E = 10.000 - 43,84 = 9.956,16 \text{ δραχ.}$$

Εάν στη συνέχεια υποθεθεί ότι η Τράπεζα επιβαρύνει την επιχείρηση με έξοδα,
 προμήθεια και χαρτόσημο, ο σχετικός μαθηματικός τύπος είναι ο ακόλουθος :

$$A = K - \frac{kni}{365 \text{ ή } 360} - K \frac{(\theta + \epsilon)}{100} - X$$

όπου A είναι το ποσό που θα εισπράξει η επιχείρηση (παρούσα αξία της
 συναλλαγματικής ή του γραμματίου),

όπου θ είναι η προμήθεια της Τραπέζης,

όπου ϵ είναι τα έξοδα της Τραπέζης, και

όπου X είναι το χαρτόσημο

Παράδειγμα : Έστω ότι στην προηγούμενη περίπτωση προεξοφλήσεως, η Τράπεζα
 επιβαρύνει την επιχείρηση επιπλέον, με έξοδα 1%, με προμήθεια ½% και με χαρτόσημο 20
 δραχμές.

Στην περίπτωση αυτή, η επιχείρηση θα λάβει ποσό ίσο προς :

$$\begin{aligned} A &= 10.000 - \frac{10.000 \times 20 \times 0,08}{365} - 10.000 (0,005 + 0,01) - 20 = \\ &= 10.000 - 43,84 - 50 - 100 - 20 = 10.000 - 213,84 = 9.786,16 \end{aligned}$$

Ανοικτοί Λογαριασμοί :

Ο ανοικτός λογαριασμός που ονομάζεται και «Τρεχούμενος Λογαριασμός» ή και «Αλληλόχρεος Τοκοφόρος Λογαριασμός» αποτελεί μια ιδιόμορφη σύμβαση, που έχει σαν αντικείμενό της την παροχή, από μέρους μιας Τράπεζας, ορισμένης πιστώσεως σε πιστούχο της. Δηλαδή, με τον Ανοικτό Λογαριασμό η Τράπεζα έχει στη διάθεση του πελάτη – πιστούχου – της ορισμένη πίστωση που είναι ανάλογη με τις ανάγκες του. Ο δε πιστούχος πρέπει να κάνει χρήση της πιστώσεώς του σε ορισμένο χρόνο, τμηματικά ή και εξ' ολοκλήρου.

Όπως είναι νοητό, οι Τράπεζες για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων με Ανοικτούς Λογαριασμούς κάνουν μια επιλογή και έχουν σαν κριτήρια τη ρευστότητα και τη φερεγγυότητα, σε συνδυασμό με το συναλλακτικό ήθος των πιστούχων.

Έτσι, για να δημιουργηθεί ένας Ανοικτός Λογαριασμός, μια Τράπεζα απαιτεί :

- α) Το φυσικό ή νομικό πρόσωπο να είναι καταχωρισμένο στους πιστωτικούς της καταλόγους.
- β) Η όλη δραστηριότητα του πελάτη, σε σχέση με τη φύση και την έκτασή της, πρέπει να είναι σχετική με το σκοπό που δημιουργείται ο Ανοικτός Λογαριασμός.
- γ) Το πρόσωπο, στο όνομα του οποίου πρόκειται να ανοιχθεί σχετικός λογαριασμός, πρέπει να έχει την ικανότητα της υπογραφής και την ικανότητα να μεταβιβάζει συναλλαγματικές «εις διαταγήν» και πιο γενικά να έχει την ικανότητα να συνάπτει πράξεις που είναι δυνατό να περιληφθούν στον Ανοικτό Λογαριασμό.
- δ) Να υπογράψει αντίστοιχη σύμβαση δανεισμού.

Οι τρόποι με τους οποίους χορηγούνται πιστώσεις, σε διάφορα πρόσωπα από μέρους των Τραπεζών, με Ανοικτό Λογαριασμό, είναι οι ακόλουθοι :

- α) Με προσωπική ασφάλεια, δηλαδή, με βάση απλή σύμβαση δανείου. Στην περίπτωση αυτή οι Ανοικτοί Λογαριασμοί ονομάζονται «Ακάλυπτοι» ή γενικά «Ανοικτοί Λογαριασμοί επί προσωπική ασφαλεία».
- β) Με εμπράγματη ασφάλεια. Στην περίπτωση αυτή οι Ανοικτοί Λογαριασμοί ονομάζονται «Κεκαλυμμένοι» ή «Ηγγυημένοι» ή γενικά «Ανοικτοί Λογαριασμοί επί εμπραγμάτων ασφαλεία».

Σαν εγγυημένοι ανοικτοί λογαριασμοί χαρακτηρίζονται :

- Τα δάνεια και οι ανοικτοί λογαριασμοί με ενέχυρο εμπορεύματα, ή και χρεόγραφα,
- Οι προκαταβολές επί φορτωτικών, γενικά,
- Οι ενέγγυες πιστώσεις εξωτερικού και εσωτερικού,
- Οι ασφαλιζόμενοι με υποθήκη ακινήτου.

Εκτός από την τελευταία περίπτωση, οι εγγυήσεις αυτές παρέχονται, βασικά, με ιδιωτικό έγγραφο, ενώ στην τελευταία περίπτωση απαιτείται συμβολαιογραφικό έγγραφο. Επίσης, απαιτείται η παράδοση στο δανειστή του πράγματος που χρησιμεύει σαν ενέχυρο.

Τέλος, οι χορηγούμενες πιστώσεις των Τραπεζών προς τα φυσικά ή νομικά πρόσωπα, με ανοικτούς λογαριασμούς, είναι δυνατό να έχουν την ακόλουθη μορφή :

Πιστώσεις με εγγυήσεις Δικαιόγραφα :

Οι ανοικτοί αυτοί λογαριασμοί αναφέρονται σε χορηγήσεις πιστώσεων έναντι προεξοφλήσιμων συναλλαγματικών. Οι χορηγήσεις αυτές έχουν την ονομασία «Ανοικτοί Λογαριασμοί έναντι εγγυήσεων δια δικαιογράφων εις διαταγήν» και διακρίνονται στις ακόλουθες δύο κατηγορίες :

- Σε χορήγηση πιστώσεων έναντι συναλλαγματικών που είναι δυνατό να προεξοφληθούν. Η περίπτωση αυτή αναφέρεται βασικά σε χορήγηση πιστώσεων σε μεγάλες βιομηχανικές επιχειρήσεις που έχουν σημαντικό χαρτοφυλάκιο προεξοφλήσιμων συναλλαγματικών ή γραμματίων. Το πλεονέκτημα που έχουν οι χορηγήσεις αυτές είναι ότι η επιχείρηση παίρνει μόνο το ποσό που της χρειάζεται και όχι σχεδόν ολόκληρο το ποσό της συναλλαγματικής, όπως αυτό συμβαίνει στην προεξόφληση.
- Σε χορήγηση πιστώσεων για την κάλυψη αναγκών σε κεφάλαιο κινήσεως βιομηχανικών επιχειρήσεων. Δηλαδή, πιστώσεις για την πραγματοποίηση αγοράς πρώτων υλών κ.ά. με βάση συναλλαγματική ευκολία μέχρις έξι μηνών και με ανάλογη, προς το ποσό της πιστώσεως, ως φερέγγυα δεύτερη υπογραφή.

Στην περίπτωση αυτή είναι δυνατό η Τράπεζα να ζητήσει πρόσθετες εγγυήσεις, εάν η επιχείρηση για λόγους εποχικότητας δεν έχει σημαντικό εμπορικό χαρτοφυλάκιο, όπως π.χ. υποθήκη ακινήτου, ενέχυρο εμπορεύματος κ.ά.

Προϋπόθεση για τις δύο πιο πάνω χορηγήσεις, από μέρους μιας Τράπεζας, είναι η υπογραφή σχετικής συμβάσεως και παράδοση, από την πλευρά του πιστούχου, συναλλαγματικών αντίστοιχης αξίας και φερεγγυότητας που είναι οπισθογραφημένες σε διαταγή της Τράπεζας με τη ρήτρα «Αξία λόγω ενεχύρου» ή «Αξία λόγω ασφαλείας».

Δάνεια με ενέχυρο εμπορεύματα :

Τα δάνεια αυτά ονομάζονται και «Προκαταβολαί επ' ενεχύρω εμπορευμάτων», αφού η Τράπεζα προκαταβάλλει ένα μέρος από την αξία του εμπορεύματος που έχει χρησιμοποιηθεί σαν ενέχυρο, ή ανάλογα με την περίπτωση, ονομάζονται και «Πιστώσεις έναντι ενεχυρογράφων Γενικών Αποθηκών».

Στην τελευταία περίπτωση ο πιστούχος της Τράπεζας έχει αποθηκεύσει το ενέχυρο – εμπόρευμα – στις «Γενικές Αποθήκες». Οι Γενικές Αποθήκες είναι Ανώνυμη Εταιρία με σκοπό να δέχεται για εναπόθεση ξένα εμπορεύματα με αμοιβή, για ορισμένο χρόνο (Ν.Δ. 3077/1954) και που για το λόγο αυτό χορηγείται σχετικό «Ενεχυρόγραφο – Warrant» στον κύριο του εμπορεύματος.

Αυτό, σε αναδιαστολή με τις περιπτώσεις που ο πιστούχος της Τράπεζας έχει παραδώσει το ενέχυρο – εμπόρευμα – στην Τράπεζα, ή σε Τρίτο Πρόσωπο που είναι κοινής εμπιστοσύνης (θεματοφύλακας).

Τέλος, πρέπει να τονισθεί ότι τα εμπορεύματα που γίνονται δεκτά σαν ενέχυρο πρέπει να έχουν ορισμένα χαρακτηριστικά, π.χ. να μην έχουν αξία ευμετάβλητη, να ρευστοποιούνται εύκολα κ.ά.

Προκαταβολές επί φορτωτικών εσωτερικού και εξωτερικού :

Η περίπτωση αυτή αφορά σε πιστώσεις Τραπεζών που χορηγούνται για τη διευκόλυνση του εσωτερικού και εξωτερικού εμπορίου, με βάση την προεξόφληση των σχετικών φορτωτικών, που αποτελούν εμπορεύσιμο πιστωτικό τίτλο σε διαταγή, ο οποίος συχνά κυκλοφορεί όπως η συναλλαγματική, αν και αντιπροσωπεύει εμπόρευμα και όχι χρήμα.

Όταν οι πιστώσεις αυτές αναφέρονται στο εξαγωγικό εμπόριο έχουν το όνομα «Πιστώσεις προς εξαγωγείς ηγγυημένοι διά φορτωτικών εξωτερικού».

Δάνεια με ενέχυρο χρεογράφων :

Τα δάνεια με ενέχυρο χρεόγραφα είναι από τις πιο συνηθισμένες μορφές δανεισμού και προκαλούν την ενεργοποίηση των επενδύσεων της επιχειρήσεως σε χρεόγραφα.

Τα δάνεια αυτά χορηγούνται από τις Τράπεζες :

- Ή με τη μορφή πιστώσεων με ανοικτό λογαριασμό, όπως σε περίπτωση που οι πιστώσεις επαναλαμβάνονται,
- Ή με απλό δανεισμό που πραγματοποιείται μία φορά.

Όσο αφορά τους Ανοικτούς Λογαριασμούς, γενικά, είναι δυνατό να λεχθεί ότι αναφέρονται σε Τραπεζικές πιστώσεις βραχυπρόθεσμες, μέχρι έξι μηνών. Η παράταση του χρόνου αυτού είναι δυνατό να πραγματοποιείται με υπογραφή πρόσθετων πράξεων, η δε κίνηση του Ανοικτού Λογαριασμού πραγματοποιείται βασικά, με επιταγές σε βάρος του λογαριασμού και σπάνια με ένταλμα πληρωμής του πιστούχου, δηλαδή με προσωπική ανάληψη χρήματος.

Από γενική σκοπιά, η χρήση των Ανοικτών Λογαριασμών παρουσιάζει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα :

- α) Γενικεύει τη διεξαγωγή των εμπορικών συναλλαγών με το πιστωτικό ή διαφορετικά το λογιστικό χρήμα και έτσι περιορίζει την ποσότητα του χαρτονομίσματος την αναγκαία για τη διενέργεια όλων των συναλλαγών.
- β) Απαλλάσσει τις επιχειρήσεις από τυχόν αδράνεια του κεφαλαίου τους, όπως και από την επιβάρυνσή τους με σχετικούς τόκους. Αυτό γιατί οι επιχειρήσεις έχουν την ευχέρεια να καταθέτουν σε πίστωση του Ανοικτού Λογαριασμού τους τα κεφάλαια που αδρανούν και τα οποία μπορούν, όταν αυτό χρειασθεί, να τα αναλάβουν χωρίς πρόσθετη διαδικασία. Όφελός τους ασφαλώς θα είναι οι σχετικοί τόκοι.
- γ) Μειώνει την επιβάρυνση των επιχειρήσεων με χαρτόσημο που θα πλήρωναν σε κάθε πραγματοποίηση δανείου, και

- δ) Κάνει δυνατή τη χορήγηση πιστώσεων στις επιχειρήσεις, από μέρους των Τραπεζών, όταν έχουν εξαντληθεί οι άλλες δυνατότητες για χορήγηση πιστώσεων, όπως π.χ. με την προεξόφληση συναλλαγματικών κ.ά.

Εγγυητικές Επιστολές Τραπεζών :

Τέλος, πρέπει να σημειωθεί και το γεγονός ότι οι Τράπεζες έχουν τη δυνατότητα να διευκολύνουν τις συναλλαγές, γενικά, με τη χορήγηση από μέρους τους εγγυητικών επιστολών.

Η εργασία αυτή των Τραπεζών είναι πολύ σημαντική, βασίζεται στην «Πίστη» των Τραπεζών σαν Ιδρυμάτων και χρησιμεύει σαν μέσο για την πραγματοποίηση συναλλαγών μεταξύ τρίτων προσώπων, από τα οποία εκείνο το πρόσωπο που έχει την εγγύηση της Τράπεζας είναι πελάτης της.

Εκτός και από άλλες περιπτώσεις που δεν θα αναφερθούν, οι Τράπεζες χορηγούν εγγυητικές επιστολές :

- α) Για λογαριασμό φυσικών και νομικών προσώπων που έχουν δανεισθεί από ιδιώτη ή άλλη Τράπεζα.
- β) Για λογαριασμό Πρακτορείων Ατμοπλοϊκών ή άλλων συγκοινωνιακών μέσων, για την παράδοση εμπορεύματος που έχει αφιχθεί χωρίς να προσκομισθεί η σχετική φορτωτική, για την οποία εγγυάται η Τράπεζα ότι θα προσκομισθεί σε μεταγενέστερο χρόνο.
- γ) Σε Οίκος ή Τράπεζες του Εξωτερικού, για τη διασφάλιση δανείων σε εμπόρευμα ή για την εισαγωγή κεφαλαίων από τη χώρα του εξωτερικού.
- δ) Σε Τράπεζες και άλλους Τραπεζικούς Οργανισμούς, για την κάλυψη ανοιγμάτων λογαριασμών ή για την παροχή πιστώσεων σε επιχειρήσεις ή σε Υποκαταστήματά τους που ελέγχονται από Οίκους που έχουν την έδρα τους στη χώρα όπου εδρεύει η εγγυήτρια Τράπεζα.
- ε) Για λογαριασμό εμπορικών ή βιομηχανικών επιχειρήσεων, για τις οποίες η Τράπεζα εγγυάται την καλή εκτέλεση παραγγελίας που έχει δοθεί σε αυτές από επιχείρηση του εξωτερικού.

Για να χορηγηθεί εγγυητική επιστολή από μέρους μίας Τράπεζας, σε ενδιαφερόμενο φυσικό ή νομικό πρόσωπο, χρειάζεται σχετική αίτηση από μέρους της επιχειρήσεως που ενδιαφέρεται. Στην αίτηση αυτή εξηγείται η περίπτωση που πρόκειται να καλύψει η αιτούμενη εγγύηση της Τράπεζας και αναφέρονται οι «Αντασφάλειες» που παρέχει η επιχείρηση στην Τράπεζα για την κάλυψη της τελευταίας.

Οι αντασφάλειες είναι δυνατό να αναφέρονται :

- Σε δέσμευση καταθέσεων που έχει η επιχείρηση ή άλλο πρόσωπο που δέχεται τη δέσμευση, στην εγγυήτρια Τράπεζα,
- Σε κατάθεση της επιχειρήσεως σε μετρητά στην εγγυήτρια Τράπεζα και τη δέσμευση της καταθέσεως αυτής που είναι ισόποση με την αξία της εγγυήσεως της Τράπεζας,

- Σε δέσμευση μέρους ελεύθερης προεξοφλητικής πιστώσεως. Η περίπτωση αυτή αφορά σε πιστούχο της Τράπεζας που αντί άλλης ασφάλειας έχει προεξοφλήσιμες συναλλαγματικές,
- Σε παροχή ενέχυρου εμπραγμάτων ασφαλειών, π.χ. ενέχυρο εμπορευμάτων, χρεογράφων κ.ά.

Μορφές Μακροπρόθεσμης Χρηματοδότησεως :

Οι μορφές που μπορεί να πάρει η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είναι δυνατό να διακριθούν σε δύο κατηγορίες :

- Στην εσωτερική χρηματοδότηση, και
- Στην εξωτερική χρηματοδότηση.

Με τον όρο εσωτερική χρηματοδότηση νοούνται οι μορφές χρηματοδότησεως που αναφέρονται :

- Στο μετοχικό κεφάλαιο εφόσον πρόκειται για Ανώνυμη Εταιρία κ.ο.κ.
- Στα αποθεματικά, και
- Στις αποσβέσεις.

Ενώ, με τον όρο εξωτερική χρηματοδότηση νοούνται οι μορφές χρηματοδότησεως που αναφέρονται :

- Στο μακροπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο, και
- Στο μεσοπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο της επιχειρήσεως.

Εσωτερική Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων :

Όπως έχει ήδη λεχθεί, η εσωτερική χρηματοδότηση της επιχειρήσεως αναφέρεται στο Ίδιο Κεφάλαιο της επιχειρήσεως, στα Αποθεματικά και τις Αποσβέσεις. Επίσης, έχει λεχθεί, ότι το Ίδιο Κεφάλαιο της επιχειρήσεως μεταβάλλεται ανάλογα με τη νομική μορφή της. Όσο δε αφορά στο μετοχικό κεφάλαιο των Ανώνυμων Εταιριών που αποτελείται από μερίδια – μετοχές - είναι δυνατό να προστεθεί ότι η διάθεση των νέων μετοχών μίας Ανώνυμης Εταιρίας μπορεί να γίνει :

- Στο ευρύ κοινό με δημόσια εγγραφή,
- Μόνο στους υπάρχοντες μετόχους,
- Στο ευρύ κοινό και στους υπάρχοντες μετόχους,
- Με εισαγωγή ενός μικρού αριθμού νέων μετοχών στο Χρηματιστήριο με σκοπό την πώλησή τους, μετά από σχετική άδεια του Χρηματιστηρίου.

Η συμμετοχή στην ιδιοκτησία μιας Ανώνυμης Εταιρίας, που διαιρείται σε μερίδια, αποδεικνύεται με πιστοποιητικά που έχουν οι μέτοχοι. Ένα τέτοιο πιστοποιητικό είναι δυνατό να αντιπροσωπεύει οποιοδήποτε αριθμό μετοχών.

Κάθε μετοχή είναι δυνατό να έχει δύο τιμές. Την «Ονομαστική» και την «Τιμή Αγοράς». Η ονομαστική είναι η τιμή που αναγράφεται στα βιβλία της Εταιρίας και είναι δυνατό να υπολογισθεί με τη διαίρεση του μετοχικού κεφαλαίου δια του αριθμού των μετοχών. Η τιμή αγοράς μιας μετοχής αναφέρεται στη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής, δηλαδή, στην τιμή που έχει η μετοχή στο Χρηματιστήριο Αξιών, όπου οι μετοχές και άλλοι τίτλοι αγοράζονται και πωλούνται καθημερινά από τους ενδιαφερόμενους με αποτέλεσμα, ανάλογα με την προσφορά και τη ζήτηση για τη συγκεκριμένη μετοχή, να κυμαίνεται ή τιμή της στο Χρηματιστήριο.

Ασφαλώς, η προσφορά και η ζήτηση για τη συγκεκριμένη μετοχή στο Χρηματιστήριο επηρεάζεται βασικά από τα προσδοκώμενα κέρδη της συγκεκριμένης επιχειρήσεως.

Ο τρόπος που εισάγονται οι μετοχές στο Χρηματιστήριο Αθηνών, όπως και η διαγραφή τους, διέπονται από σχετική νομοθεσία για την οποία γίνεται ανάπτυξη στο επόμενο μέρος του Κεφαλαίου αυτού.

Εξωτερική Χρηματοδότηση των Επιχειρήσεων :

Έχει λεχθεί ότι η εξωτερική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων αναφέρεται στο μακροπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο της επιχειρήσεως, που αφορά στο χρονικά αντίστοιχο δανεισμό της.

Ο δανεισμός αυτός είναι δυνατός με τους ακόλουθους τρόπους :

Ομολογιακά Δάνεια :

Η έκδοση ομολογιακών δανείων είναι μία μορφή δανειοδοτήσεως, των μεγάλων κυρίως επιχειρήσεων, με κεφάλαια τέτοιου ύψους που δεν είναι δυνατό να ευρεθούν με άλλο τρόπο.

Η ομολογία είναι τίτλος – χρεόγραφο – που αντιπροσωπεύει ποσό το οποίο έχει χορηγηθεί σαν δάνειο στην επιχείρηση και κατά συνέπεια αντιπροσωπεύει οφειλή της επιχειρήσεως. Στην ομολογία είναι γραμμένο το ποσό του δανείου, το επιτόκιο με το οποίο υπολογίζεται ο τόκος του δανείου, η τιμή στην οποία εξοφλούνται οι ομολογίες, ο χρόνος και ο τόπος που θα πληρώνεται ο τόκος, φορολογικά πλεονεκτήματα και εγγυήσεις για την εξόφληση του δανείου, η ύπαρξη δικαιώματος μετατροπής ή εξοφλήσεως προ της λήξεως του δανείου κ.ά.

Το ποσό που είναι γραμμένο στην ομολογία είναι το ονομαστικό ή διαφορετικά η «Τιμή του Αρτίου». Το ποσό που καταβάλλει ο αγοραστής της ομολογίας είναι, συνηθέστερα, διαφορετικό από την τιμή αρτίου και ονομάζεται «Τιμή Εκδόσεως» του δανείου.

Τα αίτια που οδηγούν στην έκδοση ομολογιακών δανείων είναι τα ακόλουθα :

- Αδυναμία να ευρεθούν Ίδια Κεφάλαια μεγάλου μεγέθους,

- Αδυναμία να ευρεθούν τα αναγκαία κεφάλαια από άλλες πηγές χρηματοδότησεως, με τους όρους που πετυχαίνει η επιχείρηση με ομολογιακό δάνειο.
- Διατήρηση του ελέγχου της επιχειρήσεως που είναι δυνατό να απολεσθεί, για τη διοίκηση που υπάρχει, με την είσοδο νέων μετοχών.

Ενώ, οι παράγοντες που συντείνουν στην επιτυχία εκδόσεως του δανείου είναι η πιστοληπτική ικανότητα της επιχειρήσεως που σχετίζεται με τη ρευστότητα και την αποδοτικότητα της. Άλλοι παράγοντες είναι η τιμή εκδόσεως του δανείου, ο τόκος του δανείου κ.ά.

Έκδοση Ομολογιακών Δανείων :

Η έκδοση των ομολογιακών δανείων γίνεται με εγγραφή των ενδιαφερομένων, συνηθέστερα, με τη μεσολάβηση μιας Τράπεζας. Επίσης, είναι δυνατή η έκδοση του δανείου χωρίς να μεσολαβήσει Τράπεζα, αλλά από την ίδια την επιχείρηση.

Σε περίπτωση που η έκδοση του ομολογιακού δανείου γίνεται με τη μεσολάβηση Τράπεζας, απαιτείται συμφωνία μεταξύ επιχειρήσεως και Τράπεζας οι όροι της οποίας δυνατό να ορίζουν :

- α) Την έκδοση του δανείου από την Τράπεζα για δικό της λογαριασμό. Στην περίπτωση αυτή, η τιμή διαθέσεως των ομολογιών θα είναι μεγαλύτερη από την τιμή που θα καταβάλλει η Τράπεζα στην επιχείρηση. Η διαφορά είναι η αμοιβή της Τράπεζας, η οποία διαθέτει τις ομολογίες σε πελάτες της.
- β) Την έκδοση του δανείου από την Τράπεζα για λογαριασμό της επιχειρήσεως. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα παίρνει προμήθεια. Η διάθεση όμως των ομολογιών δεν είναι διασφαλισμένη όπως στην προηγούμενη περίπτωση.
- γ) Την ανάληψη πρωτοβουλίας από την πλευρά της Τράπεζας για τη διάθεση των ομολογιών στην Αγορά Κεφαλαίων ή την ανάληψη του δανείου με άλλες Τράπεζες με σκοπό να καρπωθεί προμήθεια.
- δ) Την ανάληψη της εκδόσεως του δανείου από την Τράπεζα, με συμφωνία για την από μέρους της παροχής εγγυήσεως στους αγοραστές των ομολογιών, σε σχέση με την εξόφληση του δανείου και την πληρωμή των τόκων.

Πρόγραμμα για την έκδοση του δανείου :

Στην περίπτωση που αποφασίζεται η έκδοση ομολογιακού δανείου, εκπονείται στην Τράπεζα ένα Πρόγραμμα Εκδόσεως που αναφέρεται στα ακόλουθα στοιχεία :

- Στην τιμή εκδόσεως του δανείου,
- Στην ονομαστική αξία κάθε ομολογίας,
- Στο επιτόκιο του δανείου,
- Στη διάρκεια του δανείου και τον τρόπο εξοφλήσεώς του, δηλαδή, εάν το δάνειο εξοφληθεί με μία καταβολή ή με τοκοχρεωλυτικές δόσεις,
- Στον τύπο του δανείου, δηλαδή, εάν το δάνειο είναι απλό ή λαχειοφόρο,
- Στις εγγυήσεις που παρέχονται στους δανειστές – αγοραστές των ομολογιών,
- Στα προσφερόμενα φορολογικά πλεονεκτήματα,

- Στον τρόπο που θα εκδοθεί το δάνειο, δηλαδή, εάν η εγγραφή γίνει ιδιωτικά από τη δανειζόμενη επιχείρηση ή με δημόσια εγγραφή με τη μεσολάβηση Τράπεζας. Η δεύτερη περίπτωση είναι η πιο συνηθισμένη.
- Εάν οι ομολογίες είναι στον κομιστή ή ονομαστικές ή εάν είναι και των δύο αυτών κατηγοριών,
- Στο συνολικό ονομαστικό ποσό του δανείου,
- Στο χρόνο που θα εισπραχθεί η αξία των ομολογιών από εκείνους που επιθυμούν να τις αποκτήσουν, δηλαδή, εάν η είσπραξη της αξίας των ομολογιών γίνει αμέσως με την εγγραφή ή με δόσεις και σε ορισμένο χρόνο,
- Στη ρήτρα, δηλαδή, στη τιμή του συναλλάγματος, του χρυσού ή κάποιου προϊόντος, στην οποία θα γίνει η εξόφληση του δανείου.

Έκδοση Ομολογιών και Εξυπηρέτηση του Δανείου :

Μόλις η επιχείρηση λάβει το ποσό του δανείου, είναι υποχρεωμένη να χορηγήσει τις Ομολογίες στους δικαιούχους.

Οι Ομολογίες είναι δυνατό να είναι :

- Ονομαστικές ή
- Στον Κομιστή

Συνήθως, προτού να χορηγηθεί ο οριστικός τίτλος, χορηγείται ένας προσωρινός. Το δε σώμα του οριστικού τίτλου έχει αριθμό τοκομεριδίων ανάλογο προς τη χρονική διάρκεια του δανείου. Με τα τοκομερίδια οι ομολογιούχοι κάνουν είσπραξη του τόκου του δανείου σε καθορισμένο χρόνο, π.χ. στο τέλος του έτους.

Η εξυπηρέτηση του δανείου, δηλαδή, η εξόφληση του δανείου από την επιχείρηση, μπορεί να γίνει με έναν από τους ακόλουθους τρόπους :

- α) Με ετήσιες τοκοχρεωλυτικές δόσεις εις το άρτιο.
- β) Με ετήσιες τοκοχρεωλυτικές δόσεις σε τιμή διαφορετική του άρτιου.
- γ) Με κλήρωση ενός αριθμού ομολογιών, οπότε το δάνειο ονομάζεται Λαχειοφόρο.

Τα απαιτούμενα κεφάλαια για την εξόφληση του δανείου προέρχονται για μεν την πληρωμή των χρεωλυτικών δόσεων του δανείου από το Κυκλοφοριακό Δεφάλαιο της επιχειρήσεως, για δε την πληρωμή των τόκων από τα έξοδα διαχειρίσεως με την έννοια των δαπανών εκμεταλλεύσεως.

Όταν, όμως, το ποσό του ομολογιακού δανείου έχει διατεθεί σε πάγια στοιχεία της επιχειρήσεως, ενώ η εξυπηρέτηση του δανείου γίνεται από το Κυκλοφοριακό Κεφάλαιο, η επιχείρηση είναι πιθανό να υποστεί διατάραξη στη χρηματική της ισορροπία, αφού υπάρχει ο κίνδυνος να υποφέρει από ανεπάρκεια του Κεφαλαίου Κινήσεως που ήταν η αιτία του δανεισμού της. Βέβαια ο κίνδυνος αυτός μπορεί να ξεπερασθεί σε περίπτωση που τα αντλούμενα ποσά από το Κεφάλαιο Κινήσεως προέρχονται από τις αποσβέσεις του Πάγιου Κεφαλαίου της επιχειρήσεως και ιδιαίτερα των πάγιων στοιχείων που έχουν αποκτηθεί με τα έσοδα του ομολογιακού δανείου.

Η τελευταία αυτή περίπτωση έχει το μειονέκτημα ότι η απόσβεση του δανείου γίνεται σε βάρος της προσωρινής αύξησης του κεφαλαίου κινήσεως με τις αποσβέσεις, όπως προκαλεί και την επιβράδυνση του εκσυγχρονισμού των εγκαταστάσεων της επιχειρήσεως.

Έτσι, η ορθή μέθοδος για την εξόφληση του ομολογιακού δανείου είναι η χρήση κεφαλαίου που προέρχεται από τη διαφορά στην αποδοτικότητα της επιχειρήσεως προ και μετά το δανεισμό της.

Εάν στην περίπτωση αυτή δεν υπάρχει χρονική σύμπτωση, σε σχέση με το μέγεθος των αναγκαιών ποσών για την εξόφληση του δανείου (δόσεις) με τα πραγματοποιούμενα κέρδη, τότε, η μή διανομή μερισμάτων στους μετόχους της Εταιρίας είναι δυνατό να θεωρηθεί ο πιο κατάλληλος τρόπος για την εξόφληση του δανείου.

Άλλες Μορφές Εξωτερικής Μακροπρόθεσμης Χρηματοδοτήσεως των Επιχειρήσεων :

Εκτός από τα ομολογιακά δάνεια στα οποία μπορούν να καταφύγουν, βασικά, οι μεγάλες επιχειρήσεις, π.χ. στην Ελλάδα η Δ.Ε.Η., άλλες μορφές για την δανειοδότηση του συνόλου των επιχειρήσεων είναι τα μεσοπρόθεσμα (από 1 μέχρι 5 έτη) και τα μακροπρόθεσμα (από 5 έτη και πάνω) δάνεια από τον Τραπεζικό Τομέα της οικονομίας.

Στον ακόλουθο πίνακα εμφανίζονται οι χορηγήσεις των Τραπεζών προς τη Βιομηχανία και τα Μεταλλεία, σε σχέση με το χρόνο για τα έτη 1971-1976 :

Υπόλοιπα στο τέλος της περιόδου

Σε εκατομμύρια δραχμές :

Έτος	Βραχυπρόθεσμες Πιστώσεις	Μακροπρόθεσμες Πιστώσεις
1971 Δεκ.	34.582,4	17.804,4
1972 Δεκ.	40.810,3	22.852,9
1973 Δεκ.	46.105,6	28.536,9
1974 Δεκ.	59.442,3	34.335,4
1975 Δεκ.	79.394,1	42.015,1
1976 Δεκ.	99.986,8	49.985,4*

Πηγή : Τράπεζα της Ελλάδος – Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο.

* Προσωρινά στοιχεία

Μία άλλη μορφή χρηματοδοτήσεως είναι δυνατό να προέλθει από τον ιδιωτικό τομέα της οικονομίας στον οποίον ανήκουν και οι Ασφαλιστικές Εταιρίες.

Στην Ελλάδα, η δραστηριότητα των Ασφαλιστικών Εταιριών, σαν πηγή για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, είναι περιορισμένη, αφού μόνο ένα μικρό μέρος από τα κεφάλαιά τους επενδύεται σε ομολογίες ή ιδιωτικά δάνεια, ενώ το μεγαλύτερο τμήμα των κεφαλαίων Ασφαλιστικών Εταιριών επενδύεται σε περιουσιακά στοιχεία, όπως οικήματα και οικόπεδα.

Κατά συνέπεια, οι Ασφαλιστικές Εταιρίες στην Ελλάδα παίζουν ένα μάλλον μικρό ρόλο στη χρηματοδότηση της βιομηχανίας και στην ενεργοποίηση των αποταμιεύσεων.

Τέλος, οι επιχειρήσεις στην Ελλάδα καταφεύγουν συχνά σε δανεισμό απ' ευθείας από το μή Τραπεζικό Τομέα της οικονομίας και όπως έχει παρατηρηθεί, οι εξωτραπεζικοί δανειστές δυνατό να είναι μέλη της οικογένειας, φίλοι ή άλλα άτομα που γνωρίζουν τις υποθέσεις της επιχειρήσεως και που έχουν εμπιστοσύνη από χαρακτήρα και την ικανότητα της Διοικήσεώς της.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα που έχουν οι μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδοτήσεως των επιχειρήσεων :

Προτού να γίνει η επιλογή της κατάλληλης αναλογίας του Ίδιου προς το Ξένο Κεφάλαιο της επιχειρήσεως, όπως και ο κατάλληλος – optimum – συνδυασμός των μορφών χρηματοδοτήσεως για την επιχείρηση, σωστό είναι να γίνει μια εκτίμηση των «υπέρ» και των «κατά» που παρουσιάζει κάθε μορφή χρηματοδοτήσεως.

Τα ακόλουθα αναφέρονται γενικά στο Ίδιο και το Ξένο Κεφάλαιο της επιχειρήσεως :

α) Το Ίδιο Κεφάλαιο δεν προκαλεί επιβάρυνση της επιχειρήσεως με τόκους, όπως την επιβαρύνει το ξένο κεφάλαιο.

Αυτό είναι πιο σημαντικό σε περιόδους που η επιχείρηση δεν έχει πραγματοποιήσει κέρδη, αφού η έλλειψη κερδών και η ύπαρξη υποχρεώσεως για πληρωμή τόκων θα κάνει τη θέση της επιχειρήσεως πιο δύσκολη.

β) Εάν η επιχείρηση θεμελιωθεί με δικά της κεφάλαια, τότε σε μεταγενέστερες περιόδους θα είναι πιο εύκολο να εύρει το αναγκαίο ξένο κεφάλαιο, αφού θα παρουσιάζει μεγάλη φερεγγυότητα.

Αντίστροφα, όταν από την αρχή χρησιμοποιηθούν Ξένα Κεφάλαια στην επιχείρηση, με δυσαναλογία προς το Ίδιο Κεφάλαιο, η επιχείρηση θα εμφανίζεται λιγότερο φερέγγυος με συνέπεια να μην ευρίσκει εύκολα πρόσθετο αναγκαίο ξένο κεφάλαιο.

γ) Εκτός περιόδων ανθίσεως, οπότε η επιχείρηση έχει μεγάλα κέρδη και αυτοχρηματοδοτείται σε άλλες περιόδους είναι δύσκολο να καλύπτονται οι ανάγκες της με Ίδια Κεφάλαια, αφού τα τελευταία δεν υπάρχουν ή και δεν διατίθενται απεριόριστα από μεμονωμένα άτομα.

Και όταν όμως υπάρχουν κέρδη στην επιχείρηση δεν είναι γνωστό εάν τα κέρδη που θα πραγματοποιηθούν είναι αρκετά για την κάλυψη των αναγκών της επιχειρήσεως, αλλά και η πολιτική επενδύσεων της επιχειρήσεως δεν μπορεί να εξαρτάται από την πραγματοποίηση ισόποσων κερδών.

Για να έχει η επιχείρηση μεγαλύτερη ευκαμψία στις αποφάσεις της και για να μη συσσωρεύονται μεγάλα χρηματικά ποσά στην επιχείρηση με τη μη διανομή των κερδών, η προσφυγή στο Ξένο Κεφάλαιο αποτελεί τη λύση

δ) Οι αποσβέσεις είναι μέσο αυτοχρηματοδότησεως.

Όμως, επειδή αναφέρονται στη φθορά των πάγιων στοιχείων της επιχειρήσεως και κατά συνέπεια στην ανανέωσή τους διαχρονικά, οι αποσβέσεις δεν είναι δυναμικό στοιχείο για την ανάπτυξη της επιχειρήσεως όπως είναι το Ίδιο και ιδιαίτερα το Ξένο Κεφάλαιό της.

ε) Το Ίδιο Κεφάλαιο της επιχειρήσεως, γενικά, συνδέεται με την αποδοτικότητα της επιχειρήσεως, αφού αμοίβεται με το κέρδος, ενώ το Ξένο Κεφάλαιο δεν συνδέεται άμεσα με την αποδοτικότητα της επιχειρήσεως αφού αμοίβεται και όταν δεν υπάρχουν κέρδη.

ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η ανάλυση των επενδύσεων είναι η μέθοδος που καθιστά δυνατή τη σύγκριση των διαφόρων προτάσεων με μέτρηση των προσδοκώμενων ωφελειών και συσχέτιση αυτών προς την απαιτούμενη δαπάνη της επένδυσης. Πρέπει λοιπόν να αναπτύξουμε λεπτομερέστατα και ευρύτερα τη διαδικασία που ακολουθείται από τη στιγμή που γεννάται η πρόταση επένδυσης μέχρι την επιλογή, μέσω ανάλυσης, μίας από αυτές.

Συνήθως, η πρόταση επένδυσης πηγάζει από ένα πραγματικό πρόβλημα που μπορεί να σχετίζεται με τις τεχνολογικές βελτιώσεις, με την εκτέλεση των παραγγελιών εντός ζητούμενων χρονικών ορίων κ.τ.λ.

ΕΚΡΟΕΣ – ΕΙΣΡΟΕΣ

Οι Εκροές :

Ο προϋπολογισμός των κεφαλαιουχικών επενδύσεων, που περιλαμβάνει δαπάνη για τη δημιουργία εισοδήματος για σειρά ετών, διαφέρει των ετησίων (λειτουργικών) προϋπολογισμών κατά το ότι οι δαπάνες αυτών δεν παράγουν εισόδημα για περίοδο μεγαλύτερη του έτους, από τότε που καταναλώθηκαν. Από τις δύο ροές των μετρητών, η παραγωγική επένδυση περιλαμβάνει το σύνολο των εξόδων από την έναρξη εκτέλεσης του προγράμματος μέχρι την έναρξη εισροής μετρητών από τη λειτουργία του. Οποιοδήποτε δηλαδή έξοδο που δεν θα είχε δημιουργηθεί την περίοδο αυτή, αν δεν είχε πραγματοποιηθεί η επένδυση, θα επιβαρύνει αυτή. Το συνολικό αυτό ποσό καλείται και αρχική επένδυση. Στο προηγούμενο αριθμητικό παράδειγμα η αρχική επένδυση υπολογίσθηκε στο ύψος των 360.000 δραχμών. Επίσης υπολογίσθηκε η παρεχόμενη διαφορετική φορολογική προστασία από τις αποσβέσεις των δύο μηχανών και προσαρμόστηκαν οι προσδοκώμενες ταμιακές ροές τους για να αντανakλάσουν το γεγονός αυτό. Παραστατικότερα αυτό απεικονίζεται στο διάγραμμα που ακολουθεί :

Φορολογική προστασία από αποσβέσεις :

α) Αγορά νέας μηχανής (δρχ.)

- 400.000 : ετήσια απόσβεση 40.000 δρχ.

+ 20.000 : έσοδα από πώληση παλαιάς μηχανής

+ 20.000 : οικονομίες από φόρους

β) Διατήρηση παλαιάς μηχανής

Υπόλοιπο για απόσβεση : 75.000 δρχ. Σε 5 έτη (ετήσια απόσβεση 15.000 δρχ.)

α)	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40	+40
β)	+15	+15	+15	+15	+15	0	0	0	0	0
α-β)	+25	+25	+25	+25	+25	+40	+40	+40	+40	+40
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10

Πρέπει επίσης να τονιστεί ότι αν και η επιχείρηση υπέστη ζημιά ύψους 55.000 δρχ. (75.000 δρχ. αναπόσβεστο κόστος μείον 20.000 δρχ. έσοδα από την πώληση της παλαιάς μηχανής) εξ' αιτίας της αγοράς της νέας μηχανής, δεν επιβαρύνθηκε η επένδυση με ζημιά. Αυτό γιατί η ζημιά είναι μόνο λογιστική και καμιά εκροή μετρητών (εκταμίευση) δεν έλαβε χώρα κατά την πώληση της μηχανής. Η νέα επένδυση θα αξιολογηθεί και θα κριθεί από μόνη της και όχι με βάση αποφάσεις που πάρθηκαν μερικά έτη νωρίτερα και που μπορεί να ήταν ατυχείς. Στην αγγλική ορολογία το κόστος της μηχανής που αγοράστηκε καλείται sunk cost (χαμένο κόστος), όπως και προηγουμένως είπαμε, από τη στιγμή που υπογράφεται το συμβόλαιο. Αυτό δε θα ληφθεί υπόψη κατά τη λήψη απόφασης για την αντικατάσταση της μηχανής από νεότερη, αν τυχόν την επόμενη μέρα που υπογράφηκε το συμβόλαιο εμφανισθεί άλλος πωλητής και προσφέρει νέα μηχανή η οποία επιτυγχάνει οικονομίες ορισμένου ύψους. Η μεταγενέστερη δηλαδή επένδυση θα κριθεί με βάση τις οικονομίες που θα επέλθουν στα προσεχή έτη και του συνολικού κόστους αυτής.

Για το ύψος επίσης της επένδυσης εξεταστέον είναι αν θα πρέπει να περιληφθούν και τυχόν απαιτούμενα κεφάλαια για την αύξηση του κεφαλαίου κινήσεως. Αυτό θα ήταν δυνατό να συμβεί αν π.χ. η παραγωγή θα μπορούσε να διατεθεί μόνο με πωλήσεις με πίστωση (το πιο σύνηθες σήμερα στις εμπορικές συναλλαγές). Στο πρόγραμμα αντικατάστασης προβλέπουμε τυχόν ανάγκη για κεφάλαιο κίνησης ενώ το λαμβάνουμε υπόψη στο πρόγραμμα παραγωγής νέου προϊόντος που αναπτύσσεται στη συνέχεια.

Οι Εισροές :

Από τις αναλαμβανόμενες επενδύσεις και την προξενούμενη στέρηση κεφαλαίων από τη διοίκηση, τα οποία θα μπορούσε μα τα διαθέσει σ' άλλες χρήσεις, προσδοκάται σειρά εισροών που αυξάνουν το μελλοντικό ετήσιο εισόδημα της επιχείρησης. Από τις αναλαμβανόμενες επενδύσεις ορισμένες δε συνεπάγονται οικονομικό όφελος, ενώ άλλες εκτελούνται γιατί η διοίκηση τις κρίνει απαραίτητες για διάφορες αιτίες. Οι επενδύσεις αυτού του είδους αναφέρονται ως «επιτακτικές» ή «μή οικονομικές» και βρίσκονται έξω από την οικονομική σκοπιά της επιχείρησης και του αντικειμενικού σκοπού της.

Εμείς ενδιαφερόμαστε για εκείνες από τις επενδύσεις για τις οποίες λαμβάνουμε αποφάσεις με βάση οικονομικά και μόνο κριτήρια.

Κατά την ανάλυση του παραδείγματός μας είπαμε ότι ενδιαφερόμαστε για τις επιπρόσθετες ροές των μετρητών, εκείνες, δηλαδή, που θα προκύψουν αν πραγματοποιηθεί η επένδυση. Προβλήματα αναφύονται πάντοτε κατά τον προσδιορισμό αυτών. Μερικά προγράμματα θα αποδώσουν ομοιόμορφα σε όλη τη διάρκεια της ζωής τους (η απλούστερη περίπτωση είναι η επένδυση σε ομολογίες⁰, άλλα θα αποδώσουν για μερικά μόνο έτη της ζωής τους, ενώ σε άλλα η αβεβαιότητα, σχετικά με την επίδραση των ροών επί του λογαριασμού της εκμετάλλευσης κατά τη διάρκεια της ζωής του έργου θα είναι αυξημένη (περίπτωση ροών από την παραγωγή νέου προϊόντος σε αγορά που αναμένεται να υπάρξει καταρχήν διστακτική για να αποδεχτεί αυτό, κατά τρόπο ώστε η έκταση έγκρισης και η περίοδος των θετικών εισροών αργότερα να μην μπορεί να υπολογιστεί). Πρέπει επίσης να σημειωθεί στην περίπτωση αυτή ότι αν η διεύθυνση πωλήσεων πιστεύει ότι το νέο προϊόν μπορεί να προωθηθεί μόνο με αυξημένη διαφήμιση επί σειρά ετών, τα έξοδα αυτά θα πρέπει να ληφθούν υπόψη, όπως κάνουμε στο πρόγραμμα επέκτασης.

Άλλο σημαντικό σημείο ανάλυσης της επένδυσης αφορά τη φορολόγηση των κερδών που θα ενισχύσουν τα παλαιά παραγόμενα από τα ήδη λειτουργούντα παραγωγικά μέσα. Στο παράδειγμά μας υποθέσαμε ότι αυτά θα φορολογηθούν με 25%. Έτσι, οι πρόσθετοι φόροι που προκύπτουν από την αύξηση των κερδών της επιχείρησης, από την ανάληψη της νέας επένδυσης, υπολογίστηκαν στο ύψος των 15.000 δρχ. ή 11.250 δρχ. και αφαιρέθηκαν από την υπολογισθείσα ωφέλεια των 85.000 δρχ. για τον προσδιορισμό της ταμιακής ροής.

Πολλές φορές το παραγωγικό μέσο, στο τέλος της αποδοτικής του περιόδου, μπορεί να πωληθεί και η εταιρία να επανεισπράξει μέρος της αρχικής επένδυσης. Το ποσό αυτό πρέπει να ληφθεί υπόψη κατά την ανάλυση της επένδυσης και να συμπεριληφθεί στις εισροές. Για τον προσδιορισμό της απόδοσης της επένδυσης σε μη αποσβέσιμα ενεργητικά στοιχεία, όπως π.χ. σε ομολογίες, πρέπει να ληφθεί υπόψη η αξία λήξης αυτής, ενώ σε άλλες, όπως π.χ. σε κεφάλαιο κίνησης, αυτό διατηρεί την αρχική αξία και τίποτα άλλο. Αυτό μπορούμε να το επανακτήσουμε κατά τον τερματισμό της ζωής της επένδυσης (οπότε κατ' ανάγκη επέρχεται και τερματισμός στη χρηματοδότηση των πωλήσεων).

Αντίθετα, τα αποσβέσιμα ενεργητικά μπορεί κατά το τέλος της υπολογισθείσας παραγωγικής τους ζωής να πωληθούν σαν παλιοσίδερα και έτσι να αποδώσουν ελάχιστο μέρος της αρχικής τους αξίας ή και ακόμη να πωληθούν σαν αποδοτικά πάγια και να αποδώσουν σημαντικό, σε ορισμένες περιπτώσεις, μέρος της αρχικής τους αξίας. Στην απεικόνιση του επόμενου προγράμματος επέκτασης που διαπραγματευόμαστε παραθέτουμε λεπτομερέστερη ανάλυση για τον υπολογισμό της υπολειμματικής αξίας. Τελειώνοντας την παρένθεση αυτή συνοψίζουμε επιγραμματικά ότι άμεσος σκοπός της ανάλυσης της επένδυσης είναι η μέτρηση του οικονομικού αντίκτυπου επί της περιουσίας του επενδυτή. Ο αντίκτυπος αυτός αντανακλάται είτε στο εισόδημα είτε στο μειωμένο κόστος και μετρείται μέσω της επιπρόσθετης ταμιακής ροής (cash flow) και τελικά κρίνεται από τη χρηματιστηριακή αγορά, αν οι μετοχές της διαπραγματεύονται σε αυτή.

Εκτίμηση Ταμιακής Ροής και Αξιολόγηση :

Κάθε επένδυση περιλαμβάνει δαπάνη η οποία προσφέρει στον επενδύοντα, μετά την ολοκλήρωσή της, εισόδημα για ένα ή περισσότερα έτη. Υπάρχουν, δηλαδή, δύο ροές τις οποίες, για λόγους αξιολόγησης των επενδύσεων, πρέπει να μετατρέψουμε σε ροές μετρητών. Έχουμε, λοιπόν, εκροή μετρητών κατά την κατασκευαστική περίοδο και μετά την αποπεράτωση αυτής εισροή μετρητών. Όμως, όπως είναι γνωστό, το εισόδημα που αναφέρεται από τους λογιστές στο τέλος των διαχειριστικών περιόδων δεν εκφράζεται σε μετρητά που παρήχθησαν ή χρησιμοποιήθηκαν κατά την επένδυση. Ειδικότερα, κατά τη μελέτη της επένδυσης ενδιαφερόμαστε για τις επιπρόσθετες ροές των μετρητών που θα προκύψουν αν πραγματοποιηθεί αυτή. Σε κάθε περίπτωση δηλαδή, το βασικό είναι να προσδιοριστούν οι ταμιακές ροές του προγράμματος, οι δραχμές που εξέρχονται και εισέρχονται. Οι δραχμές που εξέρχονται διακρίνονται σε αυτές που δαπανώνται και σε αυτές που κεφαλαιοποιούνται. Αυτές που δαπανώνται καταχωρούνται αφαιρετικά κάτω από αυτές που εισέρχονται στο λογαριασμό Αποτελέσματα Χρήσης, ενώ αυτές που κεφαλαιοποιούνται καταχωρούνται στον Ισολογισμό και αποσβένονται εντός πενταετίας.

Οι ροές της Επένδυσης :

Ο όγκος των κεφαλαίων που διατίθενται για επένδυση καλύπτει αφενός μεν δαπάνες για πάγια ενεργητικά και αφετέρου δαπάνες για κεφάλαιο κίνησης. Το ύψος της επένδυσης σε πάγια περιλαμβάνει το κόστος γης, κτιρίων, λοιπών εγκαταστάσεων και παραγωγικών μηχανημάτων. Το κόστος αυτών δεν δημιουργεί προβλήματα τόσο για το τι πρέπει να συμπεριληφθεί στην επένδυση όσο και για το ύψος της, αφού μπορεί να ζητηθούν προσφορές από τους κατασκευαστές των παραγωγικών μέσων ή εκτιμήσεις από τους τεχνικούς για να διαπραγματευθούμε με τους ιδιοκτήτες την αξία γης. Ως προς τη δεύτερη σε μέγεθος δέσμευση κεφαλαίων που γίνεται για την προμήθεια των πρώτων υλών, την αποθεματοποίηση των ετοιμών και τη χρηματοδότηση των πωλήσεων (κεφάλαιο κίνησης) θα πρέπει να έχουμε υπόψη τα εξής :

- Η κτήση των πρώτων υλών συνήθως γίνεται με πίστωση των προμηθευτών της εταιρίας, ενώ όταν αυτή προβαίνει σε πωλήσεις θα πρέπει να τις χρηματοδοτήσει,
- Η διαφορά των επιπρόσθετων βραχυπρόθεσμων ενεργητικών (κυκλοφορούντων) ή των επιπρόσθετων βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων που προκύπτει ως εκ της νέας επένδυσης, συνιστά το επιπρόσθετο καθαρό κεφάλαιο κίνησης.

Στο πλαίσιο γενικά ανάλυσης των εισροών και εκροών, εσόδων και δαπανών δηλαδή μετρητοίς, θα ήταν πολύ εποικοδομητικό να γνωρίζαμε τα συστατικά τους, αλλά και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά τους. Η βασική πάντως έννοια της ταμιακής ροής (cash flow) είναι η διαφορά στις εισροές και εκροές κάθε περιόδου στην περίπτωση που το πρόγραμμα υλοποιηθεί μείον αυτές που θα προκύψουν εάν δεν υλοποιηθεί (η διαφορά με το πρόγραμμα και χωρίς το πρόγραμμα). Παρεμφερής έννοια είναι η επιπρόσθετη ταμιακή ροή (incremental cash flow), αφού το νέο πρόγραμμα σε κάθε χρήση συμβάλλει σε αύξηση της προηγούμενης ταμιακής ροής.

Σαν εισροές και εκροές λοιπόν θεωρούμε αυτές που προκύπτουν αποκλειστικά από το νέο πρόγραμμα και η διαφορά τους είναι αυτή που δίνει την επιπρόσθετη ταμιακή ροή. Ως προς την περίπτωση των εισροών δεν υπάρχουν ιδιαίτερα προβλήματα και στις επόμενες σελίδες αναφερόμαστε στον τρόπο με τον οποίο γίνεται η πρόβλεψη των πωλήσεων. Ως προς τα κόστη, θα πρέπει να μας απασχολήσουν οι ενδεικνυόμενοι χειρισμοί που αφορούν σειρά δαπανών οι οποίες αντιμετωπίζονται κατά την κατάρτιση των κεφαλαιουχικών προϋπολογισμών. Και κατά πρώτον αναφερόμαστε σε κόστος το οποίο δεν πρέπει να υπεισέλθει στη διαδικασία έγκρισης / απόρριψης του επενδυτικού προγράμματος. Τέτοιο κόστος συναντάμε κατά τη διαδικασία ανάλυσης της πρότασης αντικατάστασης μιας μηχανής με άλλη και την διαπραγματευόμαστε στην επόμενη ενότητα αυτού του κεφαλαίου. Κατ' αυτήν το κόστος της μηχανής που μόλις αγοράστηκε δεν πρέπει να συμπεριληφθεί στο κόστος της επένδυσης αν τυχόν την επομένη της αγοράς μας προσφερθεί νέα μηχανή που πλεονεκτεί έναντι της πρώτης. Το κόστος της μηχανής που θα αντικατασταθεί είναι γνωστό σαν sunk cost (χαμένο κόστος). Αυτού του είδους κόστη δεν υπεισέρχονται στους υπολογισμούς για τη λήψη απόφασης αφού ήδη έχουν πραγματοποιηθεί.

Αντιθέτως, υπάρχουν ορισμένα άλλα κόστη αμέσως σχετιζόμενα με την επένδυση, τα οποία πρέπει να περιληφθούν στο ποσό της δαπάνης. Τα κόστη αυτά είναι γνωστά σαν κόστη ευκαιρίας. Συνήθης περίπτωση είναι η γη που έχει αγοραστεί χρόνια πριν και γεννάται το ερώτημα αν πρέπει το κόστος του οικοπέδου να αυξήσει το κόστος του βιομηχανοστασίου. Για να απαντήσουμε θα πρέπει να θυμηθούμε ότι το οικόπεδο μπορεί να πωληθεί και να αποτελέσει έτσι πηγή εσόδου για την εταιρία. Όταν, όμως, χρησιμοποιείται από τη νέα επένδυση η επιχείρηση στερείται το έσοδο. Γι' αυτό θα πρέπει η τρέχουσα αξία του οικοπέδου και όχι το κόστος της κτήσης να θεωρηθεί σαν κόστος ευκαιρίας και να επιβαρύνει τη δαπάνη της επένδυσης.

Προσοχή επίσης πρέπει να δοθεί και για τυχόν, μετά το τέλος της οικονομικής ζωής των παγίων, ύπαρξη υπολειμματικής αξίας, τρέχουσας δηλαδή αξίας μεγαλύτερης της λογιστικής. Αυτή θα αυξήσει στο τελευταίο έτος την ταμιακή ροή και θα την επηρεάσει αυξητικά. Και η φορολογία θα πρέπει να επηρεάσει σημαντικά την ταμιακή ροή, λαμβάνοντας υπόψη και τυχόν υπαγωγή της επένδυσης σε ευεργετική διάταξη νόμου, μέσω αφορολόγητων αποθεματικών και επιπρόσθετων αποσβέσεων. Τέλος, και ο πληθωρισμός θα πρέπει να μας απασχολήσει κατά την αξιολόγηση των προγραμμάτων και όχι να υποθέσουμε ότι το αυξημένο κόστος της παραγωγής θα το μετακυλήσουμε στην κατανάλωση. Αυτός ο χειρισμός δεν ενδείκνυται ιδιαίτερα όταν οι τιμές ελέγχονται αγορανομικά, αλλά και όταν είναι διαπιστωμένο ότι τιμές και κόστη δεν αυξάνονται με τον ίδιο ρυθμό.

Πρόγραμμα Αντικατάστασης :

Σε αυτό το κεφάλαιο διαπραγματευόμαστε δύο εφαρμογές προγραμμάτων μέσω των οποίων απεικονίζεται η διαδικασία από τη γέννηση ενός προγράμματος επένδυσης μέχρι και τη λήψη απόφασης. Το ένα πρόγραμμα αφορά την αντικατάσταση μιας μηχανής με άλλη και το άλλο την επέκταση σε νέα προϊόντα. Μέσω των προγραμμάτων αυτών αντιμετωπίζονται διάφορα προβλήματα ανάλυσης που ανακύπτουν κατά τη διαδικασία αξιολόγησης. Η διαφορά μεταξύ των δύο αυτών προγραμμάτων έγκειται κυρίως στο γεγονός ότι σε μία επένδυση που περιλαμβάνει την αντικατάσταση ενός παραγωγικού μέσου με άλλο, πρέπει να λάβουμε υπόψη και την ταμιακή ροή των παλαιών ενεργητικών.

Σημειώνουμε επίσης ότι σ' ένα πρόγραμμα επέκτασης βάση για τον υπολογισμό της ταμιακής ροής αποτελούν οι προσδοκώμενες πωλήσεις, ενώ σ' ένα πρόγραμμα αντικατάστασης βάση υπολογισμού αποτελούν οι οικονομίες ή η επιπρόσθετη παραγωγή που θα δημιουργηθεί ως εκ του νέου ενεργητικού.

Ύψος επένδυσης :

Για απεικόνιση του τρόπου ανάλυσης ενός προγράμματος αντικατάστασης χρησιμοποιούμε το παράδειγμα της ΛΑΚΑ Α.Ε., η οποία μελετά την αντικατάσταση μιας πλεκτομηχανής με άλλη την οποία μπορεί να αγοράσει αντί 220.000 δραχμών. Η μηχανή πρέπει να παραγγελθεί σε άλλη χώρα και ο αγοραστής ευθύνεται για τη μεταφορά και ασφάλιση αυτής. Για τη μεταφορά της μηχανής ο αγοραστής θα καταβάλλει 40.000 δραχμές ναύλο, 100.000 δραχμές δασμό και 20.000 δραχμές για ασφάλιση. Επίσης, απαιτείται δαπάνη 20.000 δραχμών για την κατασκευή της βάσης που θα εγκατασταθεί. Έτσι, το σύνολο των δαπανών που είναι 400.000 δραχμές μας δίνει το αποσβεστέο κόστος της επένδυσης. Υπολογίζεται ότι η μηχανή θα παρέχει υπηρεσίες επί μια 10ετία, στο τέλος της οποίας η αξία της θα έχει μηδενιστεί. Το πρώτο μέρος του πίνακα απεικονίζει το αποσβεστέο κόστος (400.000 δρχ.)

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΛΑΚΑ Α.Ε. - Πρόγραμμα Αντικατάστασης Μηχανής Υφανσης - Ύψος Επένδυσης		
	Λογιστική Ροή (Δρχ.)	Ταμιακή Ροή (Δρχ.)
1. Κόστος κτήσης νέας μηχανής	220.000	
Συν. : Δαπάνες μεταφοράς / ασφάλισης	160.000	
Βάση Εγκατάστασης	20.000	400.000
2. Κόστος κτήσης παλαιάς μηχανής	150.000	
Μείον : Απόσβεση	75.000	
Υπολειμματική Αξία	20.000	20.000
3. Ζημιά επί του παλαιού πάγιου	55.000	
4. Φορολογική προστασία (επί 55.000 δρχ.)	20.000	20.000
Ύψος Επένδυσης		360.000

Η μηχανή που πρόκειται να αντικατασταθεί αγοράστηκε προ 5ετίας αντί 150.000 δραχμών και σήμερα μπορεί να πωληθεί αντί 20.000 δραχμών. Το αναπόσβεστο κόστος αυτής είναι 75.000 δραχμές. Θα αναγραφεί επομένως στα βιβλία της εταιρίας ζημιά ύψους 55.000 δραχμών που θα μειώσει το φορολογητέο ποσό. Υποτίθεται ότι το φορολογικό αυτό κέρδος ανέρχεται σε 20.000 δραχμές και στον πίνακα 1 σημειώνεται σαν μείωση της ταμιακής ροής. Φορολογική επίσης προστασία πηγάζει και από τις αποσβέσεις που μειώνουν το φορολογητέο ποσό κατά το ύψος τους. Αγοράζοντας κατά συνέπεια τη νέα μηχανή, της οποίας το αποσβεστέο κόστος ανέρχεται σε 400.000 δραχμές, απολαμβάνει ετήσια φορολογική προστασία ύψους 40.000 δραχμών (400.000 x 10%). Εφαρμόζει, δηλαδή, τη σταθερή μέθοδο απόσβεσης. Αντίθετα, αν διατηρηθεί η παλαιά μηχανή, η ετήσια φορολογική προστασία θα ανέρχεται σε 15.000 δραχμές επί μία πενταετία.

Οι ροές αυτές επηρεάζουν τις χρήσεις στη διάρκεια ζωής της νέας μηχανής κατά διαφορετικό τρόπο στα έτη 1-5 και κατά διαφορετικό στα έτη 6-10. Ο επηρεασμός αυτός σημειώνεται στους πίνακες 2 και 3 στους οποίους παρακολουθούνται οι αποτελεσματικοί λογαριασμοί. Με βάση αυτά που είπαμε προηγουμένως υπενθυμίζουμε ότι το ύψος της επένδυσης στον πίνακα 1 υπολογίζεται σε 360.000 δραχμές. Θα πρέπει να τονιστεί ότι το αποσβεστέο ποσό (400.000 δραχμές) διαφέρει του ύψους της επένδυσης (360.000 δραχμές). Αυτό συχνά συμβαίνει κατά την αντικατάσταση παγίων με άλλα νεότερα.

Ύψος Εισροών :

Τον υπολογισμό του ύψους της επένδυσης ακολουθεί ο υπολογισμός της προσδοκώμενης ταμιακής εισροής και όχι του εισοδήματος. Αυτό γιατί όπως είπαμε για τη λήψη ορθής επιχειρηματικής απόφασης συγκρίνουμε εναλλακτικές προτάσεις με βάση ροές δαπανών ή εσόδων που εκφράζονται σε μετρητά. Επενδύουμε μετρητά όχι εισοδήματα και καταβάλλουμε επίσης μετρητά σαν μέρισμα στους μετόχους.

Η δεύτερη φάση κατάρτισης του προϋπολογισμού κεφαλαιουχικών επενδύσεων περιλαμβάνει τον προσδιορισμό της επιπρόσθετης ροής των μετρητών. Όπως προηγουμένως είπαμε, ενδιαφερόμαστε για τις μεταβολές που θα προκύψουν αν αντικαταστήσουμε την παλαιά μηχανή με νέα. Οι μεταβολές αυτές απεικονίζονται στους πίνακες 2 και 3. Η ΛΑΚΑ Α.Ε. λοιπόν αναμένει ότι με την αγορά της νέας μηχανής θα επιτύχει οικονομίες ύψους 85.000 δραχμών ετησίως. Οι οικονομίες αυτές προέρχονται από εργατικά (απαιτούνται λιγότεροι εργάτες για να υπηρετήσουν τη μηχανή) και από δαπάνες συντήρησης. Μπορούμε, λοιπόν, να κατασκευάσουμε τον πίνακα 2 για να προσδιορίσουμε την επιπρόσθετη (incremental) επίδραση της επένδυσης αυτής επί των άλλων ροών της επιχείρησης. Χάριν απλουστεύσεως υποθέτουμε ότι η επένδυση εμπίπτει σε φορολογική διάταξη νόμου και δικαιούται σχηματισμού αφορολόγητου αποθεματικού. Με βάση την προϋπόθεση αυτή υπολογίζουμε ότι τα συνολικά κέρδη θα φορολογούνται με 25%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΛΑΚΑ Α.Ε. - Ετήσια Ροή Μετρητών - Έτη 1-5		
	Δογιστική Μετάχειρίση (Δρχ.)	Ταμιακή Ροή (Cash flow) (Δρχ.)
Ετήσιες οικονομίες	85.000	85.000
Απόσβεση νέας μηχανής 40.000 Δρχ.		
Μείον : Αποσβ. Παλ. Μηχανής 15.000 Δρχ.		
Επιπρόσθετη απόσβεση	25.000	
Επιπρόσθετο φορ/τέο εισόδημα	60.000	
Φόρος (25%)	15.000	15.000
Κέρδη μετά από φόρους	45.000	
Ετήσια ροή μετρητών		70.000

Για την κατανόηση της ανάλυσης θεωρούμε αναγκαία τη διευκρίνηση της μεταχείρισης των αποσβέσεων. Ο αριθμός των χρήσεων που θα ωφεληθεί από την επένδυση αυτή ανέρχονται σε δέκα. Κατά συνέπεια, το κόστος της επένδυσης θα πρέπει να επιβαρύνει δέκα χρήσεις (εξ' ανάγκης ακολουθούμε τη νομοθεσία η οποία για την περίπτωση μας υποθέτουμε ότι δέχεται και αυτή δέκα). Οι ετήσιες αποσβέσεις (40.000 δρχ. από τη νέα μηχανή και 15.000 δρχ. από την παλαιά) παρέχουν όπως είπαμε φορολογική προστασία. Ενδιαφερόμαστε, όμως, για τη διαφορά που θα προκύψει στη ροή των μετρητών αφού η επιχείρηση προβαίνει στην πραγματοποίηση της επένδυσης. Η ροή αυτή είναι ο ένας από τους δύο παράγοντες που θα προσδιορίσουν την αποδοτικότητα της επένδυσης και συνεπώς την εκτέλεση ή μη αυτής. Για τον υπολογισμό της διαφοράς αυτής πρέπει να αφαιρέσουμε το ύψος της απόσβεσης της παλαιάς μηχανής από το ύψος της απόσβεσης της νέας. Διότι όμως η παλαιά μηχανή παρέχει φορολογική προστασία μέχρι το έτος της ολοσχερούς απόσβεσής της, πέντε δηλαδή χρόνια λιγότερα από τη νέα, για το χρονικό διάστημα των υπολοίπων πέντε ετών πρέπει να υπολογίσουμε πάλι τη ροή των μετρητών (cash flow). Έτσι στον πίνακα 3 υπολογίζεται η ετήσια ροή των μετρητών των τελευταίων πέντε ετών στο ύψος των 73.500 δραχμών. Μέσω, λοιπόν, των υπολογισμών αυτών λαμβάνουμε την αυξημένη δαπάνη της απόσβεσης και την αντίστοιχη φορολογική προστασία ύψους 11.250 δρχ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΔΑΚΑΔΕ: Ετήσια Ροή Μετρητών Έτη 6-10		
	Λογιστική Μετάχριση (Δρχ.)	Ταμιακή Ροή (Cash flow), (Δρχ.)
Ετήσιες οικονομίες	85.000	85.000
Απόσβεση νέας μηχανής 40.000 Δρχ.		
Μείον : Αποσβ. Παλ. Μηχανής 0 Δρχ.		
Επιπρόσθετη απόσβεση	40.000	
Επιπρόσθετο φορ/τέο εισόδημα	45.000	
Φόρος (25%)	11.250	11.250
Κέρδη χωρίς φόρους	33.760	
Ετήσια ροή μετρητών		73.750

Από την επένδυση λοιπόν αυτή ύψους 360.000 δραχμών (πίνακας 1) αναμένουμε ετήσια επιπρόσθετη ροή μετρητών ύψους 70.000 δραχμών την πρώτη πενταετία (πίνακας 2) και 73.500 δραχμών τη δεύτερη (πίνακας 3). Το σύνολο της εισροής σε μετρητά από την επένδυση των 360.000 δραχμών στις δύο πενταετίες θα ανέλθει σε 718.750 δραχμές, συνοψίζεται δε στον πίνακα 4. Από τον πίνακα αυτόν προς το παρόν παραβλέπουμε το εναλλακτικό πρόγραμμα Β, το οποίο πάντως θα πρέπει να συγκριθεί με το πρόγραμμα των πλεκτομηχανών για να επιλεγεί το ένα από αυτά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

<i>ΛΑΚΑ Α.Ε. – Προσδοκώμενη Ταμιακή Ροή</i>		
Έτη	Πρόγραμμα Πλεκτομηχανών (Δρχ.)	Πρόγραμμα Β (Δρχ.)
1	70.000	70.000
2	70.000	90.000
3	70.000	90.000
4	70.000	90.000
5	70.000	80.000
6	73.750	80.000
7	73.750	70.000
8	73.750	60.000
9	73.750	50.000
10	73.750	78.750
ΣΥΝΟΛΟ	718.750	718.750

Η Αξιολόγηση του Προγράμματος :

Επανερχόμαστε τώρα στην αξιολόγηση του προβλήματος των πλεκτομηχανών, με τη μέθοδο της εσωτερικής απόδοσης, η οποία απεικονίζεται στον πίνακα 5. Όταν δεν κάνουμε χρήση Η/Υ ή χρηματοοικονομικού υπολογιστή εφαρμόζουμε τη μέθοδο των δοκιμών και λαθών. Προσπαθούμε να επιλέξουμε, πολλές φορές στην τύχη, επιτόκιο όσο το δυνατό πλησιέστερα εκείνου που εξισώνει την προεξοφλούμενη ταμιακή εισροή με την αξία της ταμιακής εκροής (ύψος επένδυσης). Ένας τρόπος που χρησιμοποιείται για καλή προσέγγιση είναι η εύρεση του μέσου όρου των εισροών ($718.750/10 = 71.875$) και η διαίρεση δι αυτού του ύψους της επένδυσης. Έτσι λαμβάνουμε τον αριθμό 5,009 ($360.000/71.875$). Στην οριζόντια γραμμή του δεκάτου έτους του πίνακα 4, ερευνάμε για τον πλησιέστερο προς αυτόν συντελεστή προεξόφλησης, που είναι ο 5,019 και αντιστοιχεί σε 15% επιτόκιο προεξόφλησης. Ανατρέχουμε κατόπιν στον πίνακα 2 και προεξοφλούμε την προσδοκώμενη επί 10 έτη εισροή δια των συντελεστών της στήλης του επιτοκίου 15%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

<i>ΛΑΚΑ Α.Ε. : Εσωτερική Απόδοση της Επένδυσης</i>					
		<i>Επιτόκιο 15%</i>		<i>Επιτόκιο 14%</i>	
Έτη	Εισροή	Συντελ. Προεξ/σης	Παρούσα Αξία	Συντελ. Προεξ/σης	Παρούσα Αξία
1	70.000	0,870	60.900	0,877	61.390
2	70.000	0,756	52.920	0,769	53.830
3	70.000	0,658	46.060	0,675	47.250
4	70.000	0,572	40.040	0,592	41.440
5	70.000	0,497	34.790	0,519	36.330
6	73.350	0,432	31.860	0,456	33.630
7	73.350	0,376	27.730	0,400	29.500
8	73.350	0,327	24.116	0,351	25.886
9	73.350	0,284	20.945	0,308	22.715
10	73.350	0,247	18.217	0,270	19.913
			357.578 Δρχ.		
				371.884 Δρχ.	

Το επιτόκιο 15% δεν εξισώνει ακριβώς τις προεξοφληθείσες εισροές με την εκροή (357.578 έναντι 360.000) γι' αυτό επιλέγουμε το χαμηλότερο επιτόκιο 14% (η διαφορά των δύο παρουσών αξιών είναι πράγματι μικρή και δεικνύει ότι πετύχαμε καλή προσέγγιση). Η προεξόφληση με επιτόκιο 14% δίνει παρούσα αξία εισροών (371.884) που απέχει περισσότερο από την παρούσα αξία της εκροής (360.000) απ' ό τι το επιτόκιο 15% (357.578). Πρέπει, λοιπόν, η εσωτερική απόδοση της επένδυσης να βρίσκεται πλησιέστερα στο 15%. Με παρεμβολή βρίσκουμε ότι αυτή ανέρχεται σε 14,8%, όπως αποδεικνύεται παρακάτω :

	Επιτόκιο	Παρούσα Αξία	
	14%	371.884 Δρχ.	371.884 Δρχ.
	X		360.000 Δρχ.
	15%	357.578 Δρχ.	
Διαφορές	1%	14.306 Δρχ.	11.884 Δρχ.
	$X = 0,01 X$	$\frac{11.884}{14.306}$	$= 0,008$

Συνεπώς : $X = 14\% + 0,8\% = 14,8\%$

Η Επιλογή :

Συνήθως στην επιχείρηση υπάρχουν περισσότερες προτάσεις επενδύσεων, ακόμα και για την αντιμετώπιση του ίδιου θέματος και σε τέτοιο ενδεχόμενο η απόδοση του προγράμματος των πλεκτομηχανών θα πρέπει να συγκριθεί με τα άλλα προγράμματά της για την επιλογή του συμφερότερου από αυτά, στο πλαίσιο δηλαδή της κατανομής των κεφαλαίων στην οποία αναφερθήκαμε. Για να έχουμε λοιπόν πληρέστερη εικόνα του χειρισμού των αμοιβαία αποκλειόμενων προγραμμάτων, υποθέτουμε ότι υπάρχει και άλλη επένδυση η οποία ονομάστηκε «πρόταση Β». Αυτή συνεπάγεται το ίδιο ύψος επένδυσης (360.000 Δρχ.) και το ίδιο συνολικό ύψος εισροών, οι οποίες απεικονίζονται στο δεξιό του πίνακα 4. Ποια λοιπόν από τις δύο αυτές προτάσεις είναι περισσότερο συμφέρουσα, αυτή που αποδίδει την ίδια ροή μετρητών σε όλα τα έτη ή αυτή που αποδίδει τις υψηλότερες ροές τα πρώτα έτη; Φυσικό είναι να είμαστε περισσότερο ικανοποιημένοι όταν έχουμε τις υψηλότερες ροές τα πρώτα έτη. Πόσο όμως; Το μέσο επιλογής των προτάσεων είναι η επιτυγχανόμενη από καθένα από αυτά απόδοση. Το κριτήριο όμως για την τελική έγκριση της επιλεγείσας πρότασης είναι το επιτόκιο απόρριψης (cutoff rate).

Με την ίδια τώρα μέθοδο και διαδικασία βρίσκουμε ότι η απόδοση του προγράμματος Β είναι 16,8%, κατά δύο δηλαδή μονάδες υψηλότερη του Α. Εγκρίνεται το Β εφόσον πρόκειται για αμοιβαία αποκλειόμενα προγράμματα. Αν όμως πρόκειται για ανεξάρτητα προγράμματα και λόγω έλλειψης κεφαλαίων μπορεί να εκτελεστεί το ένα μόνο, εγκρίνεται πάλι το Β.

Αν όμως υποθέσουμε ότι τα προγράμματα αυτά είναι ανεξάρτητα αλλά η επιχείρηση έχει επάρκεια κεφαλαίων για την ανάληψη και των δύο, η εκτέλεση αυτών θα εξαρτηθεί από το κόστος του κεφαλαίου της, το οποίο όπως είπαμε πριν χρησιμεύει σαν κριτήριο για την αποδοχή ή την απόρριψη των ανεξαρτήτων προγραμμάτων επενδύσεων και αναπτύσσεται παρακάτω. Σημειώνουμε ότι με επιτόκια 14,8% και 16,8% η καθαρή παρούσα αξία των εισροών των επενδύσεων αυτών είναι μηδέν.

Είπαμε ότι η επιχείρηση έχει συνήθως πολλές προτάσεις επενδύσεων από τα διάφορα τμήματά της. Εφόσον από τα αμοιβαία αποκλειόμενα προγράμματα απορρίπτει εκείνα με τη χαμηλότερη απόδοση, καταρτίζει εκ νέου πίνακα δυνάμενων να εκτελεσθούν επενδύσεων όπως ο πίνακας 6. Αυτός δίνει και μια πρακτική απεικόνιση του τρόπου χρήσης και του ρόλου του μέσου κόστους του κεφαλαίου της επιχείρησης, στη λήψη απόφασης που αφορά τις επενδύσεις. Είναι δηλαδή το μέσο στα χέρια της διοίκησης για να πληροφορηθεί αν η εκτέλεση της ορισμένης επένδυσης θα ενδυναμώσει την κερδοφόρα δύναμη αυτής οπότε και μόνο αποφασίζει να την υλοποιήσει.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΔΑΚΑ/Α.Ε. - Πρόγραμμα Μελλοντικών Επενδύσεων				
	Πρόγραμμα	Εσωτ. Απόδ.	Ύψος Επενδ. (Δρχ.)	Ύψος επενδ. Σωρευτικά (Δρχ.)
1	Αντικατάσταση ιστών β τμήματος	28%	3.000.000	3.000.000
2	Αγορά ενοικ/νου χώρου αποθ/σης	25	500.000	3.500.000
3	Εγκατάσταση βαφείου	23	2.000.000	5.500.000
4	Παραγωγή νάυλον νημάτων	20	2.000.000	7.500.000
5	Αγορά φορτηγών αυτοκινήτων	18	400.000	7.900.000
6	Αγορά μηχανής (Πρόγραμμα Β)	16,8	360.000	8.260.000
	Επιτόκιο απορρίψεως	15	-	-
7	Αγορά πλεκτομηχανής (Πρ/μμα Α)	14,8	360.000	8.620.000
8	Μηχανοποίηση λογιστηρίου	14	500.000	9.120.000

Στον πίνακα 6 υποθέτουμε ότι το κόστος του κεφαλαίου της επιχείρησης που χρησιμοποιείται σαν επιτόκιο απόρριψης (cutoff rate ή hurdle rate) υπολογίσθηκε ότι είναι 15%. Με βάση το κριτήριο της μεθόδου της εσωτερικής απόδοσης της επένδυσης και υποθέτοντες ότι οι προτάσεις Α και Β είναι ανεξάρτητες, εγκρίνεται η πρόταση Β και απορρίπτεται η Α. Ο πίνακας 6 καταρτίσθηκε από το σύνολο των προτάσεων επενδύσεων και μετά τον αποκλεισμό ορισμένων από αυτές. Η επιχείρηση θα προγραμματίσει για εκτέλεση τα προγράμματα 1 μέχρι 6 συνολικού ύψους απαιτούμενων κεφαλαίων 8.260.000 δραχμών. Η εκτέλεση των προγραμμάτων αυτών θα προξενήσει ταμιακή εισροή που θα αυξήσει τα κέρδη της επιχείρησης και ειδικότερα τα κέρδη ανά μετοχή για τα οποία πρωτίστως ενδιαφέρεται ο μέτοχος και αποτελεί κριτήριο πραγματικής αύξησης αυτών.

Πρόγραμμα Επέκτασης :

Το πρόγραμμα επέκτασης αναφέρεται σε νέα παραγωγικά μέσα τα οποία είτε θα αυξήσουν την παραγωγή των ιδίων προϊόντων είτε θα δώσουν ένα εντελώς νέο προϊόν. Η αξιολόγηση ενός τέτοιου προγράμματος θα γίνει με βάση την περίπτωση της Autoplan Α.Ε. η οποία προγραμματίζει την παραγωγή ανεμογεννητριών δικής της τεχνολογίας. Αυτές θα χρησιμοποιηθούν για την προστασία των καλλιεργειών από την παγωνιά. Το τμήμα marketing υπολογίζει ότι την πρώτη πενταετία θα πωλούνται κατ' έτος 10.000 ανεμογεννήτριες σε κοινότητες, συνεταιρισμούς και ίσως αλλοδαπούς προς 50.000 δραχμές η μία.

Η Επένδυση :

Το τμήμα παραγωγής εισηγείται να κτιστεί νέο εργοστάσιο σε παρακείμενο του εργοστασίου οικόπεδο που πωλείται και θα είναι έτοιμο προ του τέλους της τριετίας (31/12). Το κόστος κτήσης του οικοπέδου και αυτό του κτιρίου καταχωρούνται στον πίνακα 7 με ημέρα καταβολής την 31/12 των περιόδων 1-3, όπως συνηθίζεται για τις μελέτες. Τα μηχανήματα ύψους 50 εκ. Δρχ. θα αποκτηθούν και εξοφληθούν στο τέλος της τρίτης περιόδου με ημερομηνία επίσης 31/12. Αναμένεται ο εξοπλισμός να πωληθεί στο τέλος του ογδόου έτους αντί 2 εκ. Δρχ., το οικόπεδο αντί 7 εκ. Δρχ. και το κτίριο αντί 13.750 εκ. Δρχ. Η τυχόν έγκριση αυτού του προγράμματος απαιτεί και αρχική επένδυση 50 εκ. Δρχ. για κεφάλαιο κίνησης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

AUTOPLAN Α.Ε. Πρόγραμμα Ανεμογεννητριών Υψός Επένδυσης Εργοστασίου Ανεμογεννητριών				
Πάγια	Περίοδος 1 (Δρχ.)	Περίοδος 2 (Δρχ.)	Περίοδος 3 (Δρχ.)	Συνολική Επένδυση Περιοδών 1-3 (Δρχ.)
Οικόπεδο	5.000.000	0	0	5.000.000
Βιομηχανοστάσιο	0	25.000.000	20.000.000	45.000.000
Εξοπλισμός	0	0	50.000.000	50.000.000
Σύνολο Παγίων	5.000.000	25.000.000	70.000.000	100.000.000
Κεφάλαιο Κίνησης *	0	0	50.000.000	50.000.000
Συνολική Επένδυση	5.000.000	25.000.000	120.000.000	150.000.000

Υπολειμματική αξία (έτος 8) :

α. Οικόπεδο	7.000.000 Δρχ.
β. Βιομηχανοστάσιο	13.750.000 Δρχ.
γ. Εξοπλισμός	2.000.000 Δρχ.

* 10% των πωλήσεων του επόμενου έτους (κάθε φάση της επένδυσης περατώνεται την 31/12 κάθε περιόδου).

Προσδιορισμός της Ταμιακής Ροής και Αξιολόγησης :

Η ανάλυση που ακολουθεί και αφορά παραγωγική επένδυση, αναφέρεται στις ταμιακές ροές της παραγωγικής λειτουργίας και του συναλλακτικού κυκλώματος, στις εισροές δηλαδή και τις εκροές δραχμών που αρχίζουν την περίοδο 4. Η περίοδος αυτή θεωρείται σαν έτος βάσης οι δε ροές παρατίθενται στον επόμενο πίνακα 8 για όλη τη διάρκεια της παραγωγικής λειτουργίας της επένδυσης (περίοδοι 4-8). Σημειώνουμε μόνο ότι η τιμή πώλησης και τα κόστη εξελίσσονται όπως ορίζονται στη συνέχεια που παρέχεται η βασική πληροφόρηση που διέπει την κατάρτιση του πίνακα.

Παραδοχές για την Κατάρτιση του πίνακα 8 :

- α. Η τιμή πώλησης, οι επενδύσεις, τα κόστη, οι δαπάνες και το κεφάλαιο κίνησης θα αυξάνονται κατά 8% ετησίως όσο και ο πληθωρισμός.
- β. 60% των πωλήσεων.
- γ. Απόσβεση κτιρίου : $1/20 \times$ αποσβεστέα αξία = $1/20 \times 45.000.000 = 2.250.000$ Δρχ.
- δ. Απόσβεση εξοπλισμού : $1/5 \times$ (αρχικό κόστος – υπολειμματική αξία) = $1/5$ (50 εκ. – 2εκ.) = 9.600.000 Δρχ.
- ε. Για την περίπτωση μας είναι μόνο οι αποσβέσεις.
- ζ. 10% της αναμενόμενης αύξησης των πωλήσεων του επόμενου έτους.
- η. Παραβλέπονται προς το παρόν εκροές ύψους 5 εκ. Δρχ. στο έτος 0 και 1,5 εκ. Δρχ. στο έτος 1.

Για τον πληθωρισμό η διοίκηση πιστεύει ότι και κατά τις περιόδους 4-8 θα συνεχίσει να ταλαιπωρεί την ελληνική οικονομία αν και θα αποκλιμακώνεται. Υπολογίζει να τρέχει κατά μέσο όρο με 8% η δε αντιμετώπισή του έχει ενσωματωθεί στον ίδιο πίνακα. Επέλεξαν δηλαδή ενιαία αντιμετώπιση υποθέτοντας ότι τα έσοδα, οι δαπάνες και τα κόστη θα μεταβάλλονται κατά το μέσο ετήσιο ρυθμό αύξησης των τιμών που προσδοκάται και καθορίστηκε ίσος με 8%. Ενημερώνουμε πάντως ότι είχαμε περιόδους που η αμοιβή της εργασίας αυξανόταν άλλοτε περισσότερο και άλλοτε λιγότερο του πληθωρισμού και ότι στην τιμή πώλησης για πολλά προϊόντα δεν μπορούσε να επιρριφθεί το αυξημένο κόστος, λόγω του αγορανομικού ορισμού των τιμών.

Οι αποσβέσεις αντιμετωπίστηκαν στο πλαίσιο της νομοθεσίας με κάποιες αποκλίσεις για να απεικονιστούν διαφορετικοί χειρισμοί. Για το οικόπεδο εκτιμήθηκε ότι στο τέλος της οικονομικής ζωής της επένδυσης η αξία του θα είναι 7 εκ. Δρχ. (έναντι 5 εκ. τιμής κόστους). Υπενθυμίζουμε ότι η αξία της γης (συνήθως) δεν αποσβένεται. Το αποσβέσιμο κόστος του βιομηχανοστασίου, το ύψος δηλαδή επί του οποίου υπολογίζονται οι ετήσιες αποσβέσεις, είναι αυτό του κόστους κτήσης (45 εκ. δρχ.), ενώ το αποσβέσιμο κόστος του εξοπλισμού (48 εκ. δρχ.) είναι ίσο με το κόστος κτήσης (50 εκ. δρχ.) μείον την εκτιμώμενη αξία πώλησης (2 εκ. δρχ.). Στην περίπτωση δηλαδή του κτιρίου, η απόσβεση δεν υπολογίστηκε επί των 31,250 εκ. δρχ. (45 εκ. – 13,750 εκ. δρχ.) όπως έπρεπε να γίνει, αφού αφορά τη λήψη οικονομικής απόφασης, αλλά ακολουθήθηκε η νομική επιταγή, της απόσβεσης δηλαδή κατ' έτος του $1/20$ του κόστους κτήσης. Στην περίπτωση του εξοπλισμού εφαρμόστηκε επίσης η μέθοδος της σταθερής απόσβεσης με διάρκεια όμως την πενταετία, όση δηλαδή η διάρκεια ζωής της επένδυσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

Περίοδοι	1	2	3	4	5	6	7	8
Ταμιακή Ροή :								
Οικόπεδο	5.000.000	0	0					
Βιομηχανοστάσιο	0	25.000.000	20.000.000					
Εξοπλισμός	0	0	50.000.000					
Σύνολο Παγίων	5.000.000	25.000.000	70.000.000					
Κεφάλαιο κίνησης	0		50.000.000					
Συνολική Επένδυση	5.000.000	25.000.000	120.000.000	10.000	10.000	10.000	10.000	10.000
Πωλήσεις (Τεμάχια)				50.000	54.000	58.320	62.986	68.024
Τιμή Πώλησης (Δρχ.)				500.000.000	540.000.000	583.200.000	629.856.000	680.244.480
1. Πωλήσεις (Δρχ.)				300.000.000	324.000.000	349.920.000	377.913.600	408.146.688
Μεταβλητό κόστος				120.000.000	129.600.000	139.968.000	151.165.440	163.258.675
Σταθερό κόστος				420.000.000	453.600.000	489.888.000	529.079.040	571.405.363
2. Κόστος Πωληθέντων				10.000.000	10.800.000	11.664.000	12.597.120	13.604.890
3. Άλλες δαπάνες				2.250.000	2.250.000	2.250.000	2.250.000	2.250.000
4. Αποσβέσεις βιομ/σιου				9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000	9.600.000
5. Αποσβέσεις εξοπλισμού				58.150.000	63.750.000	69.798.000	76.329.840	83.384.227
Κέρδη προ φόρων				20.352.500	22.312.500	24.429.300	26.715.444	29.184.480
6. Φόρος (35%)				37.797.500	41.437.500	45.368.700	49.164.396	54.199.748
Κέρδη μετά από φόρους				11.850.000	11.850.000	11.850.000	11.850.000	11.850.000
Συν. Δαπ. Χωρίς εκροή Δρχ.				49.647.500	53.287.500	57.218.700	61.464.396	66.049.748
7. Καθ. Ταμιακή Ροή				4.000.000	4.320.000	4.665.600	5.038.848	54.199.748
8. Κεφάλαιο κίνησης								68.024.000
Υπολ. Αξία επένδυσης								29.050.000
9. Συν. Προβλ. Ταμιακή Ροή	5.000.000	25.000.000	120.000.000	45.647.500	48.967.500	52.553.100	56.425.548	163.123.748

Εσωτ. Αποδ. Ταμ. Ροής = 27.74%
 Παρούσα Αξία Ταμ. Ροής = 26.405.997
 Επιτόκιο Προεξόφλησης = 20%

Αναφερόμαστε τώρα στον υπολογισμό της ταμιακής ροής που προέρχεται από τις υπολειμματικές αξίες της επένδυσης στην περίοδο 8. Η ανάλυση απεικονίζεται στον πίνακα 9. Καταχωρείται κατ' αρχήν η τιμή κτήσης και αφαιρούνται οι σωρευμένες αποσβέσεις (αρράδες 4 και 5 πίνακα 8) για να προκύψει η λογιστική αξία των παγίων που δεικνύονται από τις κάθετες στήλες (οικόπεδο, βιομηχανοστάσιο και εξοπλισμός). Με βάση λοιπόν τις προβλεπόμενες για την περίοδο 8 τιμές των παγίων υπολογίζονται τυχόν κεφαλαιακά κέρδη ή ζημίες. Στην περίπτωση του οικοπέδου δεν καταχωρούνται αποσβέσεις αλλά η τιμή του στο τέλος απόδοσης της επένδυσης είναι μεγαλύτερη κατά 2 εκ. δρχ. Επί αυτού θα πρέπει να καταβληθεί φόρος 700.000 δρχ. (2 εκ. X 0,35). Η ταμιακή ροή συνεπώς της υπολειμματικής αξίας του οικοπέδου θα είναι 6.300.000 δρχ. Του βιομηχανοστασίου η λογιστική αξία (33.750.000 δρχ.) υπολογίζεται κατά τον ίδιο τρόπο αλλά είναι μεγαλύτερη της τιμής στην οποία θα πωληθεί (13.750.000 δρχ.) κατά 20.000.000 δρχ. Προκύπτει δηλαδή ζημία 20.000.000 δρχ. η οποία θα ελαττώσει το φορολογήσιμο εισόδημα προκαλώντας έτσι μείωση της φορολογικής υποχρέωσης κατά 7.000.000 δρχ. (20.000.000 δρχ. X 0,35). Συνεπώς η ταμιακή ροή της υπολειμματικής αξίας του βιομηχανοστασίου θα είναι 20.750.000 δρχ. (13.750.000 X 7.000.000). Αντιθέτως, ο εξοπλισμός θα πωληθεί αντί 2.000.000 δρχ., όσο δηλαδή είναι η λογιστική του αξία και δεν προκύπτει έτσι φορολογική υποχρέωση ή προστασία, αφού με τα 2.000.000 δρχ. έσοδο θα διαγραφεί από τον λογιστή το μη αποσβεσθέν κόστος κτήσης των 2.000.000 δρχ. (λογιστική αξία). Θα προκληθεί όμως ροή 2.000.000 δρχ. από την πώληση του εξοπλισμού και έτσι η συνολική ταμιακή ροή της υπολειμματικής αξίας της επένδυσης θα ανέλθει σε 29.050.000 δρχ. Σημειωτέον ότι στο όγδοο έτος, με το πέρας της επένδυσης, επανακτάται το κεφάλαιο που είχε διατεθεί για τη χρηματοδότηση των πωλήσεων ύψους 50.000.000 δρχ.

Απομένει τώρα, για να συμπληρωθεί ο πίνακας 8, να υπολογιστεί το επιπρόσθετο κεφάλαιο κίνησης (το πέραν των 50.000.000 δρχ.) το οποίο καταχωρείται στην αράδα 8. Αυτό συνίσταται από το 10% της αναμενόμενης αύξησης των πωλήσεων του επόμενου έτους. Μεταξύ π.χ. του πρώτου και δεύτερου έτους η αύξηση στις πωλήσεις ελπίζεται να είναι 40.000.000 δρχ. επί 10% μας δίνει τα 4.000.000 δρχ. επιπρόσθετο κεφάλαιο κίνησης του πρώτου έτους. Ανάλογος είναι και ο χειρισμός για να προσδιοριστεί το απαιτούμενο κεφάλαιο για να στηρίξει τις αυξημένες πωλήσεις στα επόμενα έτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΑΥΤΟΡΞΑΝΤΑ Εξ.Πρόγραμμα Ανέμογεννητριών - Υπολειμματική Αξία Περίοδο 8			
	Οικόπεδο (Δρχ.)	Βιομηχανοστάσιο (Δρχ.)	Εξοπλισμός (Δρχ.)
Τιμή Κτήσης	5.000.000	45.000.000	50.000.000
Απόσβεση Σωρευτικά	0	11.250.000	48.000.000
Λογιστική Αξία	5.000.000	33.750.000	2.000.000
Τρέχουσα αξία περιόδου 8	7.000.000	13.750.000	2.000.000
Κέρδη (Ζημίες) Κεφαλαίου	2.000.000	20.000.000	0
Φόρος (35%)	700.000	7.000.000	0
Καθ. Υπολ/κή Αξία-Φόρος	6.300.000	20.750.000	2.000.000

Συνολική Υπολ/κή Αξία : 6.300.000 + 20.750.000 + 2.000.000 = 29 050.000 Δρχ.

Ενημερώνουμε ότι στον πίνακα 10 έχουν συγκεντρωθεί όλες οι ροές των πινάκων 7 και 8. Στον πίνακα αυτόν, με βάση τις ροές που σημειώνονται στα οκτώ έτη διάρκειας της επένδυσης, προσδιορίζονται η καθαρή παρούσα αξία (26.400.000 δρχ.), η εσωτερική απόδοση (27,74%) και η περίοδος επαναπληρωμής (3,05 έτη από την έναρξη παραγωγής εσόδων, 3 έτη και 1 περίπου μήνας ή 5,03 έτη από την έναρξη της επένδυσης). Υπενθυμίζουμε ότι στο κάτω μέρος του πίνακα 8 έχει προσδιοριστεί η εσωτερική απόδοση και η παρούσα αξία, όπως προέκυψαν από το πρόγραμμα, ενώ στον πίνακα 10 απεικονίζεται ο διά χειρός αντίστοιχος χειρισμός αναλυτικά για τον προσδιορισμό των ιδίων αξιών και επιπρόσθετα της περιόδου επαναπληρωμής.

Αξία Εγκατάλειψης :

Στον επιχειρηματικό κόσμο δεν είναι λίγες οι φορές που είναι προς το συμφέρον της εταιρίας να εγκαταλειφθεί ένα επενδυτικό πρόγραμμα παρά να συνεχιστεί. Η επένδυση μπορεί να εγκαταλειφθεί σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή ζωής του έργου. Η απόφαση εγκατάλειψης, καθώς και η επιλογή του χρόνου εγκατάλειψης του προγράμματος, είναι μέρος του κεφαλαιουχικού προϋπολογισμού. Η εγκατάλειψη μπορεί να πάρει τη μορφή πώλησης, οπότε δημιουργείται η αγορά μεταχειρισμένων ή δεύτερο χέρι ενεργητικών ή τη μορφή παύσης μίας δραστηριότητας, οπότε υπάρχει εξοικονόμηση πόρων και μείωση του ρίσκου του συνολικού προγράμματος και της εταιρίας.

Η αξία εγκατάλειψης (abandonment value) αντιπροσωπεύεται από τις δραχμές που τίθενται στη διάθεση της επιχείρησης, είτε μέσω της πώλησης είτε μέσω των οικονομιών (αφού το κλείσιμο πτέρυγας, εργοστασίου κ.λ.π. συνεπάγεται τη μη πραγματοποίηση περισσότερων δαπανών). Απόφαση εγκατάλειψης λαμβάνεται με σύγκριση της αξίας εγκατάλειψης και των παρουσών αξιών των ροών του προγράμματος που αναμένονται. Αν η αξία εγκατάλειψης είναι μεγαλύτερη της παρούσας αξίας των μεταγενέστερων ροών το πρόγραμμα εγκαταλείπεται, αν είναι μικρότερη ερευνάται αν τυχόν σε μελλοντική χρήση θα είναι μεγαλύτερη, οπότε προγραμματίζεται η εγκατάλειψη σε αυτή στη χρήση. Θα απεικονίσουμε λοιπόν την αξιολόγηση ενός προγράμματος με χρήση και του κανόνα εγκατάλειψης. Υποθέτουμε γι' αυτό ότι στον πίνακα 11 απεικονίζεται η κατάσταση ενός προγράμματος επένδυσης με κόστος κεφαλαίου 28% και υπολειμματικής αξίας 2.000.000 δρχ.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Κανόνας Εγκατάλειψης			
Έτος	Υψος Επένδυσης (Δρχ)	Αποτέλεσμα Εκμετάλλευσης	Αξία Εγκατάλειψης (Δρχ)
0	10.000.000		10.000.000
1		5.000.000	8.000.000
2		5.000.000	6.000.000
3		4.000.000	2.000.000

Βρίσκουμε την παρούσα αξία του προγράμματος :

$$\text{Π.Α. Προγ. (000.000)} = -10 + 5 \frac{1}{1+0,28} + 5 \frac{1}{(1+0,28)^2} + 4 \frac{1}{(1+0,28)^3} + 2 \frac{1}{(0+0,28)^3} = -181.000 \Delta \text{ρχ.}$$

Προέκυψε ζημία (181.000 δρχ.) και φυσικό είναι το πρόγραμμα να μην εγκριθεί. Όμως σε μία πλήρη ανάλυση προχωράμε ακόμα περισσότερο και προσδιορίζουμε ποια θα ήταν η κατάσταση στην παρούσα αξία των ροών αν το πρόγραμμα εγκαταλειφθεί π.χ. τη μεθεπόμενη (δεύτερη) χρήση :

$$\text{Π.Α. (000.000)} = -10 + 5 \frac{1}{1,28} + 5 \frac{1}{(1,28)^2} + 6 \frac{1}{(1,28)^3} = 620.000 \text{ Δρχ.}$$

Προκύπτει θετική παρούσα αξία (620.000 Δρχ.) και αν το πρόγραμμα εγκαταλειφθεί με το πέρας της δεύτερης χρήσης μετατρέπεται σε αποδεκτό. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για διετή οικονομική διάρκεια του προγράμματος έναντι τριετούς φυσικής διάρκειας. Αν το πρόγραμμα είχε μεγαλύτερη διάρκεια εξυπακούεται ότι η διαδικασία θα συνεχιζόταν και για τις επόμενες περιόδους στην προσπάθεια να εντοπιστεί η καλύτερη στιγμή εγκατάλειψής του. Η διαδικασία αυτή είναι απαραίτητο μέρος του κεφαλαιουχικού προϋπολογισμού όχι μόνο γιατί ένα απορρίψιμο πρόγραμμα μπορεί τελικά να αποδειχθεί βιώσιμο, αλλά και διότι υπολογίζει την οικονομική ζωή του προγράμματος.

ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΕΞΑΓΟΡΩΝ

Ο τρόπος λήψης απόφασης επί της παραγωγικής επένδυσης που αναπτύχθηκε προηγουμένως, υποθέτει το «εσωτερικό» μέγιστο της επιχείρησης με επενδυτικές δηλαδή προτάσεις οι οποίες αναλαμβάνονται και υλοποιούνται από την ίδια. Η επέκταση όμως της επιχείρησης μπορεί επίσης να επιτευχθεί με την αγορά ολόκληρης επιχείρησης ή και μέρους αυτής (υπομονάδας). Η λήψη απόφασης επί προτάσεως επενδύσεως αυτού του είδους συνιστά την εξωτερική ανάπτυξη η οποία είναι περισσότερο γνωστή σαν εξαγορά (acquisition ή takeover).

Η ανάλυση των Εξαγορών :

Οι περισσότερες εξαγορές αποβλέπουν στην επίτευξη συνεργητικού αποτελέσματος (synergism) και σε μικρότερο αριθμό περιπτώσεων στον αντίκτυπο αυτής στα προσδοκώμενα έσοδα και το ρίσκο. Το είδος της ανάλυσης που απαιτείται στην εξαγορά καθορίζεται από το σκοπό αυτής. Στην περίπτωση κατά την οποία το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στη δυνατότητα επίτευξης συνεργητικού αποτελέσματος, η ανάλυση της εξαγοράς θα συγκεντρωθεί στην πιθανότητα ύπαρξης αυτού του αποτελέσματος. Στην περίπτωση, όμως, που το ενδιαφέρον συγκεντρώνεται στις προσδοκώμενες εισροές και το ρίσκο, η κατάλληλη ανάλυση είναι αυτή που αναπτύχθηκε στο προηγούμενο κεφάλαιο και στο παρόν για επενδύσεις επέκτασης ή επιπρόσθετων ροών.

Η Καθαρή Ταμιακή Ροή :

Από την πλευρά της εξαγοράζουσας εταιρίας η αξιολόγηση στρέφεται στον προσδιορισμό της μελλοντικής ταμιακής ροής που θα προστεθεί στην υπάρχουσα, ως εκ της εξαγοράς. Το συνεργητικό αποτέλεσμα προκύπτει από την πιθανότητα εμφάνισης οικονομιών είτε λειτουργικών είτε άλλου είδους. Ο υπολογισμός των εσόδων και εξόδων που απαιτείται για να καταλήξουμε στην επιπρόσθετη ταμιακή ροή, που οφείλεται στην εξαγορά, είναι εύκολη υπόθεση αφού έχουμε διαθέσιμα στοιχεία του παρελθόντος για την αποκτώμενη εταιρία. Την υπολογιζόμενη κατ' αυτόν τον τρόπο επιπρόσθετη κερδοφορία την μετράμε στο επίπεδο των κερδών προτού αφαιρεθούν οι τόκοι, αφού η κεφαλαιακή διάρθρωση πιθανότατα να αλλάξει. Από την ταμιακή ροή που προσδιορίστηκε κατ' αυτόν τον τρόπο αφαιρούμε τους φόρους, καθώς και τυχόν άλλες απαραίτητες δαπάνες για επένδυση. Λαμβάνουμε έτσι το ύψος της καθαρής ταμιακής ροής για περιόδους που συνήθως υπερβαίνει την εικοσαετία.

Αξιολόγηση της Ταμιακής Ροής :

Την καθαρή ταμιακή ροή που προσδιορίστηκε κατ' αυτόν τον τρόπο προεξοφλούμε με το κατάλληλο επιτόκιο. Σαν τέτοιο θεωρούμε το μέσο σταθμισμένο κόστος της παλούμενης εταιρίας. Η επιπρόσθετη καθαρή ταμιακή ροή προεξοφλούμενη με το σταθμισμένο αυτό κόστος, μας δίνει την παρούσα αξία προς την οποία συγκρίνεται η τιμή εξαγοράς που προτείνεται.

Τιμή Εξαγοράς :

Η τιμή εξαγοράς στην περίπτωση των εισηγμένων εταιριών δεν αποτελεί πρόβλημα. Η τιμή που καταβάλλεται στους μετόχους της αποτελείται από τη χρηματιστηριακή τιμή, ενώ η τιμή που καταβάλλεται στους ομολογιούχους δανειστές είναι αυτή που έχει στην αγορά στην οποία διαπραγματεύεται (τη χρηματιστηριακή δηλαδή τιμή του χρέους). Το άθροισμα των δύο αυτών αξιών συνιστά την τιμή αγοράς (purchase price) έναντι της οποίας αντιπαραβάλλεται η τιμή που προκύπτει με προεξόφληση της προσδοκώμενης ταμιακής ροής. Εάν η παρούσα αξία των προεξοφλούμενων επιπρόσθετων ροών υπερβαίνει την τιμή αγοράς υπάρχει συνεργητικό αποτέλεσμα. Η πληρωμή πριμ στους μετόχους της αποκτώμενης εταιρίας, πέραν δηλαδή της χρηματιστηριακής τιμής, δικαιολογείται μόνο όταν πιθανολογείται συνεργητικό αποτέλεσμα. Υπονοείται δηλαδή επίτευξη μελλοντικής απόδοσης μεγαλύτερης από την απαιτούμενη από τη χρηματιστηριακή αγορά κατά την εξαγορά.

ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η εταιρία έχει στη διάθεσή της μία ποικιλία βραχυπρόθεσμων πιστώσεων, τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των οποίων πρέπει να γνωρίζει ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος της επιχείρησης. Έτσι, λοιπόν, θα συζητήσουμε τα βασικά είδη των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων λαμβάνοντας υπόψη τόσο τα χαρακτηριστικά τους όσο και τις πηγές τους.

Η βραχυπρόθεσμη πίστωση (short term credit) είναι η δανειακή υποχρέωση που από την αρχή έχει προγραμματιστεί για εξόφληση μέσα σε διάστημα ενός χρόνου. Οι τρεις κύριες πηγές κεφαλαίων βραχείας λήξης, με φθίνουσα τάξη μεγέθους από την άποψη του όγκου των χορηγούμενων πιστώσεων, είναι :

1. Οι εμπορικές πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων,
2. Τα δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες, και
3. Τα δικαιόγραφα.

Εμπορικές πιστώσεις :

Στη συνηθισμένη πορεία των εργασιών της, μία επιχείρηση αγοράζει τις ύλες και υλικά της από άλλες επιχειρήσεις με πίστωση, καταχωρώντας τη δανειακή υποχρέωση ως «λογαριασμούς πληρωτέους». Οι πληρωτέοι λογαριασμοί ή οι εμπορικές πιστώσεις (trade credit) αποτελούν την μεγαλύτερη κατηγορία βραχυπρόθεσμων πιστώσεων καλύπτοντας το 40% περίπου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των μη χρηματιστικών ανώνυμων εταιριών. Το ποσοστό αυτό είναι κάπως μεγαλύτερο στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων και αυτό γιατί οι μικρές επιχειρήσεις, επειδή ίσως δεν είναι δυνατό να χρηματοδοτηθούν από άλλες πηγές, εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις εμπορικές πιστώσεις.

Οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν αυτόματη πηγή χρηματοδότησης επειδή προέρχονται από τις συνηθισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες. Ας υποθέσουμε π.χ. ότι μία επιχείρηση πραγματοποιεί μέσες ημερήσιες πωλήσεις \$2.000 με όρους «καθαρές 30». Έτσι, κατά μέσο όρο, τα χρέη της προς τους προμηθευτές της θα είναι μέσα στο μήνα \$60.000 (30x\$2.000). Στην περίπτωση που διπλασιαστούν οι πωλήσεις, και συνεπώς και οι αγορές της, θα διπλασιαστούν και οι «λογαριασμοί πληρωτέου» στο ύψος των \$120.000. Η επιχείρηση θα έχει προκαλέσει την αυτόματη δημιουργία μίας πρόσθετης χρηματοδότησης ύψους \$60.000. Παρόμοια, αν οι εμπορικοί όροι επεκταθούν από 30 σε 40 ημέρες, οι πληρωτέοι λογαριασμοί θα αυξηθούν από \$60.000 σε \$80.000. Άρα, η επιμήκυνση του χρόνου εξόφλησης και η επέκταση των πωλήσεων και των αγορών δημιουργεί πρόσθετη χρηματοδότηση.

Πιστωτικοί Όροι :

Οι όροι των πωλήσεων ή πιστωτικοί όροι (credit terms) περιγράφουν την υποχρέωση εξόφλησης του αγοραστή. Η συζήτηση που ακολουθεί περιγράφει τους τέσσερις βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη διάρκεια ή τους όρους μίας πίστωσης :

- Την οικονομική φύση του προϊόντος,
- Τις συνθήκες του πωλητή,
- Τις συνθήκες του αγοραστή, και
- Τις εκπτώσεις για αγορές μετρητοίς

Οικονομική Φύση του προϊόντος :

Οι πιστωτικοί όροι για εμπορεύματα με μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα πωλήσεων είναι σχετικά βραχυπρόθεσμοι. Οι αγοραστές μεταπουλούν τα εμπορεύματα αυτά γρήγορα, δημιουργώντας έτσι ρευστά διαθέσιμα που τους επιτρέπουν να εξοφλήσουν τους προμηθευτές. Μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα παρατηρείται στα τρόφιμα, όπου μεγάλο ρόλο παίζει η φθαρτότητα.

Οι πιστώσεις που χορηγούνται στην περίπτωση φρέσκων φρούτων και λαχανικών έχουν διάρκεια από πέντε ως δέκα ημέρες, ενώ στην περίπτωση των κονσερβοποιημένων φρούτων και λαχανικών οι πιστώσεις κυμαίνονται από δεκαπέντε ως τριάντα ημέρες. Οι όροι που χορηγούνται για προϊόντα με χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα λιανικών πωλήσεων όπως τα κοσμήματα, μπορούν να είναι έξι μήνες ή και περισσότερο.

Συνθήκες του Πωλητή :

Οι πωλητές που έχουν οικονομική στενότητα είναι υποχρεωμένοι να απαιτούν πληρωμή μετρητοίς ή να χορηγούν πιστώσεις για μικρό χρονικό διάστημα. Για παράδειγμα οι αγρότες πουλούν ζώα στις βιομηχανίες κρέατος μετρητοίς. Σε πολλές βιομηχανίες η διαφοροποίηση των πιστωτικών όρων που χορηγούνται μπορεί να χρησιμεύσει ως μέσο προώθησης των πωλήσεων. Παρά το γεγονός ότι η χρήση των πιστώσεων για την προώθηση των πωλήσεων μπορεί να δημιουργήσει κινδύνους σε ότι αφορά τη σωστή διαχείριση των πιστώσεων, η πρακτική αυτή έχει ευρύτατη χρήση, ιδιαίτερα στην περίπτωση που η μονάδα του πωλητή διαθέτει πλεονάζουσα δυναμικότητα. Οι πωλητές αποκλειστικών προϊόντων μπορούν επίσης να επιβάλλουν πολύ βραχυχρόνιους όρους στις πιστώσεις που χορηγούν. Στην πράξη, όμως, εμφανίζεται συχνά το αντίθετο, δηλαδή πωλητές που βρίσκονται σε ισχυρή οικονομική κατάσταση να προμηθεύουν κεφάλαια στις μικρές επιχειρήσεις.

Συνθήκες του Αγοραστή :

Οι οικονομικά εύρωστοι λιανοπωλητές που πραγματοποιούν πωλήσεις με πίστωση μπορούν, σε γενικές γραμμές, να ζητήσουν από τους προμηθευτές τους πιστώσεις για σχετικά μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα. Σε ορισμένες κατηγορίες λιανοπωλητών, που θεωρούνται ότι πραγματοποιούν πωλήσεις σε τομείς με ιδιαίτερο κίνδυνο (όπως π.χ. ο τομέας ένδυσης) χορηγούνται πιστώσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα, ταυτόχρονα, όμως, τους προσφέρονται και μεγάλες εκπτώσεις με σκοπό την ενθάρρυνση μίας πρόωρης εξόφλησης.

Εκπτώσεις για Πληρωμές Μετρητοίς :

Η έκπτωση για πληρωμή μετρητοίς αντιστοιχεί με τη μείωση της τιμής, αν η εξόφληση πραγματοποιηθεί μέσα σε μία συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Το κόστος της μη ανάληψης τέτοιων εκπτώσεων συχνά υπερβαίνει το επιτόκιο με το οποίο μπορεί να δανειστεί ο αγοραστής. Συνεπώς μίας επιχείρηση πρέπει να είναι προσεκτική στη χρησιμοποίηση των εμπορικών πιστώσεων ως πηγής χρηματοδότησης, γιατί η πηγή αυτή μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Στην περίπτωση που η επιχείρηση δανείζεται για να αναλάβει την έκπτωση, μειώνεται το χρονικό διάστημα κατά το οποίο οι πληρωτέοι λογαριασμοί παραμένουν στα βιβλία της επιχείρησης. Έτσι το πραγματικό χρονικό διάστημα της πίστωσης επηρεάζεται από το ύψος των προσφερόμενων εκπτώσεων. Συνήθως οι πιστωτικοί όροι αναφέρουν το ύψος της έκπτωσης για πληρωμές μετρητοίς και την ημερομηνία λήξης της, καθώς και την τελική ημερομηνία πληρωμής. Προηγουμένως σημειώσαμε ότι ένας από τους συχνότερους όρους είναι «2 / 10, καθαρές 30» (αν η πληρωμή γίνει σε δέκα μέρες από την ημερομηνία του τιμολογίου χορηγείται μία έκπτωση 2%, ενώ αν αναληφθεί η έκπτωση, η πληρωμή πρέπει να γίνει τριάντα ημέρες μετά την ημερομηνία που αναγράφεται στο τιμολόγιο). Όπως θα δείξουμε εδώ το κόστος της μη ανάληψης εκπτώσεων για πληρωμές μετρητοίς μπορεί να είναι σημαντικό

Όροι Πίστωσης	Κόστος της πίστωσης αν δεν αναληφθεί η έκπτωση (σε ποσοστό)
1 / 10 καθαρές 20	36,36
1 / 10 καθαρές 30	18,18
2 / 10 καθαρές 20	73,47
2 / 10 καθαρές 30	36,73

Η έννοια της Καθαρής Πίστωσης :

Οι εμπορικές πιστώσεις έχουν διπλή σημασία για την επιχείρηση. Είναι πηγή πιστωτικών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των αγορών της και χρήση κεφαλαίων στον βαθμό που η επιχείρηση χρηματοδοτεί τις αγορές των πελατών της που έγιναν με πίστωση. Για παράδειγμα, να μία επιχείρηση πουλάει κάθε ημέρα προϊόντα αξίας \$3.000, κατά μέσον όρο, και η μέση περίοδος είσπραξης είναι σαράντα ημέρες, στους ισολογισμούς της θα εμφανίζει εισπρακτέους λογαριασμούς ύψος \$120.000.

Στην περίπτωση που η ίδια επιχείρηση αγοράζει καθημερινά υλικά αξίας \$2.000 με εξόφληση εντός είκοσι ημερών, οι πληρωτέοι λογαριασμοί θα φτάσουν τις \$40.000, κατά μέσον όρο. Συνεπώς η επιχείρηση αυτή χορηγεί καθαρές πιστώσεις ύψους \$80.000, δηλαδή τη διαφορά μεταξύ εισπρακτέων και πληρωτέων λογαριασμών.

Οι μεγάλες επιχειρήσεις, καθώς και εκείνες που ανεξάρτητα από το μέγεθός τους έχουν προσβάσεις σε χρηματοδοτικές πηγές, είναι χορηγοί καθαρών εμπορικών πιστώσεων. Οι μικρές επιχειρήσεις και εκείνες που, ανεξάρτητα από το μέγεθός τους, δεν έχουν σωστή κεφαλαιακή διάρθρωση, χρησιμοποιούν καθαρές εμπορικές πιστώσεις. Η διατύπωση γενικών αρχών για το κατά πόσο είναι καλύτερο για μία επιχείρηση να είναι χορηγός ή χρήστης καθαρής εμπορικής πίστωσης δεν είναι εύκολη. Η επιλογή εξαρτάται από τις συνθήκες της συγκεκριμένης επιχείρησης, καθώς και από τις διάφορες δαπάνες και οφέλη που συνεπάγεται η ανάληψη και χρήση εμπορικών πιστώσεων.

Πλεονεκτήματα των Εμπορικών Πιστώσεων ως Πηγής Χρηματοδότησης :

Οι εμπορικές πιστώσεις, που αποτελούν συνηθισμένη πρακτική στη δραστηριότητα πολλών βιομηχανικών κλάδων, είναι βολικές και άτυπες. Μία επιχείρηση που δεν ανταποκρίνεται στα δανειοδοτικά πρότυπα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μπορεί να πάρει εμπορικές πιστώσεις, επειδή ο πωλητής έχει πειστεί για την φερεγγυότητα του πελάτη του από τις επαφές που είχε μαζί του στο παρελθόν. Ο πωλητής γνωρίζει την εμπορική πρακτική του κλάδου και είναι συνήθως σε θέση να κρίνει την επιχειρηματική ικανότητα του πελάτη καθώς και τον κίνδυνο από την πώληση με πίστωση. Το ύψος των εμπορικών πιστώσεων μεταβάλλεται ανάλογα με τις αγορές του πελάτη, αλλά κάτω από τους περιορισμούς που θέτουν τα πιστωτικά όρια που ισχύουν.

Το αν οι εμπορικές πιστώσεις κοστίζουν περισσότερο ή λιγότερο από άλλες μορφές χρηματοδότησης είναι συζητήσιμο. Συχνά ο αγοραστής δεν διαθέτει κάποια άλλη εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης, ενώ το κόστος της πίστωσης μπορεί να είναι ανάλογο με τον κίνδυνο που φέρει ο πωλητής. Σε ορισμένες περιπτώσεις όμως, οι εμπορικές πιστώσεις χρησιμοποιούνται απλά επειδή ο αγοραστής δεν συνειδητοποιεί πόσο ψηλό είναι το κόστος τους. Στις περιπτώσεις αυτές, μια προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση μπορεί να οδηγήσει σε υποκατάσταση μεταξύ εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης.

Στο άλλο άκρο, οι εμπορικές πιστώσεις μπορεί να αντιπροσωπεύουν μια πραγματική επιδότηση ή ένα σύστημα προώθησης των πωλήσεων του πιστωτή. Γνωρίζουμε περιπτώσεις όπου βιομηχανίες χορήγησαν κυριολεκτικά όλη τη χρηματοδότηση που χρειάστηκαν κάποιες νέες επιχειρήσεις, πουλώντας σ' αυτές με πίστωση και με όρους που ήταν σημαντικά μεγαλύτερης διάρκειας από αυτούς που χορηγούσαν οι επιχειρήσεις αυτές. Σε κάποια περίπτωση μια βιομηχανία που επιθυμούσε πολύ να δημιουργήσει μια αντιπροσωπεία σε κάποια συγκεκριμένη περιοχή, έδωσε δάνειο σε μια καινούργια εταιρεία για την κάλυψη την λειτουργικών της δαπανών στις αρχικές φάσεις της δραστηριότητάς της, ρυθμίζοντας τον διακανονισμό των εισπρακτέων λογαριασμών ανάλογα με τις εισπράξεις μετρητοίς της νέας εταιρείας. Ακόμη και στις περιπτώσεις αυτές, όμως, ο αγοραστής πρέπει να βεβαιωθεί ότι δεν πληρώνει στην πραγματικότητα κάποιο κρυφό κόστος χρηματοδότησης καταβάλλοντας ψηλότερες τιμές για τα προϊόντα που αγοράζει από εκείνες που ισχύουν αλλού. Η χορήγηση πιστώσεων συνεπάγεται κάποιο κόστος για τον πωλητή, που είναι πιθανό να ανεβάσει τις τιμές του για να αντισταθμίσει τη «δωρεάν» πίστωση που χορηγεί.

Η Σημασία που έχουν οι Καλές Πιστωτικές Σχέσεις :

Στη διάρκεια του παρατεταμένου πληθωρισμού και των επαναλαμβανόμενων περιόδων νομισματικών περιορισμών της τελευταίας δεκαετίας, οι πωλητές έχουν περιορίσει τα κριτήρια με τα οποία χορηγούν πιστώσεις στους πελάτες τους. Επειδή η εκκαθάριση των εισπρακτέων λογαριασμών αποτελεί ένα τρόπο επίτευξης καλύτερης ρευστότητας, οι προμηθευτές έχουν γίνει πιο επιλεκτικοί στη χορήγηση πιστώσεων. Γι' αυτό και έχει μεγάλη σημασία για μια επιχείρηση να αποκτήσει την εμπιστοσύνη των προμηθευτών της. Αυτό μπορεί να γίνει με την παρουσίαση καλών χρηματοοικονομικών δεικτών και με την έγκαιρη εξόφληση των υποχρεώσεών της. Ακόμη, όμως, και στην περίπτωση που οι δείκτες δεν είναι ευνοϊκοί, η επιχείρηση ίσως είναι σε θέση να πετύχει τη χορήγηση εμπορικών πιστώσεων με την υποβολή ρεαλιστικών προγραμμάτων για την βελτίωση της κατάστασης. Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση της W.T. Grant Company. Για τη χρήση που έληξε στις 31 Ιανουαρίου 1975, η W.T. Grant εμφάνισε λειτουργικές ζημιές ύψους \$177 εκατομμυρίων. Η διοίκηση ανάγγειλε μεταβολές στην πολιτική της, αντικατέστησε βασικά στελέχη της και πρόσφερε εξασφαλίσεις στα αποθέματά της. Οι προμηθευτές της εταιρείας συνέχισαν να της χορηγούν εμπορικές πιστώσεις και μάλιστα ορισμένοι ξεπέρασαν το ποσό του \$1.000.000. Μέσα στους επόμενους έξι μήνες η W.T. Grant έχασε άλλα \$111.000.000 και κήρυξε πτώχευση. Το παράδειγμά της όμως δείχνει ότι είναι δυνατό για μια επιχείρηση να εξακολουθεί να χρησιμοποιεί εμπορικές πιστώσεις, ακόμη και κάτω από αντίξοες συνθήκες, όταν η πιστωτική σχέση λειτουργεί με το σωστό τρόπο.

Βραχυπρόθεσμη Χρηματοδότηση από Εμπορικές Τράπεζες :

Ως πηγή χρηματοδότησης, ο δανεισμός από εμπορικές τράπεζες, που εμφανίζεται συνήθως στους ισολογισμούς ως γραμμάτια πληρωτέα (notes payable), κατέχει τη δεύτερη θέση μετά τις εμπορικές πιστώσεις. Οι τράπεζες έχουν δεσπόζουσα θέση στις αγορές βραχυπρόθεσμου ή μεσοπρόθεσμου χρήματος. Η επιρροή τους είναι μεγαλύτερη από αυτή που εμφανίζεται στα ποσά που χορηγούν, επειδή οι εμπορικές τράπεζες προσφέρουν πολύτιμα μη αυτόματα κεφάλαια. Καθώς μια επιχείρηση αναπτύσσεται, μπορεί να επιδιώξει την αντιμετώπιση των πρόσθετων χρηματοδοτικών αναγκών της διαμέσου δανεισμού από εμπορικές τράπεζες. Αν η επιχείρηση δεν πετύχει το σκοπό της, είτε επειδή οι πιστωτικές συνθήκες είναι σφιχτές, είτε επειδή είναι δεν ανταποκρίνεται στα πιστωτικά πρότυπα της τράπεζας, η επιχείρηση πιθανό να εξαναγκαστεί σε περιορισμό των δραστηριοτήτων της με επακόλουθο την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξής της.

Χαρακτηριστικά των Δανείων από Εμπορικές Τράπεζες :

Στις επόμενες παραγράφους θα περιγράψουμε συνοπτικά τα κύρια χαρακτηριστικά των δανειοδοτικών σχημάτων που χρησιμοποιούν οι εμπορικές τράπεζες.

Μορφές Δανείων :

Κατ' αρχήν, ένα δάνειο από μια τράπεζα σε μια επιχείρηση δεν διαφέρει από ένα δάνειο που χορηγείται σε κάποιο μεμονωμένο άτομο. Μάλιστα, είναι συχνά δύσκολο να ξεχωρίσει κανείς το δάνειο σε μια μικρή επιχείρηση από ένα προσωπικό δάνειο. Το δάνειο χορηγείται με την υπογραφή μιας συνηθισμένης υποσχετικής. Η αποπληρωμή του δανείου γίνεται είτε εφάπαξ με τη λήξη του είτε με δόσεις στη διάρκεια του.

Το πιστωτικό όριο (line of credit) αποτελεί μια τυπική ή άτυπη συμφωνία μεταξύ της τράπεζας και του δανειζόμενου, που καθορίζει το μέγιστο ποσό δανείου που η τράπεζα θα χορηγήσει στην επιχείρηση. Για παράδειγμα, ο υπεύθυνος χορηγήσεων της τράπεζας μπορεί να δηλώσει σε κάποιο οικονομικό διευθυντή ότι για τον επόμενο χρόνο η τράπεζα θεωρεί την επιχείρησή του φερέγγυα για ποσό μέχρι \$300.000. Στη συνέχεια, ο οικονομικός διευθυντής αναγγέλλει στην τράπεζα ότι θα ήθελε να αναλάβει από το ποσό αυτό τις πρώτες \$100.000. Το ποσό αυτό πιστώνεται στο λογαριασμό όψεως του πελάτη που διακινείται με επιταγές. Με βάση το παραπάνω πιστωτικό όριο η επιχείρηση μπορεί να δανειστεί ένα πρόσθετο ποσό \$200.000.

Στην περίπτωση που η επιχείρηση δεν εξαντλήσει το συνολικό ποσό του ορίου, θα της ζητηθεί να καταβάλει προμήθεια αδράνειας (commitment fee) για το ποσό που δεν αναλήφθηκε σε ποσοστό 0,5%. Η λογική της προμήθειας αυτής είναι ότι η τράπεζα διαχώρισε και έθεσε στη διάθεση της εταιρίας ένα μέρος της δανειοδοτικής της ικανότητας και, συνεπώς, επιβαρύνθηκε με κάποιο κόστος ευκαιρίας από το μη δανεισμό των κεφαλαίων σε κάποια άλλη επιχείρηση. Η προμήθεια αδράνειας είναι μια μορφή αποζημίωσης για την τράπεζα.

Κάθε ενενήντα ημέρες η τράπεζα ειδοποιεί τον πελάτη για το ποσό των τόκων που οφείλονται. Επιπλέον αναμένεται ότι το δάνειο θα εξοφληθεί μέσα σε διάστημα δώδεκα μηνών. Αυτό συνδέεται με τη γενικά εφαρμοζόμενη θεωρία περί δανεισμού των εμπορικών τραπεζών, δηλαδή της χρηματοδότησης των προσωρινών εποχιακών αναγκών της επιχείρησης μέσα στη χρήση. Με τη ρευστοποίηση των αυξημένων αποθεμάτων ή των εισπρακτέων λογαριασμών της δανειζόμενης επιχείρησης προβλέπεται ότι η τελευταία θα είναι σε θέση να αποπληρώσει τα δάνειά της. Τον επόμενο χρόνο και με την εμφάνιση των εποχιακών αναγκών της επιχείρησης η τράπεζα και πάλι θα θέσει στη διάθεση της επιχείρησης ένα πιστωτικό όριο, αν η αποπληρωμή των προηγούμενων δανείων ήταν ικανοποιητική.

Μέγεθος των Πελατών :

Οι τράπεζες δανείζουν σε όλες τις επιχειρήσεις ανεξάρτητα από το μέγεθός τους. Από άποψη ποσού, ο μεγαλύτερος όγκος των δανείων των εμπορικών τραπεζών κατευθύνεται σε επιχειρήσεις με σύνολο ενεργητικού \$5.000.000 και περισσότερο. Από άποψη αριθμού των δανείων, όμως, το 40% περίπου των τραπεζικών δανείων χορηγείται σε επιχειρήσεις με σύνολο ενεργητικού μέχρι \$50.000.

Λήξεις :

Οι εμπορικές τράπεζες συγκεντρώνουν την δραστηριότητά τους στα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Τα δάνεια αυτά καλύπτουν τα δύο τρίτα περίπου του συνολικού ύψους των χορηγούμενων τραπεζικών δανείων, ενώ τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια (term loans, δηλαδή τα δάνεια με λήξη πέρα του ενός έτους) καλύπτουν το υπόλοιπο ένα τρίτο.

Ασφάλειες :

Στην περίπτωση που ο υποψήφιος για δανεισμό αποτελεί αμφισβητήσιμο πιστωτικό κίνδυνο ή που οι χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης υπερβαίνουν το ποσό που ο υπεύθυνος των χορηγήσεων της τράπεζας θεωρεί σκόπιμο να δοθεί χωρίς ασφάλεια, θα απαιτηθεί από αυτόν κάποιο είδος εξασφάλισης. Περισσότερο από το μισό των τραπεζικών δανείων φέρει ασφάλειες (οι μορφές εξασφάλισης θα περιγραφούν παρακάτω). Από την άποψη του αριθμού των τραπεζικών δανείων, τα δύο τρίτα περίπου φέρουν ασφάλειες ή έχουν οπισθογραφηθεί από κάποιον τρίτο που εγγυάται την αποπληρωμή του δανείου σε περίπτωση αθέτησης από μέρους του δανειζόμενου.

Υπόλοιπα λογαριασμών όψεως :

Συνήθως οι τράπεζες απαιτούν από μια επιχείρηση που δανείζεται τακτικά τη διατήρηση ενός μέσου υπολοίπου στον λογαριασμό της όψεως που διακινείται με επιταγές ίσο προς το 15 ως 20% του ανεξόφλητου υπολοίπου του δανείου. Τα υπόλοιπα αυτά (compensating balances) αποτελούν μια μέθοδο αύξησης του πραγματικού επιτοκίου. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση χρειάζεται \$80.000 για να εξοφλήσει εκκρεμείς υποχρεώσεις αλλά ταυτόχρονα πρέπει να διατηρεί και ένα υπόλοιπο στον λογαριασμό όψεως της τάξεως του 20%, πρέπει να δανειστεί \$100.000 για να εξασφαλίσει το αναγκαίο ποσό των \$80.000. Αν το επιτόκιο που έχει συμφωνηθεί είναι 10%, το πραγματικό κόστος είναι 12,5% (\$100.000+80.000).

Τα υποχρεωτικά αυτά υπόλοιπα που απαιτούνται για τη χορήγηση των δανείων προστίθενται φυσικά στα τυχόν ανάλογα υπόλοιπα που η Τράπεζα απαιτεί να διατηρούνται ως αμοιβή της για τις υπηρεσίες που παρέχει στην επιχείρηση.

Εξόφληση των Τραπεζικών Δανείων :

Επειδή οι περισσότερες καταθέσεις που βρίσκονται στις τράπεζες μπορούν να αποσυρθούν σε πρώτη ζήτηση, οι εμπορικές τράπεζες προσπαθούν να εμποδίσουν τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν τις τραπεζικές πιστώσεις για μόνιμη χρηματοδότηση. Γι' αυτό μία τράπεζα μπορεί να απαιτήσει από τους πελάτες της την εκκαθάριση των βραχυπρόθεσμων τραπεζικών τους δανείων για διάστημα ενός μηνός, τουλάχιστον, κάθε χρόνο. Εάν μια επιχείρηση δεν είναι σε θέση να απελευθερωθεί από τα τραπεζικά της δάνεια, για ένα μικρό χρονικό διάστημα τουλάχιστον, τότε φαίνεται ότι χρησιμοποιεί τις τραπεζικές χορηγήσεις για την κάλυψη μόνιμων αναγκών και συνεπώς οφείλει να δημιουργήσει πρόσθετε πηγές μακροπρόθεσμης ή μόνιμης χρηματοδότησης.

Κόστος των Δανείων από Εμπορικές Τράπεζες :

Το κόστος των δανείων των εμπορικών τραπεζών υπολογίζεται με βάση το προτιμησιακό επιτόκιο (prime rate). Το επιτόκιο αυτό είναι εκείνο με το οποίο επιβαρύνονται οι πιο φερέγγυοι πελάτες της τράπεζας. Τα τελευταία χρόνια, το προτιμησιακό επιτόκιο κυμάνθηκε μεταξύ 10 ¾ και 21%. Το επίπεδο αυτό αντικατοπτρίζει τη στενότητα ή τη χαλαρότητα των γενικών συνθηκών στις αγορές χρήματος.

Σε περίπτωση που μια επιχείρηση χαρακτηριστεί ως επιχείρηση με χαμηλό βαθμό κινδύνου (prime risk), λόγω του μεγέθους της και της οικονομικής της ευρωστίας, το επιτόκιο θα είναι κατά ½ ως ¾% μεγαλύτερο από το αναπροεξοφλητικό επιτόκιο με το οποίο οι Ομοσπονδιακές Τράπεζες επιβαρύνουν τις εμπορικές. Από την άλλη πλευρά, το επιτόκιο με το οποίο θα επιβαρυνθεί μια μικρή επιχείρηση με χρηματοοικονομικούς δείκτες κάτω του μέσου όρου, μπορεί να είναι δύο ή περισσότερες ποσοστιαίες μονάδες ψηλότερο του προτιμησιακού. Επιπλέον, στην περίπτωση που μια επιχείρηση δεν ανταποκρίνεται στα αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια, θα χρειαστεί ίσως να προσφέρει και εμπράγματα ασφάλειες για να της χορηγηθεί ένα δάνειο.

«Κανονικό» Επιτόκιο :

Ο προσδιορισμός του πραγματικού ή ουσιαστικού επιτοκίου ενός δανείου (effective rate of interest) εξαρτάται από το επιτόκιο που έχει συμφωνηθεί και τον τρόπο λογισμού των τόκων που εφαρμόζει ο δανειστής. Αν ο τόκος καταβάλλεται με τη λήξη του δανείου, το συμφωνημένο επιτόκιο ισούται με το πραγματικό. Παράδειγμα : για ένα δάνειο \$20.000 διάρκειας ενός έτους με επιτόκιο 14%, ο τόκος θα είναι \$2.800

$$\text{«Κανονικό» δάνειο με πληρωμή των τόκων κατά τη λήξη} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσό δανείου}} = \frac{\$2.800}{\$20.000} = 14\%$$

Προεξόφληση Τόκων :

Στην περίπτωση που η τράπεζα προεισπράττει τους τόκους (δηλαδή προεξοφλεί το δάνειο), το πραγματικό επιτόκιο αυξάνεται. Στο παραπάνω παράδειγμα εντός δανείου \$20.000 για ένα χρόνο με επιτόκιο 14%, το προεξόφλημα είναι \$2.800 και ο δανειζόμενος θα εισπράξει μόνο \$17.200. Το πραγματικό επιτόκιο είναι 16,28% (αντί για 14% ενός «κανονικού» δανείου).

$$\text{Προεξοφλούμενο δάνειο} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσό δανείου} - \text{Τόκοι}} = \frac{\$2.800}{\$17.200} = 16,28\%$$

Ένα άλλο θέμα είναι η ανάγκη προσαρμογής του ποσού του δανείου λόγω της μεθόδου προείσπραξης των τόκων και της υποχρέωσης διατήρησης υπολοίπων στους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως. Στο παραπάνω παράδειγμα, αν η επιχείρηση χρειάζεται \$20.000 και δανείζεται με προείσπραξη των τόκων προς 14%, πρέπει να δανειστεί $\$20.000 / (1-0,14) = \$23.255,81$.

Στην περίπτωση αυτή, το ποσό των τόκων είναι $(0,14) (\$23.255,81) = \$3.255,81$ ενώ το πραγματικό επιτόκιο θα είναι $\$3.255,81 / \$20.000 = 16,28\%$. Οι υπολογισμοί στην περίπτωση που επιβάλλεται η υποχρέωση διατήρησης υπολοίπων στους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως ακολουθούν την ίδια λογική.

Ένα άλλο πρόβλημα δημιουργείται σε περίπτωση που η διάρκεια του δανείου είναι μικρότερη από ένα χρόνο. Ας υποθέσουμε, στο παραπάνω παράδειγμα, ότι η διάρκεια του δανείου είναι 90 ημέρες. Στην περίπτωση αυτή, η επιβάρυνση από την προεξόφληση θα είναι μικρότερη. Το ποσό των τόκων που θα αφαιρεθεί θα είναι $\$2.800 / 4 = \700 . Το προεξοφλητικό επιτόκιο, αναγόμενο σε ετήσια βάση, θα είναι $\$2.800 / \$19.300 = 14,51\%$. Το επιτόκιο τώρα είναι μικρότερο από το προηγούμενο που ήταν 16,28%, επειδή το ποσό που απομένει για χρήση από το δανειζόμενο θα είναι \$20.000 μείον τους τόκους τριών μηνών μόνο αντί για τους τόκους ενός έτους.

Εξόφληση Δανείου με Δόσεις :

Στην περίπτωση που το δάνειο θα εξοφληθεί σε δώδεκα μηνιαίες δόσεις αλλά το επιτόκιο θα υπολογιστεί στο αρχικό κεφάλαιο, το πραγματικό επιτόκιο είναι ακόμη ψηλότερο. Ο δανειζόμενος έχει στη διάθεσή του ολόκληρο το δάνειο μόνο για τον πρώτο μήνα, ενώ κατά τον τελευταίο θα έχει ήδη αποπληρώσει τα 11/12 του δανείου. Με τον τρόπο αυτό η επιχείρηση που δανείζεται \$20.000 καταβάλλει τόκους \$2.800 για τη χρήση του μισού περίπου του δανείου (\$20.000 ή \$17.000 ανάλογα με τον τρόπο είσπραξης των τόκων) επειδή το μέσο υπόλοιπο στη διάρκεια του χρόνου θα είναι μόνο \$10.000 ή \$8.600 αντίστοιχα. Στην περίπτωση που οι τόκοι καταβληθούν με τη λήξη του δανείου, το πραγματικό επιτόκιο υπολογίζεται, κατά προσέγγιση ως εξής :

$$\text{Επιτόκιο στο μέσο ύψος δανείου που εξοφλείται με δόσεις} = \frac{\$2.800}{\$8.600} = 28\%$$

Με τη μέθοδο προείσπραξης των τόκων, το πραγματικό επιτόκιο του δανείου θα είναι μεγαλύτερο από 32% :

$$\text{Επιτόκιο δανείου του οποίου οι τόκοι προεισπράττονται} = \frac{\$2.800}{\$8.600} = 32.56\%$$

Εδώ βλέπουμε ότι ο τόκος υπολογίζεται στο αρχικό κεφάλαιο του δανείου και όχι στο πραγματικό ανεξόφλητο υπόλοιπο (στο ποσό δηλαδή που απομένει) και το γεγονός αυτό προκαλεί περίπου το διπλασιασμό του επιτοκίου που συμφωνήθηκε. Η μέθοδος αυτή χρησιμοποιείται στα περισσότερα καταναλωτικά δάνεια (π.χ. για την αγορά αυτοκινήτων), αλλά δεν χρησιμοποιείται για δάνεια επιχειρήσεων μεγαλύτερα από \$15.000.

Επιλογή Τραπεζών :

Οι τράπεζες διατηρούν άμεσες σχέσεις με τους πελάτες τους. Με τα χρόνια δημιουργούνται στενές προσωπικές σχέσεις και τα επιχειρηματικά προβλήματα των δανειζόμενων συζητούνται συχνά. Έτσι οι τράπεζες προσφέρουν μια άτυπη μορφή επιχειρηματικών συμβουλών. Ένας υποψήφιος δανειζόμενος που επιθυμεί μια τέτοια σχέση πρέπει να λάβει υπόψη του τις ακόλουθες σημαντικές διαφορές που υπάρχουν μεταξύ των τραπεζών :

1. Η βασική πολιτική απέναντι στον πιστωτικό κίνδυνο διαφέρει από τράπεζα σε τράπεζα. Ορισμένες ακολουθούν σχετικά συντηρητικές πρακτικές χρηματοδότησης ενώ άλλες εφαρμόζουν αυτό που ονομάζεται δημιουργική τραπεζική πρακτική (creative banking practices). Η πιστωτική πολιτική αντικατοπτρίζει τόσο την προσωπικότητα των στελεχών της τράπεζας όσο και τις συγκεκριμένες συνθήκες που αντιμετωπίζει η τράπεζα στο θέμα της κίνησης των καταθέσεων. Έτσι, μια τράπεζα με κυμαινόμενο επίπεδο καταθέσεων που βρίσκεται σε μια περιοχή με σταθερό πληθυσμό, τείνει προς την εφαρμογή συντηρητικών πρακτικών δανεισμού. Μια τράπεζα στην οποία οι καταθέσεις αυξάνουν λίγο-πολύ σταθερά μπορεί να ακολουθήσει μια πιο ελεύθερη πολιτική δανειοδότησης. Μια μεγάλη τράπεζα που δραστηριοποιείται σε ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές ή σε διάφορους βιομηχανικούς κλάδους μπορεί να επωφεληθεί από το συνδυασμό και την εξισορρόπηση διάφορων κατηγοριών κινδύνου. Συνεπώς οριακοί πιστωτικοί κίνδυνοι, που μπορεί να μην είναι αποδεκτοί από μια μικρή τράπεζα ή από μια εξειδικευμένη τραπεζική μονάδα, μπορούν να αντιμετωπιστούν συγκεντρωτικά από μια τράπεζα με πολλά υποκαταστήματα, με σκοπό τη μείωση του συνολικού κινδύνου μιας ομάδας οριακών λογαριασμών.
2. Ορισμένα στελέχη τραπεζών ενεργοποιούνται στην παροχή συμβουλών και στην εξασφάλιση αναπτυξιακών δανείων σε επιχειρήσεις που διανύουν τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας τους. Μάλιστα ορισμένες τράπεζες διαθέτουν ειδικά τμήματα που είναι αρμόδια για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις που προβλέπεται να αναπτυχθούν με γρήγορους ρυθμούς στα πρώτα χρόνια. Τα στελέχη των τμημάτων αυτών μπορούν να προσφέρουν πολύτιμες συμβουλές στους πελάτες τους.

3. Οι τράπεζες διαφέρουν ως προς το βαθμό στήριξης και ως προς την έκταση της υποστήριξης που παρέχουν στους πελάτες τους που διανύουν δύσκολες περιόδους. Το χαρακτηριστικό αυτό αναφέρεται συχνά και ως βαθμός συμπαράστασης της τράπεζας (degree of loyalty). Ορισμένες τράπεζες ασκούν σημαντική πίεση στους πελάτες τους να εξοφλήσουν τα δάνειά τους, όταν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι δυσοίωνες, ενώ άλλες συμπαραστέκονται στην επιχείρηση και καταβάλλουν προσπάθειες για τη βελτίωση της κατάστασης.
4. Ένα άλλο σημείο στο οποίο διαφέρουν οι τράπεζες είναι ο βαθμός σταθερότητας των καταθέσεων. Η αστάθεια δημιουργείται όχι μόνο από τις διακυμάνσεις στο επίπεδο των καταθέσεων, αλλά και από τη σύνθεσή τους. Οι καταθέσεις μπορεί να είναι καταθέσεις όψεως (demand deposits – που διακινούνται με επιταγές) ή καταθέσεις προθεσμίας (time deposits – όπως καταθέσεις ταμειυτηρίου, αποδεικτικά καταθέσεων προθεσμίας). Το ύψος των καταθέσεων είναι πιο σταθερό όταν το μεγαλύτερο τμήμα τους αποτελείται από προθεσμιακές καταθέσεις.
Οι διαφοροποιήσεις στη σταθερότητα των καταθέσεων εξηγούν αρκετά τις διακρίσεις που υπάρχουν στον βαθμό κατά τον οποίο οι τράπεζες είναι πρόθυμες ή είναι σε θέση να βοηθήσουν τους δανειζόμενους να υπερπηδήσουν τις δυσχέρειες ή ακόμα και τις κρίσεις που αντιμετωπίζουν.
5. Οι τράπεζες διαφοροποιούνται έντονα και στο βαθμό εξειδίκευσης των δανείων που χορηγούν. Οι μεγαλύτερες τράπεζες διαθέτουν ξεχωριστά τμήματα που εξειδικεύονται σε διαφορετικούς τύπους δανείων, όπως κτηματικά, δάνεια που εξοφλούνται με δόσεις και πολύ βραχυπρόθεσμα εμπορικά δάνεια. Ακόμη και μέσα στις μεγάλες αυτές κατηγορίες μπορεί να υπάρχει εξειδίκευση κατά κλάδο, όπως π.χ. για τη χαλυβουργία, τον κλάδο παραγωγής μηχανημάτων ή τα κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα. Οι μικρότερες τράπεζες κατά κανόνα αντικατοπτρίζουν τη φύση των δραστηριοτήτων και του οικονομικού περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιούνται. Οι τράπεζες αυτές εξειδικεύονται σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως στη βιομηχανία πετρελαίου, στις οικοδομικές κατασκευές ή στο γεωργικό τομέα. Ο δανειζόμενος μπορεί να πετύχει μια περισσότερο δημιουργική συνεργασία και να βρει πιο δραστήρια υποστήριξη από την τράπεζα που διαθέτει μεγαλύτερη πείρα και γνώση για τη συγκεκριμένη δραστηριότητα. Συνεπώς ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος πρέπει να επιλέξει την τράπεζα με προσοχή. Μια τράπεζα που μπορεί να είναι εξαιρετική για μια επιχείρηση, ίσως δεν είναι ικανοποιητική για μια άλλη.
6. Σημαντικό χαρακτηριστικό μπορεί να αποτελεί επίσης και το μέγεθος της τράπεζας. Επειδή το μέγιστο ύψος του δανείου που μπορεί να χορηγήσει μια τράπεζα σε κάθε επιμέρους πελάτη περιορίζεται, γενικά, στο 10% των κεφαλαίων της (μετοχικό κεφάλαιο συν παρακρατηθέντα κέρδη) δεν είναι προς όφελος των μεγάλων επιχειρήσεων να δημιουργήσουν πιστωτικές σχέσεις με μικρές τράπεζες.
7. Η όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει προκαλέσει αύξηση της επιθετικότητας των τραπεζών. Οι σύγχρονες εμπορικές τράπεζες προσφέρουν σήμερα μεγάλη ποικιλία χρηματοοικονομικών και επιχειρηματικών υπηρεσιών. Οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες διαθέτουν σήμερα ειδικά τμήματα ανάπτυξης επιχειρήσεων που δίνουν συμβουλές στις επιχειρήσεις και παίζουν το ρόλο του μεσολαβητή σε πολλά θέματα που απασχολούν τους πελάτες τους.

Δικαιόγραφα :

Τα δικαιόγραφα, που αποτελούνται από γραμμάτια μεγάλων εταιρειών, πουλιούνται κυρίως σε άλλες επιχειρήσεις, σε ασφαλιστικές εταιρείες, σε συνταξιοδοτικά ταμεία και σε τράπεζες. Παρόλο που το συνολικό ποσό των δικαιογράφων σε κυκλοφορία είναι πολύ μικρότερο από το ύψος των άληκτων δανείων, η μορφή αυτή χρηματοδότησης αναπτύχθηκε με γρήγορο ρυθμό τα τελευταία χρόνια.

Λήξη και κόστος :

Γενικά η λήξη των δικαιογράφων κυμαίνεται από δύο μήνες ως ένα χρόνο, με μέσο όρο πέντε μήνες περίπου. Τα επιτόκια των μεγαλύτερης φερεγγυότητας δικαιογράφων κυμαίνονται, γενικά όμως είναι μισή ως μία ποσοστιαία μονάδα μικρότερα από τα επιτόκια των δανείων σε επιχειρήσεις ψηλής φερεγγυότητας. Επειδή για τα δικαιόγραφα δεν απαιτούνται ελάχιστα υπόλοιπα καταθέσεων στους λογαριασμούς όψεως, η διαφοροποίηση του πραγματικού κόστους επιτοκίου είναι ακόμη μεγαλύτερη.

Χρήση :

Η αγοραπωλησία δικαιογράφων στην ανοιχτή αγορά περιορίζεται από το σχετικά μικρό αριθμό των επιχειρήσεων που θεωρούνται ότι αποτελούν εξαιρετικά καλούς πιστωτικούς κινδύνους. Οι εμπορευόμενοι προτιμούν εκείνα τα δικαιόγραφα που έχουν εκδοθεί από επιχειρήσεις που η καθαρή θέση τους φτάνει ή ξεπερνά τα \$10.000.000 και ο ετήσιος δανεισμός τους ξεπερνά το \$1.000.000.

Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα :

Η αγορά δικαιογράφων παρουσιάζει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα :

1. Επιτρέπει μια περισσότερο πλεονεκτικά και σε μεγαλύτερη κλίμακα διασπορά των δικαιογράφων.
2. Προσφέρει περισσότερα κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από ότι άλλες μεθόδους.
3. Ο δανειολήπτης αποφεύγει την αναστάτωση και τις δαπάνες που συνεπάγονται οι συμφωνίες δανειοδότησης από διάφορα ιδρύματα, κάθε ένα από τα οποία απαιτεί ένα τουλάχιστον υπόλοιπο στους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως του δανειολήπτη.
4. Ο δανειολήπτης αποκτά μεγαλύτερη δημοσιότητα και κύρος, καθώς τα προϊόντα του και τα δικαιόγραφα του γίνονται ευρύτερα γνωστά.
5. Οι εμπορευόμενοι τα δικαιόγραφα προσφέρουν συχνά πολύτιμες συμβουλές στους πελάτες τους.

Ένας βασικός περιοριστικός παράγοντας της αγοράς είναι ότι το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων περιορίζεται από την πλεονάζουσα ρευστότητα που διαθέτουν οι μεγάλες ανώνυμες εταιρείες (που είναι και οι κύριοι προμηθευτές των κεφαλαίων) σε μια συγκεκριμένη χρονική στιγμή. Ένα άλλο μειονέκτημα είναι ότι, σε έναν οφειλέτη που αντιμετωπίζει μια πρόσκαιρη οικονομική δυσχέρεια δεν προσφέρεται σχεδόν καθόλου βοήθεια, επειδή οι συναλλαγές των δικαιογράφων είναι απρόσωπες. Οι τράπεζες είναι πολύ περισσότερο προσωπικές και είναι πολύ πιθανό ότι θα βοηθήσουν ένα καλό πελάτη στο ξεπέρασμα μιας προσωρινής κρίσης.

Επιπτώσεις του Πληθωρισμού :

Σε περιόδους πληθωρισμού και νομισματικών περιορισμών πολλοί πωλητές δικαιογράφων αναγκάζονται να εγκαταλείψουν την αγορά. Το 1974, η Ryder System, μια εταιρεία μεταφορών της Φλώριδας, αναγκάστηκε να καταφύγει στις τράπεζες για χρηματοδότηση \$10.000.000, επειδή δεν βρέθηκαν αγοραστές των δικαιογράφων της παρά μόνο για ποσό \$15.000.000. Συνεπώς σε περιόδους πληθωρισμού οι επιχειρήσεις μπορεί να εξαναγκαστούν στην αναζήτηση των δαπανηρών τραπεζικών δανείων απλά και μόνο επειδή δεν μπορούν να πουλήσουν τα φθηνότερα δικαιόγραφα.

Σε περιόδους πληθωρισμού, ιδιαίτερη ζήτηση παρουσιάζεται για επιταγές αποδοχής τράπεζας (Bankers acceptances). Οι τελευταίες είναι επιταγές που έχουν εκδοθεί από κάποιο άτομο και έχουν γίνει αποδεκτές από μια τράπεζα, που θα καταβάλει το συγκεκριμένο ποσό σε μια ορισμένη χρονική στιγμή. Βασικά πρόκειται για μια επιταγή, που η εξόφλησή της είναι εγγυημένη από το γεγονός ότι είναι «αποδεκτή» από την τράπεζα. Οι επιταγές αποδοχής τράπεζας αποτελούν έναν αποτελεσματικό τρόπο βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, επειδή ο εκδότης κερδίζει χρόνο μέχρις ότου το ποσό πρέπει να καταβληθεί. Η έλξη που ασκούν οι επιταγές αποδοχής τράπεζας, οι οποίες διαθέτουν και μια δραστήρια δευτερογενή αγορά, είναι αποτέλεσμα δύο βασικών χαρακτηριστικών. Πρώτον, είναι σίγουρες. Επειδή συνήθως χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση αποστολής και αποθήκευσης εμπορευμάτων, τα αποθέματα μπορούν να ενεχυριαστούν ως εξασφάλιση. Η απόδοση που δίνουν στους επενδυτές είναι συνήθως συγκρίσιμη με την απόδοση ενός καλού πιστοποιητικού κατάθεσης προθεσμίας. Σε περιόδους πληθωρισμού, όταν οι επενδυτές γίνονται περισσότερο επιλεκτικοί, οι επιταγές αποδοχής τράπεζας θεωρούνται περισσότερο ασφαλείς από τα δικαιόγραφα ή και από τα πιστοποιητικά καταθέσεων προθεσμίας ορισμένων τραπεζών. Δεύτερον, όταν η επιταγή αποδοχής τράπεζας είναι εξασφαλισμένη με άμεσα εμπορεύσιμα προϊόντα και έχει εκδοθεί απόδειξη παραλαβής από τις αποθήκες, μπορεί να αναπροεξοφληθεί από τις Ομοσπονδιακές Τράπεζες.

Χρήση Ασφαλειών στο Βραχυπρόθεσμο Δανεισμό :

Εάν υπάρχει δυνατότητα επιλογής, είναι συνήθως καλύτερα να δανείζεται κανείς χωρίς ασφάλειες, επειδή το λογιστικό κόστος των δανείων με εξασφάλιση είναι συχνά ψηλό. Όπως όμως συμβαίνει συχνά, η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός δανειζόμενου πιθανό να μην είναι αρκετά ψηλή για να δικαιολογήσει τη χορήγηση ενός δανείου. Αν το δάνειο μπορεί να ασφαλιστεί με κάποια μορφή εμπράγματου δικαιώματος, που μπορεί να διεκδικήσει ο δανειστής σε περίπτωση αθέτησης, τότε ο τελευταίος μπορεί να χορηγήσει ένα δάνειο σε κάποια επιχείρηση που κάτω από διαφορετικές συνθήκες δεν θα ήταν αποδεκτή. Αντίστοιχα, μια επιχείρηση που είναι σε θέση να συνάψει δάνειο χωρίς την παροχή ασφαλειών μπορεί να προτιμήσει να προσφέρει κάποια ασφάλεια, αν νομίζει ότι αυτό θα προτρέψει τους δανειστές της να καθορίσουν χαμηλότερο επιτόκιο.

Υπάρχουν διάφορα είδη ασφαλειών, όπως σε διαπραγματεύσιμα χρεώγραφα και σε μετοχές, σε εγκαταστάσεις και εξοπλισμό, σε αποθέματα ή σε εισπρακτέους λογαριασμούς. Τα διαπραγματεύσιμα χρεώγραφα αποτελούν εξαιρετικές εξασφαλίσεις, λίγες όμως εταιρείες διατηρούν χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολογιών. Παρόμοια, τα πάγια περιουσιακά στοιχεία (γήπεδα, κτίρια και εξοπλισμός) αποτελούν καλές μορφές εξασφαλίσεων, γενικά όμως χρησιμοποιούνται ως ασφάλεια στη σύναψη μακροπρόθεσμων δανείων. Ο μεγαλύτερος όγκος των εξασφαλίσεων που παρέχονται για βραχυπρόθεσμα εμπορικά δάνεια αφορά ενεχυριασμό των κυκλοφορούντων περιουσιακών στοιχείων, δηλαδή των εισπρακτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων.

Στο παρελθόν, οι πολιτειακοί νόμοι παρουσίαζαν μεγάλες διαφορές σε ότι αφορά τη χορήγηση ασφαλειών για τις χρηματοδοτήσεις. Στα τέλη της δεκαετίας του '60, όμως, οι περισσότερες πολιτείες υιοθέτησαν τον Ενιαίο Εμπορικό Κώδικα (Uniform Commercial Code – UCC) με τον οποίο τυποποιήθηκαν και απλουστεύτηκαν οι διαδικασίες χορήγησης ασφαλειών.

Το κύριο στοιχείο του Ενιαίου Εμπορικού Κώδικα είναι η σύμβαση χορήγησης ασφάλειας (security agreement), ενός τυποποιημένου εγγράφου ή κατάστασης στην οποία περιγράφονται τα συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία που δίνονται ως ασφάλεια. Τα στοιχεία αυτά μπορεί να είναι μηχανήματα, εισπρακτέοι λογαριασμοί ή αποθέματα. Οι διαδικασίες ασφάλισης σύμφωνα με τον Ενιαίο Εμπορικό Κώδικα περιγράφονται παρακάτω.

Χρηματοδότηση Μέσω Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Η χρηματοδότηση μέσω εισπρακτέων λογαριασμών περιλαμβάνει είτε την εκχώρηση των λογαριασμών αυτών, είτε την πώλησή τους (factoring). Η εκχώρηση ή ενεχυρίαση εισπρακτέων λογαριασμών χαρακτηρίζεται από το γεγονός ότι ο δανειστής δεν αποκτά μόνο ένα δικαίωμα στους λογαριασμούς αυτούς, αλλά μπορεί να προσφύγει και κατά του δανειζόμενου (του πωλητή). Στην περίπτωση που το άτομο ή η επιχείρηση που αγόρασε τα προϊόντα δεν πληρώσει, η ζημιά θα επιβαρύνει τον πωλητή. Με άλλα λόγια, στην περίπτωση ενέχυρου επί εισπρακτέων λογαριασμών ο κίνδυνος αθέτησης παραμένει με το δανειζόμενο. Επίσης, ο αγοραστής των αγαθών δεν ειδοποιείται συνήθως για την ενεχυρίαση των εισπρακτέων λογαριασμών. Γενικά, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα που χορηγεί δάνεια με ενέχυρο εισπρακτέους λογαριασμούς είναι είτε μια εμπορική τράπεζα είτε μια από τις μεγάλες χρηματοδοτικές εταιρείες.

Η πώληση εισπρακτέων λογαριασμών (factoring) αφορά στην αγορά των λογαριασμών αυτών από το δανειστή χωρίς αυτός να έχει δικαίωμα προσφυγής εναντίον του δανειζόμενου (πωλητή). Ο αγοραστής των αγαθών ειδοποιείται για τη μεταβίβαση και πρέπει να εξοφλήσει τις υποχρεώσεις του απ' ευθείας στο δανειστή. Επειδή η επιχείρηση που αγοράζει τους εισπρακτέους λογαριασμούς (factor) αναλαμβάνει και τον κίνδυνο αθέτησης από τυχόν κακοπληρωτές, πρέπει να διενεργήσει και τον έλεγχο της φερεγγυότητας του αγοραστή. Αυτό σημαίνει ότι ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών δεν προμηθεύει μόνο χρήματα στον δανειολήπτη αλλά και υποκαθιστά το τμήμα πιστώσεων του. Αξίζει να σημειωθεί ότι το ίδιο πιστωτικό ίδρυμα που χορηγεί δάνεια με ενέχυρο εισπρακτέων λογαριασμών παίζει και το ρόλο του αγοραστή εισπρακτέων λογαριασμών. Συνεπώς ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα θα χορηγήσει και τις δύο μορφές χρηματοδότησης των εισπρακτέων λογαριασμών, ανάλογα με τις επιθυμίες του πελάτη και τις περιστάσεις.

Διαδικασία Ενεχυρίασης Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Η χρηματοδότηση μέσω εισπρακτέων λογαριασμών ξεκινά με την υπογραφή μιας νομικά δεσμευτικής συμφωνίας μεταξύ του πωλητή των αγαθών και του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Στη συμφωνία αυτή περιγράφονται με λεπτομέρεια η διαδικασία που θα ακολουθηθεί και οι νομικές υποχρεώσεις των δύο μερών. Από τη στιγμή που θα διαμορφωθεί η λειτουργική σχέση μεταξύ των δύο μερών, ο πωλητής αποστέλλει, κατά περιόδους, στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα έναν αριθμό τιμολογίων. Ο δανειστής ελέγχει τα τιμολόγια και κάνει μια αξιολόγηση των αγοραστών. Τα τιμολόγια εταιρειών που δεν ανταποκρίνονται στα πιστωτικά πρότυπα του δανειστή δεν γίνονται δεκτά ως ενέχυρο. Το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα επιδιώκει την προστασία του σε κάθε φάση της διαδικασίας και το πρώτο βήμα είναι η επιλογή των «καλών» τιμολογίων. Στην περίπτωση που ο αγοραστής των αγαθών δεν εξοφλήσει το τιμολόγιο, ο δανειστής εξακολουθεί να έχει δικαίωμα προσφυγής κατά του πωλητή. Αν όμως η αθέτηση προέλθει από πολλούς αγοραστές, ο πωλητής πιθανό να βρεθεί σε αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων του απέναντι στο χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Μια πρόσθετη προστασία του δανειστή είναι ότι το ποσό του δανείου είναι συνήθως μικρότερο από το σύνολο των εισπρακτέων λογαριασμών. Για παράδειγμα ο δανειστής μπορεί να χορηγήσει στον πωλητή μόνο το 75% του συνολικού ποσού των εισπρακτέων λογαριασμών.

Η λειτουργία της χρηματοδότησης μέσω των εισπρακτέων λογαριασμών από την πλευρά του πωλητή μπορεί να γίνει πιο κατανοητή με ένα παράδειγμα. Οι ετήσιες πωλήσεις με πίστωση της Rochester Electronics Company ανέρχονται σε \$2.000.000. Το μέσο ύψος των εισπρακτέων λογαριασμών της εταιρείας είναι \$400.000, πράγμα που σημαίνει ότι οι λογαριασμοί ανακυκλώνονται 5 φορές το χρόνο. Για την απόκτηση των αναγκαίων κεφαλαίων η Rochester χρησιμοποιεί τη μέθοδο της χρηματοδότησης μέσω εισπρακτέων λογαριασμών. Η δανειακή σύμβαση καθορίζει ότι το ποσό του δανείου θα παρακρατείται το 15% ως προστασία για το ενδεχόμενο της επιστροφής αμφισβητούμενων περιπτώσεων. Το ετήσιο επιτόκιο είναι 18% (το τρέχον προτιμησιακό επιτόκιο προσαυξημένο κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες) και θα βαρύνει προκαταβολικά το ποσό που απομένει μετά την αφαίρεση της παρακράτησης από το ύψος των εισπρακτέων λογαριασμών.

Ο υπολογισμός του πραγματικού επιτοκίου γίνεται ως εξής :

Μέση διάρκεια προκαταβολής	= 360 / 5	= 72 ημέρες
Περιοδικό επιτόκιο ανά προκαταβολή	= 18% / 5	= 3,6%
Παρακράτηση	= (0,15) (\$400.000)	= \$60.000
Τόκοι	= (0,036) (\$400.000 - \$60.000)	= \$12.240
Ετήσιο ύψος τόκων	= \$12.240 x 5	= \$61.200
Καθαρό ποσό που θα εισπραχτεί	= \$327.760 = \$400.000-\$60.000-\$12.240	
	= \$327.760	
Πραγματικό επιτόκιο	= \$61.200 / \$327.760	= 18,7%

Το κόστος της Rochester δεν επηρεάζεται από την παρακράτηση, επειδή ο τόκος υπολογίζεται μετά την αφαίρεσή της. Η δανειακή σύμβαση όμως καθορίζει ότι κατά τον υπολογισμό του ποσού που θα δοθεί στη Rochester θα αφαιρεθεί το ποσό της παρακράτησης. Το γεγονός αυτό αυξάνει το ονομαστικό επιτόκιο από 18% σε 18,7%.

Διαδικασία Πώλησης των Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Η διαδικασία πώλησης (factoring) των εισπρακτέων λογαριασμών διαφέρει κάπως από την ενεχυρίαση. Όπως και πριν, απαιτείται μια σύμβαση μεταξύ του πωλητή και του αγοραστή (factor) των εισπρακτέων, που καθορίζει τις νομικές υποχρεώσεις και τα διαδικαστικά θέματα. Μόλις ο πωλητής δεχτεί μια παραγγελία από ένα πελάτη του, υπογράφεται ένα έντυπο αποδοχής της πίστωσης και αποστέλλεται στον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών για την έκδοση μιας επιταγής. Στην περίπτωση που αυτός δεν εγκρίνει την πώληση, ο πωλητής απορρίπτει την εκπλήρωση της παραγγελίας. Με τη διαδικασία αυτή ο πωλητής πληροφορείται για τη φερεγγυότητα του πελάτη και την αποδοχή του από τον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών πριν από την πραγματοποίηση της πώλησης. Στην περίπτωση που η πώληση γίνει αποδεκτή, αποστέλλονται τα προϊόντα, ενώ πάνω στο τιμολόγιο αναγράφεται ότι ο πελάτης πρέπει να καταβάλει την αξία τους απ' ευθείας στην εταιρεία που αγόρασε το τιμολόγιο.

Στη διαδικασία που περιγράψαμε παραπάνω, ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών εκτελεί τρεις λειτουργίες :

1. Τον πιστωτικό έλεγχο,
2. Το δανεισμό, και
3. Την ανάληψη του κινδύνου.

Ο πωλητής μπορεί να επιλέξει ανάμεσα σε διάφορους συνδυασμούς των λειτουργιών αυτών τροποποιώντας ανάλογα τις διατάξεις της σύμβασης. Για παράδειγμα μια επιχείρηση μικρού ή μεσαίου μεγέθους μπορεί να αποφύγει τη δημιουργία ενός τμήματος πιστώσεων. Οι αντίστοιχες υπηρεσίες του αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών μπορεί να έχουν μικρότερο κόστος από ότι ένα τμήμα με μεγαλύτερη δυναμικότητα από τον όγκο των πιστώσεων που χορηγεί η επιχείρηση. Επίσης στην περίπτωση που η επιχείρηση χρησιμοποιεί κάποιο άτομο που δεν έχει ειδικευση στους πιστωτικούς ελέγχους, η έλλειψη κατάλληλης εκπαίδευσης, μόρφωσης και πείρας του ατόμου αυτού μπορεί να οδηγήσει στην πραγματοποίηση εκτεταμένων ζημιών.

Ο πωλητής μπορεί π.χ. να ζητήσει από τον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών τη διενέργεια του πιστωτικού ελέγχου και την ανάληψη του κινδύνου αλλά όχι και τη δανειοδότηση. Στην περίπτωση αυτή ακολουθείται η εξής διαδικασία (υποθέτουμε ότι πρόκειται για μια παραγγελία ύψους \$10.000). Ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών ελέγχει και εγκρίνει τα τιμολόγια και τα προϊόντα που στέλνονται με όρο «καθαρές 30 ημέρες». Η εξόφληση καταβάλλεται στον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών που την στέλνει στον πωλητή. Ακόμη και αν κατά τη χρονική στιγμή που η πίστωση έγινε απαιτητή ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών έχει εισπράξει μόνο \$8.500, πάλι πρέπει να αποδώσει στον πωλητή το ποσό των \$10.000 (αφού φυσικά αφαιρέσει πρώτα την αμοιβή του).

Ας θεωρήσουμε τώρα μια πιο συνηθισμένη περίπτωση, όπου ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών ασκεί τη δανειοδοτική λειτουργία προκαταβάλλοντας την αξία της πώλησης πριν από την είσπραξη του τιμολογίου. Τα εμπορεύματα στέλνονται στον πελάτη και παρόλο που η εξόφληση δεν θα γίνει πριν περάσουν τριάντα ημέρες, ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών θέτει αμέσως τα κεφάλαια στη διάθεση του πωλητή. Ας υποθέσουμε ότι η αξία της αποστολής είναι \$10.000, η προμήθεια του αγοραστή των εισπρακτέων για τον πιστωτικό έλεγχο είναι 1 ½% επί του τιμολογίου ή \$150 και ότι ο τόκος υπολογίζεται με βάση δύο ποσοστιαίες μονάδες πέρα από το προτιμησιακό επιτόκιο, δηλαδή με βάση ετήσιο επιτόκιο 15% στην αξία του τιμολογίου ή \$125. Η λογιστική εγγραφή του πωλητή θα είναι :

Μετρητά (Ταμείο)	: \$8.725
Τόκοι	: 125
Προμήθεια του αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών	: 150
Παρακράτηση που θα αποδοθεί από τον αγοραστή εισπρακτέων λογαριασμών μετά την είσπραξη του λογαριασμού	: \$1.000
Λογαριασμοί εισπρακτέοι	: \$10.000

Το ποσό των \$1.000 που οφείλει να αποδώσει ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών μετά την είσπραξη του λογαριασμού αποτελεί ένα απόθεμα της τάξης των 10%, που δημιουργεί ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών για να καλύψει τις διαφωνίες μεταξύ αγοραστών και πωλητών σε περιπτώσεις φθορών των προϊόντων, επιστροφής των προϊόντων στον πωλητή και αδυναμίας άμεσης πώλησης όλων των προϊόντων. Το ποσό αυτό θα αποδοθεί στον πωλητή όταν εισπραχτεί ο λογαριασμός.

Συνήθως η διαδικασία της πώλησης των εισπρακτέων λογαριασμών είναι συνεχής και όχι μονοσήμαντη, όπως περιγράφηκε παραπάνω. Ο πωλητής δέχεται παραγγελίες που διαβιβάζει στον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών για έγκριση. Μετά την έγκριση των παραγγελιών στέλνεται το εμπόρευμα. Ο αγοραστής εισπρακτέων λογαριασμών προκαταβάλλει τα χρήματα στον πωλητή, ενώ οι αγοραστές εξοφλούν τον πωλητή στη συμφωνημένη ημερομηνία. Σε τακτά χρονικά διαστήματα, τέλος, ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών αποδίδει στον πωλητή τα ποσά που τυχόν πλεονάζουν και που έχουν παρακρατηθεί. Έτσι από τη στιγμή που θα καθιερωθεί η διαδικασία, πραγματοποιείται μια συνεχής ροή εμπορευμάτων και κεφαλαίων μεταξύ του πωλητή, των πελατών του και του αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών. Συνεπώς από τη στιγμή που ισχύει η σύμβαση για την πώληση των εισπρακτέων λογαριασμών, τα κεφάλαια από την πηγή αυτή είναι αυτόματα.

Κόστος της Χρηματοδότησης Μέσω Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Οι υπηρεσίες ενεχυρίασης ή αγοράς εισπρακτέων λογαριασμών των τραπεζών είναι εύχρηστες, μπορεί, όμως, να έχουν ψηλό κόστος. Η προμήθεια για τον πιστωτικό έλεγχο φτάνει στο 1 ως 3% του ποσού των τιμολογίων που αποδέχεται ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών, ενώ το κόστος του χρήματος ανακλάται στο επιτόκιο με το οποίο επιβαρύνεται το ανεξόφλητο υπόλοιπο των κεφαλαίων που προκατέβαλε (και που είναι κάπως ψηλότερο από το προτιμησιακό). Στην περίπτωση που ο κίνδυνος για τον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών είναι υπερβολικός, τότε αγοράζει το τιμολόγιο (με ή χωρίς δικαίωμα προσφυγής) σε τιμή κατώτερη εκείνης που αναγράφεται.

Αξιολόγηση της Χρηματοδότησης Μέσω Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Δεν μπορεί να ειπωθεί κατηγορηματικά ότι η χρηματοδότηση των εισπρακτέων λογαριασμών είναι πάντοτε ένας καλός ή ένας κακός τρόπος για να βρεθούν κεφάλαια για μια συγκεκριμένη επιχείρηση. Ένα από τα πλεονεκτήματα αυτής της πηγής χρηματοδότησης είναι η ευελιξία της. Καθώς αυξάνονται οι πωλήσεις της εταιρείας και απαιτείται μεγαλύτερη χρηματοδότηση, δημιουργείται αυτόματα ένας μεγαλύτερος όγκος τιμολογίων. Επειδή δε το ύψος των τιμολογήσεων μεταβάλλεται άμεσα με τις πωλήσεις, αυξάνει και το ύψος της άμεσης χρηματοδότησης. Δεύτερον, οι εισπρακτέοι λογαριασμοί ή τα τιμολόγια προσφέρουν τις απαιτούμενες εξασφαλίσεις για ένα δάνειο, το οποίο η επιχείρηση δεν θα μπορούσε να συνάψει κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Τρίτον, η πώληση των εισπρακτέων λογαριασμών συνεπάγεται και την προσφορά υπηρεσιών αντίστοιχων με εκείνες που παρέχει ένα τμήμα πιστώσεων, η δημιουργία και λειτουργία του οποίου θα είχε ίσως πολύ μεγαλύτερο κόστος για την επιχείρηση.

Η χρηματοδότηση όμως μέσω των εισπρακτέων λογαριασμών έχει και μειονεκτήματα. Κατ' αρχήν, στην περίπτωση που τα τιμολόγια είναι πάρα πολλά και μικρής αξίας, το διαχειριστικό κόστος μπορεί να κάνει την μέθοδο αυτή απρόσφορη και δαπανηρή. Δεύτερον, η επιχείρηση χρησιμοποιεί ένα πολύ ρευστό περιουσιακό στοιχείο ως εξασφάλιση. Για ένα μεγάλο χρονικό διάστημα, η χρηματοδότηση των εισπρακτέων λογαριασμών αντιμετωπιζόταν με σκεπτικισμό από αυτούς που χορηγούν εμπορικές πιστώσεις, επειδή αυτό θεωρούνταν απόδειξη κακής οικονομικής κατάστασης. Σήμερα η κατάσταση αυτή έχει αλλάξει και πολλές υγιείς επιχειρήσεις ασχολούνται με την ενεχυρίαση ή την πώληση εισπρακτέων λογαριασμών. Παρ' όλα αυτά, η παραδοσιακή αντιμετώπιση του θέματος αναγκάζει ορισμένους από αυτούς που χορηγούν εμπορικές πιστώσεις να αρνούνται πωλήσεις με πίστωση σε μια επιχείρηση που πουλάει ή ενεχυριάζει τους εισπρακτέους λογαριασμούς της, με το επιχείρημα ότι η πρακτική αυτή εξαφανίζει ένα από τα πιο ρευστά στοιχεία της επιχείρησης και αντίστοιχα εξασθενίζει τη θέση των άλλων πιστωτών.

Μελλοντική Χρήση της Χρηματοδότησης Μέσω Εισπρακτέων Λογαριασμών :

Στο σημείο αυτό θα κάνουμε την πρόβλεψη ότι στο μέλλον η σχετική σπουδαιότητα της χρηματοδότησης μέσω εισπρακτέων λογαριασμών θα αυξηθεί. Η τεχνολογία των ηλεκτρονικών υπολογιστών προχωρεί με ταχύ ρυθμό προς το σημείο, όπου το πιστωτικό αρχείο των επιχειρήσεων και των ατόμων θα κρατείται στις μνήμες των ηλεκτρονικών υπολογιστών. Έχουν κιόλας εφευρεθεί συστήματα στα οποία ένας λιανοπωλητής μπορεί να τοποθετήσει τη μαγνητική πιστωτική κάρτα ενός πελάτη σε ένα μηχάνημα και να πάρει απάντηση ότι η πιστωτική επιφάνεια του ατόμου είναι καλή και ότι η τράπεζα είναι πρόθυμη να αγοράσει τον εισπρακτέο λογαριασμό που θα δημιουργηθεί με την πραγματοποίηση της πώλησης. Το κόστος διαχείρισης τιμολογίων θα μειωθεί σημαντικά σε σχέση με τα σημερινά επίπεδα, επειδή τα καινούργια συστήματα θα είναι σε μεγάλο βαθμό αυτοματοποιημένα. Με τον τρόπο αυτό θα γίνει δυνατή και η χρηματοδότηση μέσω των εισπρακτέων λογαριασμών για πωλήσεις μικρού ύψους και θα μειωθεί το κόστος χρηματοδότησης για το σύνολο των εισπρακτέων λογαριασμών. Το αποτέλεσμα θα είναι μια σημαντική διόγκωση της χρηματοδότησης μέσω εισπρακτέων λογαριασμών.

Χρηματοδότηση Αποθεμάτων :

Ένας σχετικά μεγάλος όγκος χρηματοδότησης των πιστώσεων γίνεται με ασφάλειες πάνω στα αποθέματα. Στην περίπτωση που ο πιστωτικός κίνδυνος από μια επιχείρηση είναι σχετικά καλός, η ύπαρξη αποθεμάτων και μόνο ίσως είναι αρκετή για να δοθεί ένα δάνειο χωρίς ασφάλειες. Αν όμως ο κίνδυνος είναι μεγάλος, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα πιθανό να επιμείνει στην παροχή εξασφαλίσεων που συχνά παίρνουν τη μορφή μιας ενεχυρίασης των αποθεμάτων χωρίς παρακαταθήκη (blanket inventory lien). Για την εξασφάλιση των δανείων μπορούν να χρησιμοποιηθούν, εναλλακτικά, οι αποδείξεις παρακαταθήκης (trust receipts), η χρηματοδότηση αποθηκών (field warehouse financing) ή τα πιστοποιητικά ενεχυρίασης (collateral certificate). Οι μέθοδοι αυτές χρησιμοποίησής των αποθεμάτων ως ασφάλεια για τα χορηγούμενα δάνεια θα συζητηθούν στις επόμενες παραγράφους.

Ενεχυρίαση Χωρίς Παρακαταθήκη :

Η ενεχυρίαση χωρίς παρακαταθήκη δημιουργεί για το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα μια απαίτηση για το σύνολο των αποθεμάτων του δανειζόμενου. Αυτός όμως είναι ελεύθερος να πουλήσει τα αποθέματα. Με τον τρόπο αυτό μπορεί να μειωθεί η αξία του ενέχυρου.

Αποδείξεις Παρακαταθήκης :

Λόγω των αδυναμιών που παρουσιάζει η χρηματοδότηση αποθεμάτων με ενεχυρίαση χωρίς παρακαταθήκη, συχνά χρησιμοποιείται μια άλλη μορφή εξασφάλισης, οι αποδείξεις παρακαταθήκης. Η απόδειξη παρακαταθήκης είναι ένα έγγραφο, με το οποίο ανακοινώνεται ότι ο δανειζόμενος κρατάει τα αγαθά σε παρακαταθήκη για το δανειστή. Με την είσπραξη των χρημάτων από το δανειστή, ο δανειζόμενος εκδίδει μια απόδειξη παρακαταθήκης στο όνομα του δανειστή. Τα αγαθά μπορούν να αποθηκευτούν σε μια κρατική αποθήκη ή να παραμείνουν στις αποθήκες του δανειζόμενου. Η απόδειξη παρακαταθήκης προβλέπει ότι τα αγαθά παραμένουν σε παρακαταθήκη για λογαριασμό του δανειστή και ότι τα έσοδα από την πώλησή τους θα διαβιβάζονται στο δανειστή στο τέλος κάθε ημέρας. Το καλύτερο παράδειγμα χρηματοδότησης με βάση αποδείξεις παρακαταθήκης είναι το παράδειγμα των αντιπροσώπων αυτοκινήτων.

Ένα μειονέκτημα αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι ότι η απόδειξη παρακαταθήκης πρέπει να αναφέρεται σε συγκεκριμένα αγαθά. Παράδειγμα, αν η ασφάλεια αναφέρεται σε σάκους καφέ, η απόδειξη πρέπει να αναφέρει τους σάκους αριθμητικά. Για να επικυρώσει την απόδειξη παρακαταθήκης ο δανειστής πρέπει να στείλει κάποιον στους χώρους του δανειζόμενου, για να διαπιστώσει αν οι σάκοι έχουν καταγραφεί σωστά. Επιπλέον οι πολύπλοκες νομικές διατάξεις σε ότι αφορά τις αποδείξεις παρακαταθήκης απαιτούν τη συμμετοχή ενός τραπεζικού υπαλλήλου. Τα προβλήματα διογκώνονται, αν οι δανειζόμενοι είναι γεωγραφικά διεσπαρμένοι. Για να υπερπηδηθούν οι δυσχέρειες αυτές, η μέθοδος της χρηματοδότησης αποθήκης χρησιμοποιείται όλο και πιο συχνά ως μέθοδος εξασφάλισης των δανείων με αποθέματα.

Χρηματοδότηση Αποθήκης :

Όπως και οι αποδείξεις παρακαταθήκης, η χρηματοδότηση αποθήκης χρησιμοποιεί ως ασφάλεια τα αποθέματα. Μια δημόσια αποθήκη είναι ένα ανεξάρτητο τρίτο πρόσωπο που ασχολείται με την αποθήκευση αγαθών. Πολλές φορές όμως, μια τέτοια αποθήκη δεν είναι πρακτική εξ' αιτίας του όγκου των αγαθών και της δαπάνης μεταφοράς τους από και προς τους χώρους του δανειζόμενου. Η χρηματοδότηση αποθήκης αποτελεί μια οικονομική μέθοδο χρηματοδότησης αποθεμάτων, όπου η «αποθήκη» δημιουργείται στους χώρους του δανειζόμενου. Για την παρακολούθηση των αποθεμάτων ο δανειστής προσλαμβάνει κάποιο τρίτο πρόσωπο, μια εταιρεία παρακολούθησης αποθηκών, που ενεργεί ως ελεγκτής (ή επιβλέπων) για λογαριασμό του δανειστή.

Η μέθοδος αυτή μπορεί να απεικονιστεί με ένα απλό παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι κάποιος που θέλει να δανειστεί έχει αποθηκεύσει στους χώρους του χαλυβουργικά προϊόντα. Μία αποθήκη μπορεί να δημιουργηθεί, όταν οι δύο συμβαλλόμενοι για τη δημιουργία της τοποθετήσουν ένα προσωρινό φράχτη γύρω από τα προϊόντα αυτά και βάλουν μία επιγραφή που να γράφει : «Αποθήκη κάτω από την επίβλεψη και τον έλεγχο της Smith Field Warehousing Corporation».

Το παράδειγμα αυτό φέρνει στο φως τα δύο στοιχεία της δημιουργίας μίας αποθήκης :

1. Την κοινοποίηση της συμφωνίας με την οποία δημιουργήθηκε η αποθήκη, και
2. Την επίβλεψη της αποθήκης από έναν εντολοδόχο της επιχείρησης παρακολούθησης αποθηκών.

Όταν η αποθήκη είναι μικρής έκτασης, η δεύτερη απαίτηση συχνά καταστρατηγείται με την ανάθεση της επίβλεψης σε κάποιον υπάλληλο του δανειζόμενου. Η πρακτική αυτή δεν προτιμάται από τους δανειστές, επειδή δεν υπάρχει έλεγχος του ενέχυρου από κάποιο άτομο ανεξάρτητο από τη δανειζόμενη επιχείρηση.

Η διαδικασία χρηματοδότησης αποθηκών μπορεί να περιγραφεί καλύτερα με ένα παράδειγμα. Ας υποθέσουμε ότι μια εταιρεία κονσερβοποίησης προϊόντων ντομάτας ενδιαφέρεται να χρηματοδοτήσει τη δραστηριότητά της με τραπεζικό δανεισμό. Τα κεφάλαια της εταιρείας αρκούν για τη χρηματοδότηση ποσοστού 15 ως 20% των αναγκών της στην περίοδο της κονσερβοποίησης. Με τα κεφάλαια αυτά μπορεί να γίνει η αγορά και η επεξεργασία της πρώτης παρτίδας των προϊόντων. Καθώς συσκευάζονται οι κονσέρβες και τα κιβώτια τοποθετούνται στις αποθήκες, η εταιρεία θα χρειαστεί πρόσθετα κεφάλαια για πρώτες ύλες και εργατικά.

Επειδή η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της εταιρείας δεν είναι καλή, η τράπεζα αποφασίζει ότι, για να εξασφαλίσει τα δάνειά της, απαιτείται η δημιουργία μιας αποθήκης. Πραγματικά, η αποθήκη δημιουργείται και ο επιβλέπων εγχειρίζει στο πιστωτικό ίδρυμα μια περιγραφή των προϊόντων που βρίσκονται στην αποθήκη κατ' αύξοντα αριθμό κιβωτίου. Μετά από αυτό, το πιστωτικό ίδρυμα ανοίγει ένα λογαριασμό στην εταιρεία. Από το σημείο αυτό, η δραστηριότητα της εταιρείας χρηματοδοτείται από την τράπεζα. Η εταιρεία χρειάζεται μόνο χρήματα για να ξεκινήσει τη διαδικασία.

Οι παραγωγοί παραδίνουν περισσότερες ντομάτες, η εταιρεία τις επεξεργάζεται και τις συσκευάζει, οι κονσέρβες μπαίνουν στα κιβώτια που τοποθετούνται στην αποθήκη. Η εταιρεία εκδίδει στη συνέχεια πιστοποιητικά παραλαβής που στέλνονται στην τράπεζα, η οποία επεκτείνει το λογαριασμό της εταιρείας με βάση τα πιστοποιητικά αυτά. Η εταιρεία μπορεί στη συνέχεια να αναλάβει τα χρήματα για να συνεχίσει τη διαδικασία.

Φυσικά ο αντικειμενικός σκοπός της εταιρείας είναι η πώληση των προϊόντων. Μόλις παραληφθούν οι παραγγελίες, στέλνονται στην τράπεζα η οποία δίνει οδηγίες στον επιβλέποντα να απελευθερώσει τα αποθέματα. Η συμφωνία προβλέπει ότι τα εμβάσματα πληρωμής που θα παραλαμβάνει η εταιρεία θα στέλνονται στην τράπεζα για την αποπληρωμή των δανείων.

Συνήθως παρατηρούνται εποχιακές διακυμάνσεις. Οι ταμιακές και δανειοληπτικές ανάγκες της εταιρείας αρχίζουν να αυξάνονται στην αρχή της περιόδου συγκομιδής και συσκευασίας της ντομάτας και φτάνουν στο μέγιστο όριο στο τέλος της περιόδου κονσερβοποίησης. Κανονικά, θα περίμενε κανείς ότι αμέσως πριν από την έναρξη της νέα περιόδου κονσερβοποίησης η εταιρεία θα έχει πουλήσει αρκετά από τα προϊόντα της, ώστε να είναι σε θέση να εξοφλήσει εντελώς το δάνειό της. Αν για κάποιο λόγο, η εταιρεία δεν κατάφερε να πραγματοποιήσει το σκοπό της, η τράπεζα μπορεί να τη βοηθήσει για έναν ακόμη χρόνο στην προσπάθειά της να ρευστοποιήσει τα αποθέματα.

Αποδεκτά προϊόντα :

Πέρα από τα συσκευασμένα τρόφιμα, που καλύπτουν ποσοστό περίπου 17% του συνόλου των δανείων για αποθήκες, υπάρχουν πολλά προϊόντα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη χρηματοδότηση αποθηκών. Ορισμένα από αυτά είναι είδη οικιακής κατανάλωσης, που καλύπτουν 13% περίπου των σχετικών δανείων, προϊόντα ξύλου που καλύπτουν 10% και το κάρβουνο που καλύπτει ένα 6%.

Τα προϊόντα αυτά δεν είναι φθαρτά και πουλιούνται σε καλά οργανωμένες και αναπτυγμένες αγορές. Το μη φθαρτό προστατεύει το δανειστή που θα δεχτεί τις εξασφαλίσεις. Για το λόγο αυτό, μια τράπεζα δεν θα προβεί σε σύσταση αποθήκης για φθαρτά προϊόντα, όπως τα φρέσκα ψάρια. Τα κατεψυγμένα ψάρια, όμως, που μπορούν να διατηρηθούν για μεγάλο χρονικό διάστημα, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για τη σύσταση αποθήκης. Επιπλέον, η ύπαρξη οργανωμένης αγοράς βοηθάει το δανειστή στη διάθεση των αποθεμάτων που αναλαμβάνει. Οι τράπεζες δεν ενδιαφέρονται να μπουκ στον κλάδο κατεψυγμένων ψαριών ή κονσερβοποιημένων προϊόντων. Αυτό που τους ενδιαφέρει είναι η δυνατότητα διάθεσης των αποθεμάτων γρήγορα και με την ελάχιστη δυνατή απώλεια χρόνου από μέρους τους.

Κόστος Χρηματοδότησης :

Το σταθερό κόστος σύστασης μιας αποθήκης είναι σχετικά ψηλό κάνοντας έτσι μια τέτοια χρηματοδότηση ακατάλληλη για μια μικρή επιχείρηση. Στην περίπτωση που η σύσταση της αποθήκης γίνεται από μια εξειδικευμένη εταιρεία, η σταθερή επιβάρυνση είναι συνήθως χαμηλή, προσαυξάνεται όμως με 1 ως 2 ποσοστιαίες μονάδες πάνω στο ύψος της πίστωσης που χορηγείται στο δανειζόμενο. Επιπλέον, το επιτόκιο που καθορίζει το πιστωτικό ίδρυμα είναι κάπως ψηλότερο από το προτιμησιακό επιτόκιο που ισχύει. Το μικρότερο ύψος αποθεμάτων που απαιτείται για την αποτελεσματική σύσταση αποθήκης είναι \$100.000 περίπου.

Αξιολόγηση :

Ως πηγή κεφαλαίων, η χρηματοδότηση μέσω της σύστασης αποθήκης παρουσιάζει πολλά πλεονεκτήματα για τις επιχειρήσεις. Κατ' αρχήν, το ύψος των κεφαλαίων που διατίθεται παρουσιάζει μεγάλη ελαστικότητα, αφού η χρηματοδότηση συνδέεται με την αύξηση των αποθεμάτων, που με τη σειρά της, συναρτάται άμεσα με τις χρηματοδοτικές ανάγκες. Δεύτερον, η μέθοδος αυτή αυξάνει την πιθανότητα αποδοχής των αποθεμάτων ως ενέχυρων του δανείου. Ορισμένα αποθέματα δεν γίνονται δεκτά από τις τράπεζες ως ενέχυρο, αν δεν έχει συσταθεί αποθήκη. Η ανάγκη ελέγχου και προστασίας των αποθεμάτων και η χρήση ειδικών στη διαχείριση αποθηκών είχε ως αποτέλεσμα τη βελτίωση των μεθόδων διαχείρισης που χρησιμοποιούνται. Οι υπηρεσίες των εταιρειών που εξειδικεύονται στη διαχείριση αποθηκών έχουν συχνά ως αποτέλεσμα την εξοικονόμηση χρημάτων από την επιχείρηση, παρά το ψηλό κόστος που αναφέρθηκε πρωτύτερα. Έτσι, η εταιρεία διαχείρισης αποθηκών μπορεί συχνά να προτείνει τρόπους, με τους οποίους είναι δυνατό να μειωθεί τόσο ο αριθμός όσων απασχολούνται στο χώρο αυτό όσο και οι φθορές και ζημιές των αποθεμάτων.

Το βασικό μειονέκτημα της σύστασης αποθήκης είναι το ύψος του σταθερού κόστους, που εμποδίζει την υιοθέτηση αυτής της μορφής χρηματοδότησης από μικρές επιχειρήσεις.

Πιστοποιητικά Ενεχυρίασης :

Τα πιστοποιητικά ενεχυρίασης εγγυώνται την ύπαρξη της ποσότητας των αποθεμάτων που δίνονται ως ενέχυρο για τη σύναψη ενός δανείου. Πρόκειται για μια έγγραφη δήλωση που στέλνεται κάθε τόσο στο δανειστή από ένα τρίτο πρόσωπο και με την οποία πιστοποιείται ότι τα αποθέματα υπάρχουν και είναι στη διάθεσή του, όταν χρειαστούν.

Η μέθοδος αυτή τραπεζικής χρηματοδότησης διαδίδεται με ταχύ ρυθμό εξαιτίας της ευελιξίας της. Κατ' αρχήν, δεν απαιτείται φυσικός διαχωρισμός ή κατοχή των αποθεμάτων. Συνεπώς τα πιστοποιητικά ενεχυρίασης μπορεί να χρησιμοποιηθούν και στην περίπτωση των ημιέτοιμων προϊόντων, διευκολύνοντας τη διακίνηση των αγαθών. Δεύτερον, τα πιστοποιητικά ενεχυρίασης μπορεί να χρησιμοποιηθούν για χρηματοδότηση μέσω εισπρακτέων λογαριασμών, επιτρέποντας έτσι την ομαλή συνέχιση της χρηματοδότησης, καθώς τα αποθέματα μετατρέπονται σε εισπρακτέους λογαριασμούς. Τρίτον, ο εκδότης των πιστοποιητικών προσφέρει συνήθως και διάφορες άλλες υπηρεσίες απλοποιώντας έτσι τη διαχείριση του δανείου, τόσο για τον δανειζόμενο όσο και για τον δανειστή.

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Βραχυπρόθεσμη πίστωση ονομάζεται η δανειακή υποχρέωση που προγραμματίζεται εξαρχής να εξοφληθεί μέσα σε ένα χρόνο. Οι τρεις κύριες πηγές βραχυπρόθεσμης πίστωσης είναι οι εμπορικές πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων, τα δάνεια από εμπορικές τράπεζες και τα δικαιόγραφα.

Οι εμπορικές πιστώσεις (που αντιπροσωπεύονται από τους πληρωτέους λογαριασμούς) είναι η μεγαλύτερη από τις τρεις κατηγορίες και έχουν ιδιαίτερη σημασία για τις μικρές επιχειρήσεις. Οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν αυτόματα (spontaneous) πηγή χρηματοδότησης, αφού δημιουργούνται από τη διεξαγωγή των συνηθισμένων εμπορικών συναλλαγών, δηλαδή με την επέκταση των πωλήσεων αυξάνεται και η χρηματοδότηση μέσω των πληρωτέων λογαριασμών.

Οι τραπεζικές πιστώσεις κατέχουν σημαντική θέση στη βραχυπρόθεσμη αγορά χρήματος. Οι τράπεζες χορηγούν την οριακή εκείνη χρηματοδότηση που θα επιτρέψει στις επιχειρήσεις να αναπτυχθούν με ρυθμό ταχύτερο από ότι τους επιτρέπουν τα παρακρατηθέντα κέρδη και οι εμπορικές πιστώσεις. Συχνά, η άρνηση χορήγησης πίστωσης από μια τράπεζα συνεπάγεται την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης μιας επιχείρησης.

Τα τραπεζικά επιτόκια ορίζονται με τρεις τρόπους :

- Κανονικό επιτόκιο ανατοκισμού,
- Προεξοφλητικό επιτόκιο, και
- Επιτόκιο εξόφλησης με δόσεις.

Το κανονικό επιτόκιο δεν χρειάζεται προσαρμογές και ισχύει, όπως ορίστηκε. Το προεξοφλητικό επιτόκιο χρειάζεται μια μικρή προσαρμογή προς τα πάνω για να είναι συγκρίσιμο με το κανονικό επιτόκιο ανατοκισμού. Το επιτόκιο ενός δανείου που θα εξυπηρετηθεί με δόσεις χρειάζεται σημαντική προσαρμογή. Συχνά μάλιστα το πραγματικό επιτόκιο φτάνει στο διπλάσιο ύψος του επιτοκίου που ορίστηκε για ένα τέτοιο δάνειο.

Τα τραπεζικά δάνεια είναι προσωπικά, με την έννοια ότι ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα της επιχείρησης συναντάται με τους υπεύθυνους της τράπεζας, συζητά τους όρους του δανείου και καταλήγει σε μια συμφωνία που απαιτεί άμεση και προσωπική διαπραγμάτευση. Παρόλο που τα δικαιόγραφα μοιάζουν, από φυσική άποψη, με ένα τραπεζικό δάνειο, η πώλησή τους πραγματοποιείται σε μια μεγάλη και απρόσωπη αγορά. Μια επιχείρηση της Καλιφόρνιας π.χ. μπορεί να πουλήσει δικαιόγραφα σε μία βιομηχανία στην άλλη άκρη της χώρας.

Μόνο οι πολύ εύρωστες οικονομικά επιχειρήσεις μπορούν να χρησιμοποιήσουν τις αγορές δικαιογράφων. Η φύση των αγορών αυτών είναι τέτοια, ώστε η επιχείρηση που πουλάει δικαιόγραφα πρέπει να έχει τόσο καλή φήμη, ώστε οι αγοραστές να είναι πρόθυμοι να τα αγοράσουν χωρίς καμία μορφή ελέγχου της πιστοληπτικής της ικανότητας. Από τα επιτόκια που είναι διαθέσιμα στις επιχειρήσεις, τα επιτόκια των δικαιογράφων είναι τα χαμηλότερα.

Οι πιο συνηθισμένες μορφές ασφαλειών για βραχυπρόθεσμα δάνεια είναι η ενεχυρίαση των εισπρακτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων. Η χρηματοδότηση μέσω των εισπρακτέων λογαριασμών μπορεί να γίνει είτε με την ενεχυρίασή τους είτε με την άμεση πώλησή τους (που συχνά καλείται factoring). Όταν ενεχυριάζονται εισπρακτέοι λογαριασμοί, ο δανειζόμενος διατηρεί τον κίνδυνο η επιχείρηση ή το άτομο που οφείλει το λογαριασμό να μην πληρώσει. Στην περίπτωση της άμεσης πώλησής τους ο κίνδυνος μεταβιβάζεται τυπικά στο δανειστή (factor). Επειδή ο κίνδυνος αθέτησης αναλαμβάνεται από τον αγοραστή των εισπρακτέων λογαριασμών, αυτός κάνει και τον έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας του αγοραστή. Συνεπώς ο αγοραστής των εισπρακτέων λογαριασμών μπορεί να έχει τρεις λειτουργίες :

- Της δανειοδότησης,
- Της ανάληψης του κινδύνου, και
- Του ελέγχου της πιστοληπτικής ικανότητας.

Όταν ενεχυριάζονται εισπρακτέοι λογαριασμοί, ο δανειστής εκτελεί συνήθως μόνο την πρώτη από τις λειτουργίες αυτές.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι με τους οποίους τα δάνεια μπορούν να ασφαλισθούν με τα αποθέματα. Για ορισμένα είδη αποθεμάτων χρησιμοποιείται, για την εξασφάλιση του δανειοδότη, μια τεχνική που ονομάζεται «σύσταση αποθήκης». Σύμφωνα με τις ρυθμίσεις σύστασης αποθήκης τα αποθέματα τοποθετούνται κάτω από τον έλεγχο μιας εταιρείας διαχείρισης αποθηκών, που απελευθερώνει τα αποθέματα μόνο ύστερα από εντολή του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος. Τα προϊόντα που συνήθως καλύπτονται από ρυθμίσεις σύστασης αποθήκης είναι τα κονσερβαρισμένα προϊόντα, η ξυλεία, ο χάλυβας, το κάρβουνο και διάφορα άλλα τυποποιημένα εμπορεύματα.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Πριν από τη δεκαετία του '50, η μίσθωση (leasing) αφορούσε σχεδόν αποκλειστικά στα ακίνητα - γήπεδα και κτιριακές εγκαταστάσεις – ενώ σήμερα είναι δυνατό να μισθώσει κανείς οποιοδήποτε σχεδόν πάγιο στοιχείο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, ποσοστό 15 ως 20% όλων των νέων πάγιων στοιχείων που χρησιμοποιούνται κάθε χρόνο από τις επιχειρήσεις είναι μισθωμένο. Από πολλές απόψεις η μίσθωση μοιάζει με το δανεισμό. Ενώ, όμως, τα δάνεια ή η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, ως είδη των γενικά διαθέσιμων χρηματοδοτικών πηγών, δεν μπορούν να συνδεθούν με συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, η μίσθωση αναφέρεται κατά κανόνα σε μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία.

Η μίσθωση προσφέρει ταυτόχρονα και την κτήση των περιουσιακών στοιχείων και τη χρηματοδότησή τους. Τα πλεονεκτήματά της απέναντι στο δάνειο είναι ότι ο εκμισθωτής (lessor) βρίσκεται σε καλύτερη θέση από τον πιστωτή όταν η μισθώτρια εταιρεία αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικά προβλήματα. Αν ο μισθωτής (lessee) δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της μίσθωσης, ο εκμισθωτής διαθέτει ένα ισχυρό νομικό δικαίωμα ανάκτησης των περιουσιακών στοιχείων αφού η ιδιοκτησία τους εξακολουθεί να του ανήκει. Ένας δανειστής, ακόμη και αυτός που έχει εξασφαλίσεις, θα αντιμετωπίσει δαπάνες και καθυστερήσεις στην προσπάθειά του να ανακτήσει τα περιουσιακά στοιχεία που χρηματοδοτήθηκαν άμεσα ή έμμεσα.

Επειδή η μίσθωση φέρει μικρότερο κίνδυνο για τον εκμισθωτή από τις άλλες πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο παρουσιάζει η επιχείρηση που καταφεύγει στη χρηματοδότηση, τόσο ισχυρότερος είναι ο λόγος για το χρηματοδότη να καταρτίσει μια συμφωνία μίσθωσης αντί να χορηγήσει ένα δάνειο. Η σχετική φορολογική θέση του εκμισθωτή και του χρήστη των περιουσιακών στοιχείων μπορεί επίσης να επηρεάσει την απόφαση για τη χρησιμοποίηση μίσθωσης αντί για την αγορά των στοιχείων αυτών.

Οι μισθώσεις μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές. Οι πιο σημαντικές είναι η πώληση και επαναμίσθωση, η μίσθωση εκμετάλλευσης και οι άμεσες χρηματοοικονομικές μισθώσεις. Οι τρεις κύριοι αυτοί τύποι μισθώσεων περιγράφονται αμέσως παρακάτω.

Πώληση και Επαναμίσθωση :

Σύμφωνα με μια συμφωνία πώλησης και επαναμίσθωσης (sale and leaseback), μια επιχείρηση που έχει γήπεδα, κτίρια ή εξοπλισμό πουλάει την περιουσία της σε ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα και ταυτόχρονα κάνει μια συμφωνία επαναμίσθωσης της περιουσίας αυτής για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα και κάτω από συγκεκριμένους όρους.

Σημειώστε ότι ο πωλητής ή μισθωτής (lessee) εισπράττει αμέσως το τίμημα που καθορίζει ο αγοραστής ή εκμισθωτής (lessor). Ταυτόχρονα ο πωλητής – μισθωτής διατηρεί τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου. Ο παραλληλισμός αυτός μεταφέρεται και στο πρόγραμμα καταβολής του μισθώματος. Σε μια σύμβαση ενυπόθηκου δανείου, το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα εισπράττει μια σειρά ίσων καταβολών που καλύπτουν τόσο την εξόφληση του δανείου όσο και την παροχή στο δανειστή κάποιας καθορισμένου ύψους απόδοσης για την επένδυσή του. Σε μια συμφωνία πώλησης και επαναμίσθωσης, οι καταβολές του μισθώματος ρυθμίζονται με τον ίδιο τρόπο. Καλύπτουν, δηλαδή, τόσο την ανάκτηση της πλήρους αξίας αγοράς του πάγιου στοιχείου από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα όσο και την εξασφάλιση κάποιας απόδοσης για τα κεφάλαια που επένδυσε.

Μίσθωση Εκμετάλλευσης :

Οι μισθώσεις εκμετάλλευσης (operating leases) περιλαμβάνουν τόσο τη χρηματοδότηση όσο και την παροχή υπηρεσιών συντήρησης. Η IBM είναι από τους πρωτοπόρους του τύπου αυτού συμβάσεων. Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές και τα φωτοτυπικά μηχανήματα, μαζί με τα επιβατηγά αυτοκίνητα και τα φορτηγά, είναι τα βασικά είδη εξοπλισμού που καλύπτονται με μισθώσεις εκμετάλλευσης. Συνήθως ο εκμισθωτής αναλαμβάνει την υποχρέωση της συντήρησης και εξυπηρέτησης του μισθωμένου εξοπλισμού, ενώ οι δαπάνες συντήρησης είτε είναι ενσωματωμένες στις καταβολές του μισθώματος είτε συμφωνούνται χωριστά.

Ένα άλλο σημαντικό χαρακτηριστικό των μισθώσεων εκμετάλλευσης είναι ότι συχνά δεν αποσβένονται στο σύνολό τους. Με άλλα λόγια, οι καταβολές που συμφωνούνται με τη σύμβαση μίσθωσης δεν επαρκούν για την ανάκτηση του πλήρους κόστους του εξοπλισμού. Είναι φανερό όμως ότι τότε η σύμβαση καλύπτει χρονικό διάστημα σημαντικά μικρότερο από την αναμενόμενη ωφέλιμη ζωή του μισθωμένου εξοπλισμού και έτσι ο εκμισθωτής αναμένει να ανακτήσει το κόστος είτε με τις καταβολές που εξακολουθήσουν την ανανέωση της σύμβασης είτε πουλώντας αργότερα τον εξοπλισμό.

Ένα τελευταίο χαρακτηριστικό των μισθώσεων εκμετάλλευσης είναι ότι συχνά περιέχουν μια ρήτρα ακύρωσης που δίνει στον μισθωτή το δικαίωμα διακοπής της σύμβασης και επιστροφής του εξοπλισμού πριν από τη λήξη της βασικής συμφωνίας. Αυτό αποτελεί ουσιαστικό στοιχείο για το μισθωτή, που μπορεί έτσι να επιστρέψει τον εξοπλισμό, αν οι τεχνολογικές εξελίξεις τον κάνουν άχρηστο ή αν δεν τον χρειάζεται πλέον.

Χρηματοοικονομικές Μισθώσεις :

Μια αυστηρά χρηματοοικονομική μίσθωση (strict financial lease) δεν προβλέπει υπηρεσίες συντήρησης, δεν μπορεί να ακυρωθεί και αποσβένεται πλήρως (δηλαδή ο μισθωτής συνομολογεί καταβολές μισθώματος που ισούνται με την πλήρη τιμή του εξοπλισμού που μισθώθηκε). Η συνηθισμένη μεθόδευση περιλαμβάνει τα εξής στάδια :

1. Η επιχείρηση που θα χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό επιλέγει τα συγκεκριμένα μηχανήματα που χρειάζεται και διαπραγματεύεται την τιμή και τους όρους παράδοσης με τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπο.
2. Στη συνέχεια, η επιχείρηση – χρήστης κλείνει μια συμφωνία με κάποια τράπεζα ή εταιρεία μίσθωσης που προβλέπει την αγορά από αυτή του εξοπλισμού από τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπο, με ταυτόχρονη εκτέλεση μιας συμφωνίας μίσθωσης του εξοπλισμού από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Οι όροι της συμφωνίας προβλέπουν την πλήρη απόσβεση του κόστους του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος και την είσπραξη κάποιας πρόσθετης αμοιβής ως απόδοσης των κεφαλαίων που επένδυσε ως εκμισθωτής. Γενικά, ο μισθωτής έχει το προαιρετικό δικαίωμα της ανανέωσης της βασικής μίσθωσης κατά τη λήξη της με μειωμένο μίσθωμα, ενώ δεν έχει το δικαίωμα ακύρωσής της, αν δεν εξοφλήσει προηγουμένως το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα.

Οι χρηματοοικονομικές μισθώσεις είναι περίπου ταυτόσημες με τις συμφωνίες πώλησης και επαναμίσθωσης, με κύρια διαφορά ότι ο μισθωμένος εξοπλισμός είναι καινούργιος και ότι ο εκμισθωτής τον αγοράζει από τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπο αντί από ένα μισθωτή-χρήστη. Συνεπώς η πώληση και επαναμίσθωση μπορεί να θεωρηθεί ως ειδική μορφή της χρηματοοικονομικής μίσθωσης.

Φορολογική Αντιμετώπιση των Μισθώσεων :

Το πλήρες ποσό των ετήσιων μισθωμάτων εκπίπτει κατά τον υπολογισμό του φόρου εισοδήματος, με την προϋπόθεση ότι οι φορολογικές αρχές (Internal Revenue Service – IRS) συμφωνούν ότι η συγκεκριμένη σύμβαση αφορά μια πραγματική μίσθωση και όχι ένα δάνειο που θα εξοφληθεί με δόσεις και που έχει απλά ονομαστεί μίσθωση. Για το λόγο αυτό είναι σημαντικό η σύμβαση της μίσθωσης να έχει συνταχτεί με τρόπο που να είναι αποδεκτός από τις φορολογικές αρχές. Για να θεωρηθεί μια σύμβαση ως «καλή τη πίστει» σύμβαση μίσθωσης από τις φορολογικές αρχές πρέπει να ισχύουν οι εξής βασικοί όροι :

1. Η χρονική διάρκεια της μίσθωσης πρέπει να είναι μικρότερη από τριάντα χρόνια. Σε αντίθετη περίπτωση η μίσθωση θεωρείται ως μορφή πώλησης.
2. Το μίσθωμα πρέπει να αντιπροσωπεύει μια εύλογη απόδοση για τον εκμισθωτή – περίπου 7 ως 12% της επένδυσης.

3. Το προαιρετικό δικαίωμα ανανέωσης πρέπει να είναι «καλή τη πίστει». Ο όρος αυτός εξασφαλίζεται με τον καλύτερο τρόπο, αν δοθεί στο μισθωτή το δικαίωμα να μπορεί να αποδεχτεί μια ίση «καλή τη πίστει» προσφορά τρίτων.
4. Δεν πρέπει να υπάρχει δικαίωμα επαναγοράς. Αν υπάρχει τέτοιο δικαίωμα, ο μισθωτής δεν πρέπει να έχει περισσότερα δικαιώματα στην επαναγορά του μισθίου από τους τυχόν τρίτους που θα ενδιαφερθούν σχετικά.

Ανάλυση της Εσωτερικής Απόδοσης :

Για την ανάλυση του κόστους μίσθωσης και τη σύγκρισή του με άλλες μορφές χρηματοδότησης, εφαρμόζεται και η μέθοδος που στηρίζεται στην εσωτερική απόδοση της επένδυσης. Στην προσέγγιση αυτή το κόστος της μίσθωσης είναι η εσωτερική απόδοση ή το επιτόκιο προεξόφλησης που εξισώνει την παρούσα αξία των καταβαλλόμενων μισθωμάτων – αφού πρώτα αφαιρεθούν οι ανάλογες φορολογικές απαλλαγές, οι μειώσεις των φόρων λόγω αποσβέσεων και η φορολογική έκπτωση που θα ίσχυε αν το επενδυμένο περιουσιακό στοιχείο είχε αγοραστεί – με το κόστος του περιουσιακού στοιχείου. Στη μέθοδο αυτή το κόστος της μίσθωσης περιλαμβάνει όχι μόνο τις καταβολές του μισθώματος μετά από φόρους, αλλά και τη φορολογική έκπτωση που δεν αναλήφθηκε καθώς και τις φορολογικές εκπτώσεις των αποσβέσεων που θα ίσχυαν αν το περιουσιακό στοιχείο είχε αγοραστεί.

Το κόστος του περιουσιακού στοιχείου που δεν καταβλήθηκε λόγω της μίσθωσης το χειριζόμαστε ως χρηματική εισροή, ενώ το κόστος της μίσθωσης που περιγράψαμε το χειριζόμαστε ως χρηματική εκροή. Κατ' αρχήν λογίζεται μια στήλη χρηματικών ροών μετά από φόρους. Η στήλη αυτή αρχίζει με ένα θετικό ποσό – το κόστος του περιουσιακού στοιχείου που δεν καταβλήθηκε – και συνεχίζεται με αρνητικά ποσά που αντιπροσωπεύουν το κόστος της μίσθωσης. Στη συνέχεια προσδιορίζεται το προεξοφλητικό εκείνο επιτόκιο που εξισώνει τις αρνητικές με τις θετικές χρηματικές ροές (6% στο παράδειγμά μας).

Το επιτόκιο προεξόφλησης λαμβάνεται ως μέτρο του κόστους μίσθωσης μετά από φόρους. Στη διαδικασία που περιγράφουμε, αυτό το κόστος μετά από φόρους συγκρίνεται στη συνέχεια με το κόστος της δανειακής χρηματοδότησης μετά από φόρους. Στο παράδειγμά μας το κόστος της δανειακής χρηματοδότησης είναι 6%, άρα το κόστος της μίσθωσης μετά από φόρους είναι το ίδιο.

Υποστηρίζεται πως ένα από τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι ότι αποφεύγει το πρόβλημα του προσδιορισμού ενός επιτοκίου προεξόφλησης. Αυτό όμως μόνο φαινομενικά είναι έτσι. Η προσέγγιση του θέματος της μίσθωσης από τη σκοπιά της εσωτερικής απόδοσης δεν διαφέρει ουσιαστικά από τη μέθοδο του κόστους δανειοδότησης μετά από φόρους που περιγράψαμε στην προηγούμενη παράγραφο. Γι' αυτό και η ανάλυση με τη μέθοδο της εσωτερικής απόδοσης είναι ισοδύναμη με το γενικότερο αναλυτικό πλαίσιο που παρουσιάστηκε εδώ και που εφαρμόζεται στις αποφάσεις μίσθωσης.

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάζουν μια ή περισσότερες από τις κρίσιμες παραμέτρους της ανάλυσής μας. Νομίζουμε ότι είναι και σωστό από θεωρητική άποψη και αναγκαίο από πρακτική να μπορεί κανείς να αναγνωρίζει τους παράγοντες που διαμορφώνουν το κόστος της μίσθωσης σε επίπεδο ψηλότερο ή χαμηλότερο από το κόστος κτήσης.

Έτσι στην επόμενη παράγραφο θα αναφερθούν ορισμένες πρόσθετες μεταβλητές που ενδέχεται να ασκούν κάποια επίδραση στην απόφαση που αφορά στη μίσθωση ή την αγορά του περιουσιακού στοιχείου.

Πρόσθετοι Παράγοντες που επηρεάζουν την επιλογή μεταξύ Μίσθωσης και Αγοράς :

Υπάρχουν, λοιπόν, και άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν το κόστος μίσθωσης της επιχείρησης-χρήστη σε σύγκριση με το κόστος κτήσης του περιουσιακού στοιχείου. Οι παράγοντες αυτοί περιλαμβάνουν :

1. Το τυχόν διαφορετικό κόστος κεφαλαίου του εκμισθωτή από αυτό του χρήστη,
2. Ψηλότερο κόστος χρηματοδότησης στην περίπτωση της μίσθωσης,
3. Διαφορές στο κόστος συντήρησης,
4. Το όφελος που αντιπροσωπεύουν οι υπολειμματικές αξίες για τον ιδιοκτήτη του περιουσιακού στοιχείου,
5. Την πιθανότητα μείωσης του κόστους οικονομικής απαξίωσης από τις μισθώτριες επιχειρήσεις,
6. Την πιθανότητα αυξημένης διαθεσιμότητας πιστώσεων στην περίπτωση της μίσθωσης,
7. Την ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση, όπως είναι η ταχύτερη απόσβεση, και
8. Πιθανές διαφορές στην ικανότητα της κάθε επιχείρησης να εκμεταλλεύεται τις διαθέσιμες ευκαιρίες για μείωση της φορολογίας.

Με δεδομένους τους παράγοντες αυτούς, υπάρχουν πολλές απόψεις σχετικά με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μίσθωσης. Ορισμένα από τα επιχειρήματα που διατυπώνονται σχετικά βασίζονται σε έμμεσες υποθέσεις. Συνεπώς η δυνατότητα εφαρμογής τους σε πραγματικές καταστάσεις εξαρτάται από αρκετές προϋποθέσεις.

Διαφορετικό Κόστος Κεφαλαίου :

Στην περίπτωση που ο εκμισθωτής έχει χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου από το χρήστη, το κόστος της μίσθωσης πιθανό να είναι χαμηλότερο από το κόστος κτήσης και αντίστροφα. Είναι δύσκολο όμως να βρεθούν οι συνθήκες κάτω από τις οποίες το κόστος κεφαλαίου θα ήταν διαφορετικό, εκτός από την περίπτωση που ισχύουν διαφορετικές φορολογικές απαλλαγές. Το κατάλληλο κάθε φορά κόστος κεφαλαίου θα εξαρτηθεί από το βαθμό κινδύνου του επενδυτικού έργου στο οποίο θα χρησιμοποιηθεί το περιουσιακό στοιχείο. Και δεν είναι καθόλου αυτονόητο ότι ο κίνδυνος πρέπει να είναι διαφορετικός, όταν ο ιδιοκτήτης είναι ο εκμισθωτής και όχι ο χρήστης.

Μεγαλύτερες Χρηματοοικονομικές Δαπάνες στην Περίπτωση της Μίσθωσης :

Μια παρόμοια άποψη είναι ότι η μίσθωση συνεπάγεται μεγαλύτερο τεκμαρτό κόστος χρηματοδότησης. Και το επιχείρημα όμως αυτό έχει αμφίβολη ισχύ. Κατ' αρχήν, ως προς την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκμισθωτή δεν φαίνεται να υπάρχει λόγος διαφοροποίησης. Δεύτερον, ο διαχωρισμός των χρηματικών δαπανών της μίσθωσης από τις άλλες υπηρεσίες που ενσωματώνει η σύμβαση μίσθωσης δεν είναι εύκολος. Αν λόγω της εξειδίκευσής του ο εκμισθωτής είναι σε θέση να αναλάβει διάφορες μη χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (όπως τη συντήρηση του εξοπλισμού) με χαμηλότερο κόστος από ότι ο μισθωτής ή κάποιος άλλος, τότε το πραγματικό κόστος της μίσθωσης μπορεί να είναι μικρότερο από το κόστος των κεφαλαίων που προέρχονται από δανεισμό ή από άλλες πηγές.

Η αποτελεσματικότητά της στην εκτέλεση εξειδικευμένων υπηρεσιών μπορεί συνεπώς να επιτρέπει στην εκμισθώτρια εταιρεία να ζητά αμοιβή που είναι χαμηλότερη από το κόστος που θα έπρεπε να καταβάλει κάτω από άλλες συνθήκες ο μισθωτής για το πακέτο των υπηρεσιών (χρηματοοικονομικών και άλλων) που απαιτείται.

Διαφορές στο Κόστος Συντήρησης :

Ένα άλλο επιχείρημα που προβάλλουν συχνά είναι ότι η μίσθωση ενδέχεται να είναι λιγότερο δαπανηρή, επειδή δεν επιβαρύνεται με άμεσο κόστος συντήρησης. Αυτό όμως συμβαίνει, επειδή το κόστος συντήρησης περιλαμβάνεται στο μίσθωμα. Το βασικό ερώτημα είναι αν η συντήρηση μπορεί να γίνει με χαμηλότερο κόστος από τον εκμισθωτή ή από κάποιον τρίτο που εξειδικεύεται στη συντήρηση των κεφαλαιουχικών αγαθών του τύπου που περιγράφουμε. Το εάν και κατά πόσο το κόστος θα διαφέρει, αν η συντήρηση πραγματοποιηθεί από τον ένα ή τον άλλο τύπο εξειδικευμένης επιχείρησης, είναι κάτι που στην ουσία εξαρτάται από τον κλάδο και τις συγκεκριμένες επιχειρήσεις.

Υπολειμματικές Αξίες :

Με τη λήξη της μίσθωσης το περιουσιακό στοιχείο ανήκει στον εκμισθωτή. Η αξία του όταν λήξει η μίσθωση ονομάζεται υπολειμματική αξία (residual value). Εντελώς επιφανειακά φαίνεται ότι όταν οι υπολειμματικές αξίες είναι μεγάλες, η κτήση είναι λιγότερο δαπανηρή από τη μίσθωση. Ωστόσο, ακόμη και αυτό το φαινομενικά αυτονόητο πλεονέκτημα της κτήσης υπόκειται σε σημαντικούς περιορισμούς. Στην περίπτωση του μισθωμένου εξοπλισμού, ο παράγοντας της οικονομικής απαξίωσης μπορεί να είναι τόσο σημαντικός, ώστε να μειώσει σε μεγάλο βαθμό τις υπολειμματικές αξίες. Αν οι προοπτικές για τη διαμόρφωση των πιθανών υπολειμματικών αξιών στο μέλλον παρουσιάζονται ευνοϊκές, ο ανταγωνισμός μεταξύ των εταιρειών μίσθωσης και των άλλων χρηματοδοτικών πηγών (καθώς και ο ανταγωνισμός μεταξύ των ίδιων των εταιρειών μίσθωσης) θα συμπιέσει τις τιμές προς τα κάτω, μέχρι το σημείο εκείνο που η δυνατότητα αυτή πραγματοποίησης υπολειμματικών αξιών θα ληφθεί υπόψη στην κατάστρωση της σχετικής σύμβασης. Γι' αυτό και η ύπαρξη υπολειμματικών αξιών δεν είναι πιθανό ότι θα οδηγήσει και σε σημαντικά μικρότερο σχετικό κόστος κτήσης.

Όταν όμως, η απόφαση αφορά στην μίσθωση ή αγορά γηπέδων, ο παράγοντας της οικονομικής απαξίωσης εμφανίζεται μόνο με την έννοια της επιδείνωσης των συνθηκών που επικρατούν σε κάποια περιοχή ως προς τον πληθυσμό ή τις μορφές χρήσης της γης. Σε περιόδους που επικρατεί αισιοδοξία ως προς την προσδοκώμενη αξία της γης, ενδέχεται να υπάρχει μια τάση υπερεκτίμησης του ρυθμού αύξησης των αξιών. Ως αποτέλεσμα του γεγονότος αυτού, η αγορά γης κάτω από τις συνθήκες αυτές είναι πιθανό να συνεπάγεται ένα τίμημα τόσο αυξημένο, ώστε η πιθανή απόδοση της ιδιόκτητης γης να είναι σχετικά χαμηλή. Αντίστροφα, αν η πιθανή αύξηση της αξίας της γης δεν εκφράζεται πλήρως στις τρέχουσες τιμές, η αγορά της γης θα είναι επωφελής.

Είναι, λοιπόν, δύσκολο να γενικεύσει κανείς σχετικά με το κατά πόσο η υπολειμματική αξία είναι ενδεχόμενο να αυξήσει το πραγματικό κόστος της μίσθωσης πέρα από το κόστος κτήσης. Τα αποτελέσματα εξαρτώνται από το αν η επιχείρηση έχει την ευκαιρία να επωφεληθεί από τυχόν υπεραισιόδοξες ή υπεραπαισιόδοξες εκτιμήσεις των μελλοντικών μεταβολών της αξίας από το σύνολο της αγοράς και από το αν τελικά θα δικαιωθεί η επιχείρηση ή η αγορά.

Κόστος Οικονομικής Απαξίωσης :

Ούτε οι υπολειμματικές αξίες ούτε η οικονομική απαξίωση μπορούν να επηρεάσουν ουσιαστικά το κόστος κτήσης σε σύγκριση με το κόστος της μίσθωσης. Είναι όμως πιθανό ορισμένες εταιρείες μίσθωσης να είναι σε ιδιαίτερα πλεονεκτική θέση να αντιμετωπίσουν το πρόβλημα της οικονομικής απαξίωσης. Για παράδειγμα, η Clark Equipment Company είναι ένας κατασκευαστής και συντηρητής ειδικευμένος στα μηχανήματα διακίνησης υλικών, που διαθέτει δική του οργάνωση πωλήσεων και δίκτυο αντιπροσώπων. Το γεγονός αυτό ενδέχεται να επιτρέπει στην Clark να προσφέρει ικανοποιητικούς όρους στις συμβάσεις μίσθωσης. Αν, λοιπόν, ο εξοπλισμός απαξιωθεί οικονομικά για κάποιο συγκεκριμένο χρήστη, είναι πιθανό ο ίδιος αυτός εξοπλισμός να μπορεί να ικανοποιήσει σε μεγάλο βαθμό τυχόν άλλους χρήστες με διαφορετικές ανάγκες στη διακίνηση των υλικών. Η Clark έχει τον τρόπο να εντοπίζει αυτούς τους άλλους χρήστες. Τα ίδια περίπου ισχύουν και στην περίπτωση της μίσθωσης ηλεκτρονικών υπολογιστών.

Το παράδειγμα αυτό δείχνει πώς μια εταιρεία μίσθωσης είναι σε θέση, συνδυάζοντας το δανεισμό με άλλες εξειδικευμένες υπηρεσίες, να μειώσει το κοινωνικό κόστος της οικονομικής απαξίωσης και να αυξήσει τις πραγματικές υπολειμματικές αξίες. Έτσι μειώνεται και το κόστος απόκτησης και χρήσης τέτοιου εξοπλισμού. Είναι πιθανό και άλλες επιχειρήσεις, που συνδυάζουν χρηματοδοτικές και εξειδικευμένες λειτουργίες (όπως η κατασκευή, ανακαίνιση, συντήρηση και οι πωλήσεις) να μπορούν, σε συνδυασμό με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, να εκτελέσουν τις γενικές αυτές λειτουργίες το ίδιο αποτελεσματικά και με το ίδιο χαμηλό κόστος όπως και οι ολοκληρωμένες εταιρείες μίσθωσης. Αυτό, όμως, είναι κάτι που θα εξαρτηθεί τελικά από τη σχετική αποτελεσματικότητα των επιχειρήσεων που ανταγωνίζονται στους διάφορους κλάδους δραστηριότητας και τύπους εξοπλισμού.

Διαφορές στους Φορολογικούς Συντελεστές ή στις Φορολογικές Ελαφρύνσεις :

Η μίσθωση ή η κτήση μπορεί να αποδειχτεί ότι είναι προτιμότερη στην περίπτωση που οι φορολογικοί συντελεστές των εκμισθωτών και των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούν τον εξοπλισμό είναι διαφορετικοί. Ακόμη και εδώ, όμως, δεν είναι πάντοτε εφικτό να προβλέψει κανείς με βεβαιότητα τι πραγματικά θα συμβεί. Οι επιπτώσεις από τη διαφοροποίηση των φόρων εξαρτώνται από τις σχέσεις μεταξύ των διάφορων μορφών εισοδήματος από κεφαλαιουχικά περιουσιακά στοιχεία και από τις αλληλεπιδράσεις τους με τους διαφορετικούς αυτούς φορολογικούς συντελεστές και φορολογικές ελαφρύνσεις.

Η τυχόν αδυναμία όμως του χρήστη να επωφεληθεί από τα φορολογικά πλεονεκτήματα, όπως η φορολογική έκπτωση των επενδύσεων ή οι επιταχυνόμενες αποσβέσεις, είναι ενδεχόμενο να κάνουν προτιμότερη γι' αυτόν τη σύναψη μιας σύμβασης μίσθωσης. Σε μια τέτοια κατάσταση, ο εκμισθωτής (η τράπεζα ή η εταιρεία μίσθωσης) μπορεί να κάνει αυτή χρήση της φορολογικής έκπτωσης, ενώ ο ανταγωνισμός με τους άλλους εκμισθωτές θα έχει ως αποτέλεσμα την μείωση των μισθωμάτων.

Για παράδειγμα, η φορολογική έκπτωση που χορηγείται για τις επενδύσεις μπορεί να αναληφθεί μόνον όταν τα κέρδη και οι φόροι της επιχείρησης ξεπερνούν ένα ορισμένο όριο. Αν η επιχείρηση δεν πραγματοποιεί κέρδη ή αν επεκτείνεται με πολύ γρήγορο ρυθμό και δικαιούται τόσο μεγάλες φορολογικές εκπτώσεις που είναι αδύνατο να τις εξαντλήσει, ενδέχεται να συμφέρει στην εταιρεία να συνάψει μια σύμβαση μίσθωσης. Σε μια τέτοια περίπτωση, ο εκμισθωτής (η τράπεζα ή η εταιρεία μίσθωσης) μπορεί να αναλάβει την έκπτωση και να μειώσει ανάλογα το μίσθωμα. Αυτός ο λόγος συντέλεσε στα τελευταία χρόνια στην ευρύτατη χρήση των μισθώσεων από τις σιδηροδρομικές και αεροπορικές εταιρείες, καθώς και από εταιρείες με παρόμοια προβλήματα. Η Anaconda π.χ. χρηματοδότησε το 1973 το μεγαλύτερο μέρος του εργοστασίου της παραγωγής αλουμινίου, κόστους \$135.000.000, με συμβάσεις μίσθωσης. Η Anaconda έχασε από φόρους \$365.000.000 όταν η Χιλή κρατικοποίησε τα ιδιόκτητα μεταλλεία χαλκού της επιχείρησης και η μεταφορά των ζημιών αυτών στις επόμενες χρήσεις θα διατηρούσε τους φόρους σε χαμηλά επίπεδα για χρόνια. Συνεπώς η επιχείρηση δεν μπορούσε να χρησιμοποιήσει τις φορολογικές εκπτώσεις που συνδέονταν με τη νέα μονάδα. Σύνάπτοντας συμβάσεις μίσθωσης, η εταιρεία ήταν σε θέση να εκχωρήσει τη φορολογική έκπτωση στους εκμισθωτές, που με τη σειρά τους συμφώνησαν με την εταιρεία ύψος μισθώματος χαμηλότερο από εκείνο με το οποίο θα επιβαρυνόταν, αν η χρηματοδότηση γινόταν με δανεισμό. Το χρηματοοικονομικό επιτελείο της Anaconda εκτίμησε ότι, στην περίπτωση της μίσθωσης, οι χρηματοοικονομικές επιβαρύνσεις σε όλη τη διάρκεια ζωής της μονάδας θα ήταν κατά \$75.000.000 χαμηλότερες από όσο θα ήταν αν η μονάδα αγοραζόταν με δανειακά κεφάλαια.

Ας αναφέρουμε παρεμπιπτόντως ότι η μίσθωση της Anaconda ήταν μια «μίσθωση με μόχλευση» (leveraged lease). Ένας όμιλος τραπεζών και η Chrysler Corporation κατέβαλαν \$38.000.000 σε ίδια κεφάλαια και έγιναν οι ιδιοκτήτες-εκμισθωτές. Το υπόλοιπο ποσό των απαιτούμενων κεφαλαίων προήλθε από δάνεια που χορήγησαν μεγάλες ασφαλιστικές εταιρείες, όπως η Prudential, η Metropolitan και η Aetna. Οι τράπεζες και η Chrysler όχι μόνο ανέλαβαν τη φορολογική έκπτωση, αλλά και τη φορολογική ελάφρυνση που συνεπάγεται η επιταχυνόμενη απόσβεση των παραγωγικών εγκαταστάσεων. Τέτοιες μισθώσεις με μόχλευση, συχνά από πλούσια άτομα που επιζητούν φορολογική προστασία και ενεργούν ως ιδιοκτήτες-εκμισθωτές, αποτελούν σήμερα ένα σημαντικό μέρος της χρηματοοικονομικής αγοράς και εξηγούν γιατί ο όγκος των μισθώσεων είχε υπερβεί το ποσό των \$100.000.000.000.

Σύμφωνα με τη νέα φορολογική νομοθεσία του 1981, μια εταιρεία μπορεί να χαρακτηριστεί ως «εκμισθωτής» αγοράζοντας εξοπλισμό από το χρήστη (προκαταβάλλοντας μόνο το 10% της αξίας και υπογράφοντας ένα γραμμάτιο για το υπόλοιπο) και στη συνέχεια μισθώνοντας τον εξοπλισμό αυτό στο χρήστη έναντι καταβολών μισθωμάτων ίσων προς τις τοκοχρεωλυτικές δόσεις του δανείου που η εταιρεία οφείλει για το υπόλοιπο ποσό. Ενώ, λοιπόν, δεν καταβάλλονται χρήματα, η «εκμισθώτρια» εταιρεία κερδίζει τα φορολογικά πλεονεκτήματα της μίσθωσης, δηλαδή φορολογικές εκπτώσεις για την επένδυση, την απόσβεση και έκπτωση των τόκων.

Περίληψη :

Από πολύ καιρό τώρα, η μίσθωση χρησιμοποιείται από τις σιδηροδρομικές εταιρείες για την απόκτηση εξοπλισμού. Τα τελευταία χρόνια, η χρήση της μίσθωσης επεκτάθηκε σε μια μεγάλη ποικιλία τύπων εξοπλισμού.

Οι πιο σημαντικές μορφές χρηματοδότησης με την μέθοδο της μίσθωσης είναι :

1. Η πώληση και επαναμίσθωση, όταν μια επιχείρηση που έχει γήπεδα, κτίρια ή εγκαταστάσεις πουλάει τα περιουσιακά της αυτά στοιχεία και ταυτόχρονα κλείνει μια συμφωνία μίσθωσής τους για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα με συγκεκριμένους όρους,
2. Οι μισθώσεις εκμετάλλευσης, που περιλαμβάνουν τόσο τη χρηματοδότηση όσο και την παροχή υπηρεσιών συντήρησης, είναι συνήθως ακυρώσιμες και προβλέπουν την καταβολή μισθώματος το συνολικό ύψος του οποίου ενδέχεται να μην καλύπτει πλήρως το κόστος του εξοπλισμού, και
3. Οι χρηματοοικονομικές μισθώσεις, που δεν προβλέπουν την παροχή υπηρεσιών συντήρησης, δεν είναι ακυρώσιμες και αποσβένουν πλήρως το κόστος του μισθωμένου περιουσιακού στοιχείου μέσα στο χρονικό διάστημα που ισχύει η βασική σύμβαση μίσθωσης.

Για να γίνουν κατανοητά τα πιθανά πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της χρηματοδότησης με τη μέθοδο της μίσθωσης, πρέπει να συγκρίνουμε το κόστος της μίσθωσης ενός πάγιου στοιχείου με το κόστος που συνεπάγεται η αγορά και κατοχή του. Όταν δεν υπάρχουν σημαντικά φορολογικά πλεονεκτήματα ή «ατέλειες της αγοράς», τότε δεν πρέπει κανονικά η μίσθωση να πλεονεκτεί σε σύγκριση με την αγορά του πάγιου στοιχείου. Γι' αυτό και η διαδικασία που συνιστάται να ακολουθηθεί είναι κατ' αρχήν η χρησιμοποίηση του κατάλληλου προεξοφλητικού επιτοκίου που θα κάνει ισοδύναμες τις δύο εναλλακτικές λύσεις και συνεπώς και αδιάφορη την επιλογή μεταξύ τους. Στη συνέχεια μπορεί να εισαχθεί στην ανάλυση ένας μεγάλος αριθμός παραγόντων που ενδέχεται να επηρεάζουν το αποτέλεσμα αυτό : το διαφορετικό κόστος κεφαλαίου μεταξύ του εκμισθωτή και της επιχείρησης-χρήστη, διαφορές στο κόστος συντήρησης, τα οφέλη που προσπορίζεται ο ιδιοκτήτης από τις υπολειμματικές αξίες, η πιθανότητα μείωσης από τους εκμισθωτές του κόστους οικονομικής απαξίωσης, η πιθανότητα αυξημένης δυνατότητας άντλησης πιστώσεων στην περίπτωση της μίσθωσης, διαφορετικοί φορολογικοί συντελεστές και πιθανές διαφοροποιήσεις στη δυνατότητα εκμετάλλευσης των ευκαιριών που δημιουργούνται για φορολογικές αλλαγές κ.λ.π. Το αν οι άλλοι αυτοί παράγοντες θα κλίνουν την πλάστιγγα υπέρ ή κατά της μίσθωσης θα εξαρτηθεί από τα γεγονότα και τις συνθήκες που ισχύουν σε κάθε συγκεκριμένη περίπτωση.

ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Στις περιπτώσεις εκείνες που η επιχείρηση, χρηματιστηριακή ή μη, κρίνει ότι χρειάζεται μακροπρόθεσμα κεφάλαια πέραν του έτους, απευθύνεται στο τραπεζικό σύστημα ενώ για τα πολύ μακρύτερης ή αόριστης διάρκειας η χρηματιστηριακή κυρίως καταφεύγει στην κεφαλαιαγορά. Την αδυναμία άντλησης κεφαλαίων από τη χρηματιστηριακή αγορά στη χώρα μας κατά ένα μέρος την καλύπτουν οι αναπτυξιακές τράπεζες, όμως μέσα από δάνεια και όχι μέσα από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Ειδικότερα, αν τα κεφάλαια που χρειάζονται πρέπει να έχουν τη μορφή των ιδίων κεφαλαίων, πωλεί στο επενδυτικό κοινό δικαιώματα ιδιοκτησίας με τη μορφή μετοχών. Αν τα κεφάλαια που χρειάζονται πρέπει να έχουν τη μορφή πίστωσης και να λήγουν σε 5-8 χρόνια ή και σε 10 τα αντλεί κυρίως από τις τράπεζες με τη σύναψη μακροπρόθεσμου ενποθήκου τραπεζικού δανείου. Αν τα κεφάλαια που χρειάζονται πρέπει να λήγουν μετά από 8 ή 10 χρόνια έως και 20 ή 30 πωλεί χρέος με τη μορφή ομολογιακού δανείου. Μακροπρόθεσμα ξένα κεφάλαια αντλούνται επίσης από τις ασφαλιστικές επιχειρήσεις (σε άλλες χώρες) ιδιαίτερα για το μέρος που αφορά τις μακρύτερες λήξεις, στο πλαίσιο τραπεζικού δανεισμού στον οποίο συμμετέχουν και αυτές.

Μετοχικό κεφάλαιο :

Αν για την κάλυψη των μακροπρόθεσμων αναγκών δεν επαρκούν τα κέρδη, αυτές καλύπτονται με δανεισμό και με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση δανεισμού, ο εκδότης είτε πουλάει χρέος με τη μορφή ομολογιακού δανείου για διάρκεια συνηθέστερα πέραν των 8-10 ετών, είτε συνάπτει τραπεζικό δάνειο για ανάγκες μικρότερης των 8-10 ετών.

Η σύμβαση ενυπόθηκων δανείου είναι το μέσο άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων από το τραπεζικό σύστημα. Στην περίπτωση έκδοσης ομολογιακού δανείου πωλούνται ομολογίες οι οποίες αποτελούν έγγραφη μαρτυρία της ύπαρξης χρέους και συνάμα υπόσχεση εκπλήρωσης των όρων που αναγράφονται στο σύμωα αυτής. Στην περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου πωλείται ιδιοκτησία η οποία αντιπροσωπεύεται από τη μετοχή.

Η καθαρή περιουσία :

Η αρχική μορφή χρηματοδότησης της Α.Ε. είναι τα δικά της κεφάλαια. Αυτά συνεισφέρονται από τους ιδιοκτήτες οι οποίοι αναλαμβάνουν και τον κίνδυνο που συνεπάγεται κάθε επιχειρησιακή προσπάθεια. Ο κίνδυνος όμως, περιορίζεται μόνο στο ποσό της επένδυσής τους. Αυτά έχουν σκοπό να απορροφήσουν τυχόν ζημιές από τις εργασίες και την πτώση της αξίας των ενεργητικών και να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις. Εφόσον είναι επαρκούς μεγέθους δημιουργούν προϋποθέσεις για να εισρεύσουν στην επιχείρηση νέα μετοχικά κεφάλαια και ιδιαίτερα δανειακά. Τα κεφάλαια δηλαδή αυτής της μορφής στηρίζουν την εξεύρεση νέων κεφαλαίων από τις τράπεζες και την ομολογιακή αγορά. Τα κέρδη επίσης που δεν διανέμονται παρέχουν την ίδια δυνατότητα όπως και το νέο μετοχικό κεφάλαιο στην άντηση καινούργιου χρέους.

Προνομιούχο Μετοχικό Κεφάλαιο :

Οι προνομιούχες μετοχές σταθερού μόνο μερίσματος αποτελούν μικτή μορφή χρηματοδότησης με την έννοια ότι απαντώνται γνωρίσματα και του χρέους και του μετοχικού κεφαλαίου. Οι προνομιούχες μετοχές που προέρχονται από μετοχοποιήσεις λογιστικής μορφής (δεν συνεπάγονται δηλαδή εισροή μετρητών στην Α.Ε.) προηγούνται στη λήψη του πρώτου μερίσματος και δεν υφίστανται διαφορετική μεταχείριση από τις κοινές κατά τη διανομή των υπόλοιπων κερδών. Οι προνομιούχες γενικά μετοχές δεν έχουν πάντοτε τα ίδια επιπλέον δικαιώματα.

Πολλές φορές διαφοροποιούνται και μεταξύ τους. Οι μεταξύ τους διαφορές θα μπορούσαν να εντοπιστούν :

- α) Στην ψήφο,
- β) Στην υποχρεωτική ή μη καταβολή του πρώτου μερίσματος, και
- γ) Στην περαιτέρω συμμετοχή ή μη στη διανομή των κερδών πέρα του πρώτου μερίσματος, όπως και οι κοινές.

Όλες όμως, προηγούνται των κοινών στη λήψη του πρώτου μερίσματος και στην απαίτηση επί της αξίας ρευστοποίησης σε περίπτωση διάλυσης της εταιρείας για το ονομαστικό μόνο κεφάλαιο. Στις χρηματιστηριακές εταιρείες το ποσοστό των προνομιούχων μετοχών δεν μπορεί να υπερβεί το 40% των κοινών μετοχών.

Το πιο κοινό χαρακτηριστικό του προνομιούχου κεφαλαίου είναι το σταθερό ή το πρώτο μέρισμα που παίρνει τη μορφή τόκου. Σταθερού μερίσματος δικαιούνται οι μετοχές που δεν προέρχονται από υπεραξία αλλά από αύξηση μετρητοίς. Στο καταστατικό ορίζεται ποσοστό επί του ονομαστικού κεφαλαίου που διανέμεται σα μέρισμα χωρίς όμως, να είναι υποχρεωτική η διανομή. Αυτές οι προνομιούχες μετοχές δε συμμετέχουν στη διανομή των κερδών πέραν του σταθερού μερίσματος. ΟΙ προνομιούχες μετοχές που κυρίως προήλθαν από τις κεφαλαιοποιήσεις της υπεραξίας γτης και κτιρίων (Α.Ν. 148/67, Ν. 542/77, 1249/82 και 1731/87) συμμετέχουν και σε περαιτέρω διανομή των κερδών όπως και οι κοινές.

Το σταθερό ποσό ή το πρώτο μέρισμα μπορεί να είναι σωρευτικό. Αυτό σημαίνει ότι αν σε μία χρήση η επιχείρηση δεν έχει κέρδη για να διανείμει μέρισμα μεταφέρεται στην επόμενη και θα πρέπει να πληρωθεί πρώτο πριν διανεμηθεί το μέρισμα της χρήσης. Δεν μπορεί δηλαδή, να καταβληθεί μέρισμα στους κοινούς μετόχους προτού πληρωθούν όλα τα καθυστερημένα μερίσματα στους προνομιούχους μετόχους. Τις περισσότερες φορές στους προνομιούχους μετόχους δεν δίνεται δικαίωμα ψήφου. Σε αυτή την περίπτωση επιτρέπεται να καθορίζεται υπέρα αυτών, εκτός από τα πρηγούμενα προνόμια, η απόληψη ορισμένου τόκου (6% του ονομαστικού κεφαλαίου). Αυτή η τακτική κυριαρχεί στις εισηγμένες Α.Ε. στο Χρηματιστήριο Αθηνών.

Αν η προνομιούχα μετοχή είναι συμμετοχική σημαίνει ότι δικαιούται και περαιτέρω μερίσματος μετά τη διανομή του πρώτου ποσού. Οι προνομιούχες μετοχές που προήλθαν από την κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας ή αποθεματικών είναι συμμετοχικές, δεν διαφοροποιούνται δηλαδή στη διανομή των κερδών από τις κοινές, στην περίπτωση που μετά το πρώτο μέρισμα απομένουν κέρδη για διανομή.

Πολλές φορές προκαθορίζεται η ανάκληση των προνομιούχων μετοχών σταθερού μόνο μερίσματος σε τιμή υπεράνω εκείνης που εκδόθηκε. Το προνόμιο αυτό το ασκεί η εταιρεία. Μπορεί, όμως, να δοθεί στο μέτοχο το δικαίωμα εξαργυρώσεως ή το δικαίωμα μετατροπής σ'άλλα χρεόγραφα οπότε και τα δύο ασκούνται κατά την κρίση του. Συνηθέστερα οι σταθερού μερίσματος προνομιούχες μετοχές μετατρέπονται σε κοινές.

Μέσο Χρηματοδότησης :

Ότι αναφέρεται στη συνέχεια αφορά κυρίως την προνομιούχα μετοχή η οποία προέρχεται από αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου μετρητοίς και για την οποία καταβάλλεται σταθερό μόνο μέρος και τίποτε άλλο. Η προνομιούχα έκδοση μοιάζει με ομολογιακή γιατί και για τις δύο πληρώνεται κατ' αρχήν σταθερό ποσό σαν αμοιβή, διαφέρουν όμως στο ότι το προνομιούχο κεφάλαιο είναι αόριστης διάρκειας σε αντίθεση με το ομολογιακό που έχει ορισμένη λήξη. Έτσι το προνομιούχο κεφάλαιο δίνει ελαστικότητα στη χρηματοδότηση της επιχείρησης γιατί δεν απαιτείται η επιστροφή του εντός συγκεκριμένης προθεσμίας. Επιπλέον, η πληρωμή μερίσματος δεν είναι υποχρεωτική όπως εκείνη του ομολογιακού δανείου, οι τόκοι του οποίου πρέπει να καταβληθούν έχει δεν έχει κέρδη η επιχείρηση. Πέραν αυτών η άντληση κεφαλαίων με τη μορφή της προνομιούχας έκδοσης αυξάνει τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και συνεπώς βελτιώνει την οικονομική της θέση. Το κυριότερο μειονέκτημα του προνομιούχου κεφαλαίου είναι η φοροογική του μεταχείριση. Το προνομιούχο μέρος τώρα φοροογείται, εκτός από την εταιρεία με τη μορφή κερδών και στον προνομιούχο μέτοχο (με 35%) σε αντίθεση με τους τόκους των ομολογιακών δανείων που φορολογούνται με μικρότερο συντελεστή (25%) μόνο στον ομολογιούχο. Αυτή είναι μία από τις αιτίες που δεν χρησιμοποιείται ευρέως στη χρηματοδότηση καθώς και ο υψηλός πληθωρισμός της τελευταίας εικοσαετίας που ενέκρωσε αυτή τη μορφή χρηματοδότησης στη χώρα μας.

Τα επιχειρήματα υπέρ της χρήσης προνομιούχου κεφαλαίου στηρίζονται στο γεγονός ότι για τα δάνεια υπάρχει νομική υποχρέωση για την πληρωμή του τόκοι και η παράλειψη δημιουργεί κίνδυνο πτώχευσης για την επιχείρηση, κατ' αντίθεση με το προνομιούχο κεφάλαιο που η πληρωμή του σταθερού μερίσματος δεν είναι υποχρεωτική.

Επίσης το προνομιούχο κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μέσο χρηματοδότησης στη περίπτωση που η επιχείρηση έχει εξαντλήσει όλη τη δανειακή της χωρητικότητα. Έτσι, χρησιμοποιεί αυτό σαν επιπρόσθετο χρέος και όχι σαν υποκατάστατο του χρέους. Η χρήση πάντως αυτού θα πρέπει να εξεταστεί και από της πλευράς των κοινών μετοχών. Είναι ευεργετική γι' αυτούς ή μήπως θα πρέπει η χρηματοδότηση να διεξαχθεί με κέρδη χρήσης ;

ΑΥΞΗΣΗ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Μεταβολές στο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου επέρχονται κατά δύο τρόπους :

1. Με αύξηση τοις μετρητοίς, ότε υφίσταται πραγματική εισροή κεφαλαίων στην επιχείρηση, και
2. Με κεφαλαιοποίηση υπεραξίας, αποθεματικών ή με διανομή μερισμάτων σε μετοχές, οπότε όμως δεν έχουμε πραγματικές ροές δραχμών, αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις των κονδυλίων των ιδίων κεφαλαίων για αναγνώριση της υπεραξίας ή της μετατροπής των αποθεματικών σε μετοχικό κεφάλαιο.

Αύξηση τοις μετρητοίς :

Ο συνήθης τρόπος αύξησης των ιδίων κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές είναι η συμμετοχή των ήδη μετόχων της εταιρείας ή τρίτων επενδυτών (συνήθως με καταβολή δραχμών ενώ δεν αποκλείεται και η εισφορά περιουσιακών στοιχείων) στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση εισηγμένης Α.Ε. πρέπει να ασκείται από τους μετόχους το δικαίωμα προτίμησης για την αγορά μετοχών εφόσον θέλουν να διατηρήσουν τα συμφέροντά τους αμετάβλητα και ιδιαίτερα :

- α) Να μην υποστούν τη ζημιά από την πτώση της αξίας της μετοχής, γιατί η τιμή έκδοσης ορίζεται υπό τη χρηματιστηριακή, και
- β) Να μη μειωθεί το ποσοστό συμμετοχής στη μελλοντική ροή των κερδών.

Η διαδικασία έκδοσης περιγράφεται στη συνέχεια για εισηγμένη στο χρηματιστήριο εταιρεία.

Η έκδοση από την πλευρά της εταιρείας :

Όταν τελικά αποφασιστεί η αύξηση θα πρέπει κατά πρώτον να καθοριστούν οι όροι έκδοσης. Ειδικότερα πρέπει να προσδιοριστεί ο αριθμός των μετοχών που θα εκδοθούν και η τιμή έκδοσης, η οποία θα είναι υπό τη χρηματιστηριακή. Ο αριθμός των μετοχών που πρέπει να εκδοθεί βρίσκεται με διαίρεση του ύψους των κεφαλαίων που θα αντληθούν δια της τιμής έκδοσης που καθορίστηκε :

$$\text{Αριθμός νέων μετοχών} = \frac{\text{Αντλούμενα κεφάλαια}}{\text{Τιμή έκδοσης}} = \frac{40.000.000}{2.000} = 20.000 \text{ μετοχές}$$

Όσο μικρότερη είναι η τιμή έκδοσης τόσο μεγαλύτερος πρέπει να είναι ο αριθμός των μετοχών που θα εκδοθεί για να αντηθεί το ίδιο ύψος κεφαλαίων. Όταν όμως, εκδίδεται μεγάλος αριθμός μετοχών μεγάλη θα είναι και η αραιώση (dilution) που υφίσταται η αξία της μετοχής και η μελλοντική ροή των κερδών. Ο αριθμός των δικαιωμάτων που πρέπει να προσκομιστούν για να αγοραστεί η νέα μετοχή βρίσκεται με διαίρεση του αριθμού των παλαιών μετοχών δια του αριθμού των νέων :

$$\text{Απαιτούμενα δικαιώματα} = \frac{\text{Αριθμός παλαιών μετοχών}}{\text{Αριθμός νέων μετοχών}} = \frac{80.000}{20.000} = 4$$

Βάση προσδιορισμού της τιμής έκδοσης αποτελεί η χρηματιστηριακή τιμή. Η επιτυχία εξαρτάται από τη διαφορά μεταξύ της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής και της τιμής έκδοσης. Αν η τιμή έκδοσης είναι μεγαλύτερη από τη χρηματιστηριακή, φυσικά κανείς δε θα εγγραφεί στην αύξηση, εφόσον θα μπορεί να αγοράσει τη μετοχή σε μικρότερη τιμή στο Χρηματιστήριο. Πρέπει λοιπόν, η τιμή έκδοσης να είναι μικρότερη της χρηματιστηριακής. Πόσο όμως μικρότερη; Διάφοροι παράγοντες, όπως αυτοί που αναφέρονται παρακάτω, επηρεάζουν τη διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης χωρίς όμως να την ορίζουν ακριβώς.

Η τάση της αγοράς :

Αν η αγορά έχει ανοδική κατεύθυνση, η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης μπορεί να είναι μικρή ενώ όταν η τάση της αγοράς είναι ασταθής ή καθοδική, η διαφορά θα πρέπει να είναι μεγαλύτερη. Όσο δηλαδή μεγαλύτερη είναι η αβεβαιότητα τόσο μεγαλύτερη θα πρέπει να είναι η μείωση της τιμής έκδοσης σε σχέση με τη χρηματιστηριακή για να μην αποτύχει η έκδοση.

Η σύνθεση των μετόχων και το μέγεθος του νέου κεφαλαίου :

Αν οι κυριότεροι μέτοχοι είναι ιδρύματα ή άτομα τα οποία ενδιαφέρονται για να τηρήσουν τον αντιπρόσωπό τους στο Δ.Σ. θα συμμετάσχουν στην αύξηση έστω και η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης είναι μικρή. Το ίδιο συμβαίνει και με τους μετόχους της πλειοψηφίας. Σε ολοκληρωμένες και αποτελεσματικές αγορές πιο πιθανό είναι οι μικρομέτοχοι να λάβουν μέρος σε μικρές αυξήσεις του κεφαλαίου παρά σε μεγάλες.

Έχοντας τώρα η εταιρεία προσδιορίσει τους κυριότερους όρους έκδοσης διανέμει το ενημερωτικό δελτίο και δημοσιεύει συνοπτική ανακοίνωση στην οποία περιλαμβάνονται οι παραπάνω πληροφορίες, καθώς και η ημερομηνία έναρξης και λήξης της άσκησης του δικαιώματος. Αναφέρεται σε αυτή η μερισματοπρόδειξη με την προσκόμιση της οποίας θα καταστεί δυνατή η συμμετοχή στην αύξηση και άλλες απαραίτητες πληροφορίες. Προς διευκόλυνση των μετόχων μπορεί η καταβολή του ποσού για την αύξηση να οριστεί με δόσεις, ότε αναγράφεται στην ανακοίνωση το ποσό κάθε δόσης και η ημερομηνία καταβολής τους.

Η έκδοση από την πλευρά των μετόχων :

Οι μετοχές, από την ημέρα που θα ορίσει το Δ.Σ. και η οποία περιέχεται στην ανακοίνωση, διαπραγματεύονται χωρίς τη μερισματοπρόδειξη συμμετοχής στην αύξηση. Από τη δημοσίευση της ανακοίνωσης όμως μέχρι την ημέρα αυτή οι μετοχές διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο με τη μερισματοπρόδειξη με την αποκοπή και προσκόμιση της οποίας θα γίνει η αύξηση. Κάθε μετοχή παρέχει στο μέτοχο ένα «δικαίωμα» που δίνει τη δυνατότητα συμμετοχής στην αύξηση να έχει κάποια αξία. Για τον προσδιορισμό της αξίας της μετοχής ή του δικαιώματος χρησιμοποιούνται τύπου που διευκολύνουν τον υπολογισμό αυτού, ενώ άλλοι χρησιμοποιούν πρακτικούς τρόπους.

Βασικός τ'πος για τον προσδιορισμό της αξίας της μετοχής είναι ο εξής :

$$\text{Χρημ/κή αξία μετοχής χωρίς δικαίωμα} = \frac{P_0N + S N_0}{N + N_0}$$

Όπου,

P_x = Χρημ/κή αξία της μετοχής χωρίς δικαίωμα

P_0 = Χρημ/κή αξία της μετοχής με δικαίωμα

S = Τιμή έκδοσης

N = Απαιτούμενος για τη συμμετοχή αριθμός δικαιωμάτων

N_0 = Αριθμός των νέων μετοχών

R_0 = Αξία δικαιώματος όταν η μετοχή διαπραγματεύεται με δικαίωμα

Για την αριθμητική απεικόνιση υποθέτουμε ότι η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι 1.000 δραχμές, η τιμή έκδοσης 750 δραχμές και ο αριθμός των δικαιωμάτων που απαιτείται για τη λήψη τριών νέων μετοχών πέντε (5:3). Η αξία της μετοχής είναι :

$$P_x = \frac{1.000 \times 5 + 750 \times 3}{5 \times 3} = \frac{7.250}{8} = 906 \text{ δραχμές}$$

και η αξία R₀ του δικαιώματος 94 δρχ. (1.000 – 906).

Στην περίπτωση κατά την οποία τη σχέση παλαιών και νέων μετοχών την εκφράσουμε με βάση τη μονάδα, όπως αρκετές φορές συμβαίνει στην πράξη (π.χ. αντί 5:3 σαν 1,667:1) η αξία της μετοχής βρίσκεται με τη βοήθεια και του παρακάτω τύπου που δίνει την αξία του δικαιώματος (R₀) :

$$R_0 = \frac{P_0 - S}{N + 1} = \frac{1.000 - 750}{2,667} = 94 \text{ δρχ.}$$

και η αξία της μετοχής χωρίς δικαίωμα 906 δρχ.

Για τον προσδιορισμό της αξίας του δικαιώματος, ενώ η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς τη μερισματοπρόδειξη με την προσκόμιση της οποίας συμμετέχει στην αύξηση, χρησιμοποιείται ο εξής τύπος όταν η σχέση παλαιών και νέων μετοχών εκφράζεται με βάση τη μονάδα :

Χρημ/κή αξία μετοχής χωρίς δικ/μα – Τιμή έκδοσης

$$\text{Αξία δικαιώματος } R_x = \frac{\text{Αριθμός δικ/των απαιτούμενος για μία εποχή}}{N} \times (P_x - S)$$

Όπου,
R_x = Αξία του δικαιώματος όταν η μετοχή διαπραγματεύεται χωρίς αυτό.

Αν στο προηγούμενο παράδειγμα υποθέσουμε ότι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι 906 δραχμές, η αξία του δικαιώματος, μετά την αποκοπή της μερισματοπρόδειξης, είναι :

$$R_x = \frac{906 - 750}{1,667} = 94 \text{ δρχ.}$$

Από τα παραπάνω γίνεται αντιληπτό ότι το δικαίωμα προτίμησης δεν αποτελεί ιδιαίτερη αξία για το μέτοχο, αλλά είναι μέρος του κεφαλαίου του. Και στις δυο περιπτώσεις το άθροισμα της αξίας της μετοχής χωρίς το δικαίωμα και η αξία του δικαιώματος είναι ίση με την αξία της μετοχής προ της αποσπάσεως της αξίας του δικαιώματος από αυτή.

Στην πράξη η αξία του δικαιώματος δεν πρέπει να απομακρύνεται σημαντικά της θεωρητικής του αξίας, που προσδιορίστηκε προηγουμένως, γιατί arbitrage θα λάβει χώρα. Αν η τιμή του δικαιώματος είναι χαμηλότερη της θεωρητικής θα πρέπει να αγοράζονται αυτά με κεφάλαια που θα προέρχονται από ρευστοποίηση μετοχών. Η πώληση όμως αυξημένου αριθμού μετοχών θα πιέζει την τιμή της μετοχής προς τα κάτω και η αγορά δικαιωμάτων θα παύσει να είναι αποδοτική. Αν η τιμή του δικαιώματος είναι υψηλότερη της θεωρητικής οι μέτοχοι θα πωλήσουν τα δικαιώματα και θα αγοράσουν μετοχές με αποτέλεσμα η αυξημένη ζήτηση μετοχών να ασκεί ανοδική πίεση επί της τιμής τους μέχρις ότου η πιεζόμενη από την προσφορά τιμή δικαιωμάτων και η αυξανόμενη από την ζήτηση τιμή μετοχών καταστήσουν την ανταλλαγή μη αποδοτική.

Κάθε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι βέβαιο ότι θα τύχει της έγκρισης της αγοράς. Αν οι επενδυτές κρίνουν ότι δε μπορεί να επιτευχθεί απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα υποχωρήσει. Αν αντιθέτως οι επενδυτές κρίνουν ότι η επιχείρηση μπορεί να επιτύχει απόδοση υψηλότερη από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα ανέλθει. Πράγματι οι προοπτικές (κέρδη, μερίσματα) καθώς και η κατάσταση στην αγορά είναι οι παράγοντες που θα επηρεάσουν τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μετά την αύξηση του κεφαλαίου. Τέλος η προς τα κάτω πίεση της μετοχής μετά τη διανομή των νέων μετοχών είναι προσωρινή.

Ο μέτοχος κάτοχος των δικαιωμάτων έχει τρεις τρόπους ενέργειας :

1. Να ασκήσει το δικαίωμα και λάβει μέρος στην αύξηση,
2. Να πωλήσει τα δικαιώματα, και
3. Να αφήσει τη ημερομηνία άσκησης του δικαιώματος να παρέθει άπρακτη.

Από αυτά που είπαμε προηγουμένως μπορεί να συμπερασθούν οι συνέπειες κάθε τρόπου ενέργειας του μετόχου. Μόνο όταν συμμετέχει διατηρεί αμετάβητο το αναλογικό συμφέρον του στην επιχείρηση και δεν υφίσταται ζημιές λόγω πτώσεως της τιμής της μετοχής που είναι συνέπεια της αραίωσης των κερδών. Δεν υφίσταται δηλαδή ζημιές όταν τα πωλήσει μειούται όμως το αναλογικό του συμφέρον στην επιχείρηση. Και στην περίπτωση όμως της συμμετοχής και στην περίπτωση της πώλησης, όπως προηγουμένως είπαμε, δεν αποκομίζει κέρδη απύσπαστα αποφεύγει ζημιές. Ο μέτοχος μπορεί να ενεργήσει κατά το τρίτο τρόπο στην περίπτωση μικρής ή μηδενικής αξίας του δικαιώματος.

Αύξηση με Κεφαλαιοποίηση :

Η πραγματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου προέρχεται μόνο από αύξηση τοις μετρητοίς. Κάθε άλλη αύξηση είναι απλώς αναγνώριση της ύπαρξης υπεραξίας ή ανακεφαλαιοποίηση, αλλαγή δηλαδή της διάρθρωσης των ιδίων κεφαλαίων που πραγματοποιείται με τη μετακίνηση κονδυλίων από τον ένα λογαριασμό στον άλλο. Άλλωστε σε αυτές τις κεφαλαιοποιήσεις καμία αλλαγή δεν επέρχεται στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης. Η μετοχοποίηση των κερδών της χρήσης, των αποθεματικών και της υπεραξίας είναι οι τρεις μορφές αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου που δεν απαιτούν ή δε συνεπάγονται εισροή μετρητών.

Τα αποτελέσματα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση υπεραξίας και αποθεματικών, τόσο από πλευράς εταιρείας όσο και από πλευράς μετόχων, είναι ανάλογα με εκείνα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσης που αναπτύσσεται παρακάτω και δεν θα υπάρξει ιδιαίτερη μνεία. Όταν μιλάμε για μετοχοποίηση αναφερόμαστε σε αυτό το μέρος της κεφαλαιοποιημένης αξίας που μετατράπηκε σε μετοχικό κεφάλαιο.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟ ΔΑΝΕΙΟ

Η άλλη μορφή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, εκτός των ιδίων, είναι τα διάφορα μακροπρόθεσμα χρέη. Πηγή αυτών μπορεί να είναι το επενδυτικό κοινό, οι τράπεζες και οι θεσμικοί επενδυτές. Όταν η επιχείρηση χρειάζεται μόνιμο κεφάλαιο κίνησης (έως 5 έτη ή μέχρι 8 με 10 έτη) καταφεύγει στις τράπεζες και αντλεί το μέρος εκείνο των κεφαλαίων που δεν καλύπτει με δικά της ή πιστώσεις των πωλητών των μηχανημάτων. Και στις δύο περιπτώσεις υπογράφεται ιδιωτικό συμφωνητικό μεταξύ της δανείστριας Τράπεζας και της επιχείρησης. Όταν όμως τα κεφάλαια πρέπει να είναι διάρκειας μεγαλύτερης των 8 με 10 έτη θα αντληθούν, συνηθέστερα με τη μορφή ομολογιακού δανείου το οποίο μπορεί να καλυφθεί εξ' ολοκλήρου από τον ανάδοχο αν δεν υπάρχει ενδιαφέρον από το επενδυτικό κοινό. Αν χρειάζεται κεφάλαια μεγαλύτερης διάρκειας εκτός από την κεφαλαιαγορά καταφεύγει στις ασφαλιστικές εταιρείες.

Η επιστροφή του κεφαλαίου πραγματοποιείται συνήθως με διαδοχικές εξαμηνιαίες πληρωμές (χρεωλυσία) για τον ορισμό των οποίων λαμβάνεται υπόψη η κατασκευαστική περίοδος που απαιτείται για την απόδοση της επένδυσης.

Χαρακτηριστικά Ομολογιακών Δανείων :

Οι υποχρεώσεις του εκδότη και τα δικαιώματα των αγοραστών ομολογιούχων αναγράφονται στο σώμα της ομολογίας. Εκτός από τους όρους η επιτυχία της έκδοσης εξαρτάται και από τη διαβάθμιση του δανείου, η οποία πρέπει να είναι στο πείπεδο της βαθμίδας του πιστωτικού κινδύνου στην οποία κατατάχθηκε. Πολλές φορές όμως η επιτυχία της έκδοσης εξαρτάται και από συγκεκριμένα χαρακτηριστικά, όπως είναι κυρίως ο τρόπος απόσυρσης.

Βασικοί Όροι Έκδοσης :

Στην ομολογιακή έκδοση οι υποχρεώσεις που θα αναληφθούν προς τους αγοραστές αυτής δεν μπορεί να μεταβληθούν εκτός αν η επιχείρηση διατηρήσει τέτοιο δικαίωμα (π.χ. δικαίωμα ανάκλησης) ή ορίσει όρους κατά τέτοιο τρόπο (π.χ. κυμαινόμενο επιτόκιο) που να μετριάξει τον δυσμενή αντίκτυπο αν τυχόν αργότερα βελτιωθούν οι συνθήκες για τα δάνεια.

Ανάκληση Δανείου :

Η δυνατότητα ανάκλησης δανείου παρέχει ελαστικότητα στη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Αν σημειωθεί σημαντική πτώση των επιτοκίων η ύπαρξη στο συμφωνητικό του δανείου σχετικού όρου δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καλέσει τις ομολογίες για εξαργύρωση, οπότε γίνεται δυνατή η επαναχρηματοδότηση με έκδοση νέου ομολογιακού δανείου χαμηλότερου τώρα κόστους. Στην περίπτωση ανάκλησης πρέπει να πληρωθεί στους ομολογιούχους ποσό πάνω από την τιμή του αρτίου, γνωστό σαν πριμ ανάκλησης (call premium). Το ποσό αυτό συνήθως ορίζεται ίσο με τον τόκο ενός έτους και στη συνέχεια μειούται κατά σταθερό ποσό ή ποσοστό.

Σε ένα π.χ. 10ετές δάνειο προς 10% της ονομαστικής αξίας 1.000 δρχ. το premium ορίζεται για το πρώτο έτος ανάκλησης ίσο με 100 δρχ., για το δεύτερο ίσο με 90 δρχ. (ελαττώνται δηλαδή οι 100 δραχμές κατά το ένα δέκατο) κ.ο.κ.

Στους όρους της έκδοσης ορίζεται η περίοδος μετά την πάροδο της οποίας η επιχείρηση μπορεί να ανακαλέσει το δάνειο για εξόφληση. Στις βιομηχανικές επιχειρήσεις η ανάκληση συνηθιζόταν να ορίζεται μετά το δέκατο έτος, σήμερα όμως η ανάκληση ορίζεται οποτεδήποτε μετά την έκδοση. Όπως και προηγουμένως είπαμε, ο όρος ανάκλησης ενεργεί σε βάρος του επενδυτή και υπέρ της εταιρείας. Αν το δάνειο είχε εκδοθεί σε περίοδο κατά την οποία τα επιτόκια ήσαν υψηλά, η χρήση του δικαιώματος ανάκλησης αργότερα συνεπάγεται μείωση της μακροπρόθεσμης απόδοσης, γιατί το κεφάλαιο που επιστρέφεται στον ομολογιούχο με την εξαργύρωση μπορεί να επανεπενδυθεί σε μικρότερη μόνο απόδοση, λόγω του ότι τα επιτόκια τώρα βρίσκονται σε χαμηλότερο επίπεδο.

Απόσυρση :

Η απόσυρση των ομολογιακών δανείων μπορεί να ορίζεται :

1. Εξ' ολοκλήρου σε ορισμένη ημερομηνία,
2. Κατά τμήματα (περιοδικές εξοφλήσεις)
3. Με μετατροπή σε άλλο χρεόγραφο, και
4. Με ανάκληση της έκδοσης

Πολλές φορές στους όρους έκδοσης περιλαμβάνεται η υποχρέωση της πραγματοποίησης περιοδικών πληρωμών για τη βαθμιαία απόσυρση των ομολογιών τουθ δανείου (sinking funds). Η απόσυρση αυτή μπορεί να πραγματοποιηθεί κατά δύο τρόπους :

1. Με αγορές απ' ευθείας από το χρηματοστήριο, και
2. Με ανάκληση ορισμένου αριθμού ομολογιών σε προκαθορισθείσα τιμή

Προτιμάται η πρώτη μέθοδος όταν η τρέχουσα τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την τιμή ανάκλησης, όταν δηλαδή τα επιτόκια έχουν αυξηθεί. Προτιμάται η δεύτερη μέθοδος όταν η τρέχουσα τιμή είναι υψηλότερη από την τιμή ανάκλησης, όταν δηλαδή τα επιτόκια έχουν μειωθεί. Γι' αυτή ακριβώς την περίπτωση υπαισέρχεται στους όρους της έκδοσης η τιμή ανάκλησης (call price) που ευνοεί την επιχείρηση σε αντίθεση με το σχηματισμό sinking fund που ευνοεί τον επενδυτή. Η ανάκληση ορισμένων ομολογιών για εξαργύρωση (redemption) πραγματοποιείται συνήθως με κλήρωση.

Η ύπαρξη στη συμφωνία του δανείου όρου ανάκλησης, είπαμε προηγουμένως ότι ευνοεί τον ομολογιούχο στην περίπτωση πτώσης των επιτοκίων. Αν π.χ. οι τρέχουσε αποδόσεις των δανείων είναι 10%, οι ομολογίες δανείων που φέρουν επιτόκιο έκδοσης 15% θα διαπραγματεύονται σημαντικά υπεράνω του αρτίου. Αν τη στιγμή αυτή η εταιρεία κάνει χρήση του δικαιώματος ανάκλησης η εξαργύρωση των ομολογιών θα γίνει στην τιμή ανάκλησης η οποία πιθανότερα να έχει οριστεί σε τιμή χαμηλότερη της τρέχουσας τιμής πώλησης στην αγορά. Η ύπαρξη πάντως στους όρους έκδοσης της υποχρέωσης σχηματισμού sinking fund αυξάνει την προστασία των ομολογιούχων και αυτός είναι ο λόγος για τον οποίο τα δάνεια αυτά φέρουν πολλές φορές χαμηλότερο επιτόκιο άλλων τα οποία δεν προβλέπουν sinking funds.

Οι περιοδικές πληρωμές για την απόσυρση των ομολογιών μπορεί να είναι σταθερού ετήσιου ποσού ή μεταβλητού. Στην περίπτωση του μεταβλητού ποσού το ύψος συχνά το εξαρτούν από το ύψος των πωλήσεων ή των κερδών. Η ρύθμιση αυτή ευνοεί την εταιρεία, δεν προτιμάται όμως από τους μετόχους της, που φυσικό είναι να προσβλέπουν σε σταθερή ετήσια ελάττωση του δανείου και να μη θέλουν να την εξαρτήσουν από διάφορους παράγοντες. Η συμφωνία περί μεταβλητού ποσού αποδεικνύεται πολύ πλεονεκτική για την εταιρεία όταν υπάρξει αδυναμία πληρωμής του ποσού για την απόσυρση των ομολογιών. Στην περίπτωση σταθερού ποσού και αδυναμίας πληρωμής ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων θα πρέπει να ενεργήσει ως εάν η εταιρεία πραγματοποιεί καθυστέρηση πληρωμών, πιθανόν ότι είναι υπό πτώχευση, ενώ στην περίπτωση μεταβλητού ποσού ο δανειζόμενος δε μπορεί να θεωρηθεί ότι προβαίνει σε καθυστέρηση πληρωμών και πολύ περισσότερο ότι πηγαίνει σε πτώχευση.

Ανάλογα με τον τρόπο που καθορίζεται η απόσυρση της έκδοσης αυτές διακρίνονται :

1. Σε serial bonds, και
2. Σε Series bonds

Από τα προηγούμενα συμπεραίνεται ότι η λήξη όλων των ομολογιών είχε οριστεί την ίδια ημερομηνία και η τυχόν απόσυρση αυτών με sinking fund ή με ανάκληση δεν όριζε από την αρχή τους αριθμούς των ομολογιών για εξαγορά. Στην περίπτωση όμως που οι ομολογίες λήγουν όχι μόνο περιοδικά αλλά και σε ορισμένες γνωστές κατά την έκδοση ημερομηνίες μιλάμε για serial bonds. Ο επενδυτής με αυτό τον τρόπο μπορεί να προβεί στην αγορά εκείνων των σειρών που λήγουν σε ημερομηνίες που τον εξυπηρετούν καλύτερα. Σε δάνεια αυτής της μορφής μπορεί να αντανακλαστεί η αύξηση του κινδύνου που συνεπάγεται η πάροδος του χρόνου στα επιτόκια. Οι αποδόσεις δηλαδή επί των ομολογιών μακρύτερης λήξης είναι υψηλότερες των αποδόσεων των ομολογιών βραχύτερης λήξης.

Στην περίπτωση κατά την οποία πωλείται δάνειο σε διαφορετικές όμως χρονικές στιγμές, με τη μορφή σειρών οι οποίες εκδίδονται για να καλύψουν τρέχουσες ανάγκες η δε λήξη των ομολογιών ακολουθεί τη σειρά έκδοσης, μιλάμε για series bonds. Αν το δάνειο είναι ασφαλισμένο με υποθήκη, όλες οι σειρές που ήδη εκδόθηκαν και εκείνες που θα εκδοθούν ασφαλίζονται επί των ιδίων υποθηκευμένων παγίων, χωρίς καμία σειρά να προηγείται της άλλης σε περίπτωση ρευστοποίησης ή αναδιοργάνωσης. Οι διάφορες σειρές εκδίδονται σε διαφορετικές χρονικές στιγμές, ανάλογα με την εμφάνιση των αναγκών που θα καλύψουν και μπορεί να διαφέρουν σε ορισμένους όρους, όπως στο επιτόκιο και πιθανόν στους όρους ανάκτησης. Για την αρχική έκδοση του δανείου μπορεί να επιβηθούν ορισμένες χρηματοοικονομικές σχέσεις μεταξύ των οικονομικών μεγεθών της εταιρείας ενώ για τις μετέπειτα εκδόσεις επιβάλλονται περιορισμοί για το δυνάμενο να εκδοθεί το ύψος των συνολικών σειρών του δανείου. Το δάνειο της ΔΕΗ 195 ήταν series bond.

Διαβάθμιση Δανείων :

Η φερεγγυότητα των ομολογιακών δανείων μετρείται από ειδικούς οργανισμούς. Βάση για τη διαβάθμιση αποτελεί η πιθανότητα αδυναμίας πληρωμής του τόκου και του κεφαλαίου. Για την ένδειξη του βαθμού του κινδύνου μη πληρωμής (default risk) χρησιμοποιούνται κατά σειρά τα γράμματα του αλφαβήτου.

Η υψηλότερη βαθμίδα διασφάλισης σημειώνεται με τρία Α, η επόμενη με δύο Α και ένα Β κ.ο.κ. μέχρι C και D. Διαβάθμιση δανείων δεν παρέχεται ακόμα στην Ελλάδα.

Αξιολόγηση :

Η ζητούμενη απόδοση επί μιας ομολογιακής έκδοσης, εκτός από το τρέχον επίπεδο των επιτοκίων, εξαρτάται και από ορισμένους παράγοντες που αυξάνουν ή μειώνουν τον κίνδυνο (risk) της έκδοσης, όπως :

1. Την σταθερότητα των ακαθαρίστων εσόδων (των πωλήσεων στις βιομηχανικές επιχειρήσεις),
2. Τον κλάδο,
3. Τη διάρκεια του δανείου, και
4. Το μέγεθος της επιχείρησης

Πρωτίστως όμως η απόδοση που πρέπει να κερδηθεί από τους επενδυτές κατά την έκδοση επηρεάζεται από το ρίσκο της έκδοσης και ορισμένους άλλους παράγοντες.

Σχετικά με την απόδοση των ομολογιών υπενθυμίζουμε ότι το (ονομαστικό) επιτόκιο που αναγράφεται στο σώμα τους αντανακλά την αποδοση που θα επιτευχθεί κατά την αγορά τους, εφόσον τα επιτόκια στο χρονικό διάστημα μεταξύ εκτύπωσης και πώλησης δεν έχουν μεταβληθεί. Αν τυχόν έχουν μεταβληθεί αγοράζονται σε τέτοια τιμή (στις διεθνείς κεφαλαιαγορές) που να παρέχουν την τρέχουσα απόδοση για το ρίσκο της ομολογίας. Ο τόκος σε δραχμές αναγράφεται στο σώμα των χρεογρ'φων (πλην ΕΓΔ και zero bonds) σε ειδικό κουπόνι το οποίο λέγεται τοκομερίδιο. Η απόδοση που παρακολουθείται από τους επενδυτές είναι η απόδοση λήξης (yield to maturity). Αυτή είναι το επιτόκιο το οποίο εξισώνει τα τοκομερίδια που θα πληρωθούν στο μέλλον και την ονομαστική αξία με την τρέχουσα τιμή της ομολογίας, αφορά δηλαδή προεξοφλητικό επιτόκιο. Η χρήση κυμαινόμενου επιτοκίου υπήρξε καινοτομία της δεκαετίας του 1970. Στα ομολογιακά δάνεια που πρόσφατα εκδόθηκαν στην Ελλάδα το επιτόκιο καθορίστηκε δύο εκατοστιαίες μονάδες επιπλέον του εκάστοτε επιτοκίου των ΕΓΔ ετήσιας διάρκειας.

Όταν τα επιτόκια είναι υψηλά και αναμένεται η πτώση τους η δυνατότητα ανάκλησης του δανείου καθίσταται πιθανότερη. Στην περίπτωση έκδοσης αυτή την περίοδο οι επενδυτές ζητούν απόδοση υψηλότερη από εκείνη δανείων χωρίς τη δυνατότητα ανάκλησης. Όταν αντιθέτως τα επιτόκια είναι χαμηλά, η πιθανότητα πτώσης είναι μικρή και ο όρος ανάκλησης δεν έχει σημαντική σπουδαιότητα. Η αξία δηλαδή του όρου την περίοδο αυτή είναι ασήμαντη για την επιχείρηση που είναι πρόθυμη να παραιτηθεί αυτού αν πρόκειται να πληρώσει πριμ για την απόκτηση του δικαιώματος ανάκλησης. Η καλύτερη περίοδος για την πώληση ομολογιών για την επιχείρηση είναι η αρχή της ανοδικής φάσης της οικονομίας, οπότε οι αποδόσεις είναι χαμηλές. Αυτό εξάγεται και από τα παραπάνω γιατί εκτός από το υψηλό κόστος των αντλουμένων κεφαλαίων σε περιόδους υψηλών αποδόσεων (προς το τέλος της ανοδικής περιόδου) και η σημασία του όρου ανάκλησης είναι αυξημένη για την επιχείρηση το κόστος της οποίας είναι υψηλό.

Είδη Ομολογιακών Δανείων :

1. Υποθηκευμένα Ομολογιακά Δάνεια
2. Μη Εγγυημένα Δάνεια (Debentures)

Άλλα Ομολογιακά Δάνεια :

1. Income Bonds
2. Zero Coupon Ομολογίες
3. Junk Bonds
4. Συμμετοχικά Ομολογιακά Δάνεια
5. Κεφαλαιοποιημένο χρέος (Funded Debt)
6. Μετατρέψιμο Ομολογιακό Δάνειο

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΜΙΣΘΩΣΗ

Leasing (μίσθωση) είναι ένας τρόπος για να αποκτήσεις τη χρήση παραγωγικών μέσων και πολλών άλλων ενεργητικών χωρίς να τα αγοράσεις και χωρίς να απαιτούνται πρόσθετες εξασφαλίσεις. Χρησιμοποιείται διεθνώς σα μέσο χρηματοδότησης ενώ στη χώρα μας καθιερώθηκε το 1986 (Ν. 1665) μόνο για κινητά πράγματα.

Το leasing πλεονεκτεί κυρίως στο ότι το σύνολο των πληρωμών σε αυτόν που κάνει χρήση εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημα και είναι απαλλαγμένο των χρονοβόρων διαδικασιών έγκρισης και εκταμίευσης του δανεισμού. Οι μισθώσεις πάντως από πλευράς κόστους δεν φαίνεται να πλεονεκτούν από την κτήση του ίδιου ενεργητικού με δανεισμό. Στην Ελλάδα χρησιμοποιείται περισσότερο από αυτούς που δεν έχουν πρόσβαση σε άλλες πηγές κεφαλαίων.

Στο Ιδιωτικό Συμφωνητικό (μισθωτήριο), που καταρτίζεται μεταξύ εκμισθωτή και μισθωτή, αναφέρονται σαφώς οι όροι της συμφωνίας με βάση τους οποίους διακρίνουμε διαφορετικές κατηγορίες μίσθωσης. Με αυτό συνήθως διατηρείται η ιδιοκτησία του ενεργητικού στη χρηματοδοτική εταιρεία ενώ η χρήση του μεταφέρεται στον μισθωτή. Οι όροι εκτός από το ύψος του μισθώματος, το χρόνο πληρωμής και τη διάρκεια αναφέρονται στην ανανέωση της μίσθωσης, στην τυχόν αγορά των ενεργητικών αυτής, την περίοδο που δεν μπορεί να ακυρωθεί και στον επιβαρυνόμενο με τα έξοδα συντήρησης και ανταλλακτικών.

Οι τύποι χρηματοδοτικής μίσθωσης, που συνήθως χρησιμοποιούνται διεθνώς, διακρίνονται σε τέσσερις κατηγορίες :

1. Χρηματοδοτική μίσθωση (financial lease)
2. Πώληση με επαναμίσθωση (sale and leaseback)
3. Λειτουργική μίσθωση (operating lease)
4. Μικτή μίσθωση (combination lease)

Οι εταιρείες που συνήθως αναπτύσσουν δραστηριότητα σε αυτό το επιχειρηματικό πεδίο είναι οι τραπεζικές, ασφαλιστικές, βιομηχανικές (η IBM είναι πρωτοπόρα στην ενοικίαση ηλεκτρονικών υπολογιστών) και η γενικού ή ειδικού σκοπού εταιρείες leasing (π.χ. μόνο αυτοκίνητα).

Το αντικείμενο της μίσθωσης μπορεί να είναι οικόπεδα, κτίρια, μηχανήματα, ειδικά όργανα ακριβείας, ηλεκτρονικοί διερευνητές και γενικός κεφαλαιουχικός εξοπλισμός, στην Ελλάδα μόνο κινητά μηχανικά μέσα.

Χρηματοδοτική Μίσθωση :

Αν η επιχείρηση θέλει να χρησιμοποιήσει καινούργιο εξοπλισμό θα πρέπει η ίδια να επιλέξει το ενεργητικό του οποίου θα κάνει χρήση και να διαπραγματευθεί τους όρους πώλησης με τον κατασκευαστή. Μετά έρχεται σε επαφή με τη χρηματοδοτική εταιρεία (ή και τράπεζα) η οποία αγοράζει το ενεργητικό από τον κατασκευαστή, ενώ συγχρόνως υπογράφει συμβόλαιο με το οποίο ενοικιάζει τον εξοπλισμό από τον αγοραστή. Στη συμφωνία καθορίζονται οι όροι μίσθωσης και η απόδοση που θα επιτευχθεί επί της επενδύσεως του αγοραστή. Η μίσθωση αυτή είναι γνωστή σαν χρηματοδοτική (financial lease) και σημαίνει τη χρήση με ενοικίαση των υπηρεσιών ενός ενεργητικού του οποίου η κυριότητα ανήκει σε άλλο πρόσωπο.

Η εξόφληση της αξίας και το κέρδος του εκμισθωτή πραγματοποιείται από έναν (συγκεκριμένο) μισθωτή ο οποίος (μισθωτής) έχει την ευθύνη της συντήρησης και επιβαρύνεται με τα έξοδα.

Πώληση με Επαναμίσθωση :

Αν η εταιρεία θέλει, χωρίς να αποστερηθεί των υπηρεσιών των παραγωγικών της μέσων, να πωλήσει αυτά και να αποκτήσει μετρητά βρίσκει μια εταιρεία leasing η οποία τα αγοράζει ενώ συγχρόνως υπογράφει σύμβαση για τη χρήση αυτών. Έτσι προβαίνει στη σύναψη σύμβασης πώλησης με επαναμίσθωση (sale and leaseback) που συνοπτικά μπορεί να οριστεί σαν πώληση από την επιχείρηση περιουσιακού της στοιχείου προς άλλη και συγχρόνως μίσθωση του πωληθέντος ενεργητικού από την επιχείρηση η οποία το πώλησε ώστε να μην στερηθεί της χρήσεως των υπηρεσιών του. Το αποτέλεσμα αυτής της συναλλαγής για τον πωλητή είναι από μεν την πώληση η άμεση εισροή μετρητών και η χρήση αυτών σε άλλο τομέα, από δε τη μίσθωση η οικονομική χρήση των υπηρεσιών αυτού ώστε να συνεχισθεί η παραγωγική λειτουργία. Το αποτέλεσμα για τον αγοραστή είναι η μεταφορά της κυριότητας σε αυτόν και η απόσβεση της αξίας του ενεργητικού με τις περιοδικές πληρωμές (μισθωμάτων) που θα καταβάλλονται από το μισθωτή και οι οποίες έχουν συμφωνηθεί σε τέτοιο ύψος ώστε εκτός από την απόσβεση της επένδυσης να δώσουν και ορισμένη απόδοση επ' αυτής.

Λειτουργική Μίσθωση :

Η μίσθωση αυτή εκτός από τη χρηματοδότηση του πάγιου, ιδιαίτερα όταν παρέχεται από τους κατασκευαστές του, περιλαμβάνει και τις υπηρεσίες συντήρησης. Ως εκ τούτου, στα μισθώματα που καταβάλλει ο χρήστης ενοικιασμένου πάγιου ενεργητικού περιλαμβάνεται και το κόστος συντήρησης. Σε αυτές της μισθώσεις η διάρκειά τους συνήθως υπολείπεται της παραγωγικής ζωής του πάγιου και ο χρηματοδότης εισπράττει το κόστος του εξοπλισμού και τα κέρδη του από διαδοχικές μισθώσεις προς τον ίδιο ή άλλους πελάτες.

Μικτή Μίσθωση :

Αν οι ανάγκες μιας επιχείρησης ή επαγγελματία δεν εξυπηρετούνται από τους προηγούμενους τύπους μίσθωσης καταρτίζεται σύμβαση κατά τρόπο που να εξυπηρετεί τις ιδιαίτερες ανάγκες του ενοικιαστή. Αυτή η σύμβαση είναι γνωστή σαν μικτή μίσθωση.

Αντίκτυποι Μισθώσεως :

Το βασικό πλεονέκτημα της χρημ/κης μίσθωσης είναι η δυνατότητα χρήσης ενός ενεργητικού χωρίς να αγοραστεί. Πέραν αυτών υπάρχουν και άλλοι θετικοί αντίκτυποι που σχετίζονται με τη φορολογία, τη βελτίωση ορισμένων δεικτών δραστηριότητας και υπό ορισμένες συνθήκες με τη δυνατότητα για περισσότερο δανεισμό.

Για την καλύτερη κατανόηση των πλεονεκτημάτων αυτών θα πρέπει να έχουμε υπόψη τη διαφορετική λογιστική μεταχείριση της αγοράς περιουσιακού στοιχείου και της μίσθωσης. Στην περίπτωση αγοράς με ίδια κεφάλαια, το περιουσιακό στοιχείο εμφανίζεται στον ισολογισμό μόνο στο ενεργητικό ενώ όταν η αγορά γίνει με δανεισμό εμφανίζεται φυσικά αυτό στο ενεργητικό, αλλά καταχωρείται στο παθητικό και το αντίστοιχο ποσό του δανεισμού. Στην περίπτωση που η χρήση του περιουσιακού στοιχείου αποκτηθεί με μίσθωση δεν εμφανίζεται στο παθητικό η υποχρέωση για τα μισθώματα.

Βελτίωση οικονομικής κατάστασης :

Μεγαλύτερος Δανεισμός :

Επιλέγοντας τη μίσθωση δεικνύουμε μειωμένο χρηματοοικονομικό κίνδυνο και συνεπώς μεγαλύτερη δυνατότητα για να επιτύχουμε το μέγιστο δανεισμό. Αυτό όμως ισχύει από θεωρητικής πλευράς γιατί στην πράξη οι πιστωτές λαμβάνουν υπόψη την υποχρέωση από τη μίσθωση και προσπαθούν να της δώσουν την πραγματική της διάσταση. Το πιθανότερο όμως είναι ότι δε την εξομοιώνουν απολύτως με το χρέος γι' αυτό μπορεί να αντληθούν περισσότερα κεφάλαια και φθηνότερα μετά τη μίσθωση ενός παραγωγικού μέσου παρά μετά την αγορά αυτού με δανεισμό. Πολλές τράπεζες πάντως αναδιρθρώνουν τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα χρήσης και θεωρούν ότι τα μισθώματα έχουν τον ίδιο αντίκτυπο στην επιχείρηση όπως και οι τόκοι. Συνήθως στις μισθώσεις το επιτόκιο είναι υψηλότερο του επιτοκίου δανεισμού. Τα μισθώματα δεικνύονται στο προσάρτημα των οικονομικών καταστάσεων. Αυτό που κυρίως επιτυγχάνεται με τη μίσθωση είναι η δυνατότητα χρήσεως του απαραίτητου εξοπλισμού χωρίς την εκροή μετρητών και στην έκταση που δεν θεωρείται δανεισμός χρήση μικρότερης δανειακής ικανότητας (debt capacity) κατά την άντληση δανειακών κεφαλαίων.

Φορολογικά πλεονεκτήματα :

Οι συμβάσεις leasing δεν υπόκεινται σε εισπρακτικές επιβαρύνσεις (π.χ. ΕΦΤΕ) ενώ τα μισθώματα αφαιρούνται για φορολογικούς λόγους από τα ακαθάριστα έσοδα της χρήσης. Υπενθυμίζουμε ότι στην περίπτωση αγοράς με δανεισμό το κόστος κτήσης θα πρέπει να κεφαλαιοποιηθεί και να αφαιρεθεί η ετήσια απόσβεση από τα ακαθάριστα έσοδα, σα δαπάνη. Στην έκταση τώρα που ενδεχομένως η μίσθωση δίνει ταχύτερη απόσβεση από εκείνη που δίνει η αγορά, η χρηματοδότηση με μίσθωση πλεονεκτεί γιατί αναβάλλεται η πληρωμή φόρων για μεταγενέστερες χρήσεις. Θα πρέπει πάντως, κατά τη σύγκριση, να λαμβάνουμε υπόψη τις περιπτώσεις στις οποίες επενδύσεις εμπίπτουν σε διατάξεις ευεργετικών νόμων και μπορεί να προβούμε σε αποσβέσεις υψηλότερες των τακτικών. Στις περιπτώσεις αυτές το πλεονέκτημα της μίσθωσης εξασθενεί όπως και στην περίπτωση που υπάρχει η δυνατότητα χρήσης μεθόδων ταχείας απόσβεσης. Όταν μια επιχείρηση (π.χ. μεταφορική) ενοικιάζει οικόπεδα – γήπεδα έχει τη δυνατότητα να αποσβέσει την αξία αυτών ενώ όταν τα αγοράζει δε της επιτρέπει ο νόμος να προβεί σε αποσβέσεις. Κάτι ανάλογο συμβαίνει όταν, μαζί με το παραγωγικό μέσο, νοικιάζεται και το οικόπεδο η αξία του οποίου επιβαρύνει σημαντικά το ύψος του μισθώματος.

Οι αρνητικοί παράγοντες της χρηματοδότησης με μίσθωση αναφέρονται στο κόστος αυτής και στην υπολειμματική αξία του ενεργητικού.

Κόστος :

Η απόδοση που ζητείται από τους ιδιοκτήτες των ενοικιαζόμενων ενεργητικών είναι συνήθως μεγαλύτερη από το κόστος του χρέους (συνηθέστερα κατά μια μονάδα). Για να αξιολογήσουμε το μειονέκτημα αυτό, για να βρούμε δηλαδή πόσο πιο ακριβή είναι η μίσθωση από την απόκτηση του ενεργητικού, συγκρίνουμε το κόστος της μίσθωσης με το κόστος κτήσεως του ενεργητικού. Λόγω όμως της διαφορετικής χρονικής στιγμής των ροών τους ανακύπτουν προβλήματα κατά τη σύγκριση. Πολλές φορές στα μισθώματα ενσωματώνεται και το κόστος των παρεχόμενων μη οικονομικών υπηρεσιών όπως είναι τα έξοδα συντήρησης.

Ο παράγοντας αυτός είναι σημαντικός αν οι υπηρεσίες που προβλέπονται στο συμβόλαιο για να παρέχονται στο μισθωτή του ενεργητικού κοστίζουν λιγότερο από εκείνο που θα πλήρωνε αν αυτές λαμβάνονταν σε διαφορετική βάση. Το γεγονός αυτό μπορεί να κάνει τη μίσθωση φθηνότερη και όταν το κόστος αυτής συγκρίνεται με το κόστος κτήσεως του ενεργητικού με αγορά να μην υποδεικνύεται ακριβότερη.

Υπολειμματική Αξία :

Το μειονέκτημα αυτό εμφανίζεται κυρίως στις μισθώσεις που παρουσιάζουν σημαντική υπολειμματική αξία στο τέλος της περιόδου. Η αξία αυτή ανήκει στον ιδιοκτήτη. Η γη για παράδειγμα παίρνει μεγάλη αξία και πολλές φορές όταν λήξει η περίοδος ενοικιάσεως αυτός που κάνει χρήση της γης θα μπορέσει να βρει ανάλογο χώρο για τις ανάγκες του μόνο με σημαντικά αυξανόμενο μίσθωμα. Αν ο μισθωτής είχε αγοράσει τη γη τότε, αντί να την ενοικιάσει, θα του κόστιζε συνολικά λιγότερο. Η περίπτωση υπολειμματικής αξίας πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είτε κατά τη σύγκριση των μεθόδων χρηματοδότησης είτε κατά την υπογραφή του συμβολαίου με όρο για την επαναμίσθωση του ενεργητικού ή την αγορά στο τέλος της περιόδου. Άλλος παράγοντας που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη είναι η περίπτωση απαρχαιώσεως (obsolescence) του παραγωγικού μέσου. Αν ο βαθμός απαρχαιώσεως του ενεργητικού είναι μεγάλος το πιθανότερο είναι ότι το μίσθωμα θα επηρεασθεί από το γεγονός αυτό.

ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση διεθνώς υλοποιείται κατά τρεις τρόπους και ειδικότερα με τη μορφή :

1. Του αμιγούς τραπεζικού δανείου,
2. Της προθεσμιακής πώλησης του εξοπλισμού, και
3. Της μίσθωσης, της χρήσης δηλαδή των υπηρεσιών του ενεργητικού με ενοικίαση (leasing).

Η πρώτη μορφή παραμένει αντικείμενο εργασιών των εμπορικών τραπεζών μέσω κυρίως ανακυκλούμενης πίστωσης και των τραπεζών επενδύσεων (με πενταετές δάνειο) για κεφάλαιο κίνησης, η δεύτερη ασκείται κυρίως από ειδικές πιστωτικές επιχειρήσεις (συνηθέστερα θυγατρικές κατασκευαστών παραγωγικών μέσων) και η τρίτη από θυγατρικές τραπεζών.

Αλλά και μεταξύ αυτών των ιδρυμάτων διακρίνεται εξειδίκευση κατ' είδος (π.χ. μόνο Η/Υ, αυτοκίνητα, κ.λ.π.). Οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις χρησιμοποιούν σε μεγαλύτερη έκταση τις μορφές αυτές χρηματοδότησης γιατί συναντούν περισσότερες δυσκολίες από τις μεγάλες στην εξεύρεση κεφαλαίων.

Τραπεζική :

Η μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση εξυπηρετεί δύο ειδών ανάγκες της επιχείρησης :

- α) Ανάγκες για μόνιμο κεφάλαιο κίνησης, και
- β) Ανάγκες για επένδυση σε πάγια αρχικών κυρίως φάσεων παραγωγικών επενδύσεων.

Το μεσοπρόθεσμο τραπεζικό δάνειο αποσβένεται συνήθως με ίσες τοκοχρεωλυτικές δόσεις, ενώ στο συμβόλαιο αναγράφονται όλοι οι όροι (και τυχόν περιοριστικοί) που διέπουν το δανεισμό. Επιπρόσθετα, οι αναπτυξιακές τράπεζες χορηγούν δάνεια 5ετούς διάρκειας για κεφάλαιο κίνησης τα οποία έχουν ορισμένη ημερομηνία λήξης και προκαθορισμένο τρόπο πληρωμής του κεφαλαίου. Στα μεσοπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια δεν αποκλείεται φυσικά μια και μόνη πληρωμή εξόφλησης (balloon payment) που όμως δεν είναι αρεστή στις τράπεζες γιατί συνεπάγεται μεγαλύτερο χρονικό διάστημα για να πάρει πίσω τα κεφάλαιά της και μεγαλύτερο ρίσκο.

Όταν κεφάλαια διάρκειας μεγαλύτερης του έτους χρησιμοποιούνται για κεφάλαιο κίνησης σκοπό έχουν να δώσουν τη δυνατότητα στην επιχείρηση να χρηματοδοτήσει το ολοένα αυξανόμενο ύψος των πωλήσεων της είτε αυτές οφείλονται σε ποσοτική αύξηση είτε σε αξία δραχμών λόγω πληθωρισμού ή και τα δύο. Τα κεφάλαια αυτά δεσμεύονται και σε αποθέματα (πρώτες και βοηθητικές ύλες, έτοιμα προϊόντα) και σε πωλήσεις με πίστωση. Στην περίπτωση αυτή τα μεσοπρόθεσμα δάνεια είναι πιο κατάλληλα να εξυπηρετήσουν την ανάγκη για μόνιμη δέσμευση κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά παρά τα ίδια, στο πλαίσιο πάντοτε της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της επιχείρησης.

Στην πράξη τα μεσοπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια του κεφαλαίου κίνησης εμφανίζονται με δύο μορφές. Αυτή που προέρχεται από αμιγή μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση (διάρκειας μέχρι 5 έτη) και αυτή που προκύπτει από τη (συνεχή) ανανέωση των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων ή δανείων τακτής λήξης των εμπορικών τραπεζών. Στην τελευταία περίπτωση η τράπεζα συμφωνεί ότι οι ανάγκες της επιχείρησης συνεχίζονται και εγκρίνει την ανανέωση. Δεν αποκλείεται φυσικά να προκύψει αδυναμία του δανειζόμενου να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Σε τέτοια περίπτωση η τράπεζα αποφασίζει αν η αδυναμία αυτή είναι προσωρινή ή μόνιμη. Αν το αίτιο είναι προσωρινής φύσης ακολουθεί η κεφαλαιοποίηση των τόκων (εφόσον δεν πληρώθηκαν) και η ανανέωση του δανείου, ορίζεται δε η επιστροφή του σε ημερομηνίες που θα συμβούν ροές εσόδων. Στην περίπτωση που πρόκειται για μόνιμο πρόβλημα θα επιδειχθεί η ρευστοποίηση των εγγυήσεων και η ικανοποίηση της τράπεζας από το προϊόν αυτής ή και η πτώχευση.

Μεσοπρόθεσμα κεφάλαια χρησιμοποιούνται και για τη χρηματοδότηση των αρχικών φάσεων των βιομηχανοστασίων. Αυτά εξοφλούνται από μεν τις εισηγμένες επιχειρήσεις σε κάποια επόμενη φάση, όταν οι συνθήκες θα είναι κατάλληλες για την πώληση αξιών στην κεφαλαιαγορά, από δε τις μη εισηγμένες με τα κέρδη που θα προκύψουν από τις αυξημένες πωλήσεις. Δεν αποκλείεται φυσικά και η αδυναμία επαναπληρωμής, περίπτωση που θα αντιμετωπισθεί κατά τρόπο ανάλογο με αυτόν που αναφέραμε προηγουμένως.

Κόστος Μεσοπρόθεσμου Δανεισμού :

Τα πέραν του έτους μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια, λόγω του ότι συνεπάγονται μεγαλύτερο ρίσκο σε σχέση με τα βραχυπρόθεσμα, κοστίζουν περισσότερο ανάλογα με τη διάρκειά τους με κανονικές συνθήκες. Έξοδα συνεπάγεται και η υπογραφή της σύμβασης (ΕΦΤΕ 3%). Στα δάνεια πέραν του έτους οι όροι συμφωνούνται με βάση τις ιδιαίτερες ανάγκες του δανειζόμενου. Το επιτόκιο μπορεί να οριστεί σταθερό ή κυμαινόμενο. Στην περίπτωση του σταθερού επιτοκίου αυτό ισχύει για όλη τη διάρκεια του δανείου, ενώ στην περίπτωση του κυμαινόμενου λαμβάνονται υπόψη τυχόν μεταβολές που επέρχονται στα επιτόκια. Όταν τα επιτόκια είναι υψηλά ο ορισμός σταθερού επιτοκίου συμφέρει την τράπεζα, ενώ όταν ορίζεται κυμαινόμενο συμφέρει τον δανειζόμενο. Στο κυμαινόμενο επιτόκιο μπορεί επίσης να οριστεί ανώτατο και κατώτατο όριο, τα οποία δεν μπορεί να υπερβεί. Στην περίπτωση κυμαινόμενου επιτοκίου θα πρέπει να οριστεί η βάση (π.χ. τρίμηνη) η οποία θα λαμβάνεται για να καθορίζεται το νέο επιτόκιο. Οι δανειζόμενοι μπορούν συνήθως να επιλέξουν σαν επιτόκιο αναφοράς είτε αυτό των πιστοποιητικών καταθέσεων της (π.χ. στην προηγούμενη περίπτωση τρίμηνων) είτε αυτό των Εντόκων Γραμματίων του Δημοσίου.

Σ' ένα πλήρως απελευθερωμένο πιστωτικό σύστημα το κόστος του μακροπρόθεσμου δανεισμού ποικίλει ανάλογα με το μέγεθος, τη λήξη, την πιστωτική στάθμη του δανειζόμενου και την κατάσταση στις αγορές χρήματος, είναι δε υψηλότερο των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Συνηθίζεται επίσης τα μακροπρόθεσμα δάνεια να επιβαρύνονται με προμήθεια αδράνειας, η οποία είναι συνήθως 0,5% αυτού που υπολείπεται. Στα δάνεια σταθερού επιτοκίου οι τόκοι υπολογίζονται και η τοκοχρεωλυτική δόση καταβάλλεται συνηθέστερα ανά εξάμηνο.

Πρέπει όμως να έχουμε υπόψη ότι το πραγματικό κόστος δανεισμού, σε κερδοφόρα επιχείρηση, δεν είναι αυτό που προκύπτει αφού ληφθούν υπόψη τα τυχόν έξοδα που συνεπάγεται το δάνειο και το 8% ΕΦΤΕ, αλλά χαμηλότερο γιατί πρέπει να προσαρμοστεί για τους φόρους που δεν καταβάλλονται, ως εκ του δανεισμού, αφού οι τόκοι μειώνουν το φορολογητέο εισόδημα. Για απεικόνιση, υποθέτουμε ότι το επιτόκιο δανεισμού είναι 20%, η επιχείρηση φορολογείται με 35%, το ΕΦΤΕ και τα λοιπά έξοδα που συνεπάγεται το δάνειο είναι 10%. Στην περίπτωση αυτή το πραγματικό κόστος του δανείου είναι 14,3%.

$$\text{Κόστος δανείου πριν από τη φορολογία} = 0,20 (1+0,10) = 0,22$$

Και το μετά από τη φορολογία κόστος δανεισμού είναι :

$$0,22 (1 - 0,35) = 0,143 \text{ ή } 14,3\%$$

Χρηματοδότηση Εξοπλισμού :

Καινούργια κινητά πάγια ενεργητικά (μηχανολογικός εξοπλισμός, ανεξάρτητα μηχανήματα κ.λ.π.) μπορεί να αποκτηθούν για παραγωγικούς σκοπούς με αγορά είτε με τραπεζικό δανεισμό είτε με πίστωση από τον κατασκευαστή ή από άλλους χρηματοδότες.

Σαν τέτοιοι ενεργούν οι εμπορικές τράπεζες, ο κατασκευαστής και τα ειδικά πιστωτικά ιδρύματα (finance και captive companies με βάση το συμβόλαιο, έναντι της αξίας του οποίου παρέχουν την πίστωση). Λόγω της διάρκειας εξόφλησης αυτών η χρηματοδότησή τους ταιριάζει καλύτερα στη μεσοπρόθεσμη. Σαν ενέχυρο χρησιμοποιείται το ίδιο το αγοραζόμενο παραγωγικό μέσο. Από πλευράς κόστους συμφέρει το τραπεζικό δάνειο. Κάνει όμως χρήση των άλλων χρηματοδοτών στην περίπτωση που η επιχείρηση διαπιστώσει ότι η τράπεζα δεν εξυπηρετεί τις ανάγκες της σ' όλη την έκταση. Το κόστος στην περίπτωση αυτή είναι υψηλότερο του τραπεζικού, γιατί καλύπτει χρηματοδότηση αυξημένου κινδύνου. Η εξόφλησή του βασίζεται εξ' ολοκλήρου στα έσοδα που θα παράγει το ενεργητικό και προγραμματίζεται ανάλογα με την απόσβεση, κατά τρόπο ώστε η υπολειμματική αξία να υπερβαίνει το υπόλοιπο του δανείου.

Προθεσμιακή Πώληση με Παρακράτηση Κυριότητας :

Όταν ο αγοραστής αποφασίσει την απόκτηση εξοπλισμού με δόσεις καταφεύγει σε πιστωτική εταιρεία (finance company) ή απευθείας στον κατασκευαστή. Τα μέσα με τα οποία διεκπεραιώνεται η συναλλαγή είναι η υπογραφή σύμβασης είτε της μορφής chattel mortgage, ότι το ίδιο το ενεργητικό ενεχυριάζεται, είτε της μορφής conditional sales contracts, γνωστή σε μας σαν προθεσμιακή πώληση με παρακράτηση της κυριότητας, που σημαίνει ότι ο αγοραστής δεν αποκτά την κυριότητα επί αυτού προτού εκπληρωθούν οι όροι της σύμβασης. Όταν συμβάλλεται απευθείας με τον κατασκευαστή αυτός συνήθως με οπισθογράφιση μεταφέρει τον τίτλο ιδιοκτησίας επί του πάγιου σε πιστωτική εταιρεία, που είναι συνεργαζόμενη η θυγατρική (captive finance company) η οποία συνήθως αναλαμβάνει τη διαχείριση των πωλήσεων με πίστωση ή και στην τράπεζα.

Οι συμβάσεις συνήθως προβλέπουν την πληρωμή τοις μετρητοίς μέρους της αξίας του αντικειμένου της συναλλαγής και την εξόφληση του υπόλοιπου με δόσεις, των οποίων οι ημερομηνίες προκαθορίζονται. Στην περίπτωση που ο πωλητής παρακρατεί την κυριότητα, μέχρι την αποπληρωμή της αξίας του αντικειμένου που συμφωνήθηκε, ο αγοραστής αποκτά τον τίτλο επ' αυτού την ημέρα εξόφλησης. Στην περίπτωση κατά την οποία ο πωλητής αποκτά με τη σύμβαση δικαίωμα ενεχύρου, του παρέχεται η δυνατότητα να κατάσχει το αντικείμενο της αγοραπωλησίας και να το ρευστοποιήσει σε περίπτωση μη εκπλήρωσης των όρων της σύμβασης. Ανεξάρτητα δηλαδή από τον τρόπο κτήσης του κινητού πάγιου ενεργητικού αυτό χρησιμοποιείται σαν ενέχυρο. Έναντι λοιπόν, της αξίας του ενεχυριζόμενου ενεργητικού λαμβάνεται δάνειο ή παρέχεται πίστωση της οποίας το περιθώριο ασφαλείας (η διαφορά μεταξύ τρέχουσας αξίας και ύψους δανείου) εξαρτάται από την εμπορευσιμότητα αυτού που ενεχυριάζεται. Όσο περισσότερο εμπορεύσιμο είναι το ενεργητικό τόσο και ψηλότερο είναι το ποσοστό του δανείου. Όσο επίσης περισσότερο εξειδικευμένο είναι το ενεργητικό τόσο και λιγότεροι είναι οι ενδιαφερόμενοι για να το αποκτήσουν. Αυτό σημαίνει ότι ίσως να ρευστοποιείται δύσκολα και γι' αυτό να μην είναι επιθυμητό για ενέχυρο.

Η χρηματοδότηση αυτής της μορφής είναι πολύ εξυπηρετική στις μικρές επιχειρήσεις και επαγγελματίες, γιατί τους επιτρέπει να αποκτήσουν εξοπλισμό απαραίτητο στην παραγωγική διαδικασία ή στο επάγγελμα και να το εξοφλήσουν από τα έσοδα που θα παράγουν. Γι' αυτό και ορίζουν τις ημερομηνίες πληρωμών ανάλογα με την παραγωγή μετρητών από την εκμετάλλευση του μηχανήματος. Τυπικά οι δόσεις εκτείνονται από 12-42 μήνες και το ύψος πληρωμής μετρητοίς 10-35% της αξίας.

Κατά τον προγραμματισμό των δόσεων θα πρέπει η αξία των δόσεων να είναι χαμηλότερη της τιμής στην οποία μπορεί να πωληθεί το ενεργητικό μέχρι να εξοφληθεί. Ως εκ τούτου δίνεται αυξημένη σημασία στο ύψος της ετήσιας απόσβεσης, που επηρεάζει πολλές φορές το ύψος της πληρωμής που καταβάλλεται μετρητοίς.

ΕΝΥΠΟΘΗΚΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΔΑΝΕΙΟ

Τα μακροπρόθεσμα τραπεζικά δάνεια εξασφαλίζονται με υποθήκη ή ενέχυρο ακόμη και σε εκείνες τις χώρες που η βραχυπρόθεσμη πίστωση κατά κανόνα παρέχεται χωρίς κάλυμμα ή ενέχυρο. Ζητούνται εγγυήσεις γιατί ο κίνδυνος συνυπάρχει με την πίστωση και αυξάνει καθώς ο χρόνος μακραίνει. Ιδιαίτερα αυτό ισχύει για τις μικρές επιχειρήσεις που ενσωματώνουν αυξημένο επιχειρηματικό κίνδυνο λόγω του ανταγωνισμού των μεγάλων και χαρακτηρίζονται από έλλειψη διοικητικής υποδομής.

Η αποθήκευση γίνεται με συμβολαιογραφική πράξη στην οποία κατονομάζεται το ποσό ή ο τρόπος προσδιορισμού του ποσού με το οποίο ο δανειστής, στην περίπτωση ρευστοποίησης, θα πρέπει να ικανοποιηθεί πρώτος από το προϊόν αυτής. Σύμφωνα όμως με το νόμο, προηγούνται κατά σειρά ικανοποίησης άλλοι του ενυπόθηκου δανειστή, που συνοπτικά είναι :

1. Τα έξοδα εκπλειστηριασμού και φόροι μεταβίβασης
2. Συγκεκριμένα έξοδα του ιδίου και της οικογένειάς του, των τελευταίων 12 μηνών
3. Έξοδα συντήρησης του ιδίου και της οικογένειάς του, κατά τους τελευταίους έξι μήνες
4. Απαιτήσεις από εξηρημένη εργασία των τελευταίων έξι μηνών
5. Απαιτήσεις του δημοσίου και της τοπικής αυτοδιοίκησης από φόρους
6. Απαιτήσεις οργανισμών κοινωνικής ασφάλισης για τους τελευταίους έξι μήνες, και
7. Οι απαιτήσεις από δαπάνες συντήρησης του πράγματος.

Ο δανειστής μπορεί να εγγράψει προσημείωση υποθήκης, η οποία του δίνει το δικαίωμα προτίμησης για να αποκτήσει υποθήκη. Στις περιπτώσεις υποθήκης τα ακίνητα ασφαλίζονται.

Οι τράπεζες, κατά την άσκηση της μακροπρόθεσμης πιστικής πολιτικής τους, προβαίνουν στην κατάρτιση οικονομικής μελέτης για τη βιωσιμότητα της δανειοδοτούμενης επιχείρησης και την απόδοση της επένδυσης. Σκοπεύουν με τη μελέτη στον προσδιορισμό της καθαρής ροής και των συνεπειών στην πορεία της επιχείρησης, σε περίπτωση που δεν εκπληρωθεί μερικά ή ολικά το προσδοκώμενο.

Στο πλαίσιο αυτό οι τράπεζές μας μιλούν για κριτήρια χρηματοδότησης, μεταξύ των οποίων επικαλούνται κυρίως :

1. Τη διοικητική επάρκεια του δανειζόμενου (πείρα, φερεγγυότητα κ.λ.π.)
2. Τη βιωσιμότητα της επιχείρησης μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης
3. Την κάλυψη πραγματικών επενδυτικών αναγκών
4. Τη συμμετοχή της επιχείρησης με ικανοποιητικό ποσό ιδίων κεφαλαίων (υποχρεωτικό 30% της επένδυσης), και
5. Την ύπαρξη εγγυήσεων

Για τους όρους και το κόστος κτήσης των τραπεζικών κεφαλαίων θα πρέπει να έχουμε υπόψη αυτά που ελέγχθηκαν στην μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση. Η απελευθέρωση όμως του τραπεζικού συστήματος στη χώρα μας είναι βραδεία και ισχύουν ακόμα διοικητικοί περιορισμοί (στη βραχυπρόθεσμη τραπεζική παρατίθεται η ιδέα διαφορετικού χειρισμού των δανειοδοτήσεων). Τα δάνεια που χορηγούν οι τράπεζές μας για πάγια (κτίρια, μηχανήματα και με προϋποθέσεις για γήπεδα) μπορούν να χρησιμοποιηθούν από νεοϊδρυσόμενες επιχειρήσεις και από υπάρχουσες για επέκταση, εκσυγχρονισμό ή μετεγκατάσταση. Οι συνήθεις όροι για τη δανειοδότηση μεταποιητικών και τουριστικών επιχειρήσεων είναι οι εξής :

1. Η δανειοδότηση δεν μπορεί να υπερβεί το 70% της επένδυσης (75% για τις τουριστικές). Στην περίπτωση που υπάγεται στο Ν. 1892/1990 για το ύψος των ιδίων κεφαλαίων ισχύει αυτό που προβλέπει ο Νόμος, ο οποίος όμως αναμένεται να τροποποιηθεί.
2. Το επιτόκιο είναι αυτό που ισχύει κάθε φορά για πάγιες επενδύσεις (ενώ αν αφορά σε επένδυση του Ν. 1892/1990 δικαιούται την προβλεπόμενη επιδότηση – πρόσφατα καθιερώθηκε το βασικό επιτόκιο που είναι το επιτόκιο με το οποίο η τράπεζα επιβαρύνει τους καλύτερους πελάτες της, χωρίς όμως στην πράξη ακόμα να αντανακλάται σε αυτό το ρίσκο της χορήγησης, ανάλογα με την οικονομική ευρωστία του πελάτη)
3. Η διάρκεια δεν μπορεί να υπερβεί τα 10 χρόνια (15 για τις τουριστικές)
4. Η εξόφληση γίνεται σε ισόποσες εξαμηνιαίες δόσεις της πρώτης οφειλομένης ένα χρόνο μετά την ολοκλήρωση της επένδυσης (1,5 χρόνο για τις τουριστικές).

Τοκοχρεωλυτικός Πίνακας :

Η εξόφληση του δανείου με ίσες τοκοχρεωλυτικές δόσεις σκοπό έχει την προστασία του δανειστή με το να εξαναγκάσει τον δανειζόμενο στη βαθμιαία εξόφληση, με παρακράτηση σε κάθε χρήση, συγκεκριμένου ποσού δραχμών. Σε δάνεια για πάγιες εγκαταστάσεις δίνεται η σχετική περίοδος χάριτος και η εξόφληση ρυθμίζεται ανάλογα με τις ανάγκες του δανειζόμενου και τη δημιουργία εισοδήματος από την επένδυση.

Για την απεικόνιση της κατάρτισης του τοκοχρεωλυτικού πίνακα υποθέτουμε ότι συμφωνήθηκε δάνειο ύψος 1.000.000 δρχ. Με 12%, διάρκειας 10 ετών. Υποτίθεται επίσης ότι η επιστροφή του κεφαλαίου και ο τόκος πραγματοποιείται σε δέκα ίσες ετήσιες τοκοχρεωλυτικές δόσεις. Ο προσδιορισμός του ποσού της τοκοχρεωλυτικής δόσης γίνεται με τη βοήθεια πινάκων παρούσας αξίας ράντας. Για το σκοπό αυτό διαιρείται το ύψος του δανείου δια της παρούσης αξίας μιας δραχμής των δέκα περιόδων. Όταν το δάνειο εξοφλείται με εξαμηνιαίες δόσεις το επιτόκιο υπολογίζεται στο μισό και οι περίοδοι στο διπλάσιο κ.λ.π.

Καθεμιά των δέκα ετήσιων τοκοχρεωλυτικών δόσεων θα αποτελείται από 176.984,89 δρχ., στο τέλος δε της δεκαετίας θα έχει επιστρεφεί το κεφάλαιο στο δανειστή, ο οποίος θα επιτύχει απόδοση 12%. Στον καταρτισθέντα πίνακα τοκοχρεωλυτικών δόσεων το ποσό του τοκοχρεωλυσίου διασπάται στο ποσό του τόκου (στήλη 2) και στο ποσό του επιστρεφόμενου κεφαλαίου (στήλη 3). Στην τελευταία στήλη αναγράφεται το υπόλοιπο του δανείου στο τέλος του έτους.

Τοκοχρεωλυτικές Δόσεις Δανείου				
	1	2	3	4
Έτη	Τόκ/λύσιο	Τόκος (στήλη 4x0,1)	Χρεώλυσιο (Στήλες 1-2)	Υπόλ. Δανείου (1εκ=στήλη 3)
1	176.984,89	120.000,00	56.984,89	343.015,11
2	176.984,89	113.161,81	63.823,08	879.192,03
3	176.984,89	105.503,04	71.481,85	807.710,18
4	176.984,89	96.925,22	80.059,67	727.650,51
5	176.984,89	81.318,06	89.666,83	637.983,68
6	176.984,89	76.558,04	100.426,85	537.556,88
7	176.984,89	64.506,82	112.478,07	425.078,76
8	176.984,89	51.009,45	125.975,44	299.103,32
9	176.984,89	35.892,40	141.092,49	158.010,83
10	176.984,89	18.961,30	158.010,83	
	1.769.848,90	769.884,90	1.000.000	

Ελαχιστοποίηση Κινδύνου :

Στο μεγάλο χρονικό διάστημα η πιθανότητα να συμβούν αλλαγές (προτού εξοφληθεί το δάνειο) στην οικονομία και ειδικότερα στην επιχειρηματική δραστηριότητα αυξάνει καθώς αυξάνει ο χρόνος. Η οικονομική και φορολογική πολιτική που εφαρμόζεται, η χρηματαγορά, η χρηματιστηριακή αγορά, η φάση του κύκλου ζωής του κλάδου, η μόδα, η νομοθεσία (σχέση ιδίων προς ξένα 30 προς 70 για κάθε νέα επένδυση) οι αγορές πρώτων υλών και εκείνες διάθεσης των προϊόντων, ο ανταγωνισμών κ.λ.π., αποτελούν τα αίτια για αλλαγή στην οικονομική δυνατότητα του δανειζόμενου, πέραν των χαρακτηριστικών της ίδιας της εταιρείας (μορφή, μέγεθος, έλεγχος Δ.Σ., πιστωτική επιφάνεια, ικανότητα διοίκησης κ.λ.π.).

Με δεδομένο ότι ουσιώδεις εξελίξεις θα συμβούν στη διάρκεια ενός μακροπρόθεσμου (πέραν του έτους) δανείου, ο δανειστής αντιμετωπίζει το ρίσκο, που αυξάνει ανάλογα με την αβεβαιότητα και το μάκρος της διάρκειας που δεσμεύονται τα κεφάλαια κατά τρεις τρόπους :

1. Ζητώντας εγγυήσεις
2. Επιβάλλοντας όρους
3. Κάνοντας πιστωτική ανάλυση.

Οι βασικότεροι όροι που εγγράφονται στο ιδιωτικό συμφωνητικό του δανείου αναπτύσσονται αμέσως παρακάτω. Τέλος, υποδεικνύονται τα βασικά της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης και της βραχυπρόθεσμης ανάλυσης.

Όροι :

Σε άλλες χώρες για να προστατέψει ο δανειστής τα συμφέροντά του από τυχόν επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης, επιβάλλει την αναγραφή στη σύμβαση ορισμένων όρων οι οποίοι παρατίθενται στη συνέχεια. Γίνεται αντιληπτό ότι κάθε όρος μόνος λίγα μπορεί να προσφέρει, σαν σύνολο όμως δημιουργούν προϋποθέσεις για ρευστότητα και συνεπώς την ύπαρξη επαρκών μέσων για την επαναπληρωμή του δανείου. Ορίζεται ορισμένο επίπεδο στο οποίο πρέπει να βρίσκεται η σχέση του κυκλοφορούντος με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (π.χ. δείκτης βραχυπρόθεσμης ρευστότητας 2/1). Ο όρος αυτός σκοπεύει στο να διατηρήσει την επιχείρηση ικανή από πλευράς ρευστότητας για την επιστροφή του κεφαλαίου. Ο προσδιορισμός της σχέσης βασίζεται συνήθως στο προ του δανείου ύψος του δείκτη και στις προβλεπόμενες ανάγκες για κεφάλαιο κίνησης.

Με άλλον όρο σχετίζουν το ύψος των δαπανών για πάγια με ορισμένο ποσοστό των ετήσιων αποσβέσεων ή με ορισμένο ποσό. Και αυτός ο όρος σκοπεύει στη διατήρηση της επιχείρησης σε καλή κατάσταση από πλευράς ρευστότητας για την εξασφάλιση της επιστροφής του δανείου. Συνηθίζεται επίσης το ετήσιο ποσό που διατίθεται για μέρισμα σε μετρητά να περιορίζεται σε ορισμένο ποσοστό των καθαρών κερδών. Σκοπός και του όρου αυτού είναι να εμποδίσει την εκροή μετρητών από την επιχείρηση. Μπορεί επίσης να απογορευτεί η σύναψη άλλου μακροπρόθεσμου δανείου και η υποθήκευση και ενεχυρίαση ενεργητικών χωρίς την άδεια της δανείστριας τράπεζας. Οι περιορισμοί αυτοί αποβλέπουν στην μη μείωση του ποσού που θα λάβει η τράπεζα από τυχόν ρευστοποίηση ενεργητικών της επιχείρησης.

Οι όροι αυτοί είναι γενικής φύσης και χρησιμοποιούνται σε συμβάσεις δανείων σε άλλες χώρες. Πέραν αυτών στις συμβάσεις περιλαμβάνονται και διατάξεις ρουτίνας ή και ειδικοί όροι. Οι όροι ρουτίνας αναφέρονται στις υποχρεώσεις του δανειζόμενου να εφοδιάσει την τράπεζα με ισολογισμούς, στην μη πώληση σημαντικού ύψος ενεργητικών, στη μη υποθήκευση ή ενεχυρίαση ενεργητικών (negative clause) και στη μίσθωση ενεργητικών. Ο κατάλογος αυτός είναι ενδεικτικός και δεν εξαντλούνται οι όροι ρουτίνας με αυτούς που αναγράφηκαν.

Οι ειδικοί όροι σκοπεύουν στην προστασία του δανείου σαν σύνολο. Ο σκοπός αυτός επιτυγχάνεται με τον προσδιορισμό του τρόπου χρήσης του δανείου, με τον περιορισμό δανειολήψεων, με τη μη αύξηση μισθών και αμοιβών των μελών του Δ.Σ. και με την εξασφάλιση αποδοτικής διοίκησης μέσω ασφάλισης της ζωής ικανών στελεχών και τη μη αποχώρηση άλλων όσο καιρό διαρκεί το δάνειο. Και σε σχέση με τους ειδικούς όρους ο προηγούμενος κατάλογος είναι ενδεικτικός και δεν εξαντλείται με τους καταχωρημένους.

Στην Ελλάδα οι όροι δανειοδότησης και τα χαρακτηριστικά των επιχειρηματικών δανείων συνοψίζονται κυρίως στα εξής : τα δάνεια που χορηγούνται από τις τράπεζες επενδύσεων για πάγια δεν υπερβαίνουν την δεκαετία, ενώ αυτά που χορηγούνται από τις αναπτυξιακές για κεφάλαιο κινήσεως είναι πενταετούς διάρκειας. Σημειωτέον ότι οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις που παρέχονται έναντι ενεχύρου (εμπράγατο ή κάλυμμα) είναι ολίγον μηνών. Οι τράπεζες συνήθως ζητούν εμπράγατη ασφάλεια για την χορήγηση μακροπρόθεσμων δανείων. Σαν εγγύηση δέχονται ακίνητα, σε άλλες χώρες (εκτός των γηπέδων και κτιρίων) δέχονται και μηχανήματα, ομολογίες και μετοχές. Το ίδιο και οι ασφαλιστικές εταιρείες.

Επιβάλλουν επίσης περιορισμούς στον δανειζόμενο όπως την κάλυψη της αξίας των παγίων με μακροπρόθεσμα κεφάλαια και τη σχέση 30 ίδια 70 ξένα. Δεν αποκλείεται επίσης σε σπάνιες περιπτώσεις να επιδιωχθεί από την τράπεζα και η συμμετοχή στον έλεγχο με ορισμό ενός των στελεχών της σαν μέλους του Δ.Σ. Η επαναπληρωμή των κεφαλαίων συνήθως γίνεται με ίσες εξαμηνιαίες τοκοχρεωλυτικές δόσεις, ενώ η εξόφληση με μία και μοναδική δόση, με τη λήξη, δεν είναι συνήθης.

Συμβατικά Κόστη :

Οι τράπεζες για τα δάνεια που χορηγούν επιβαρύνουν τους δανειζόμενους με τόκους, προμήθειες και διάφορα έξοδα. Η σημαντικότερη επιβάρυνση προέρχεται από τον ειδικό φόρο τραπεζικών εργασιών (ΕΦΤΕ) ο οποίος υπολογίζεται επί του ύψους των τόκων και σε κάθε έσοδο των τραπεζών. Το ειδικό αυτό τέλος συνίσταται από 3% για δάνεια ή πιστώσεις (πλην ενέγγυων) που καταβάλλονται με τη σύμβαση και 8% που επιβάλλεται στα ακαθάριστα έσοδα των τραπεζών στα οποία περιλαμβάνονται τόκοι, προμήθειες, προεξοφλήσεις, συναλλαγματικές διαφορές κ.λ.π. Οι τόκοι των μακροπρόθεσμων τραπεζικών δανείων υπολογίζονται ανά εξάμηνο, στο τέλος των μηνών Ιουνίου και Δεκεμβρίου, ενώ των βραχυπρόθεσμων τακτής λήξης υπολογίζονται ανά τρίμηνο, εφόσον αυτό αναγράφεται στη σύμβαση, διαφορετικά ανά εξάμηνο. Στη περίπτωση αλληλόχρεου λογαριασμού, ο τόκος υπολογίζεται επί του εναπομένοντος κάθε φορά υπόλοιπο του λογαριασμού. Αν το υπόλοιπο είναι χρεωστικό το επιτόκιο που χρησιμοποιείται είναι αυτό της κατηγορίας της χρηματοδότησης. Στις Κ/Ο των επιχειρήσεων και στα πιστωτικά υπόλοιπα των αλληλόχρεων λογαριασμών (εκτός προσωπικών) δεν καταβάλλονται τόκοι εκ μέρους των τραπεζών.

Πλέον τόκου εισπράτεται και προμήθεια στα δάνεια τακτής λήξης υπολογίζεται για ολόκληρο το μήνα, έστω και αν δεν το συμπληρώνει. Στον ανοικτό λογαριασμό αυτή υπολογίζεται επί του μεγαλύτερου χρεωστικού υπολοίπου του μήνα. Υπολογίζεται επίσης προμήθεια αδράνειας 0,5% ετησίως επί του αχρησιμοποίητου υπολοίπου των τραπεζικών πιστώσεων, εφόσον προβλέπεται από τη σύμβαση.

Τόκος Υπερημερίας:

Υπολογίζεται στην περίπτωση μη εξόφλησης του δανείου τακτής λήξης και μη έγκαιρης (συνήθως εντός 35 ημερών) παραλαβής των φορτωτικών εγγράφων. Επίσης στην περίπτωση οριστικού κλεισίματος αλληλόχρεους λογαριασμού και μη εξόφλησής του. Ειδικότερα, στις περιπτώσεις που επιβάλλεται αυτός συνίσταται, για μεν τα δάνεια σε δραχμές από το επιτόκιο χρηματοδότησης αυξημένο κατά 4%, για δε τα δάνεια σε συνάλλαγμα από τα διατραπεζικό επιτόκιο libor (Λονδίνου) αυξημένο έως 3% συνήθως ή από το προεξοφλητικό επιτόκιο της κεντρικής τράπεζας της χώρας του νομίσματος σν 4%.

Ανατοκισμός :

Πραγματοποιείται :

1. Στα μακροπρόθεσμα δάνεια (ανά εξάμηνο) εφόσον η σύμβαση προβλέπει κεφαλαιοποίηση (υπόψη τυχόν περίπτωση ορισμού χαριστικής περιόδου)
2. Στα βραχυπρόθεσμα τακτικής λήξης, εφόσον οι τόκοι οφείλονται για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο του έτους (και αυτό υπό προϋποθέσεις)

3. Στους αλληλόχρεους λογαριασμούς ανά τρίμηνο (εκτός αν προβλέπει το ιδιωτικό συμφωνητικό ανά εξάμηνο)

Γενικά, η κεφαλαιοποίηση των τόκων, είναι δυνατή εφόσον προβλέπεται στη σύμβαση ή από ειδικές ή γενικές αποφάσεις της Τράπεζας της Ελλάδος. Οι τόκοι, στην περίπτωση αυτή, επί των κεφαλαιοποιουμένων τόκων, μετρούν από την ημέρα που γίνονται απαιτητοί με το ίδιο επιτόκιο του κύριου κεφαλαίου.

Λοιπά Έξοδα :

Η τράπεζα επιβαρύνει τον εντολέα με έξοδα για υπηρεσίες που του προσφέρει, όπως προμήθεια εισπραξης αξιών, ταχυδρομικά και τηλεφωνικά, τυχόν έξοδα αποθήκευσης, ασφάλιστρα και με κάθε δαπάνη που γίνεται για χάρη του δανειζόμενου/εντολέα. Υπενθυμίζουμε την προμήθεια αδρανείας, η οποία ανέρχεται στο 0,5% και επιβάλλεται στο αχρησιμοποίητο υπόλοιπο.

Το Επιτόκιο :

Στο πλαίσιο εκσυγχρονισμού του τραπεζικού συστήματος εισήχθει πρόσφατα και στη χώρα μας ο θεσμός του βασικού επιτοκίου. Είναι το επιτόκιο με το οποίο οι τράπεζες δανείζουν τους καλύτερους πελάτες τους. Αυτό σημαίνει ότι οι πελάτες με αυξημένο, κατά τη γνώμη της τράπεζας, ρίσκο θα επιβαρύνονται με υψηλότερο επιτόκιο από το βασικό και τόσο υψηλότερο όσο υψηλότερο ρίσκο συνεπάγεται ο πελάτης. Η πλειοψηφία των ελληνικών τραπεζών πάντως δεν χρησιμοποιεί ακόμα για τον καλό πελάτη χαμηλότερο επιτόκιο αλλά στο τέλος του έτους μειώνει τους τόκους του κατά κάποιο ποσοστό.

Οι τράπεζες εισπράττουν το τόκο των χορηγήσεών τους κατά τρεις τρόπους :

1. Με τη λήξη
2. Με τη χορήγηση, και
3. Κατά τη διάρκεια του δανείου ανά ορισμένο χρονικό διάστημα.

Η πρώτη και η τελευταία περίπτωση εφαρμόζεται στη χώρα μας για δάνεια τακτής λήξης και αλληλόχρεους λογαριασμούς αντίστοιχα, ο δε τόκος συνηθέστερα καταβάλλεται στο τέλος κάθε ημερολογιακής εξαμηνίας ή τριμηνίας. Η δεύτερη περίπτωση είναι αυτή της προεξόφλησης των γραμματίων. Το ονομαστικό επιτόκιο είναι ίσο με το πραγματικό, μόνο στην πρώτη περίπτωση ενώ στις άλλες δύο περιπτώσεις είναι μεγαλύτερο. Για την απεικόνιση του προσδιορισμού του πραγματικού επιτοκίου στις περιπτώσεις αυτές υποθέτουμε ότι χορηγείται δάνειο 100.000 δρχ. προς 12% για ένα έτος :

1. Ο τόκος εισπράττεται με τη λήξη :

12.000

$$\text{Πραγματικό επιτόκιο} = \frac{12.000}{100.000} = 12\%$$

Όταν το δάνειο λήξει θα καταβάλλουμε 112.000 δρχ. από τις οποίες οι 100.000 είναι το ποσό του δανείου και 12.000 δρχ. ο τόκος

2. Ο τόκος εισπράττεται με τη λήψη του δανείου :

$$\text{Πραγματικό επιτόκιο} = \frac{12.000}{88.000} = 13,64\%$$

Έχουμε δηλαδή τη χρήση μόνο 88.000 δρχ. (100.000 – 12.000) για τις οποίες καταβάλλουμε με τη λήψη 12.000 δρχ. και στη λήξη θα επιστρέψουμε 100.000 δρχ.

3. Ο τόκος εισπράττεται ανά 3μηνο :

$$\text{Πραγματικό επιτόκιο} = \frac{12.000}{95.500} = 12,57\%$$

Κατά μέσο όρο δηλαδή έχουμε πραγματικά τη χρήση 95.500 δρχ. : 4 για τα οποία καταβάλλουμε ετήσιο τόκο 12.000 δρχ. και επιστρέφουμε κατά τη λήξη 100.000 δρχ. Οι τόκοι στις δύο τελευταίες περιπτώσεις καταβάλλονται επί προεξοφλητικής βάσης γιατί πραγματικά έχουμε τη χρήση λιγότερων κεφαλαίων απ' ότι το ύψος του δανείου και επιστρέφουμε το ακριβές ύψος αυτού όταν λήξει και όχι εκείνο που πραγματικά χρησιμοποιήσαμε.

ΕΓΓΥΗΣΕΙΣ

Το μεγαλύτερο μέρος των κεφαλαίων των εμπορικών τραπεζών που δανείζεται στους πελάτες προέρχεται από καταθέσεις που μπορεί να ζητηθούν σε οποιαδήποτε στιγμή. Η πραγματικότητα αυτή τις αναγκάζει να διατηρούν σημαντικά αποθέματα σε δραχμές αμέσως διαθέσιμες για να εξυπηρετήσουν τις αναλήψεις. Μιλάμε στην περίπτωση αυτή για την ρευστότητα, έννοια που δεν πρέπει να αντιδιαστέλεται από την ασφάλεια. Αυτή πάλι εξαρτάται κατά πρώτο λόγο από την ικανότητα της επιχείρησης να παράγει έσοδα και κατά δεύτερο λόγο από τις εγγυήσεις που ζητούν σε κάθε χρηματοδότηση από τους δανειζόμενους.

Οι εγγυήσεις αυξάνουν την ασφάλεια γιατί στην πηγή εσόδων που ήδη υπάρχει και για ενίσχυση της οποίας η τράπεζα δίνει τα κεφάλαι, προστίθεται κι άλλη πηγή εισροών στην περίπτωση που η πρώτη δεν ανταποκριθεί στην προσδοκία της τράπεζας. Τότε ρευστοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία που έχουν δοθεί σαν εγγύηση και από το προϊόν αυτής ικανοποιείται η απαίτηση επιστροφής των κεφαλαίων που δανείστηκαν και των σωρευμένων τόκων και εξόδων. Είναι όμως αλήθεια και ιδιαίτερα ισχύει για τη μακροπρόθεσμη πίστωση, ότι οι εμπράγματα ασφάλειες ζητούνται και για το ψυχολογικό αποτέλεσμα. Ερμηνεύεται δηλαδή η παροχή ενεργητικού για εγγύηση από το δανειζόμενο σαν ένδειξη ή πρόθεση για εξόφληση του δανείου.

Εΐδη Εγγυήσεων :

Σαν εγγυήσεις ζητούνται :

1. Εμπράγματα εξασφαλίσεις
2. Δικαιώματα ή απαιτήσεις, και
3. Εγγυήσεις προσώπων

Με βάση την προηγούμενη διάκριση των πιστώσεων σε σχέση με το χρόνο και τις αντίστοιχες εγγυήσεις που δίνονται, περισσότερο για πληρέστερη ατένιση του θέματος, διακρίνονται :

1. Στη μακροπρόθεσμη πίστωση, η προσημείωση ή υποθήκη
2. Στη μεσοπρόθεσμη, η ενεχυρίαση κινητών πάγιων ενεργητικών (και η υποθήκευση ακινήτων)
3. Στη βραχυπρόθεσμη, η ενεχυρίαση ενσώματων ενεργητικών ή δικαιωμάτων και απαιτήσεων, η προεξόφληση γραμματίων ή τιμολογίων και οι εγγυήσεις τρίτων φυσικών προσώπων.

Στη μακροπρόθεσμη πίστωση γενικά ζητείται εγγύηση και μάλιστα εμπράγματα σε ακίνητα, χρεόγραφα και άλλα ενεργητικά τα οποία έχουν διάρκεια μεγαλύτερη αυτής του δανείου (στην Ελλάδα μόνο υποθήκη) ενώ στην περίπτωση της βραχυπρόθεσμης μπορεί να ζητηθεί. ΑΝ τυχόν ζητηθεί αυτή θα είναι είτε εμπράγματα, οπότε ζητείται η ενεχυρίαση ενσώματων κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων (αποθέματα) είτε κάλυμμα, οπότε χρησιμοποιούνται δικαιώματα ή απαιτήσεις. Στη βραχυπρόθεσμη, κυρίως, χρηματοδότηση στην Ελλάδα χρησιμοποιείται «κάλυμμα» που εκφράζει απαίτηση κατά πελατών και σε μικρότερη έκταση αποθέματα (πρώτες ύλες, έτοιμα) ενώ δεν λείπουν και οι περιπτώσεις τριτεγγυητών.

Ο όγκος των βραχυπρόθεσμων χορηγήσεων σήμερα γίνεται :

1. Με προκαταβολή, έναντι της αξίας αυτού που ενεχυριάζεται, είτε είναι ενεργητικό είτε δικαίωμα ή απαίτηση, και
2. Με προεξόφληση, όπως συμβαίνει με τα γραμμάτια σε διαταγή και τις συναλλαγματικές.

Η χορήγηση πίστωσης με κάλυμμα πραγματικά αποτελεί χορήγηση εγγυημένη με προσωπική ασφάλεια, αφού στην περίπτωση μη πληρωμής με τη λήξη δεν μπορείς να κατάσχεις το ενεργητικό, επί του οποίου βασίστηκε η έκδοση και στη συνέχεια να το εκπλειστηριάσεις (παρά το γεγονός ότι αντιπροσωπεύει αξία πωληθέντων εμπορευμάτων).

Υπάρχουν όμως και περιπτώσεις χορηγήσεων που βασίζονται αποκλειστικά και μόνο στη φερεγγυότητα του δανειζόμενου. Στην περίπτωση αυτή μιλάμε για ακάλυπτη πίστωση που παραχωρείται σε επιχειρήσεις που έχουν επιδείξει την ικανότητα να εξυπηρετούν τα χρέη τους. Αυτές όμως που στερούνται των γνωρισμάτων αυτών, είτε γιατί είναι νέες είτε γιατί είναι αδοκίμαστες και δεν έχουν εμπνεύσει την εμπιστοσύνη στην τράπεζα για την ικανότητα να εξυπηρετούν τα χρέη τους, μπορούν να δανειστούν μόνο με την παροχή εμπράγματης ασφάλειας ή καλύμματος. Κατ' αυτό τον τρόπο μειούται η πιθανότητα ζημιάς με την εκποίηση του ενέχυρου ή την απειλή των νομικών συνεπειών.

Στη σύμβαση δανείου που υπογράφεται μεταξύ τράπεζας και δανειζόμενου αναγράφεται το είδος της εγγύησης. Ειδικότερα, επί των κυκλοφορούντων και των κινητών παγίων της επιχείρησης ή τρίτου προσώπου συνίσταται δικαίωμα ενεχύρου ενώ επί των ακινήτων κυριότητας της επιχείρησης ή τρίτων, που προσφέρονται για εγγύηση, εγγράφεται υποθήκη.

Μπορεί επίσης η τράπεζα επί του ακινήτου να εγγράψει προσημείωση υποθήκης για ορισμένο ποσό που της δίνει δικαίωμα προτίμησης για να αποκτήσει υποθήκη. Υπενθυμίζουμε τη σειρά ικανοποίησης του δανειστή από τα υποθηκευμένα περιουσιακά στοιχεία, η οποία αναφέρθηκε προηγουμένως.

OPTIONS, ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΚΑΙ WARRANTS

Τα μέσα άντλησης κεφαλαίων συνεχώς εμπλουτίζονται με νέα. Παλαιότερα με τις μετατρέψιμες ομολογίες και προνομιούχες μετοχές, πρόσφατα με τα νεότερα χρηματιστηριακά προϊόντα τα οποία δεν μεταφέρουν μόνο κεφάλαια αλλά και ρίσκο. Το τελευταίο επιπρόσθετα σημαίνει ότι ενώ άλλοι προσπαθούν να προστατευθούν από τις διακυμάνσεις των τιμών άλλοι προσπαθούν να κερδοσκοπίσουν. Ο τρόπος που κερδοσκοπούν είναι η ανάληψη από τους ίδιους του κίνδυνου της επένδυσης ή της συναλλαγής αυτών που δεν τον θέλουν, έναντι φυσικά αμοιβής.

Το 1973 άνοιξε το πρώτο χρηματιστήριο option στο Σικάγο. Έκτοτε στις ΗΠΑ και στα μεγάλα χρηματοδοτικά κέντρα του κόσμου η δευτερογενής αγορά options αναπτύχθηκε ταχύτατα. Μόνο στις ΗΠΑ λειτουργούν σήμερα τέσσερα χρηματιστήρια options. Στο κεφάλαιο αυτό θα αναπτύξουμε πως μια εταιρεία μπορεί ενσωματώνοντας ενδεχόμενες αξιώσεις σε ομολογίες ή μετοχές, όπως είναι οι μετατρέψιμες αξίες (ομολογίες και προνομιούχες μετοχές) και τα warrants, κατορθώνει να αντλήσει κεφάλαια σε δύσκολες για τις αγορές κεφαλαίων περιόδους. Το μέσο το οποίο κάνει πιο ελκυστικές της αξίες αυτές είναι τα options, ενώ αναφερόμαστε στις μετατρέψιμες ομολογίες και warrants.

OPTIONS

Το option είναι συμβόλαιο το οποίο δίνει στον κάτοχό του το δικαίωμα, αλλά όχι την υποχρέωση, να αγοράσει ή πωλήσει ένα ενεργητικό σε συμφωνημένη τιμή στη διάρκεια κατανομαζόμενης περιόδου. Τα options προέρχονται είτε από απαιτήσεις οι οποίες έχουν ενσωματωθεί σε χρεώγραφα και μετοχές είτε δημιουργούνται στα χρηματιστήρια τα οποία είναι και τα γνήσια, αν μπορούμε να πούμε, χρηματιστηριακά options. Από τα τελευταία διακρίνουμε options μετοχών, ξένου συναλλάγματος, εμπορευμάτων, δεικτών κ.λ.π. Όλα αγοράζονται και πωλούνται στα χρηματιστήρια options με τη μέθοδο της εκφώνησης και αντιφώνησης. Εξυπακούεται ότι για να διαπραγματευθούν σε χρηματιστήριο θα πρέπει πρώτα να εισαχθούν. Οι πράξεις σε options εκκαθαρίζονται από ειδική εταιρεία. Εκτός της εκκαθάρισης αυτή παρεμβάλλεται μεταξύ αυτού που γράφει τα options και αυτού που τα αγοράζει, εγγυόμενη η ίδια για όσα κυκλοφορούν. Δεν απαιτείται έτσι ο έλεγχος της φερεγγυότητας αυτού που το εκδίδει. Οι κερδοσκόποι είναι κυρίως αυτοί που χρησιμοποιούν options, όμως η γνώση γι' αυτά είναι απαραίτητη στην εταιρεία όταν αποφασίζει την έκδοση μετατρέψιμης αξίας ή warrant.

Call και Put Options :

Τα options που ενσωματώνονται σε αξίες άντλησης κεφαλαίων αποκτώνται μαζί με αυτές, ενώ τα καθαρώς χρηματιστηριακά options που δημιουργούνται από τους επενδυτές αποκτώνται μόνο με αγορά. Και στις δύο περιπτώσεις ασκείται το δικαίωμα μετατροπής ή αγοράς μετοχών μόνο αν συμφέρει τον κάτοχο. Χρηματιστηριακά options μπορεί να δημιουργήσει ο οποιοσδήποτε π.χ. κάτοχος 100 μετοχών της Τράπεζας Πίστεως με το να δώσει για ορισμένη περίοδο σε κάποιον τρίτο το δικαίωμα αγοράς των μετοχών αυτών. Προς τούτο χρειάζεται να καθορισθεί εκτός από τη διάρκεια και η τιμή στην οποία θα μπορεί να γίνει η αγορά. Αυτό το option είναι γνωστό σαν call option. Θα μπορούσε όμως κάποιος να αγοράσει option το οποίο του δίνει το δικαίωμα να πωλήσει π.χ. μετοχές της Τράπεζας Πίστεως. Αυτό είναι γνωστό σαν put option και ο πωλητής αυτού του option είναι γνωστός σαν writer.

Η τιμή στην οποία θα ασκηθεί το δικαίωμα είναι γνωστή σαν exercistrike price. Όταν τα συμβόλαια που πωλούνται στηρίζονται σε μετοχές ονομάζονται covered options και όταν δεν στηρίζονται ονομάζονται naked options. Τα options αυτά όταν είναι εισηγμένα σε χρηματιστήρια έχουν όμοια (τυποποιημένα) χαρακτηριστικά. Η διαφορά μεταξύ των options και των μετοχών από τα οποία αυτά αποτελούνται είναι στη διάρκεια, τα options λήγουν, οι μετοχές είναι αόριστης διάρκειας.

Διαπραγμάτευση Options :

Οι αγοραπωλησίες στα options γίνονται κυρίως από θεσμικούς επενδυτές και γενικά επαγγελματίες υψηλού επιπέδου. Είναι κερδοσκοπικής φύσης με μεγάλη κίνηση σε όγκο και αξία. Τα call options φέρνουν κέρδη στον αγοραστή όταν η αξία της μετοχής από την οποία αυτά συνίστανται αυξηθεί, ενώ τα put options φέρνουν κέρδη όταν η αξία της μετοχής, από την οποία συνίστανται, μειωθεί. Τα puts και calls που είναι τυποποιημένα, εκδίδονται ανά τρίμηνο και διαρκούν μέχρι 9 μήνες. Αυτός που πωλεί το option (the writer) εισπράττει χρήματα για την παραχώρηση του δικαιώματος. Αυτός που αγοράζει τα options πληρώνει χρήματα στονπωλητή για να του χορηγήσει το δικαίωμα. Το χρηματιστηριακό γραφείο που μεσολαβεί για τη σύναψη της πράξης μεταξύ των δύο μερών λαμβάνει προμήθεια, το πριμ όπως λέγεται η αξίας αγοραπωλησίας που καταβάλλεται.

ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ

Με τον όρο «μετατρέψιμη αξία» νοείται η ομολογία ή η προνομιούχα μετοχή (που συνήθως δεν έχει το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη, όπως οι κοινές, πέραν του ορισθέντος σταθερού ποσοστού επί της ονομαστικής αξίας), η οποία μπορεί να μετατραπεί σε κοινή μετοχή κατά την κρίση του κατόχου. Οι όροι της μετατροπής καθορίζονται κατά την έκδοση. Στην Ελλάδα εφαρμόστηκε για πρώτη φορά η χρηματοδότηση των επενδύσεων των επιχειρήσεων με κεφάλαια που προέρχονταν από την πώληση στο κοινό μετατρέψιμων ομολογιών από την ΑΛΟΥΜΙΝΙΟΝ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε. και τη ΔΕΗ το 1973.

Χαρακτηριστικό των εκδόσεων αυτών είναι ότι καμμία των εταιρειών δεν ήταν εισηγμένη στο Χρηματιστήριο και στην πρώτη περίπτωση η ονομαστική αξία της μετατρέψιμης ομολογίας καθορίστηκε ίση με την υπολογισθείσα εσωτερική αξία της μετοχής, στη δε περίπτωση της ΔΕΗ η μετατροπή τελικά ματαιώθηκε. Τα απόμεινα μετατρέψιμα δάνεια, με συμμετοχή του κοινού, εκδόθηκαν από την ΠΕΤΖΕΤΑΚΙΣ το 1990 και το 1991 από την ΕΘΝΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ. Μετατρέψιμες αξίες εκδίδονται συνήθως από εταιρείες εισηγμένες στο Χρηματιστήριο. Η επιτυχία μετατρέψιμου δανείου είναι απίθανη αν δεν υπάρχει ή δεν πρόκειται να υπάρξει αγορά για τις μετοχές, γι' αυτό στη συνέχεια μελετάμε τις μετατρέψιμες αξίες εισηγμένων σε χρηματιστήριο εταιρειών, όπως εκδίδονται στις κυριότερες αγορές του εξωτερικού. Επιλέγεται η έκδοση μετατρέψιμου στις περιπτώσεις που είναι συμφερότερη και πλεονεκτικότερη του κοινού ομολογιακού δανείου ή μετοχών. Προς τούτο συνοψίζονται στη συνέχεια οι κυριότερες των αιτιών χρηματοδότησης των επενδύσεων με μετατρέψιμα.

Η τιμή των μετοχών είναι χαμηλή :

Η εταιρεία θεωρεί ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι υποτιμημένη και ο πολλαπλασιαστές κεφαλαιοποίησης των κερδών που χρησιμοποιείται από την αγορά δεν είναι αντιπροσωπευτικός που σημαίνει ότι προσδοκεί αύξηση αυτών. Εφόσον η μετατροπή θεωρείται πιθανή με αυξημένη βεβαιότητα, η εταιρεία πουλώντας ομολογίες, μειώνει τον αριθμό των μετοχών που πρέπει να εκδοθεί για να αντληθεί το απαραίτητο κεφάλαιο. Έτσι η αραιώση των κερδών είναι μικρότερη.

Άντληση κεφαλαίων χαμηλότερου κόστους :

Η χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που προέρχονται από την πώληση μετατρέψιμων δεν ενδείκνυται για εταιρίες μη δυναμικής αύξησης κερδών. Το μετατρέψιμο φέρει χαμηλότερο επιτόκιο από το κοινό δάνειο. Για να είναι σε θέση η εταιρεία να πωλήσει ομολογίες που φέρουν χαμηλότερο επιτόκιο από τις κοινές θα πρέπει οι επενδυτές να προσδοκούν αύξηση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Διαφορετικά δεν υπάρχει κίνητρο για τους επενδυτές να προτιμήσουν μετατρέψιμη έκδοση χαμηλότερης απόδοσης από κοινή ομολογιακή έκδοση υψηλότερης απόδοσης.

Η εταιρεία πιθανότατα να επιθυμεί αύξηση των ιδίων κεφαλαίων με μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές. Αν όμως δεν λάβει χώρα η αύξηση της τιμής της μετοχής οι επενδυτές δε θα προβούν σε μετατροπή των ομολογιών τους σε μετοχές. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση δεν μπορεί να εκμεταλλευθεί τυχόν πτώση των επιτοκίων. Η μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές δε θα πραγματοποιηθεί και συνεπώς δε μπορεί να αντικαταστήσει το δάνειο με άλλο που έχει χαμηλότερο επιτόκιο.

Μετατρέψιμα και Επενδυτές :

Η έκδοση ενός μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου ή μετατρέψιμων προνομιούχων μετοχών προξενεί διαφορετικές αντιδράσεις στους μετόχους και στους πιστωτές της εταιρείας. Οι μέτοχοι προσέχουν την αραιώση (dilution) που θα επέλθει στα κέρδη κατά τη μετατροπή γιατί οι νέες μετοχές θα συμμετέχουν στη μελλοντική διανομή των κερδών. Έτσι με την ανακοίνωση της αύξησης (ή και προ αυτής αν διαρρεύσουν πληροφορίες) η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής μειούτε.

Μετά τη μετατροπή η εταιρεία δεν πληρώνει τόκους και αυξάνει τα προ φόρων κέρδη αλλά και τη δυνατότητα για περαιτέρω δανεισμό. Αν όμως η τιμή της μετοχής δεν ανέλθει, γιατί η αναμενόμενη αύξηση των κερδών δεν προβλέπεται να πραγματοποιηθεί, οι ομολογιούχοι δεν θα τις μετατρέψουν και η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί με αυξημένο χρέος και συνεπώς περιορίζεται η δυνατότητα για περαιτέρω δανεισμό. Οι πιστωτές γενικά βλέπουν το μετατρέψιμο σε χρέος, αν αυτό είναι ασφαλισμένο επί συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων, μέχρι τη μετατροπή του. Αι αυτό γιατί σε περίπτωση ρευστοποίησης οι ομολογιούχοι προηγούνται των λοιπών πιστωτών στην απόδοση του χρέους από το προϊόν ρευστοποίησης του ενεργητικού. Στην περίπτωση ιδιαίτερα των μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων, όπως και στα κοινά ομολογιακά, χρησιμοποιείται όρος ανάκλησης ο οποίος δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καλέσει τους μετόχους να προσκομίσουν τις ομολογίες για εξόφληση.

Όροι και Χαρακτηριστικά :

Ο μηχανισμός έκδοσης μετατρέψιμου περιλαμβάνει την προσφορά προς το κοινό με δικαίωμα μετατροπής της ομολογίας σε μετοχή σε καθορισμένη εκ των προτέρων (κατά την έκδοση) σχέση μεταξύ αυτών και η οποία σχέση μπορεί να αναφέρεται είτε σε τιμή μετατροπής είτε σε λόγο μετατροπής.

Η τιμή μετατροπής (conversion price) :

Είναι η τιμή που ορίζεται από τη σχέση της ονομαστικής αξίας της ομολογίας και του αριθμού των μετοχών τις οποίες θα λάβει ο μέτοχος όταν ασκήσει το δικαίωμα της μετατροπής.

Στους όρους έκδοσης η σχέση μετατροπής μπορεί να αναφέρεται είτε σε λόγο μετατροπής είτε σε τιμή μετατροπής. Συνήθως η σχέση αυτή παραμένει σταθερή. Κατά καιρούς όμως εκδίδονται και μετατρέψιμα στα οποία η τιμή μετατροπής αυξάνει.

Ο κάτοχος της ομολογίας θα ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής όταν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη της τιμή μετατροπής, άλλως δε συμφέρει η μετατροπή. Αν πολλαπλασιάσουμε το λόγο μετατροπής επί τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής λαμβάνουμε την αξία μετατροπής. Η αξία μετατροπής (conversion value) ενός μετατρέψιμου είναι η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής πολλαπλασιασμένη επί το λόγο μετατροπής, δηλαδή η πραγματική τιμή στην οποία θα πωληθεί η κοινή μετοχή αν η ομολογία μετατραπεί σε μετοχές.

Γεννάται φυσικά το ερώτημα πώς είναι δυνατό να πωληθούν ομολογίες μετατρέψιμες οι οποίες αποδίδουν λιγότερο από ότι οι λοιπές μη μετατρέψιμες. Η αιτία είναι ότι ο κάτοχος του μετατρέψιμου εκτός του τόκου που εισπράττει έχει και το δικαίωμα να μετατρέψει τις ομολογίες σε μετοχές και κατ' αυτό τον τρόπο να συμμετάσχει σε κεφαλαιακά κέρδη (capital gains) αν η επένδυση αποδειχθεί επιτυχής και η χρηματιστηριακή αγορά υψώσει τη τιμή της μετοχής.

Για τον προσδιορισμό του ύψους του πριμ μετατροπής λαμβάνονται υπόψη πολλοί παράγοντες, βασικός πάντως παράγοντας είναι ο προσδοκώμενος ρυθμός αύξησης των κερδών. Μια δηλαδή εταιρεία δυναμικής αύξησης κερδών θα έχει υψηλότερο πριμ από μια εταιρεία κανονικής αύξησης κερδών. Όταν το πριμ είναι υψηλό επέρχεται μεγαλύτερη αύξηση των ανά μετοχή κερδών κατά τη μετατροπή, αφού τα αυξημένα κέρδη κατανέμονται τώρα σε μικρότερο αριθμό μετοχών.

Επίσης όταν οι τιμές στην αγορά είναι χαλαρές το πριμ θα είναι μικρότερο παρά όταν βρισκόμαστε σε περίοδο ανοδικής προεξόχησης των τιμών και η αραιώση των κερδών μεγαλύτερη, αφού εκδίδεται αυξημένος αριθμός μετοχών.

Τιμή Ανάκλησης :

Όταν η χρηματοδότηση μιας επένδυσης γίνει μέσω μετρέψιμου χρεογράφου συνήθως επιτυγχάνεται φθηνότερη άντληση κεφαλαίου. Η εταιρεία καθορίζει επιτόκιο χαμηλότερο από την απόδοση που επιτυγχάνεται στην αγορά από άλλα χρεόγραφα του ίδιου κινδύνου. Όταν η νέα επένδυση αρχίσει να αποφέρει εισόδημα αρχίζει συνήθως και η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών ή προνομιούχων μετοχών σε μετοχές.

Ο επενδυτής όμως, πιθανότητα, να μη θελήσει να ασκήσει το δικαίωμα μετατροπής σε μετοχές όταν η αξία μετατροπής υπερβεί την τιμή έκδοσης. Αυτό θα συμβεί ιδιαίτερα όταν το προνομιούχο μέρος ή ο τόκος που λαμβάνει είναι μεγαλύτερος του μετρητού μερίσματος των κοινών μετοχών. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής έχει σαφές πλεονέκτημα όταν διατηρεί τις ομολογίες γιατί και η τιμή του μετατρέψιμου αυξάνει καθώς η τιμή της μετοχής αυξάνει.

Η εταιρεία σε τέτοιες περιπτώσεις εξαναγκάζει τη μετατροπή θέτοντας μεταξύ των όρων το δικαίωμα ανάκλησης. Κατά την έκδοση λοιπόν του μετατρέψιμου ορίζει τη τιμή ανάκλησης (call price).

Όταν προσφέρονται για πώληση στο κοινό μετατρέψιμα δεν είναι βέβαιο, ιδιαίτερα στις μη αναπτυξιακές εταιρείες, ότι η αξία μετατροπής θα υπερβεί την τιμή έκδοσης και συνεπώς δεν είναι βέβαιο ότι η εταιρεία θα μπορέσει να απαλλαγεί από το χρέος, λόγω εθελουσίας μετατροπής των ομολογιών ή προνομιούχων σε μετοχές προ της λήξης. Γι αυτό η δυνατότητα περαιτέρω χρηματοδότησης των επενδύσεων με μετατρέψιμο δεν υφίσταται και απομένει σαν κύρια πηγή «εξωτερικών κεφαλαίων» η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Αντιθέτως, όταν η αξία μετατροπής υπερβεί την τιμή έκδοσης και οι κάτοχοι των μετατρέψιμων δεν προσκομίζουν αυτά για μετατροπή, η εταιρεία μπορεί να εξαναγκάσει τη μετατροπή με τη χρήση του δικαιώματος της ανάκλησης. Έτσι η εταιρεία μειώνει τη δανειακή επιβάρυνση και είναι σε θέση να εκδόσει άλλο φθηνότερο μετατρέψιμο ή κοινό δάνειο. Άλλος λόγος που πιθανόν να καθιστά αναγκαία τη μετατροπή είναι και η σκοπιμότητα παρουσίασης αυξημένου μετοχικού κεφαλαίου με ανταλλαγή των μετατρέψιμων με μετοχές.

WARRANTS

Warrant είναι το δικαίωμα που δίνεται συνήθως σε ομολογιακές εκδόσεις για να αγοραστεί ορισμένος αριθμός μετοχών της εταιρείας σε καθορισμένη τιμή. Χρησιμοποιείται με σκοπό να καταστεί η έκδοση του ομολογιακού δανείου δυνατή με χαμηλότερο επιτόκιο αλλά και συμφέρουσα στους επενδυτές ώστε να αγοράσουν αυτή. Όταν δηλαδή εκδίδεται ομολογιακό δάνειο δίνεται μαζί με την ομολογία και το warrant, που δίνει το δικαίωμα στον ομολογιούχο να αγοράσει μετοχές σε ορισμένη τιμή. Έτσι, εκτός από το σταθερό ποσό του τόκου της ομολογίας, έχει τη δυνατότητα να αγοράσει και μετοχές που του αποδίδουν σημαντικά κέρδη όταν η τιμή τους ανέλθει υπεράνω της ορισμένης τιμής.

Warrants χρησιμοποιούνται από εταιρείες που βρίσκονται σε οριακό επίπεδο πιστωτικό ή κινδύνου, όπως συμβαίνει με ταχέως αναπτυσσόμενες μικρές εταιρείες. Αυτές θα μπορέσουν να πωλήσουν χρέος μόνο όταν ορίσουν πολύ υψηλό επιτόκιο. Οι επενδυτές όμως δέχονται χαμηλότερο επιτόκιο, με αντάλλαγμα τη δυνατότητα να συμμετέχουν σαν μέτοχοι στην εταιρεία, στην περίπτωση που αυτή αναπτυχθεί δυναμικά. Άλλη πολύ σημαντική υπηρεσία που προσφέρει warrant κατά τη χρηματοδότηση της επιχείρησης είναι το γεγονός ότι προξενεί εισροή κεφαλαίων όταν αυτά χρειάζονται. Όταν η εταιρεία πράγματι ευημερεί και προοδεύει και γι' αυτό το λόγο η τιμή της μετοχής ανεβαίνει, οι μέτοχοι των warrants μετατρέπουν αυτά σε μετοχές. Δημιουργείται έτσι ταμιακή εισροή τη στιγμή που η επιχείρηση διανύει περίοδο ανάπτυξης και συνεπώς έχει μεγάλη ανάγκη κεφαλαίων.

Χαρακτηριστικά :

Στο warrant αναγράφεται ο αριθμός των μετοχών που ο κάτοχος μπορεί να αγοράσει καθώς και η τιμή στην οποία θα τις αγοράσει. Άλλος όρος ορίζει την ημέρα λήξης. Όταν το warrant δεν είναι ενσωματωμένο στην ομολογία μπορεί να πωληθεί χωριστά από αυτή ενώ όταν είναι ενσωματωμένο, τότε οι όροι περιέχονται στο σώμα της ομολογίας, μπορεί να πωληθεί μόνο μαζί με αυτή. Το warrant διαφέρει του μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου στο ότι όταν οι ομολογίες μετατρέπονται σε κοινές αυτές αποσύρονται της κυκλοφορίας και δε δημιουργούν νέα ροή κεφαλαίων όπως στην περίπτωση των warrants. Όταν δηλαδή οι κάτοχοι των warrants ασκούν το δικαίωμα, καταβάλλουν την τιμή που συμφωνήθηκε και συνεπώς έχουμε νέα εισροή κεφαλαίων, χωρίς οι ομολογίες να αποσύρονται.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΔΙΕΘΝΗ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Τα συγκροτήματα των πολυεθνικών στις περιπτώσεις ανεπάρκειας των εγχώριων διαθέσιμων κεφαλαίων (κέρδη, αποσβέσεις, δάνεια και μετοχικά) χρησιμοποιούν σε ευρεία έκταση κεφάλαια που αντλούν στα μεγάλα διεθνή χρηματιστηριακά κέντρα (χρηματογορές και κεφαλαιογορές). Αναφερόμαστε συνοπτικά για ορισμένες από αυτές τις πηγές στο επόμενο κεφάλαιο ενώ και στο παρόν επαναλαμβάνουμε ορισμένες από τις πηγές και τις ανάγκες που ικανοποιούν.

Προσφυγή στις Κεφαλαιογορές

Τα αρχικά κεφάλαια εγκατάστασης συνήθως προέρχονται από τη μητρική με τη μορφή μετοχικού κεφαλαίου ενώ πιθανότατα συμμετέχουν και ντόπιοι οικονομικοί παράγοντες. Μεταγενέστερες όμως ανάγκες σε κεφάλαια καλύπτονται με πώληση μετοχών ή ομολογιών στις εγχώριες ή διεθνείς κεφαλαιογορές, όπως η περίπτωση άντλησης 450 εκ. δρχ. το 1973 από την Α.Ε. Αλουμίνιο της Ελλάδος με πώληση μετοχών και ομολογιών στο ελληνικό επενδυτικό κοινό.

Για τις χρηματοδοτήσεις αυτής της μορφής πρέπει να έχουμε υπόψη τις συνέπειες που πιθανόν συνεπάγονται. Αυτές είναι η εξασθένηση ή η απώλεια του ελέγχου σε περίπτωση πώλησης μετοχών και οι ζημιές από συναλλαγματικές διαφορές σε περίπτωση πώλησης ομολογιών και ανατροπής της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ως προς την πώληση μετοχών μπορεί να λεχθεί ότι είναι επιθυμητή η συμμετοχή ντόπιων οικονομικών παραγόντων ως περισσότερο πλεονεκτική παρά μειονεκτική.

Η πώληση των ομολογιών στις διεθνείς κεφαλαιοαγορές εξαρτάται κυρίως από τυχόν διαφορά στα επιτόκια, όμως πάντοτε επικρέμεται κυρίως από τυχόν διαφορά στα επιτόκια, όμως πάντοτε επικρέμεται η πιθανότητα συναλαγματικών ζημιών αφού δεν μπορεί να λειτουργήσει το hedging. Κατά το 1988 λόγω σημαντικής διαφοράς στα επιτόκια ελληνικές επιχειρήσεις ενδιαφέρθηκαν ή συνήψαν δάνεια σε συνάλλαγμα από τράπεζες του εξωτερικού επιτυγχάνοντας έτσι μείωση των χρηματοοικονομικών εξόδων και αύξηση της πιθανότητας συναλλαγματικών ζημιών.

Τραπεζικά Δάνεια:

Αντλούνται από το τραπεζικό σύστημα της χώρας της μητρικής και της θυγατρικής εταιρίας. Ικανοποιούνται μακροπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες ανάγκες κατά άμεσο (απ' ευθείας δανεισμός) ή έμμεσο (μέσω της μητρικής) τρόπο.

Ευρωνομίσματα:

Με αυτά ικανοποιούνται βραχυπρόθεσμες ανάγκες των επιχειρήσεων για κεφάλαιο κίνησης με τη μορφή τραπεζικής πίστωσης, κυρίως σε ευρώδολάρια. Γι' αυτά δεν ζητούνται εγγυήσεις.

Ευρωδάνεια:

Με κεφάλαια που αντλούνται με αυτή τη μορφή ικανοποιούνται μακροπρόθεσμες ανάγκες των επιχειρήσεων.

Αναπτυξιακές Τράπεζες:

Τροφοδοτούν τις επιχειρήσεις με μακροπρόθεσμα κεφάλαια κυρίως για παραγωγικές επενδύσεις και ενίσχυση των εξαγωγών. Ο φορέας μπορεί να είναι δημόσιος ή ιδιωτικός και οι δραστηριότητές τους να αναλαμβάνονται από κοινού με τρίτους. Υπάρχει ποικιλία από αυτές στις διάφορες χώρες, όμως ο σκοπός είναι ο ίδιος, η υποβοήθηση της οικονομικής ανάπτυξης. Οι λειτουργίες τους μπορεί να διαφέρουν στον τρόπο των επενδύσεων (μόνες τους ή με άλλους) ή των χρηματοδοτήσεων (από δικά τους κεφάλαια ή από κοινό με άλλους δανειστές). Διακρίνονται επίσης σε περιφερειακές (αναπτύσσουν δραστηριότητα σε μια ή σε περισσότερες χώρες) ή και σε εισαγωγικές, εξαγωγικές κ.λ.π.

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Τα κοινά ίδια κεφάλαια ή αν πάρουμε τις μη ανώνυμες εταιρείες, τα δικαιώματα των εταίρων ή των ιδιοκτητών, αποτελούν την πρώτη πηγή κεφαλαίων των νέων επιχειρήσεων και το στήριγμα που διαθέτουν οι εταιρείες που ήδη λειτουργούν, όταν προσφεύγουν σε δανεισμό. Αντίστοιχα, η συζήτησή μας για τις συγκεκριμένες μορφές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης θα αρχίσει με μία ανάλυση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Κατανομή των Κεφδών, του Ελέγχου και του Κινδύνου

Ο χαρακτήρας της ιδιοκτησίας των ίδιων κεφαλαίων εξαρτάται από την μορφή της επιχείρησης ή της οργάνωσης. Το κεντρικό πρόβλημα μιας τέτοιας ιδιοκτησίας περιστρέφεται γύρω από την κατανομή ορισμένων δικαιωμάτων και ευθυνών μεταξύ αυτών που πρόσφεραν τα αναγκαία κεφάλαια για την λειτουργία της επιχείρησης.

Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις που συνδέονται με τα ίδια κεφάλαια έχουν και τις θετικές τους πλευρές (δυνατότητα πραγματοποίησης κερδών και έλεγχος της επιχείρησης) και τις αρνητικές (πιθανότητα πραγματοποίησης ζημιών, νομική ευθύνη και προσωπική ευθύνη).

Γενικά Δικαιώματα των Κατόχων Κοινών Μετοχών

Τα δικαιώματα των κατόχων κοινών μετοχών μιας ανώνυμης εταιρείας, καθορίζονται από τους νόμους της πολιτείας στην οποία δημιουργήθηκε η ανώνυμη εταιρεία και από τους όρους του καταστατικού που ενέκρινε η πολιτεία. Τα καταστατικά είναι περίπου ομοιόμορφα σε πολλά θέματα, στα οποία περιλαμβάνονται τα συλλογικά και τα ειδικά δικαιώματα.

Συλλογικά δικαιώματα (collective rights) Συνήθως στους κατόχους κοινών μετοχών δίνονται ορισμένα συλλογικά δικαιώματα. Μερικά από τα πιο σημαντικά δικαιώματα επιτρέπουν στους μετόχους: (1) να τροποποιήσουν το καταστατικό με την έγκριση των αρμόδιων αρχών της πολιτείας στην οποία ιδρύθηκε η εταιρεία (2) να υιοθετήσουν και να τροποποιήσουν τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της εταιρείας, (3) να εκλέξουν τους διευθυντές της εταιρείας, (4) να εγκρίνουν την πώληση πάγιων στοιχείων, (5) να προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και ενοποιήσεις, (6) να μεταβάλλουν τον αριθμό των εγκριμένων κοινών μετοχών και (7) να προβαίνουν στην έκδοση προνομιούχων μετοχών, ομολογιών χωρίς εξασφάλιση, ομολογιών και άλλων χρεωγράφων.

Ειδικά δικαιώματα (specific rights) Οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν επίσης ειδικά δικαιώματα ως μεμονωμένοι ιδιοκτήτες: (1) το δικαίωμα ψήφου με τον τρόπο που προβλέπεται από το καταστατικό, (2) το δικαίωμα πώλησης των αποδεικτικών κυριότητας μετοχών (stock certificates), που αποτελούν την απόδειξη της ιδιοκτησίας, και με τον τρόπο αυτό την μεταβίβαση των συμφερόντων ιδιοκτησίας τους σε άλλα πρόσωπα, (3) το δικαίωμα ελέγχου των βιβλίων της εταιρείας και (4) το δικαίωμα συμμετοχής σε τυχόν υπολειμματικά περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας κατά τη διάλυσή της. (Οι κάτοχοι κοινών μετοχών όμως τοποθετούνται στην τελευταία θέση μεταξύ αυτών που έχουν απαιτήσεις στα περιουσιακά στοιχεία της ανώνυμης εταιρείας).

Κατανομή Κερδών

Η ιδιοκτησία των ιδίων κεφαλαίων συνεπάγεται δύο σημαντικά πλεονεκτήματα: το δικαίωμα στα κέρδη και τον έλεγχο. Το δικαίωμα στα κέρδη περιλαμβάνει τον κίνδυνο πραγματοποίησης ζημιών. Ο έλεγχος συνεπάγεται επίσης και διάφορες ευθύνες και υποχρεώσεις. Σε μία τομική επιχείρηση, της οποίας τα κεφάλαια έχουν εισφερθεί από τον ιδιοκτήτη, ο τελευταίος έχει 100% δικαίωμα στα κέρδη, στον έλεγχο, στις ζημιές και στην ευθύνη. Από τη στιγμή όμως που ο ιδιοκτήτης δημιούργησε χρέη, έχει δημιουργήσει και αντίστοιχες συμβατικές υποχρεώσεις που περιορίζουν την ελευθερία ελέγχου της επιχείρησης και της διανομής των κερδών. Σε μια εταιρεία περιορισμένης ευθύνης τα δικαιώματα αυτά κατανέμονται μεταξύ των εταίρων με ένα προκαθορισμένο τρόπο. Σε περίπτωση απουσίας κάποιας επίσημης συμφωνίας η κατανομή γίνεται σύμφωνα με τους νόμους της πολιτείας. Σε μία ανώνυμη εταιρεία τα θέματα που ανακύπτουν σχετικά με τα δικαιώματα των ιδιοκτητών είναι ακόμη πιο σημαντικά.

Κατανομή του Ελέγχου

Χάρη στο δικαίωμα ψήφου που διαθέτουν, οι κάτοχοι των κοινών μετοχών έχουν το νομικό έλεγχο της ανώνυμης εταιρείας. Στην πράξη, όμως, όλα ή τα περισσότερα μέλη του διοικητικού συμβουλίου σε πολλές ανώνυμες εταιρείες, είναι και τα κύρια στελέχη. Στις περιπτώσεις αυτές το διοικητικό συμβούλιο ελέγχεται από τους διευθυντές μάλλον παρά από τους ιδιοκτήτες. Υπάρχουν όμως πολλά παραδείγματα που δείχνουν ότι οι μέτοχοι μπορούν να επανεπιβάλλουν τον έλεγχό τους, αν δυσαρεστηθούν με την πολιτική της εταιρείας.

Ετσι τα τελευταία χρόνια, έχουν υπάρξει πολλές περιπτώσεις σύγκρουσης μεταξύ των μετόχων και διοικητικών συμβουλίων, με σκοπό τη μεταβολή της εταιρικής πολιτικής, ενώ σε διάφορες επιχειρήσεις που οι διοικήσεις τους δεν αναποκρίθηκαν στις επιθυμίες των μετόχων, έγιναν προτάσεις εξαγοράς από άλλες επιχειρήσεις.

Κατανομή του Κινδύνου

Ενα άλλο θέμα σχετικά με την ιδιοκτησία των κεφαλαίων είναι ο κίνδυνος. Σε περίπτωση εκκαθάρισης, οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν την τελευταία θέση μεταξύ αυτών που έχουν απαιτήσεις από την εταιρεία. Συνεπώς το τμήμα των κεφαλαίων που έχουν συνεισφέρει οι μέτοχοι προσφέρει μια προστασία στους πιστωτές, αν πραγματοποιηθούν ζημιές κατά την εκκαθάριση. Ο δείκτης ίδιων κεφαλαίων προς το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων δείχνει το ποσοστό κατά το οποίο μπορεί να μειωθεί η αξία των περιουσιακών στοιχείων πριν να υποστούν ζημιές οι πιστωτές.

Για παράδειγμα, ας πάρουμε δύο ανώνυμες εταιρείες την Α και τη Β που οι ισολογισμοί τους περιέχονται στον Πίνακα 1. Ο δείκτης ίδιων κεφαλαίων προς το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων προς το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων της εταιρείας Α είναι 80%. Συνεπώς τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας πρέπει να χάσουν 80% της αξίας τους, πριν οι πιστωτές υποστούν ζημιές. Στην περίπτωση της Εταιρείας Β, ο βαθμός μέχρι τον οποίο πρέπει να μειωθεί η αξία των περιουσιακών στοιχείων πριν να υποστούν ζημιές οι πιστωτές είναι 40%.

Πίνακας 1.

Ισολογισμοί των Εταιρειών Α και Β

Εταιρεία Α			Εταιρεία Β				
		Δανειακές υποχρεώσεις	\$20		Δανειακές υποχρεώσεις	\$60	
		Ιδια κεφάλαια	80		Ιδια κεφάλαια	40	
Σύνολο		Σύνολο		Σύνολο		Σύνολο	
ενεργητικού	<u>\$100</u>	παθητικού	<u>\$100</u>	ενεργητικού	<u>\$100</u>	παθητικού	<u>\$100</u>

Χρηματοδότηση με Κοινές Μετοχές

Πριν αρχίσουμε την αξιολόγηση της χρηματοδότησης με κοινές μετοχές, θα περιγράψουμε περισσότερα από τα χαρακτηριστικά του τύπου αυτού καφαλαίων: (1) τη φύση του δικαιώματος ψήφου, (2) τη φύση του δικαιώματος προτίμησης και (3) διάφορες παραλλαγές των μορφών του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Χαρακτηριστικά του Δικαιώματος Ψήφου

Ο κάτοχος κάθε κοινής μετοχής έχει το δικαίωμα μίας ψήφου στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων ή σε οποιαδήποτε έκτακτη γενική συνέλευση συγκληθεί.

Πληρεξούσιο Υπάρχουν ρυθμίσεις που επιτρέπουν την προσωρινή μεταβίβαση του δικαιώματος ψήφου με ένα έγγραφο που ονομάζεται πληρεξούσιο (proxy). Η μεταβίβαση αυτή έχει περιορισμένη διάρκεια και συνήθως ισχύει μόνο για μια συγκεκριμένη περίπτωση, όπως π.χ. στην ετήσια γενική συνέλευση των μετόχων.

Η επίβλεψη του μηχανισμού πληρεξουσότητας έχει ανατεθεί στην Επιτροπή Χρεωγράφων και Χρηματιστηρίου (Securities and Exchange Commission – SEC), η οποία συχνά προβαίνει στην έκδοση κανονισμών και διατάξεων για τη βελτίωση του τρόπου λειτουργίας του. Η επίβλεψη SEC είναι δικαιολογημένη για δύο τουλάχιστον λόγους.

1. Αν ο μηχανισμός πληρεξουσότητας αφηθεί στα χέρια της διοίκησης, υπάρχει ο κίνδυνος η διοίκηση που έχει ήδη εκλεγεί να αυτο-διαιωνίζεται.
2. Αν γίνει εύκολο σε ομάδες μετόχων που είναι μειοψηφία ή σε αντιτιθέμενους μετόχους να εκδιώξουν την διοίκηση, υπάρχει κίνδυνος οι παραπάνω να αποκτήσουν τον έλεγχο της εταιρείας για να αποκομίσουν προσωρινά οφέλη ή για να τοποθετήσουν τους εαυτούς τους ή και διάφορα φιλικά πρόσωπα σε διοικητικές θέσεις.

Σωρευτική Ψήφος Μία μέθοδος ψηφοφορίας που έχει αποκτήσει αυξημένη σπουδαιότητα είναι το δικαίωμα σωρευτικής ψήφου (cumulative voting). Το δικαίωμα σωρευτικής ψήφου για τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου είναι κατοχυρωμένο σε είκοσι τρεις πολιτείες στις οποίες περιλαμβάνονται η Καλιφόρνια, το Ιλλινόι, το Μίσιγκαν, το Οχάιο και η Πενσυλβανία, και επιτρέπεται σε δεκαοκτώ, μεταξύ των οποίων το Ντελαγουέρ, το Νιου Τζέρσεϋ και η Νέα Υόρκη. Σε δέκα πολιτείες δεν υπάρχουν ρυθμίσεις για το θέμα αυτό.

Το δικαίωμα σωρευτικής ψήφου επιτρέπει την εκλογή με πολλαπλές ψήφους ενός μέλους του διοικητικού συμβουλίου. Ας υποθέσουμε, για παράδειγμα, ότι πρέπει να εκλεγούν έξι μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Ο κάτοχος 100 μετοχών μπορεί να δώσει 100 ψήφους για κάθε υποψήφιο. Συνεπώς ο μέτοχος αυτός έχει σωρευτικά 600 ψήφους. Στην περίπτωση που υπάρχει δικαίωμα σωρευτικής ψήφου, ο μέτοχος μπορεί να συγκεντρώσει τις ψήφους του και τις ρίξει υπέρ ενός υποψήφιου μέλους του διοικητικού συμβουλίου αντί για 100 σε κάθε ένα υποψήφιο. Το δικαίωμα της σωρευτικής ψήφου έχει καθιερωθεί με σκοπό να επιτρέψει σε μια μειοψηφούσα ομάδα μετόχων να αποκτήσει κάποιον αντιπρόσωπο στον έλεγχο της εταιρείας, εκλέγοντας ένα τουλάχιστον μέλος του διοικητικού συμβουλίου.

Η φύση της σωρευτικής ψήφου απεικονίζεται με τη χρήση του παρακάτω μαθηματικού τύπου:

$$\text{req.} = \frac{\text{Des.}(N)}{\# + 1} + 1$$

όπου:

req. = ο αριθμός των μετόχων που απαιτείται για την εκλογή του επιθυμητού αριθμού μελών του διοικητικού συμβουλίου.

des.= ο αριθμός των μελών του διοικητικού συμβουλίου που επιθυμεί να εκλέξει ο μέτοχος.

N = ο συνολικός αριθμός των κοινών μετόχων σε κυκλοφορία που έχουν δικαίωμα ψήφου.

= ο συνολικός αριθμός των μελών του διοικητικών συμβουλίου που θα εκλεγούν.

Ο μαθηματικός αυτός τύπος μπορεί να γίνει περισσότερο κατανοητός με ένα παράδειγμα. Η ABC Company θα εκλέξει έξι μέλη του διοικητικού συμβουλίου. Υπάρχουν 15 υποψήφιοι και 100.000 μετοχές με δικαίωμα ψήφου. Αν κάποια ομάδα μετόχων θέλει να εκλέξει δύο μέλη, πόσες μετοχές πρέπει να έχει:

$$\text{req.} = \frac{2 \times 100.000}{6+1} + 1 = 28,572$$

Παρατηρείστε τη σημασία του μαθηματικού τύπου. Στο παράδειγμα, μία μειοψηφούσα ομάδα θέλει να εκλέξει το ένα τρίτο των μελών του διοικητικού συμβουλίου. Μπορεί να επιτύχει το σκοπό της διαθέτοντας λιγότερο από το ένα τρίτο του αριθμού των μετόχων.

Ας υποθέσουμε ότι μία ομάδα μετόχων κατέχει 40.000 μετοχές της εταιρείας. Πόσα μέλη του διοικητικού συμβουλίου μπορεί να εκλέξει κάτω από τις αυστηρές υποθέσεις του παραπάνω μαθηματικού τύπου. Ο τελευταίος μπορεί να χρησιμοποιηθεί με τη γνωστή του μορφή ή να λυθεί ως προς des δηλ.

$$\text{des.} = \frac{(\text{req.} - 1) (\# + 1)}{N}$$

Αντικαθιστώντας με τα αριθμητικά δεδομένα θα έχουμε:

$$\text{des.} = \frac{39,999 \times 7}{100.000} = 2.8$$

Συνεπώς οι 40.000 μετοχές μπορούν να εκλέξουν 2.8 μέλη. Επειδή όμως δεν νοούνται κλάσματα μελών, η ομάδα μπορεί να εκλέξει μόνο δύο μέλη.

Ως πρακτικό πρόβλημα, ας υποθέσουμε στο παραπάνω παράδειγμα ότι ο συνολικός αριθμός των μετόχων είναι 100.000 και συνεπώς 60.000 μετοχές βρίσκονται σε άλλα χέρια. Η ψήφος των 60.000 μετοχών δεν μπορεί να συγκεντρωθεί. Ας υποθέσουμε ακόμη ότι οι 60.000 μετοχές (που αντιπροσωπεύουν σωρευτικά 360.000 ψήφους) που δεν βρίσκονται στα χέρια της μειοψηφούσας ομάδας κατανέμονται εξίσου μεταξύ δέκα υποψήφιων – δηλ. κάθε ένας παίρνει 36.000 ψήφους. Αν οι 240.000 ψήφοι της μειοψηφούσας ομάδας κατανεμηθούν σε έξη υποψήφιους εξίσου, η ομάδα μπορεί να εκλέξει και τα έξη μέλη του διοικητικού συμβουλίου χωρίς να έχει την πλειοψηφία των μετοχών.

Στην πραγματικότητα είναι δύσκολο να διατυπωθούν προβλέψεις για το πως θα κατανεμηθούν οι ψήφοι των αντιπολιτευόμενων ομάδων. Εχουμε, λοιπόν, εδώ ένα καλό παράδειγμα της θεωρίας των παιγνίων (game theory). Ένας από τους κανόνες της θεωρίας αυτής είναι η υπόθεση ότι οι αντίπαλοί σας θα κάνουν ό,τι μπορούν εναντίον σας και εσείς πρέπει να τους αντιμετωπίσετε με ενέργειες που θα ελαχιστοποιήσουν την μέγιστη ζημιά. Αυτό το είδος της υπόθεσης ακολουθείται και στον μαθηματικό τύπο. Αν οι αντίπαλοί σας συγκεντρώσουν τις ψήφους τους με άριστο τρόπο, πιο είναι το καλύτερο που μπορείτε να κάνετε για την επίτευξη του στόχου σας. Μπορούμε να αντικαταστήσουμε την παραπάνω υπόθεση με άλλες εναλλακτικές, αν βέβαια υπάρχουν αρκετά δεδομένα για να στηρίξουν εναλλακτικές υποθέσεις για τη συμπεριφορά των αντιπάλων.

Δικαίωμα Προτίμησης

Το δικαίωμα προτίμησης (pre-emptive) δίνει στους κατόχους κοινών μετοχών το δικαίωμα να αγοράσουν πρώτοι τυχόν πρόσθετες εκδόσεις κοινών μετοχών. Σε ορισμένες πολιτείες το δικαίωμα αυτό είναι ενσωματωμένο σε κάθε καταστατικό ανώνυμης εταιρείας, ενώ σε άλλες το δικαίωμα αυτό εισάγεται ειδικά στο καταστατικό.

Ο σκοπός του δικαιώματος προτίμησης είναι διττός. Καταρχήν προστατεύει το δικαίωμα ελέγχου των παλιών μετοχών. Αν δεν υπήρχε αυτή η ασφαλιστική δικλείδα, η διοίκηση μιας ανώνυμης εταιρείας, που θα δεχόταν επικρίσεις από τους μετόχους, θα μπορούσε να εμποδίσει την αποπομπή της εκδίδοντας ένα μεγάλο αριθμό μετοχών σε χαμηλή τιμή και αγοράζοντας η ίδια τις μετοχές αυτές. Με τον τρόπο αυτό η διοίκηση θα μπορούσε να εξασφαλίσει τον έλεγχο της εταιρείας και να καταστρατηγήσει τη θέληση των μετόχων της.

Η δεύτερη και πολύ πιο σημαντική προστασία που δίνει στους μετόχους το δικαίωμα προτίμησης αφορά στην μείωση της αξίας (dilution of value). Για παράδειγμα, ας υποθέσουμε ότι υπάρχουν σε κυκλοφορία 1.000 κοινές μετοχές αξίας \$100 η καθεμιά, γεγονός που ανεβάζει την αγοραία αξία της επιχείρησης σε \$100.000. Πουλιούνται 1.000 πρόσθετες μετοχές στην τιμή των \$50 η μια – σύνολο \$ 50.000 – αυξάνοντας έτσι την αγοραία αξία της επιχείρησης σε \$150.000. Διαιρώντας τη συνολική αγοραία αξία με το νέο αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία η αξία της μετοχής προσδιορίζεται σε \$75.

Συνεπώς η πώληση κοινών μετοχών κάτω από την αγοραία αξία θα φέρει μείωση της τιμής τους και θα αποβεί από την μία πλευρά σε βάρος των παλιών μετόχων και από την άλλη σε όφελος αυτών που θα αγοράσουν τις νέες μετοχές. Το δικαίωμα προτίμησης εμποδίζει τέτοιες καταστάσεις. (Το σημείο αυτό θα συζητηθεί εκτενέστερα παρακάτω).

Μορφές Κοινών Μετοχών

Κοινές Μετοχές Κατηγοριών (Classified Common Stock) Ο τύπος αυτός κοινών μετοχών χρησιμοποιήθηκε ευρύτατα στα τέλη της δεκαετίας του '20, με τρόπο που αρκετές φορές παραπλάνησε τους επενδυτές. Στη διάρκεια της περιόδου αυτής, οι κοινές μετοχές κατηγορίας A (Class A) δεν συνοδεύονταν συνήθως από δικαίωμα ψήφου, ενώ οι μετοχές Κατηγορίας B (Class B) είχαν συνήθως και δικαίωμα ψήφου. Συνεπώς οι φορείς των επιχειρήσεων μπορούσαν να ελέγξουν τις εταιρείες πουλώντας μεγάλο αριθμό μετοχών Κατηγορίας A και κρατώντας για τον εαυτό τους τις μετοχές κατηγορίας B.

Για διάφορους βάσιμους λόγους, τα τελευταία χρόνια η έκδοση κοινών μετοχών Κατηγορίας B άρχισε και πάλι να εφαρμόζεται. Οι μετοχές αυτές χρησιμοποιούνται από καινούργιες μικρές επιχειρήσεις που επιδιώκουν να βρουν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές. Οι κοινές μετοχές Κατηγορίας A πουλιούνται στο κοινό και συνήθως εισπράττουν μέρισμα ενώ οι κάτοχοί τους έχουν πλήρες δικαίωμα ψήφου. Οι μετοχές Κατηγορίας B κρατούνται από τους ιδρυτές της εταιρείας αλλά δεν εισπράττουν μέρισμα μέχρις ότου η εταιρεία σταθεροποιήσει τη δυνατότητα που έχει για τη δημιουργία κερδών. Με τη χρησιμοποίηση διάφορων κατηγοριών κοινού μετοχικού κεφαλαίου, οι ενδιαφερόμενοι μπορούν να αναλάβουν ένα μερίδιο σε μία εταιρεία με καλές προοπτικές ανάπτυξης που χρηματοδοτείται συντηρητικά χωρίς θυσία εισοδήματος.

Ιδρυτικοί Τίτλοι (Founder's Shares) Οι ιδρυτικοί τίτλοι μοιάζουν με τις κοινές μετοχές Κατηγορίας B με τη διαφορά ότι συνοδεύονται από ατομικό δικαίωμα ψήφου, ενώ συνήθως δεν έχουν δικαίωμα είσπραξης μερισμάτων για αρκετά χρόνια. Συνεπώς, οι ιδρυτές της επιχείρησης είναι σε θέση να διατηρήσουν τον πλήρη έλεγχο των δραστηριοτήτων της στα πρώτα κρίσιμα χρόνια της ανάπτυξής της. Ταυτόχρονα οι υπόλοιποι επενδυτές προστατεύονται από υπερβολικές αναλήψεις κεφαλαίων από μέρος των ιδιοκτητών.

Αξιολόγηση των Κοινών Μετοχών ως Πηγής Χρηματοδότησης (Από την πλευρά του εκδότη)

Πλεονεκτήματα Για τον εκδότη η χρηματοδότηση με κοινές μετοχές προσφέρει αρκετά πλεονεκτήματα:

1. Οι κοινές μετοχές δεν δημιουργούν σταθερές δαπάνες. Αν η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη, μπορεί και να καταβάλει μερίσματα στις κοινές μετοχές. Αντίθετα με ό, τι ισχύει για τους τόκους ενός ομολογιακού δανείου όμως, δεν υπάρχει νομική υποχρέωση καταβολής μερισμάτων
2. Οι κοινές μετοχές δεν έχουν τακτή ημερομηνία λήξης.
3. Επειδή οι κοινές μετοχές προστατεύουν τους πιστωτές από τυχόν ζημιές, η πώλησή τους αυξάνει τη φερεγγυότητα της επιχείρησης.

4. Αρκετές φορές οι κοινές μετοχές μπορούν να πουληθούν πιο εύκολα από μια δανειακή υποχρέωση. Κι αυτό γιατί θεωρούνται πιο ελκυστικές από ορισμένες ομάδες επενδυτών επειδή: (1) συνήθως έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση από ό,τι οι προνομιούχες μετοχές ή τα δάνεια, (2) επειδή αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία της επιχείρησης, προστατεύουν καλύτερα τους επενδυτές από τον πληθωρισμό από ό,τι οι προνομιούχες μετοχές ή τα δάνεια. Συνήθως η αξία των κοινών μετοχών αυξάνεται στη διάρκεια πληθωριστικών περιόδων καθώς αυξάνει και η αξία των υλικών περιουσιακών στοιχείων.
5. Οι αποδόσεις των κοινών μετοχών με τη μορφή κερδών κεφαλαίου έχουν τους χαμηλότερους συντελεστές φορολογίας ατομικού εισοδήματος που ισχύουν γι'αυτά τα κέρδη. Συνεπώς οι πραγματικοί συντελεστές φορολογίας ατομικού εισοδήματος για τις αποδόσεις των κοινών μετοχών μπορεί να είναι μικρότεροι από τους πραγματικούς συντελεστές για τους τόκους δανείων.

Μειονεκτήματα Τα μειονεκτήματα για τους εκδότες κοινών μετοχών περιλαμβάνουν τα εξής:

1. Η πώλησή κοινών μετοχών επεκτείνει το δικαίωμα ψήφου ή τον έλεγχο και στους νέους μετόχους της εταιρείας. Για τον λόγο αυτό, μεταξύ άλλων, η πρόσθετη χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια αποφεύγεται από τις μικρές επιχειρήσεις, που οι ιδιοκτήτες-διευθυντές τους δεν είναι πρόθυμοι να μοιραστούν τον έλεγχο των εταιρειών τους με τρίτους.
2. Οι κοινές μετοχές παρέχουν σε περισσότερους ιδιοκτήτες το δικαίωμα να αποκτήσουν μερίδιο στα κέρδη. Η χρήση δανειακών κεφαλαίων είναι δυνατό να επιτρέψει στην επιχείρηση την αξιοποίηση κεφαλαίων με σταθερό χαμηλό κόστος, ενώ οι κοινές μετοχές παρέχουν ίσα δικαιώματα στους νέους μετόχους για συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της εταιρείας.
3. Όπως είδαμε το κόστος της ανασφάλισης και της διανομής των κοινών μετοχών είναι συνήθως μεγαλύτερο από εκείνο των προνομιούχων μετοχών ή των δανειακών κεφαλαίων. Χαρακτηριστικά το κόστος κυκλοφορίας κοινών μετοχών είναι ψηλότερο επειδή: (α) το κόστος του ελέγχου της ασφάλειας που προσφέρει μία επένδυση σε ίδια κεφάλαια είναι μεγαλύτερο από εκείνο που απαιτείται για τον έλεγχο της σκοπιμότητας μιας συγκρίσιμης έκδοσης δανειακών κεφαλαίων και (β) οι μετοχές φέρουν μεγαλύτερο κίνδυνο, γεγονός που με τη σειρά του σημαίνει ότι το συγκεκριμένο ποσό που αντιπροσωπεύουν οι νέες μετοχές πρέπει να πουληθεί σε μεγαλύτερο αριθμό αγοραστών από όσους απαιτούνται για το ίδιο ποσό δανειακών κεφαλαίων.
4. Αν η επιχείρηση έχει περισσότερα ίδια ή λιγότερα δανειακά κεφάλαια από όσα απαιτεί η άριστη κεφαλαιακή της δόμη, το μέσο της κόστος κεφαλαίου θα είναι μεγαλύτερο από όσο χρειάζεται.
5. Τα μερίσματα των κοινών μετοχών δεν εκπίπτονται ως δαπάνη κατά τον υπολογισμό των κερδών μίας ανώνυμης εταιρείας που υπόκειται σε ομοσπονδιακή φορολογία εισοδήματος, ενώ οι τόκοι των δανείων εκπίπτονται. Οι επιπτώσεις του παράγοντα αυτού αντικατοπτρίζονται στο κόστος των ίδιων κεφαλαίων σε σχέση με των δανειακών.

Από Κοινωνική Άποψη

Από κοινωνική άποψη οι κοινές μετοχές αποτελούν μια επιθυμητή μορφή χρηματοδότησης επειδή κάνουν τις επιχειρήσεις (που αποτελούν ένα μεγάλο μέρος της οικονομίας) λιγότερο ευάλωτες στις επιπτώσεις που προκαλούν οι μειώσεις των πωλήσεων και των κερδών. Η χρηματοδότηση με κοινές μετοχές δεν συνεπάγεται σταθερές δαπάνες που η πληρωμή τους θα μπορούσε να εξαναγκάσει μια επιχείρηση που παραπαίει να καταλήξει σε αναδιοργάνωση ή σε πτώχευση.

Χρήση των Αποδεικτικών στη Χρηματοδότηση

Αν το καταστατικό μιας επιχείρησης προβλέπει το δικαίωμα προτίμησης, τότε η επιχείρηση αυτή πρέπει πρώτα να προσφέρει κάθε τυχόν νέο μετοχικό κεφάλαιο στους μετόχους της. Αν το κατάστημα δεν προβλέπει τέτοιο δικαίωμα, η επιχείρηση μπορεί να επιλέξει μεταξύ της πώλησης στους μετόχους της και της πώλησης σε μια εντελώς νέα ομάδα επενδυτών. Αν πουλήσει στους μετόχους της, τότε η έκδοση λέγεται προσφορά αποδεικτικών (rights offering).

Σε κάθε μέτοχο δίνεται ένα προαιρετικό δικαίωμα (option) που αφορά στην αγορά ενός συγκεκριμένου αριθμού νέων μετοχών και που οι όροι του περιλαμβάνονται σε ένα έγγραφο που ονομάζεται αποδεικτικό (right). Κάθε μέτοχος παραλαμβάνει ένα αποδεικτικό για κάθε μετοχή που κατέχει. Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της προσφοράς αποδεικτικών περιγράφονται στην επόμενη παράγραφο.

Θεωρητικές Σχέσεις της Προσφοράς Αποδεικτικών

Ο χρηματοοικονομικός διευθυντής που αποφασίζει για τις λεπτομέρειες μίας προσφοράς αποδεικτικών έχει να αντιμετωπίσει διάφορα προβλήματα. Τα θέματα αυτά μπορούν να δειχτούν με τη χρήση των δεδομένων του Πίνακα 2 που περιλαμβάνει τον ισολογισμό και τα αποτελέσματα της Southeast Company.

Πίνακας 2.

Southeast Company. Οικονομική Κατάσταση πριν από την Προσφορά Αποδεικτικών

Μερικός Ισολογισμός

		Συνολικά δάνεια (προς 5%)	\$ 40.000.000
		Κοινές μετοχές	10.000.000
		Παρακρατηθέντα κέρδη	50.000.000

Σύνολο ενεργ.	100.000.000	Σύνολο παθητικού	\$100.000.000
	=====		=====

Μερικός Λογαριασμός Αποτελεσμάτων Χρήσης

Κέρδη προ τόκων και φόρων	\$ 10.000.000
Τόκοι δανείων	2.000.000
Κέρδη προ φόρων	-----
Φόροι (προς 50%)	\$ 8.000.000
Κέρδη μετά από φόρους	4.000.000

	\$ 4.000.000
Κέρδη ανά μετοχή (1 εκατομμύριο μετοχές)	\$4
Αγοραία αξία μετοχών (Υποτίθεται δείκτης τιμής/ κέρδους (P/E)25)	\$100

Η Southeast κερδίζει \$4 εκατομμύρια μετά από φόρους και έχει σε κυκλοφορία 1 εκατομμύριο μετοχές, άρα τα κέρδη της ανά μετοχή είναι \$4. Η μετοχή πουλιέται στο 25-πλαίσιο των κερδών, δηλ. στην τιμή των \$100 ανά μετοχή. Η εταιρεία σχεδιάζει την άντληση \$10 εκατομμυρίων σε ίδια κεφάλαια μέσω μιας προσφοράς αποδεικτικών και αποφασίζει να πουλήσει τις νέες μετοχές στους μετόχους της προς \$80 ανά μετοχή.

Τα προβλήματα που αντιμετωπίζει στο σημείο αυτό ο χρηματοοικονομικός διευθυντής είναι τα εξής:

1. Πόσα αποδεικτικά χρειάζονται για την αγορά μίας μετοχής της νέας έκδοσης;
2. Ποια θα είναι η αξία των αποδεικτικών;
3. Τι επιπτώσεις θα έχει η προσφορά των αποδεικτικών στην τιμή των παλαιών μετοχών;

Αριθμός Αποδεικτικών που Απαιτούνται για την Αγορά μίας Νέας Μετοχής:

Όπως αναφέρθηκε η Southeast σκοπεύει να αντλήσει \$10.000.000 σε νέα ίδια κεφάλαια και να πουλήσει νέες μετοχές στην τιμή \$80 ανά μετοχή. Διαιρώντας το σύνολο των κεφαλαίων που θα αντληθούν με την τιμή προεγγραφής, θα έχουμε το νέο αριθμό των μετοχών που θα εκδοθούν.

$$\text{Αριθμός νέων μετοχών} = \frac{\text{Νέα Κεφάλαια}}{\text{Τιμή Προεγγραφής}} = \frac{\$10.000.000}{\$80} = 125.000 \text{ μετοχές}$$

Το επόμενο βήμα είναι να διαιρέσουμε τον αριθμό των μετοχών που θα εκδοθούν με τον αριθμό των μετοχών που βρίσκονταν σε κυκλοφορία για να προσδιορίσουμε τον αριθμό των αποδεικτικών που απαιτούνται για την αγορά μίας νέας μετοχής. Σημειώστε ότι οι μέτοχοι παίρνουν ένα αποδεικτικό για κάθε μετοχή που κατέχουν.

$$\text{Αριθμός αποδεικτικών που απαιτούνται για την αγορά μίας μετοχής} = \frac{\text{Παλιές μετοχές}}{\text{Νέες μετοχές}} = \frac{1.000.000}{125.000} = 8 \text{ αποδεικτικά}$$

Συνεπώς κάθε μέτοχος πρέπει να καταθέσει 8 αποδεικτικά και \$80 για να πάρει μία μετοχή της νέας έκδοσης. Αν η τιμή προεγγραφής είχε οριστεί σε \$95, κάθε νέα μετοχή θα απαιτούσε 9,5 αποδεικτικά, ενώ αν είχε οριστεί σε \$10 θα χρειαζόταν μόνο ένα αποδεικτικό. Στην περίπτωση που ο αριθμός των νέων μετοχών ξεπερνά τις παλιές, τότε η προεγγραφή για κάθε νέα μετοχή απαιτεί ένακλασματικό αριθμό αποδεικτικών. Για παράδειγμα, αν ο αριθμός των παλιών μετοχών είναι 1.000.000 και πρόκειται να εκδοθούν 1.600.000 νέες, ο αριθμός των αποδεικτικών που χρειάζονται για προεγγραφή σε κάθε νέα μετοχή είναι 5/8 αποδεικτικού. Στην περίπτωση αυτή τα αποδεικτικά θα γίνουν αντικείμενο συναλλαγών, ώστε να γίνει δυνατή η αγορά ακέραίου αριθμού νέων μετοχών με την κατάθεση των αποδεικτικών και των απαραίτητων χρημάτων.

Αξία του Αποδεικτικού :

Είναι φανερό ότι συμφέρει σε κάποιον να πληρώσει λιγότερο από \$100 για ένα μετοχικό τίτλο που πουλιέται προς \$100. Το αποδεικτικό συνεπάγεται το προνόμιο αυτό, άρα πρέπει να έχει κάποια αξία. Για να προσδιορίσουμε τη θεωρητική αξία ενός αποδεικτικού, θα συνεχίσουμε με το παράδειγμα της Southeast Company, υποθέτοντας ότι θα αντλήσει \$10.000.000 πουλώντας 125.000 μετοχές προς \$80 ανά μετοχή.

Παρατηρείστε ότι η αγοραία αξία των παλιών μετοχών είναι \$100.000.000, \$100 ανά μετοχή x 1.000.000 μετοχές. (Η λογιστική αξία δεν έχει σχέση). Όταν η επιχείρηση πουλ'ήσει τις νέες μετοχές, θα εισρεύσουν 10 πρόσθετα εκατομμύρια δολάρια. Ας υποθέσουμε πρώτα, ότι η αγοραία αξία των κοινών μετοχών αυξάνεται κατά \$10.000.000 ακριβώς. Στην πραγματικότητα, η αγοραία αξία όλων των κοινών μετοχών θα αυξηθεί περισσότερο από \$10.000.000, αν οι επενδυτές κρίνουν ότι η εταιρεία θα είναι σε θέση να επενδύσει τα κεφάλαια αυτά με απόδοση μεγαλύτερη του κόστους των ίδιων κεφαλαίων της, ενώ θα αυξηθεί λιγότερο από \$10.000.000, αν οι επενδυτές έχουν αμφιβολίες σε ότι αφορά την ικανότητα της επιχείρησης να χρησιμοποιήσει αποδοτικά τα νέα κεφάλαια στο άμεσο μέλλον.

Κάτω από την υπόθεση ότι η αγοραία αξία αντικατοπτρίζει ακριβώς τα νέα κεφάλαια που εισρέουν, η συνολική αγοραία αξία των κοινών μετοχών μετά τη νέα έκδοση θα είναι \$110.000.000. Διαιρώντας τη νέα αυτή αξία με το συνολικό αριθμό των νέων μετοχών σε κυκλοφορία, δηλαδή 1.125.000, θα έχουμε μια καινούργια αγοραία αξία \$97,78 ανά μετοχή. Συνεπώς μετά την ολοκλήρωση της χρηματοδότησης, η τιμή των κοινών μετοχών θα έχει μειωθεί από \$100 σε \$97,78.

Μήπως, επειδή τα αποδεικτικά δίνουν στους μετόχους το προνόμιο να αγοράσουν μία μετοχή με \$80, ενώ η αξία της θα είναι στο τέλος \$97,78, δηλαδή εξοικονομεί για τους μετόχους \$17,78, το ποσό αυτό αντιπροσωπεύει και την αξία του αποδεικτικού; Η απάντηση είναι αρνητική, επειδή για την αγορά μίας μετοχής απαιτούνται οκτώ αποδεικτικά. Για να προσδιοριστεί η αξία του αποδεικτικού πρέπει να διαιρεθεί το ποσό των \$17,78 με 8. Έτσι στο παράδειγμά μας, η αξία κάθε αποδεικτικού είναι \$2,22.

Χωρίς Αποδεικτικό :

Τα αποδεικτικά της Southeast Company έχουν μια απόλυτα συγκεκριμένη αξία, που καρπώνονται οι κάτοχοι των κοινών μετοχών. Τι συμβαίνει όμως, αν στην περίοδο προσφοράς οι μετοχές είναι διαπραγματεύσιμες στην αγορά; Ποιός θα πάρει το αποδεικτικό, οι παλιοί ή οι νέοι μέτοχοι; Η διαδικασία που ακολουθείται συνήθως απαιτεί από την εταιρεία τον προσδιορισμό μιας ημερομηνίας λήξης της καταχώρησης των μετόχων (Holder – of record date) με τα την οποία η μετοχή δεν συνοδεύεται από το αποδεικτικό (ex rights = χωρίς αποδεικτικό).

Αν η μετοχή πουληθεί πριν από την ημερομηνία, μέχρι την οποία το αποδεικτικό συνοδεύει τη μετοχή, το αποδεικτικό περιέρχεται στην κατοχή του νέου μετόχου. Αν πουληθεί μετά από την ημερομηνία αυτή, το αποδεικτικό ανήκει στον παλιό μέτοχο. Για παράδειγμα η Southeast Company αναγγέλλει τους όρους της νέας χρηματοδότησης στις 15 Οκτωβρίου. Η εταιρεία ανακοινώνει ότι η αποστολή των αποδεικτικών στους μετόχους που είχαν καταχωρηθεί μέχρι τις 15 Νοεμβρίου θα γίνει την 1^η Ιανουαρίου. Όποιος αγοράσει παλιές μετοχές πριν από την 15^η Νοεμβρίου ή στις 15 Νοεμβρίου θα παραλάβει τα αποδεικτικά, ενώ όποιος αγοράσει τις μετοχές μετά την 15^η Νοεμβρίου δεν θα παραλάβει αποδεικτικά. Η 16^η Νοεμβρίου είναι η ημερομηνία στην οποία τα αποδεικτικά παύουν να συνοδεύουν τη μετοχή, ενώ πριν από την ημερομηνία αυτή τα αποδεικτικά συνοδεύουν την μετοχή (rights on = με αποδεικτικό). Στην περίπτωση της Southeast Company η τιμή της μετοχής με αποδεικτικό προβλέπεται να είναι \$97,78.

Μαθηματική Έκφραση του Αποδεικτικού :

Με Αποδεικτικό :

Για τον προσδιορισμό της αξίας του αποδεικτικού έχουν διατυπωθεί μαθηματικές εξισώσεις έτσι ώστε δεν χρειάζεται να επαναλάβουμε τη διαδικασία που περιγράψαμε προηγουμένως. Όσο διάστημα η μετοχή πουλιέται με αποδεικτικό, η αξία πώλησης του αποδεικτικού κατά την έκδοσή του μπορεί να προσδιοριστεί από τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο :

$$\text{Αξία αποδεικτικού} = \frac{\text{Αγοραία αξία μετοχής με αποδεικτικό} - \text{Τιμή προεγγραφής}}{\text{Αριθμός αποδεικτικών που αποκτούνται για την αγορά μιας μετοχής} + 1}$$
$$V_r = \frac{P_0 - P^s}{\# + 1}$$

όπου :

P_0 = Τιμή της μετοχής με αποδεικτικό

P^s = Τιμή προεγγραφής

$\#$ = Αριθμός αποδεικτικών που απαιτούνται για την αγορά μίας μετοχής

V_r = Αξία αποδεικτικού

Αντικαθιστώντας τα σύμβολα με τα αντίστοιχα αριθμητικά δεδομένα της Southeast Company θα έχουμε :

$$v_r = \frac{\$100 - \$80}{8 + 1} = \frac{\$20}{9} = \$2,22$$

που συμφωνεί με την αξία του αποδεικτικού όπως αυτή αναλύθηκε βήμα προς βήμα πιο πάνω.

Χωρίς Αποδεικτικό :

Ας υποθέσουμε ότι είσαστε μέτοχος της Southeast Company. Γυρνώντας στην Αμερική από ένα ταξίδι στην Ευρώπη διαβάζετε σε μία εφημερίδα ότι έγινε προσφορά αποδεικτικών. Οι μετοχές πουλιούνται σήμερα χωρίς αποδεικτικό προς \$97,78 ανά μετοχή. Πώς μπορείτε να υπολογίσετε τη θεωρητική αξία του αποδεικτικού; Χρησιμοποιώντας τον ακόλουθο μαθηματικό τύπο που ακολουθεί την λογική που ακολουθήθηκε πρωτύτερα, μπορείτε να προσδιορίσετε την αξία κάθε αποδεικτικού :

$$\text{Αξία αποδεικτικού} = \frac{\text{Αγοραία αξία μετοχής χωρίς αποδεικτικό} - \text{Τιμή προεγγραφής}}{\text{Αριθμός αποδεικτικών που αποκτούνται για την αγορά μιας μετοχής}}$$

$$v_r = \frac{P_e - P^s}{\#} = \frac{\$ 97,78 - \$80}{8} = \frac{\$ 17,78}{8} = \$2,22.$$

όπου P_e η αξία της μετοχής χωρίς αποδεικτικό.

Επιπτώσεις στην Κατάσταση των Μετόχων :

Οι μέτοχοι έχουν την ευχέρεια είτε να χρησιμοποιήσουν τα αποδεικτικά τους ή να τα πουλήσουν. Αν διαθέτουν κεφάλαια και επιθυμούν να αγοράσουν περισσότερες μετοχές της εταιρείας, θα χρησιμοποιήσουν τα αποδεικτικά τους. Αν δεν διαθέτουν χρήματα ή δεν θέλουν να αγοράσουν μετοχές, τότε θα τα πουλήσουν. Με την προϋπόθεση ότι ισχύει ο τύπος που προσδιορίζει την αξία των αποδεικτικών, οι μέτοχοι και στις δύο περιπτώσεις ούτε θα ωφεληθούν ούτε θα ζημιωθούν από την προσφορά αποδεικτικών. Ο ισχυρισμός αυτός μπορεί να διευκρινιστεί, αν αναλύσουμε τη θέση ενός μεμονωμένου μετόχου της Southeast Company.

Πριν από την προσφορά των αποδεικτικών, ένας μέτοχος είχε 8 μετοχές. Η αγοραία αξία των μετοχών του είναι \$800. Αν μετά την προσφορά ο μέτοχος χρησιμοποιήσει τα αποδεικτικά του, θα είναι σε θέση να αγοράσει μια πρόσθετη μετοχή με \$80, δηλαδή θα πραγματοποιήσει μια νέα επένδυση \$80. Με μια συνολική επένδυση \$880, ο μέτοχος θα έχει εννέα μετοχές της εταιρείας, αξίας \$97,78 η καθεμία. Η αξία των εννέα μετοχών θα είναι \$880, δηλαδή ίση με το ύψος της επένδυσής του.

Πουλώντας, εναλλακτικά τα οκτώ αποδεικτικά που το κάθε ένα έχει αξία \$2,22, ο κάτοχος τους θα εισπράξει \$17,76 και συνεπώς θα κατέχει τις αρχικές οκτώ μετοχές, συν \$17,76 σε μετρητά. Η αγοραία αξία των μετοχών όμως θα είναι \$97,78 ανά μετοχή. Το άθροισμα της αγοραίας αξίας των μετοχών - \$784,24 - και των μετρητών που εισπράττει ο μέτοχος ισούται με την αγοραία αξία των μετοχών που είχε αρχικά, δηλαδή \$800.

Παρόλο που τα αποδεικτικά και αξία έχουν και είναι σκόπιμο να χρησιμοποιηθούν, μερικοί μέτοχοι δεν το κάνουν. Παρόλα αυτά, όλες οι μετοχές πουλιούνται λόγω του προνομίου υπερκάλυψης (Over subscription privilege) που περιέχεται στις περισσότερες προσφορές αποδεικτικών. Το προνόμιο αυτό δίνει στους μετόχους που συμμετέχουν στην κάλυψη της προσφοράς το δικαίωμα να αγοράσουν τις μετοχές που δεν αναλήφθηκαν από την αρχική προσφορά, σε αναλογία των μετοχών που διαθέτουν. Για παράδειγμα : Αν η Jane Doe έχει το 10% των μετοχών της Southeast Company και αν το 20% των αποδεικτικών που πρόσφερε η εταιρεία δεν χρησιμοποιήθηκε (ή δεν πουλήθηκε), τότε η Jane Doe μπορεί να αγοράσει ένα πρόσθετο ποσοστό 2,5% των νέων μετοχών. Επειδή η αγορά των μετοχών αυτών είναι ευκαιρία - \$80 για μετοχές αξίας \$97,78 - η Jane Doe και άλλοι μέτοχοι θα χρησιμοποιήσουν το προνόμιο υπερκάλυψης, εξασφαλίζοντας έτσι την πώληση ολόκληρης της έκδοσης.

Σχέση μεταξύ Αγοραίας Τιμής και Τιμής Προεγγραφής :

Μπορούμε τώρα να διερευνήσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τη χρησιμοποίηση των αποδεικτικών και, στην περίπτωση που τα τελευταία πράγματι χρησιμοποιηθούν, το επίπεδο στο οποίο καθορίζεται η τιμή προεγγραφής.

Το καταστατικό της Southeast Company επιτρέπει στην εταιρεία να αποφασίσει αν θα κάνει χρήση αποδεικτικών, ανάλογα αν αυτό κρίνεται σε όφελος της επιχείρησης και των μετόχων. Ο αντιπρόεδρος της εταιρείας που είναι ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα εξετάζει τρεις μεθόδους άντλησης του ποσού των \$10.000.000 :

1. Η εταιρεία θα μπορούσε να πουλήσει στο κοινό, μέσω των επενδυτικών τραπεζών, πρόσθετες μετοχές στην τιμή των \$100 περίπου ανά μετοχή. Οι καθαρές εισπράξεις της εταιρείας θα είναι \$96 περίπου ανά μετοχή, δηλαδή η εταιρεία πρέπει να πουλήσει 105.000 μετοχές περίπου για να καλύψει την προμήθεια των αντασφαλιστών.
2. Η εταιρεία θα μπορούσε να πουλήσει πρόσθετες μετοχές με την παράλληλη έκδοση αποδεικτικών, χρησιμοποιώντας επενδυτικές τράπεζες και καταβάλλοντας προμήθεια 1% στη συνολική αξία των μετοχών συν ένα πρόσθετο ποσοστό 3/4% για όλες τις μετοχές που δεν καλύφθηκαν και αναλήφθηκαν από τις ίδιες τις επενδυτικές τράπεζες. Λαμβάνοντας υπόψη την πίεση που δημιουργείται στην αγορά όταν πουλιούνται κοινές μετοχές, η νέα έκδοση θα μπορεί να πουληθεί με

έκπτωση 20% ή προς \$80 ανά μετοχή. Συνεπώς πρέπει να προσφέρθούν 125.000 πρόσθετες μετοχές με αποδεικτικά. Μια πρόσθετη μετοχή μπορεί να αγοραστεί με \$80 και την κατάθεση 8 αποδεικτικών. Επειδή δε στους παλιούς μετόχους δίνεται το δικαίωμα να διεκδικήσουν την αγορά των αποδεικτικών που τυχόν δεν χρησιμοποιήθηκαν από τους δικαιούχους τους κατ' αναλογία προς τον αριθμό των μετοχών που κατέχουν, οι μετοχές που θα πουληθούν στους αντασφαλιστές και θα επιβαρυνθούν με τα $\frac{3}{4}$ της πρόσθετης προμήθειας θα περιοριστούν σε εκείνες μόνο που δεν έγινε δυνατό να διατεθούν στην πρώτη και τη δεύτερη φάση.

3. Η εταιρεία θα μπορούσε να πουλήσει πρόσθετες μετοχές με την έκδοση αποδεικτικών προς \$10 ανά μετοχή, χωρίς να προσφύγει στις υπηρεσίες των επενδυτικών τραπεζών. Στην περίπτωση αυτή ο αριθμός των πρόσθετων κοινών μετοχών θα είναι 1.000.000. Με κάθε αποδεικτικό, καθένας από τους παλιούς μετόχους μπορεί να αγοράσει μια νέα κοινή μετοχή.

Στη Μέθοδο 1 χρησιμοποιούνται επενδυτικές τράπεζες και καθόλου αποδεικτικά. Στην περίπτωση αυτή η προμήθεια για την ανασφάλιση ή το κόστος κυκλοφορίας είναι περίπου 4%. Στην Μέθοδο 2, όπου τα αποδεικτικά έχουν μια μικρή έκπτωση, η προμήθεια για την ανασφάλιση είναι μειωμένη επειδή η έκπτωση μειώνει αρκετά τον κίνδυνο αδυναμίας πώλησης της έκδοσης. Η προμήθεια της ανασφάλισης αποτελείται από δύο μέρη – 1% για την αρχική έκδοση και μια πρόσθετη προμήθεια $\frac{3}{4}\%$ σε όλες τις μετοχές που δεν θα αγοραστούν από τους κατόχους των αποδεικτικών και που συνεπώς θα χρειαστεί να διατεθούν για πώληση από τους αντασφαλιστές. Συνεπώς η πραγματική προμήθεια κυμαίνεται μεταξύ 1% και 1 $\frac{3}{4}\%$. Σύμφωνα με την Μέθοδο 3, η τιμή κάλυψης είναι \$10 ανά μετοχή. Με μία τόσο μεγάλη έκπτωση, η εταιρεία δεν χρειάζεται να χρησιμοποιήσει επενδυτικές τράπεζες, αφού είναι σίγουρο ότι τα αποδεικτικά θα έχουν σημαντική αξία και συνεπώς είτε θα χρησιμοποιηθούν είτε θα πουληθούν από τους κατόχους τους. Ποιά από τις τρεις μεθόδους είναι η καλύτερη;

Η Μέθοδος 1 προσφέρει μια ευρύτερη καταντομή των νέων αξιογράφων, μειώνοντας με τον τρόπο αυτό τα τυχόν προβλήματα ελέγχου. Οι επενδυτικές τράπεζες εξασφαλίζουν την είσπραξη από την εταιρεία των 10.000.000 της νέας έκδοσης και δίνουν στην εταιρεία συνεχείς χρηματοοικονομικές συμβουλές. Η εταιρεία πληρώνει για τις υπηρεσίες αυτές με την καταβολή της προμήθειας ανασφάλισης. Μετά την έκδοση η τιμή των μετοχών θα είναι \$100 περίπου.

Χρησιμοποιώντας αποδεικτικά, όπως η Μέθοδος 2, η εταιρεία μειώνει τις δαπάνες ανασφάλισης και την τιμή των μετοχών. Μερικοί μέτοχοι πιθανό να υποστούν ζημιές, επειδή ούτε θα χρησιμοποιήσουν τα αποδεικτικά τους, ούτε θα τα πουλήσουν. Οι παλιοί μέτοχοι θα αγοράσουν ένα μέρος των νέων μετοχών, με αποτέλεσμα η κατανομή να είναι πιο περιορισμένη από εκείνη της Μεθόδου 1. Χάρη στη σύμβαση ανασφάλισης, η εταιρεία έχει εξασφαλίσει τα κεφάλαια που επιθυμεί. Τέλος οι επενδυτές προτιμούν συχνά να έχουν τη δυνατότητα αγοράς πρόσθετων μετοχών με τη χρησιμοποίηση αποδεικτικών. Έτσι η χρήση τους πιθανό να ενισχύει τους δεσμούς των μετόχων με την εταιρεία.

Η Μέθοδος 3 δεν συνεπάγεται δαπάνες ανασφάλισης και οδηγεί έτσι σε σημαντική μείωση της μοναδιαίας τιμής των μετοχών. Αρχικά, όμως, η κατανομή των μετοχών είναι πιο περιορισμένη από ότι με τις άλλες μεθόδους. Επιπλέον η Μέθοδος 3 έχει ως αποτέλεσμα τη σημαντική αύξηση του συνολικού αριθμού των μετοχών, γεγονός που προκαλεί μείωση της τιμής των μετοχών σεκατά πολύ χαμηλότερα επίπεδα από ότι οι άλλες μέθοδοι. Πολλοί θεωρούν ότι υπάρχει μια άριστη τιμή μετοχής – δηλαδή μια τιμή που μεγιστοποιεί τη συνολική αγοραία αξία των μετοχών – και ότι η τιμή αυτή κυμαίνεται μεταξύ \$30 και \$60 ανά μετοχή. Αν τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου της Southeast πιστεύουν κάτι τέτοιο, ίσως νομίζουν ότι η Μέθοδος 3 θα τους επιτρέψει να διαμορφώσουν την τιμή των μετοχών στο επιθυμητό αυτό εύρος τιμών μειώνοντας ταυτόχρονα και το κόστος κυκλοφορίας των νέων μετοχών. Επειδή όμως στην περίπτωση αυτή τα αποδεικτικά έχουν σημαντική αξία, κάθε μέτοχος που δεν θα χρησιμοποιήσει ή δεν θα πουλήσει τα αποδεικτικά του θα υποστεί σημαντικές ζημιές.

Συνοπτική Παρουσίαση των Τριών Μεθόδων Αντλησης Πρόσθετων Χρημάτων :

Μέθοδος 1 :

Πλεονεκτήματα

1. Πλατιά κατανομή
2. Βεβαιότητα εξασφάλισης των κεφαλαίων

Μειονεκτήματα

1. Ψηλό κόστος ανασφάλισης

Μέθοδος 2 :

1. Μικρό κόστος ανασφάλισης
2. Χαμηλότερη τιμή της μετοχής
3. Βεβαιότητα εξασφάλισης των κεφαλαίων
4. Σύσφιξη δεσμών μετόχων – εταιρείας

1. Περιορισμένη κατανομή
2. Ζημιές για τους αμελείς μετόχους

Μέθοδος 3 :

1. Ανυπαρξία κόστους ανασφάλισης
2. Σημαντική μείωση της τιμής κάθε μετοχής

1. Περιορισμένη κατανομή
2. Σοβαρές ζημιές για τους αμελείς μετόχους

Οι τρεις μέθοδοι συνοψίζονται στον ανωτέρω πίνακα. Το ποιά είναι η πιο πρόσφορη μέθοδος εξαρτάται από τις ανάγκες της εταιρείας. Για μια εταιρεία που ενδιαφέρεται για την πλατιά κατανομή των αξιογράφων της, η πιο επιθυμητή μέθοδος είναι η Μέθοδος 1. Για μια επιχείρηση που ενδιαφέρεται περισσότερο για τη μείωση της τιμής των μετοχών της και που είναι βέβαιη ότι η χαμηλότερη τιμή θα οδηγήσει σε μια πιο πλατιά κατανομή των μετοχών της, η Μέθοδος 3 είναι προτιμητέα. Τέλος για μια επιχείρηση που έχει περιορισμένες βλέψεις και στις δύο αυτές κατευθύνσεις, η Μέθοδος 2 προσφέρει έναν ικανοποιητικό συμβιβασμό. Η χρησιμοποίηση των αποδεικτικών και το επίπεδο της τιμής κάλυψης εξαρτώνται από τις ανάγκες της εταιρείας στη συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Άσκηση του Δικαιώματος που παρέχουν τα Αποδεικτικά :

Αξίζει να σημειωθεί ότι ένα μικρό μόνο ποσοστό των μετόχων αμελεί είτε να ασκήσει το δικαίωμα που τους δίνουν τα αποδεικτικά ή να τα πουλήσει. Σε μια πρόσφατη προσφορά της General Motors, μόνο το 1 ½% των μετόχων δεν έκαναν χρήση των αποδεικτικών τους. Η ζημιά που υπέστησαν οι μέτοχοι αυτοί ήταν \$1.500.000. Σε μια πρόσφατη έκδοση της AT & T, η ζημιά των μετόχων που αμέλησαν να κάνουν χρήση των αποδεικτικών τους έφτασε σε \$960.000.

Αγοραία Τιμή κα Τιμή Προεγγραφής :

Στα τελευταία χρόνια η τιμή προεγγραφής των νέων εκδόσεων ήταν χαμηλότερη από την αγοραία τιμή σε ποσοστό 15% κατά μέσον όρο, με βάση μέτρησης την ημέρα καταχώρησης της νέας έκδοσης των χρεωγράφων. Σε ένα μικρό ποσοστό εκδόσεων παρατηρήθηκαν εκπτώσεις στις τιμές των μετοχών της τάξης του 40% και περισσότερο, ενώ οι εκπτώσεις που είχαν τη μεγαλύτερη συχνότητα ήταν της τάξης του 10 με 20%.

Επιπτώσεις στη Μελλοντική Συμπεριφορά της Αγοραίας Τιμής :

Έχει συχνά λεχθεί ότι η έκδοση νέων μετοχών με την έκδοση αποδεικτικών συμπιέζει την τιμή των κοινών μετοχών της εταιρείας. Στο βαθμό που η τιμή προεγγραφής που καθορίζεται για τις νέες μετοχές που εκδίδονται με προσφορά αποδεικτικών είναι χαμηλότερη από την αγοραία τιμή των μετοχών της εταιρείας, η αγοραία αυτή τιμή θα υποστεί την ίδια επίδραση που θα υφίστατο και στην περίπτωση της αύξησης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου με τη μέθοδο της αντικατάστασης των παλιών μετοχών με πολλαπλάσιο αριθμό νέων μετοχών (Stock split effect). Στην περίπτωση της Southeast, με αγοραία τιμή για τις μετοχές της \$100 και τιμή προεγγραφής \$10, η νέα αγοραία τιμή είναι πιθανό να μειωθεί στα \$55 περίπου.

Είναι άγνωστο, όμως, αν λόγω της προσφοράς αποδεικτικών η πραγματική νέα αγοραία τιμή θα είναι \$55 ή αν θα είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη. Και εδώ, οι διάφορες εμπειρικές αναλύσεις που έγιναν σχετικά με την κίνηση των τιμών μετοχών στη διάρκεια τέτοιων προσφορών δείχνουν ότι δεν δικαιολογείται η διατύπωση γενικών απόψεων. Το τι θα συμβεί στις αγοραίες τιμές των μετοχών από την ημερομηνία που παύουν να συνοδεύονται από αποδεικτικό και μετά, καθώς και μετά την περίοδο διαπραγμάτευσης των αποδεικτικών, εξαρτάται από τις προοπτικές που έχει η εκδότρια εταιρεία να πραγματοποιήσει κέρδη στο μέλλον.

Πλεονεκτήματα της Χρήσης Αποδεικτικών για Πρόσθετη Χρηματοδότηση :

Το δικαίωμα προτίμησης προστατεύει τους μετόχους επιτρέποντας τη διατήρηση της αναλογικής τους συμμετοχής στα κέρδη και στον έλεγχο της εταιρείας. Συμφέρει όμως και στην επιχείρηση. Με την προσφορά νέων εκδόσεων στους παλιούς της μετόχους, η επιχείρηση αυξάνει την πιθανότητα ευμενούς αποδοχής των νέων μετοχών της. Το γεγονός ότι κατέχουν τις μετοχές της σημαίνει ότι οι επενδυτές έχουν ήδη αξιολογήσει θετικά την εταιρεία και συνεπώς είναι εύλογο να υποτεθεί ότι θα ανταποκριθούν στην προσφορά των νέων μετοχών.

Υπάρχουν παράγοντες οι οποίοι μπορούν να αντισταθμίσουν την τάση μείωσης των τιμών κατά το χρόνο προσφοράς των εκδόσεων νέων μετοχών. Με την αύξηση του ενδιαφέροντος που προκαλεί (και των πλεονεκτημάτων που προσφέρει) η προσφορά αποδεικτικών, η «πραγματική» ή «προσαρμοσμένη» πίεση για μείωση των τιμών μπορεί μάλιστα να αποφευχθεί.

Ένα άλλο σχετικό πλεονέκτημα είναι ότι για την εταιρεία το κόστος κυκλοφορίας που συνδέεται με την προσφορά αποδεικτικών είναι χαμηλότερο από το κόστος προσφοράς στο κοινό. Εδώ, αναφερόμαστε βέβαια σε χρηματικό κόστος. Για παράδειγμα, το κόστος κυκλοφορίας κοινών μετοχών στην περίοδο 1971-1975 ήταν 6,17% για τις προσφορές στο κοινό και 2,45% για τις προσφορές αποδεικτικών.

Ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος μπορεί να πετύχει θετικά οφέλη από την υποτιμολόγηση. Επειδή η προσφορά αποδεικτικών ισοδυναμεί ως ένα σημείο με αντικατάσταση μετοχών από πολλαπλάσιες νέες ίσης ονομαστικής αξίας (Stock split), θα υπάρξει πτώση της αγοραίας τιμής σε επίπεδο κατώτερο από εκείνο που θα προέκυπτε κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Από την άλλη πλευρά όμως, ο πολλαπλασιασμός των μετοχών που συνεπάγεται η προσφορά αποδεικτικών μπορεί να αυξήσει τον αριθμό των μετόχων μιας εταιρείας μειώνοντας την τιμή των μετοχών σε ένα πιο ελκυστικό επίπεδο διαπραγμάτευσης. Επιπλέον, η προσφορά αποδεικτικών μπορεί να συνδυαστεί με αυξημένα μερίσματα στους μετόχους.

Γενικά, μια προσφορά αποδεικτικών μπορεί να συναντήσει ενθουσιώδη ανταπόκριση από τους μετόχους και από το σύνολο της επενδυτικής αγοράς με αποτέλεσμα τη δημιουργία ελκυστικότερων ευκαιριών χρηματοδότησης της επιχείρησης. Συνεπώς, ο χρηματοοικονομικός διευθυντής μπορεί να είναι σε θέση, με την έκδοση κοινών μετοχών, να εξασφαλίσει χρηματοδότηση με χαμηλότερο κόστος και κάτω από πιο ευνοϊκούς όρους.

Επιλογή μεταξύ Εναλλακτικών Μορφών Χρηματοδότησης :

Το θέμα της επιλογής μεταξύ εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης απαιτεί τη διατύπωση ενός αναλυτικού σχήματος. Το ίδιο πλαίσιο ισχύει επίσης και για τις αποφάσεις επιλογής όταν αξιολογούνται άλλες μορφές χρηματοδότησης που καλύπτονται, μεταξύ των οποίων οι διάφορες μορφές δανείων, οι προνομιούχες μετοχές, οι μισθώσεις και η χρηματοδότηση από τις διεθνείς αγορές. Συνεπώς το αναλυτικό σχήμα έχει ευρύτατη εφαρμογή.

Για να αποσαφηνιστεί η εφαρμογή των εννοιών, η απεικόνιση και διευκρίνιση των σχετικών διαδικασιών θα γίνει με ένα παράδειγμα. Έχοντας εκτιμήσει ότι οι ανάγκες επέκτασης της θα απαιτήσουν την εξεύρεση \$200.000.000, η Stanton Chemical συζητεί με τις επενδυτικές της τράπεζες αν πρέπει να χρηματοδοτήσει το ποσόν αυτό με δανειακά κεφάλαια ή με την πώληση πρόσθετων κοινών μετοχών. Από τις επενδυτικές τράπεζες ζητήθηκε η υποβολή προτάσεων στο Διοικητικό Συμβούλιο της Stanton με βάση τις πληροφορίες που υπάρχουν για τους χρηματοοικονομικούς είκτες του κλάδου, τον ισολογισμό της εταιρείας και τα αποτελέσματα χρήσης για το 1981.

Το ποσοστό διανομής μερισμάτων της Stanton κυμάνθηκε κατά μέσον όρο στο 30%. Σήμερα το κόστος των δανειακών της κεφαλαίων είναι 10% και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων της 14%. Αν τα πρόσθετα κεφάλαια προέλθουν από δάνεια, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα είναι 12% και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα αυξηθεί σε 16%. Αν προέλθουν από ίδια κεφάλαια, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα παραμείνει 10% και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα μειωθεί σε 12%. Τα νέα ίδια κεφάλαια θα πουληθούν αρχικά στην τιμή των \$9 ανά μετοχή.

Οι κοινές μετοχές της Stanton βρίσκονται στα χέρια πάρα πολλών ατόμων και συνεπώς δεν υπάρχει κάποια ισχυρή ομάδα που να έχει τον έλεγχο. Οι παράμετροι της αγοράς είναι ένα επιτόκιο χωρίς κίνδυνο 6% και μια αναμενόμενη απόδοση 11%. Τα δανειακά κεφάλαια θα έχουν διάρκεια 10 ετών και θα απαιτήσουν ετήσιες τοκοχρεωλυτικές δόσεις ύψους \$20.000.000 πέρα από τις τοκοχρεωλυτικές υποχρεώσεις του αυτού ύψους που ήδη υπάρχουν.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Γεώργιος Παπούλιας «Χρηματοοικονομική Διοίκηση» (Financial Management) Γ' έκδοση
- Yagill Joe "On Valuation, Beta and the Cost of Equity Capital : A Note", Journal of Financial and Quantitative Analysis
- Gitman Lawrence J. and Vincent A. Mercurio "Cost of Capital Techniques Used by Major U.S. Firms" Financial Management
- Bacon Peter O " The Reinvestment Assumption in the Internal Rate of Return" Journal of Business Finance
- Brick Ivan E. and Daniel G. Weaver " A Comparison of Capital Budgeting Techniques in Identifying Profitable Investments" Financial Management
- Kim Suk H. and Edward J. Farragher "Current Capital at Budgeting Practices" Management Accounting
- Fama Eugene F. and Merton H. Miller "The theory of Finance", New York
- Gahlon James M. And James A. Gentry "On the Relationship between Systematic Risk and the Degrees of Operating and Financial Leverage" Financial Management
- Helfect Hai and Alfred Rappaport "Debt Capacity, Optimal Capital Structure and Capita Budgeting" Financial Management
- Hayes S.L. "The Transformation of Investment Banking" Harvard Business Review
- Arnold Jasper H. "How to Negotiate a Term Loan" Harvard Business Review
- Gill Richard C "Term Loan Agreements" Journal of Commercial Bank Lending

