

Α.Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ  
ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΘΕΜΑ: ΠΡΟΒΛΗΜΑΤΑ  
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ  
ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

**ΕΙΣΗΓΗΣΗ:**

ΖΑΦΕΙΡΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

**ΕΠΙΜΕΛΕΙΑ:**

ΜΠΟΥΡΜΠΟΥΛΑΣ ΧΡΗΣΤΟΣ (Α.Μ.5854)  
ΑΝΑΓΝΩΣΤΟΠΟΥΛΟΥ ΕΥΘΥΜΙΑ (Α.Μ.5686)  
ΙΟΡΔΑΝΙΔΟΥ ΣΟΦΙΑ (Α.Μ.5475)

ΙΟΥΝΙΟΣ 2004

ΑΡΙΘΜΟΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ	6685
----------------------	------

## Περιεχόμενα

<b>Πρόλογος</b>	σελ. 1-2
<b>Κεφάλαιο 1ο</b>	
<b>(Περί των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και της χρηματοδότησης αυτών)</b>	
Ορισμός ΜΜΕ	σελ. 3-4
Επιχειρηματικό κέρδος και χρήμα	σελ. 5-7
Επιχείρηση και χρηματοδότηση	σελ. 7-8
Το αντικείμενο της χρηματοδότησης επιχειρήσεων και τα στελέχη της	σελ. 8-10
Η χρηματοδοτική λειτουργία τις επιχειρήσεως	σελ. 10-12
Οι αποφάσεις για τη χρηματοδότηση	σελ. 13
Ανάγκη σε κεφάλαια κίνησης	σελ. 13-15
<b>Κεφάλαιο 2ο</b>	
<b>(Η σημασία του κεφαλαίου στη σύγχρονη οικονομία)</b>	
Εισαγωγή	σελ. 18-16
Αγορές χρηματοδότησης	σελ. 18-21
Βραχυπρόθεσμη αγορά (χρηματαγορά)	σελ. 21-22
Μακροπρόθεσμη αγορά (κεφαλαιαγορά)	σελ. 22-23
Όργανα χρηματοδότησης	σελ. 24-30
Μέσα ή τρόποι χρηματοδότησης	σελ. 30-45
Γενικές αρχές άσκησης της πίστης από τις τράπεζες	σελ. 45-47
Προϋποθέσεις και κριτήρια χρηματοδοτήσεων	σελ. 48-52
Μορφές Χρηματοδοτήσεων	σελ. 53-70
Η αυτοχρηματοδότηση της επιχειρήσεως	σελ. 71-74
<b>Κεφάλαιο 3ο</b>	
<b>(Προβλήματα χρηματοδότησης)</b>	
Τα χρηματοοικονομικά προβλήματα των ΜΜΕ	σελ. 75-85
Τρία βασικά προβλήματα	σελ. 86-87
Τα προβλήματα σχετικά με την απόκτηση πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, που αντιμετωπίζουν οι διαφορετικές κατηγορίες μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ)	σελ. 87-101
Πηγές χρηματοδότησης – τα ισχυρά και τα ασθενή σημεία τους	σελ. 101-112
Γενικά συμπεράσματα	σελ. 113-115
Προβλήματα πρόσβασης των ΜΜΕ στα εξωτερικά μετοχικά κεφάλαια εντός των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών	σελ. 115-122
Ενδεχόμενοι φραγμοί στη διασυνورياκή αγοραπωλησία μετοχών σε ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ	σελ. 122-129



## **Κεφάλαιο 4ο**

### **(Λύσεις για τη βελτίωση των ΜΜΕ)**

Απλούστευση και βελτίωση του διοικητικού και κανονιστικού περιβάλλοντος των επιχειρήσεων	σελ. 130-131
Βελτίωση του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος των επιχειρήσεων	σελ. 131
Παροχή υποστήριξης στις ΜΜΕ προκειμένου να δώσουν ευρωπαϊκό και διεθνή προσανατολισμό στις στρατηγικές τους μέσω της παροχής καλύτερων υπηρεσιών πληροφόρησης.	σελ. 132-133
Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ΜΜΕ και βελτίωση της πρόσβασης τους στην έρευνα, την καινοτομία και την κατάρτιση.	σελ. 133
Προώθηση της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας και υποστήριξης ειδικών ομάδων-στόχων.	σελ. 133-134
Χάραξη πολιτικής και βελτίωση των γνώσεων για τις ΜΜΕ.	σελ. 134
Ανάγκη καταρτίσεως ενός πίνακα χρηματοδοτήσεως	σελ. 134-137
Ενισχύσεις για την έρευνα και τεχνολογική ανάπτυξη	σελ. 137

## **Κεφάλαιο 5ο**

### **(Νέοι τρόποι χρηματοδότησης)**

Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)	σελ. 140-145
Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring)	σελ. 145-159
Forfaiting	σελ. 140
Franchising	σελ. 140-141
Ανταλλαγή χρεών (swaps)	σελ. 141

## **Κεφάλαιο 6ο**

### **(Γενικές οδηγίες - κατανόηση του προβλήματος μέσω παραδείγματος)**

Οδηγίες για τις διαδικασίες των χορηγήσεων μμε απο τραπεζες	σελ. 142-148
Παράδειγμα	σελ. 149-188
Συμπεράσματα	σελ. 189

## **Βιβλιογραφία**

σελ. 190

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Η σπουδαιότητα των Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων (ΜΜΕ) για την επιτυχή αντιμετώπιση της τριπλής πρόκλησης που αποτελούν η ανάκαμψη της ανάπτυξης, η βελτίωση της ανταγωνιστικότητας και η αύξηση της απασχόλησης έγινε προοδευτικά αισθητή κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών. Η ευκαμψία και η ικανότητα καινοτομίας των ΜΜΕ τους επιτρέπει να ανταποκρίνονται ταχέως στις διαρθρωτικές μεταβολές και να προσαρμόζονται εύκολα στην εξέλιξη της ζήτησης.

Σήμερα περισσότερο από ποτέ, η πολιτική των επιχειρήσεων, ιδίως των ΜΜΕ, βρίσκεται ψηλά στις πολιτικές προτεραιότητες και η Επιτροπή, στην Ευρωπαϊκή Διάσκεψη Κορυφής της Μαδρίτης τον Δεκέμβριο του 1995, τάχθηκε υπέρ μιας νέας προσέγγισης. Η Επιτροπή υποστήριξε ότι πρέπει να δοθεί μια νέα ώθηση με στόχο την ενθάρρυνση όλων των ΜΜΕ να μεγιστοποιήσουν τη ικανότητα τους για ανάπτυξη και δημιουργία θέσεων εργασίας. Πράγματι, στα 15,8 εκατομμύρια ΜΜΕ, εκείνες που απασχολούν κάτω από 250 άτομα, αντιπροσωπεύουν 66% της συνολικής απασχόλησης και το 65% του κύκλου εργασιών της Ένωσης. Οι αριθμοί αυτοί υπογραμμίζουν το σημαντικό ρόλο που διαδραματίζουν οι ΜΜΕ στην ευρωπαϊκή οικονομία και την ανάγκη χάραξης πολιτικών που επιτρέπουν στις ΜΜΕ να εκμεταλλεύονται πλήρως το δυναμικό τους.

Η χρηματοοικονομική βιωσιμότητα μιας οικονομικής μονάδος, μέσα σε ένα ανταγωνιστικό χρηματοοικονομικό περιβάλλον, προϋποθέτει την ορθή επιλογή του κατάλληλου κεφαλαίου και την ορθή χρήση αυτού, για να επιτευχθούν οι ευρύτεροι οικονομικοί στόχοι που έχουν τεθεί από τους φορείς ανάπτυξης και λειτουργίας αυτής.

Οι ανάγκες της επιχείρησης, που ικανοποιούμενες διευκολύνουν την επίτευξη επιχειρηματικών στόχων, εμφανίζονται με διαφορετικό βαθμό σπουδαιότητας, σε όλες ή ορισμένες μόνο φάσεις εξέλιξης μιας επιχείρησης.

Οι ανάγκες αυτές αντιμετωπίζονται διαφορετικά από τις εκάστοτε διατιθέμενες πηγές: και τεχνικές χρηματοδότησης.

Οι πηγές χρηματοδότησης και οι τεχνικές ποικίλουν από χώρα σε χώρα μέσα στην Ευρωπαϊκή Ένωση, παρά τη σημαντική προσπάθεια που η τελευταία καταβάλλει για ενοποίηση αυτών.

Έτσι, ενώ ο φορέας ανάπτυξης ενός έργου μπορεί να επιλέξει τη χρησιμοποίηση ιδίων κεφαλαίων σε όλες τις φάσεις

ανάπτυξης του έργου, άλλες πηγές χρηματοδότησης - ανεξάρτητα εάν αυτές αφορούν κεφάλαια συμμετοχικά ή δανειακά, ήτοι αποδεχόμενα ή μη τον κίνδυνο, χωρίς ή με τις απαραίτητες εξασφαλίσεις - αποβλέπουν στην ανάκτηση των κεφαλαίων που διατέθηκαν και την πραγματοποίηση κερδών σε διαφορετικές περιόδους και κατά συνέπεια ενεργοποιούνται αυτές σε διαφορετικές φάσεις εξέλιξης της επιχείρησης.

## Κεφάλαιο 1ο

### (Περί των μικρομεσαίων επιχειρήσεων και της χρηματοδότησης αυτών)

#### Ορισμός ΜΜΕ

Ως μικρομεσαίες επιχειρήσεις ορίζονται οι επιχειρήσεις οι οποίες:

- απασχολούν λιγότερους από 250 εργαζόμενους/ ες.
- έχουν ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα 40 εκατομμύρια ευρώ ή έχουν ετήσιο συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα 27 εκατομμύρια ευρώ.
- πληρούν το κριτήριο της ανεξαρτησίας.

Όταν είναι απαραίτητο να γίνει διάκριση μεταξύ μικρών και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων, ως «μικρή επιχείρηση» ορίζεται η επιχείρηση η οποία:

- απασχολεί λιγότερους από 50 εργαζομένους
- έχει ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα 7 εκατομμύρια ευρώ.
- και πληροί το κριτήριο της ανεξαρτησίας.

Ανεξάρτητες επιχειρήσεις είναι εκείνες που δεν ανήκουν κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου, σε μια επιχείρηση η, από κοινού, σε περισσότερες επιχειρήσεις οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στους ορισμούς της ΜΜΕ ή της μικρής επιχείρησης. Υπέρβαση αυτού του ανώτατου ορίου επιτρέπεται στις εξής δύο περιπτώσεις:

- αν η κυριότητα της επιχείρησης ανήκει σε δημόσιες εταιρίες συμμετοχών, σε εταιρίες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου ή θεσμικούς επενδυτές και υπό τον όρο ότι δεν ασκείται έλεγχος ούτε ατομικά ούτε από κοινού
- αν το κεφάλαιο είναι διεσπαρμένο κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μην είναι δυνατό να καθοριστεί ποιος το κατέχει και αν η επιχείρηση δηλώνει ότι μπορεί εύλογα να υποθέσει ότι δεν ανήκει κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο, σε μια επιχείρηση ή, από κοινού, σε περισσότερες επιχειρήσεις, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στους ορισμούς της ΜΜΕ ή της μικρής επιχείρησης.

Όταν πρέπει να γίνει διάκριση μεταξύ των πολύ μικρών επιχειρήσεων και των υπολοίπων. ΜΜΕ, ως «πολύ μικρές επιχειρήσεις» νοούνται εκείνες οι οποίες απασχολούν λιγότερους από 10 εργαζόμενους/ες.

Όταν κοιτά την τελική ημερομηνία κατάρτισης του ισολογισμού, μια επιχείρηση βρίσκεται πάνω ή κάτω από τα όρια τα σχετικά με τον αριθμό εργαζομένων ή τα προαναφερθέντα χρηματοοικονομικά όρια, η κατάσταση αυτή έχει ως αποτέλεσμα την απόκτηση ή την απώλεια, εκ μέρους της επιχείρησης αυτής, του καθεστώτος «ΜΜΕ», μόνο όταν το φαινόμενο αυτό επαναλαμβάνεται επί δύο διαδοχικά οικονομικά έτη.

Ο μέγιστος αριθμός απασχολούμενων ατόμων αντιστοιχεί στον αριθμό ετήσιων μονάδων εργασίας (ΜΜΕ), δηλαδή στον αριθμό εργαζομένων πλήρους απασχόλησης που εργάστηκαν επί ένα έτος. Οι εργαζόμενοι μερικής απασχόλησης και τα άτομα που εργάζονται σε εποχιακή βάση αντιστοιχούν σε κλάσματα ΕΜΕ. Το έτος αναφοράς που λαμβάνεται υπόψη είναι το έτος της τελευταίας κλεισμένης διαχειριστικής χρήσης.

Τα όρια κύκλου εργασιών και συνολικού ισολογισμού είναι εκείνα της τελευταίας δωδεκάμηνης κλεισμένης χρήσης. Στην περίπτωση νεοσύστατων επιχειρήσεων, οι λογαριασμοί των οποίων δεν έχουν κλείσει<sup>1</sup>, ακόμη, τα όρια που λαμβάνονται υπόψη πρέπει να προκύπτουν από αξιόπιστες εκτιμήσεις που πραγματοποιούνται κατά τη διάρκεια του οικονομικού έτους.

Η επιτροπή της Ευρωπαϊκής κοινότητας αναλαμβάνει τη δέσμευση να θεσπίσει τα ενδεδειγμένα μέτρα προκειμένου να προσαρμόσει τις στατιστικές που παράγει σύμφωνα με τις παρακάτω τάξεις μεγέθους:

- Ο εργαζόμενοι
- 1 έως 9 εργαζόμενοι
- 10 έως 49 εργαζόμενοι
- 50 έως 249 εργαζόμενοι
- 250 έως 499 εργαζόμενοι
- 500 εργαζόμενοι και πλέον

Τα τρέχοντα κοινοτικά προγράμματα στα οποία οι ΜΜΕ καθορίζονται με κριτήρια διαφορετικά από τα αναφερόμενα θα συνεχίσουν, κατά την διάρκεια μιας μεταβατικής περιόδου, να εφαρμόζονται προς όφελος των επιχειρήσεων που θεωρούνται ως ΜΜΕ.



## Επιχειρηματικό Κέρδος και Χρήμα

Τη ζωοφόρο πνοή στην επιχείρηση αποτελεί η επιδίωξη αυξημένης αμοιβής στα κεφάλαια του επιχειρηματία. Το κέρδος αποτελεί τη θεμιτή κινητήρια δύναμη της ιδιωτικής προσπάθειας.

Γενικότερα όλες οι δυνάμεις που συγκλίνουν στην επιχείρηση, συνεργαζόμενες ή ανταγωνιζόμενες, επιδιώκουν το δυνατό μεγαλύτερο μερίδιο στο κέρδος. Πολλοί έχουν κατακρίνει το ρόλο του κέρδους. Ίσως η αντίθεση τους να επηρεάζεται περισσότερο από τον τρόπο διανομής του κέρδους, παρά από την αντικειμενική εκτίμηση της συμβολής των φορέων αποκτήσεως του. Η πράξη πάντως έδειξε ότι το επιχειρηματικό κέρδος (στα πλαίσια του μέτρου πάντοτε και όχι της έννομης αγοράς ) αποτελεί τον ακρογωνιαίο λίθο του θεσμού της ιδιωτικής επιχειρήσεως και κατ' επέκταση ένα ισχυρό στήριγμα της ελεύθερης κοινωνίας.

Τα κέρδη του σήμερα είναι οι επενδύσεις του αύριο και η απασχόληση του μεθαύριο, είχε διακηρύξει σε ομιλία του ο πρώην καγκελάριος της Γερμανίας H.Schmidt. Παρά την πολιτική σκοπιμότητα της φράσεως και τις παρατηρήσεις που μπορεί να προκύψουν κατά τη διερεύνηση της υπό το φως της οικονομικής θεωρίας, η φράση επέσυρε την προσοχή του ευρύ κοινού στη σημασία των επενδύσεων με αυτοχρηματοδότηση.

Το κέρδος συμβάλλει στη συνεχή, από χρόνο σε χρόνο διαστολή της εθνικής οικονομίας και στη γενική οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη. Αν δεν υπήρχε η επιθυμία του αυξημένου επιχειρηματικού κέρδους, στο οποίο συμβάλλουν-και τα τραπεζικά κ.λ.π. δάνεια, δεν θα υπήρχε η δυνατότητα των απεριορίστων εντόκων τραπεζικών καταθέσεων. Με την προσδοκία του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους η επιχείρηση αναπτύσσει και διευρύνει τις δραστηριότητες της, επιτελώντας ταυτόχρονα σημαντικό κοινωνικό έργο. Αξιοποιεί πρωτογενείς πόρους, μεταποιεί ακατέργαστες ύλες, καλύπτει ανάγκες των μελών της κοινωνίας με την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών, δημιουργεί ευκαιρίες εργασίας και κοινωνικής αναδείξεως -για τους εργαζομένους, ενισχύει το Κράτος, την τοπική αυτοδιοίκηση κ.λ.π. πληρώνοντας τους φόρους και τις διάφορες εισφορές και γενικά συμβάλλει στην ισχυροποίηση και σταθεροποίηση του κοινωνικού ιστού.

Γίνεται λόγος εδώ για τη μεγάλη επιχείρηση, που έχει υπερβεί το πλαίσιο της ατομικής επιχειρήσεως, που απασχολεί ξένα κεφάλαια και εργατικό δυναμικό πέραν του οικογενειακού.

Πρόκειται για τις μετοχικές επιχειρήσεις κεφαλαίου, όπως είναι οι Α.Ε., οι Ε.Π.Ε. και οι συνεταιρισμοί.

Για την επίτευξη της κερδοφορίας η επιχείρηση καταρτίζει προγράμματα και τα υλοποιεί μέσω αποφάσεων μακράς και βραχυχρόνιας πνοής. Έτσι δημιουργούνται πολλαπλά, αμφίδρομα, ανταλλακτικά ρεύματα με το περιβάλλον. Βασικό χαρακτηριστικό των αμφίδρομων ρευμάτων από και προς την επιχείρηση ( π.χ. Αγορές Πρώτων Υλών, διάθεση προϊόντων, επενδύσεις ) αποτελεί η κυκλοφορία του χρήματος στο ένα από τα δύο ρεύματα (πληρωμές, εισπράξεις). Το χρήμα είναι το κοινό μέτρο για όλες τις οικονομικές δραστηριότητες του ανθρώπου και συνεπώς παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στη ζωή της επιχείρησης.

Παρά τη σπουδαιότητα του χρήματος, η παρακολούθηση της ροής του στην επιχείρηση υστέρησε σημαντικά έναντι του γενικού ρυθμού προόδου, που σημείωσε άλματα από τον 19<sup>ο</sup> αιώνα. Μνημονεύεται ως παράδειγμα η συμβολή του F-W Taylor (1856-1915) στην οργάνωση της εργασίας. Η υστέρηση ίσως θα πρέπει να αποδοθεί στη μυστικοπαθή κάλυψη των κινήσεων του χρήματος. Με την προοδευτική μετάβαση από τις προσωπικές επιχειρήσεις στις επιχειρήσεις διευρυμένης συμμετοχής με διάφορες νομικές μορφές, η λαχτάρα της μυστικοσυγκέντρωσης του χρήματος υποκαταστάθηκε από τη χωρίς προσχήματα επιδίωξη των υψηλών επιδόσεων. Στις εξελίξεις αυτές συνέτεινε η διεύρυνση του ανταγωνισμού, που έλαβε πλέον τις πλανητικές διαστάσεις του ως αυτόνομου προϊόντος. Έτσι έκαναν την εμφάνιση, δίπλα στις αγορές προϊόντων, οι αγορές χρήματος. Το χρήμα αναγνωρίζεται πλέον ως ένα αυτόνομο προϊόν μέσα στην επιχείρηση και απαιτεί την ανάλογη ειδική μεταχείριση. Λέγεται μάλιστα ότι η ροή του χρήματος στην επιχείρηση μπορεί να παραλληλισθεί προς εκείνη του αίματος σε ένα ζωντανό οργανισμό. Τις ανάγκες των επιχειρήσεων σε δάνεια επενδύσεων καλύπτουν οι τράπεζες, με τη διαχείριση των κεφαλαίων των καταθέσεων. Χορηγούν και δάνεια κινήσεως, αλλά σ' αυτόν τον τομέα είναι επίσης έντονη η παρουσία των διεπιχειρησιακών πιστώσεων.

Ο μονοπωλιακός ρόλος των τραπεζών ως ενδιάμεσων στην υποδοχή των κεφαλαίων των καταθετών διαταράχθηκε σε διάφορες αναπτυσσόμενες χώρες κατά τις τελευταίες δεκαετίες με την εμφάνιση νέας μορφής μεσαζόντων. Αυτοί διευκολύνουν απλώς την επαφή μεταξύ αποταμιευτών - επενδυτών και η ροή των κεφαλαίων είναι άμεση. Έτσι δημιουργήθηκε μια νέα αγορά, η χρηματοοικονομική, ως τόπος συναντήσεως της προσφοράς μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και της φερέγγυας ζήτησης» τους.

Σιγά - σιγά η αγορά αυτή επεκτάθηκε και στα μικρής διάρκειας διαθέσιμα κεφάλαια.

## **Επιχείρηση και χρηματοδότηση**

Ο υποψήφιος επιχειρηματίας βρίσκεται αντιμέτωπος στα ακόλουθα βασικά ερωτήματα:

- Ποια δραστηριότητα πρέπει να επιλέξει;
- Ποιες επενδύσεις πρέπει να κάνει;
- Που και πώς θα αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια;

Οι απαντήσεις που θα επιλεγούν θ' αποτελέσουν μακροχρόνιες δεσμεύσεις (στρατηγικές επιλογές ) για τη μελλοντική επιχείρηση. Η επιλογή της δραστηριότητας είναι κυρίως υποκειμενική υπόθεση και επηρεάζεται από την ενδεχόμενη εμπειρία, τη διάθεση σχετικής μορφής κεφαλαίου, τη συγκυρία κ.α. Οι υπόλοιπες επιλογές για το ύψος των επενδύσεων και την πηγή των πόρων εντάσσονται στο χώρο των αντικειμενικών κριτηρίων, διότι προϋποθέτουν τη συμφωνία περισσοτέρων ατόμων με διαφορετικά συμφέροντα.

Ο επιχειρηματίας είναι γνώστης του κινδύνου που αναλαμβάνει με την επιχείρηση. Η επιθυμία και η ελπίδα βελτιώσεως του σημείου εκκινήσεως τον ωθούν στην ανάληψη του κινδύνου. Διαφορετικά δεν θα υπήρχε λόγος να δραστηριοποιηθεί. Στη συνέχεια επιζητεί τη γονιμοποιό για τα δικά του κεφάλαια συνεργασία των ξένων κεφαλαίων. Αν δεν προσδοκούσε ωφέλεια δεν θα υπήρχε ο λόγος ανοίγματος στα χρέη. Εκείνοι όμως που δανείζουν τα κεφάλαια δεν συμμερίζονται τους ξένους κινδύνους και δανείζουν με την προοπτική (βεβαιότητα) να επαναεισπράξουν στις συμφωνημένες προθεσμίες τα κεφάλαια και τους τόκους.

Στην επιχείρηση επιζητείται η ισορροπία μεταξύ ιδίων πόρων και ξένων πόρων. Ο επιτυχής συνδυασμός των δύο αποτελεί τη άριστη λύση και όχι η μονόπλευρη υπερβολή, διότι δημιουργούνται βλαπτικές παρενέργειες. Η διαρκής ενσωμάτωση των κερδών στην επιχείρηση ευνοεί την ανάπτυξη της, αλλά δυσαρεστεί τους μετόχους. Από το άλλο μέρος, η υπέρμετρη προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό θέτει σε κίνδυνο την ανεξαρτησία της επιχειρήσεως έναντι των δανειστών της. Η διαχείριση λοιπόν των καθημερινών δοσοληψιών της επιχειρήσεως, σε ένα πλαίσιο αντιτιθέμενων συμφερόντων θέτει σε δοκιμασία τις μακροπρόθεσμες επιλογές, με την επιβράβευση ή την καταδίκη τους από τα ετήσια αποτελέσματα.

Την ταυτότητα της επιχειρήσεως καθορίζουν οι επενδύσεις της και ο εμπορικός δυναμισμός της, που ολοκληρώνει το σκοπό της παραγωγικής διαδικασίας. Εξίσου σημαντικό στοιχείο για την επιχείρηση είναι η δυνατότητα ομαλής διεκπεραίωσης των τρεχουσών υποθέσεων με την εμπρόθεσμη εξόφληση των υποχρεώσεων της. Μια τέτοια συνεπής συμπεριφορά, που διαμορφώνει το καλό όνομα στην αγορά, μπορεί να εφαρμοσθεί με βάση ειδικό πρόγραμμα και την έγκαιρη λήψη των αναγκαίων μέτρων.

Η φερεγγυότητα απαιτεί διαθέσιμη ρευστότητα, αλλά όχι χωρίς περιορισμούς. Στην επιχείρηση δεν υπάρχουν κεφάλαια χωρίς κόστος. Και η αναμονή έχει το κόστος της, αφού υπάρχει το εναλλακτικό ενδεχόμενο μιας πλέον προσοδοφόρου τοποθετήσεως. Επιβάλλεται λοιπόν η αναζήτηση της ενδεδειγμένης γραμμής πλεύσεως στο χώρο της ρευστότητας, ώστε οι πόροι να αξιοποιούνται παραγωγικά και ταυτόχρονα να ανταποκρίνεται η επιχείρηση εμπρόθεσμα σ' όλες τις υποχρεώσεις της. Εξ ορισμού η επιχείρηση περιέχει το στοιχείο του κινδύνου και είναι δυνατή η μερική αντιμετώπιση του με τον προγραμματισμό.

### **Το αντικείμενο της χρηματοδοτήσεως επιχειρήσεως και τα στελέχη της**

Η λειτουργία της χρηματοδοτήσεως έχει ως κύριους σκοπούς την εξασφάλιση πόρων για τις ενδεδειγμένες επενδύσεις και για την ομαλή καθημερινή λειτουργία, καθώς και τον έλεγχο της αποδοτικότητας όλων των δραστηριοτήτων της επιχειρήσεως. Περιληπτικότερα, η χρηματοδότηση στοχεύει στην εξεύρεση κεφαλαίων και στην αποδοτική τοποθέτησή τους. Ρυθμιστής στην αποδοτικότητα των κεφαλαίων είναι ο επιχειρηματικός κίνδυνος ο οποίος ποικίλλει από την μια στην άλλη επιχείρηση, εξαρτώμενος από πλήθος παραγόντων. Από την κατά το δυνατό πλησιέστερη στάθμιση του κινδύνου επηρεάζεται άμεσα η αποδοτικότητα, δηλαδή το τελικό αποτέλεσμα που θα περιέλθει στους μετόχους.

Σημειώνεται πως η διαχείριση του χρήματος είναι η έσχατη διορθωτική παρέμβαση για την κάλυψη αδυναμιών των άλλων τομέων της επιχειρήσεως. Ταυτόχρονα είναι η πρώτιστη ενέργεια που οδηγεί στην ανάπτυξη της επιχειρήσεως. Μπορεί σ' αυτή τη φάση η τεχνολογία να προηγείται σε προτάσεις, τις αποφάσεις όμως υπαγορεύει πάντοτε η ψύχραιμη λογική της διαχειρίσεως του χρήματος.

Με τον όρο «διαχείριση του χρήματος» εννοούνται οι κρίσιμες για τη ζωή της επιχειρήσεως αποφάσεις, όπως η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, οι νέες επενδύσεις και τα συναφή δάνεια, η τοποθέτηση διαθέσιμων κεφαλαίων σε τίτλους αξιών κ.ο.κ. Η τελευταία περίπτωση εγγίζει ένα καινούργιο τομέα για την χρηματοδότηση επιχειρήσεων. Εκτός από τον παραδοσιακό ρόλο της αναζήτησης κεφαλαίων με χαμηλό κόστος προβάλλει τώρα και ο νέος ορίζοντας. Πρόκειται για την πώληση των χρηματοοικονομικών τίτλων, όπως οι μετοχές, οι ομολογίες, τα ομόλογα, που είναι συμβόλαια μελλοντικής ροής χρήματος. Όλα αυτά τα προϊόντα αποτελούν το αντικείμενο της κεφαλαιαγοράς, που με την εξέλιξη της επιδιώκει την αμεσότερη επαφή μεταξύ αποταμιευτών και επενδυτών, κυρίως των επιχειρήσεων.

Για τις πρώτες ανοίγει η νέα αγορά, ενώ για τις άλλες παραμένει η τραπεζική αγορά ως μοναδική σχεδόν εξωτερική πηγή κεφαλαίων.

Στις μικρές επιχειρήσεις την κίνηση του χρήματος ρυθμίζει ο ιδιοκτήτης τους. Στις μεγάλες επιχειρήσεις η διαχείριση του χρήματος παρακολουθείται από ειδική υπηρεσία, με επικεφαλής ανώτατο στέλεχος στη διοικητική ιεραρχία και ίσως το γενικό διευθυντή. Τις τρέχουσες χρηματοοικονομικές υποθέσεις διεκπεραιώνουν τα στελέχη της οικονομικής υπηρεσίας και του λογιστηρίου.

Εκτεταμένο και άκρως ενδιαφέρον το πεδίο δράσεως των στελεχών της χρηματοδοτήσεως. Σχετίζεται άμεσα τόσο με τις καθημερινές τακτικές αποφάσεις και τον έλεγχο, όσο και με τις στρατηγικές αποφάσεις της επιχειρήσεως. Γενική επιδίωξη, αποτελεί η αύξηση της αξίας της επιχειρήσεως και αυτό γίνεται με την λεπτομερή παρακολούθηση του κόστους των χρηματοοικονομικών συναλλαγών, την προσεκτική διαχείριση των κινδύνων (συνάλλαγμα, επιτόκια), τη θεραπεία ανοικτών πληγών αδράνειας ή απώλειας πόρων (αποθέματα, πελάτες).

Η υπηρεσία χρηματοδότησης είναι συγκεντρωμένη και ελάχιστα δημοφιλής. Απασχολεί περιορισμένο αριθμό στελεχών με ευρεία και εξειδικευμένη παιδεία στους τομείς διοικήσεως επιχειρήσεων, λογιστικής, κεφαλαιαγοράς, δικαίου, πληροφορικής, ξένων γλωσσών κ.ο.κ. Καθημερινά μέτωπα αναμετρήσεως η λογιστική, η φορολογία, οι προθεσμίες πληρωμών και εισπράξεων με τη σωρεία ψυχοκοινωνιολογικών προεκτάσεων, η πειστική πληροφόρηση προπαντός της διοικήσεως, η έγκαιρη διάγνωση, ο έλεγχος και ο απολογισμός.

Την πολυπλοκότητα των καθηκόντων συνοψίζει ο B. Thiry (Le Figaro 17-6-1989) στην ακόλουθη φράση: «...Σε μια επιχείρηση

μέσου μεγέθους, με γραφεία σε πέντε χώρες, που εξάγει σε οκτώ νομίσματα, που χρησιμοποιεί εικοσιπέντε εργαλεία οφειλών, οκτώ εργαλεία τοποθέτησης χρημάτων και έξι εργαλεία καλύψεως και που διατηρεί συναλλαγές με είκοσι τράπεζες σε καθεμιά από τις οποίες ομιλεί συνήθως με δέκα πρόσωπα ... Όλα αυτά πρέπει να αντιμετωπισθούν...».

Εκτός από τα εσωτερικά στελέχη την κίνηση του χρήματος στην επιχείρηση παρακολουθούν διάφοροι εξωτερικοί αναλυτές για ποικίλες σκοπιμότητες.

## Η χρηματοδοτική λειτουργία τις επιχειρήσεως

Η χρηματοδοτική λειτουργία της επιχειρήσεως σε γενικές γραμμές αναφέρεται α) στην εξασφάλιση κάτω από τους πιο ευνοϊκούς δυνατόν όρους των κεφαλαίων, που είναι αναγκαία για την πραγματοποίηση των σκοπών της και β) στην πιο αποδοτική επένδυση των κεφαλαίων, που εκείνη διαθέτει σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία.

Ο όρος κεφάλαιο θεωρείται, ότι περιλαμβάνει κάθε μέσον πληρωμής (μετρητά, επιταγές κ.λ.π.), καθώς και τις πιστώσεις, που παρέχονται στην επιχείρηση από διαφορές πηγές (π.χ. τράπεζες, προμηθευτές πρώτων υλών ή μηχανικού εξοπλισμού κ.ά.).

Περιπτώσεις επενδύσεων είναι i) η απόκτηση ή χρήση παραγωγικών μέσων, όπως τα μηχανήματα και οι κτιριακές εγκαταστάσεις, ii) η συμμετοχή σε άλλες επιχειρήσεις, iii) η διατήρηση αποθεμάτων αγαθών, που είναι αναγκαία για τη λειτουργία του κυκλώματος παραγωγής και διαθέσεως των προϊόντων της επιχειρήσεως - πρώτες ύλες, ημικατεργασμένα προϊόντα, έτοιμα προϊόντα, iv) η χρηματοδότηση των πελατών, v) οι καταθέσεις στις τράπεζες και τα ρευστά στο ταμείο κ.ά.

Οι επενδύσεις κεφαλαίου, που υπάρχουν σε μια δεδομένη στιγμή στην επιχείρηση, απεικονίζονται από τα στοιχεία του ενεργητικού στον ισολογισμό της.

Τα περιουσιακά στοιχεία, που διαθέτει η επιχείρηση διακρίνονται σε κατηγορίες ανάλογα με την ευκολία, που μπορούν αυτά να ρευστοποιηθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα. Τα πάγια στοιχεία (γήπεδα, κτίρια, μηχανικός εξοπλισμός), καθώς και οι συμμετοχές σε άλλες εταιρίες, δεν είναι εύκολο συνήθως να ρευστοποιηθούν αμέσως μόλις παραστεί η ανάγκη, χωρίς απώλεια σημαντικού μέρους της αξίας τους. Σχετικά ευκολότερη είναι η ρευστοποίηση των αποθεμάτων πρώτων υλών,

ημικατεργασμένων και έτοιμων προϊόντων, αν και, όταν παρουσιαστεί άμεση ανάγκη, η ρευστοποίηση τους δεν είναι δυνατό να αποδώσει την πλήρη αξία τους. Το ίδιο ισχύει για τις πιστώσεις που η εταιρεία στους πελάτες της. Πλήρη ρευστότητα βέβαια παρουσιάζουν τα στοιχεία ταμείο και διαθέσιμα.

Οι πηγές από τις οποίες προέρχονται τα κεφάλαια διακρίνονται σε εσωτερικές και εξωτερικές. Οι εσωτερικές πηγές συνδέονται με τη δράση της ίδιας της επιχειρήσεως και αφορούν στα κέρδη που παρακρατούνται και τις αποσβέσεις πάγιων στοιχείων. Εξωτερικές πηγές κεφαλαίων είναι οι διάφορες κεφαλαιαγορές και οι χρηματαγορές, οργανωμένες και μη.

Η διάκριση ανάμεσα στους όρους «κεφαλαιαγορά» και «χρηματαγορά» αφορά στη χρονική διάρκεια του κεφαλαίου. Χρηματαγορά είναι η συνάντηση της προσφοράς και της ζήτησεως κεφαλαίων, που δεν υπερβαίνουν σε διάρκεια το έτος και κεφαλαιαγορά των κεφαλαίων εκείνων που έχουν διάρκεια πέραν του έτους. Η διάκριση αυτή δεν είναι ουσιαστική, γιατί και οι δύο αγορές αναφέρονται σε μέσα πληρωμών, αλλά έχει επικρατήσει στη χρηματοοικονομική ορολογία.

Περιπτώσεις οργανωμένων κεφαλαιαγορών είναι το Χρηματιστήριο, όπου προσφέρονται και ζητούνται κεφάλαια για συμμετοχή σε επιχειρήσεις, καθώς και για δανεισμό τους έναντι τίτλων (μετοχές και ομόλογα), και το τραπεζικό σύστημα, εθνικό και διεθνές.

Σε ότι αφορά τη λειτουργία των οργανωμένων κεφαλαιαγορών και ιδιαίτερα του Χρηματιστηρίου διακρίνουμε δύο επιμέρους αγορές, την πρωτογενή και τη δευτερογενή.

Στην πρωτογενή αγορά οι επιχειρήσεις αντλούν νέα κεφάλαια από το ευρύ επενδυτικό κοινό με την αντίστοιχη έκδοση και διάθεση αξιόγραφων.

Η δευτερογενής αγορά αφορά τις συναλλαγές στα αξιόγραφα αυτά καθαυτά μετά τη διάθεση τους στο επενδυτικό κοινό. Η ύπαρξη δευτερογενών αγορών για τα αξιόγραφα ενισχύει εμμέσως τη ροή κεφαλαίων προς τις επιχειρήσεις στην πρωτογενή αγορά επειδή παρέχει την ευχέρεια στους υποψήφιους επενδυτές να ρευστοποιήσουν εύκολα το κεφάλαιο που δεσμεύουν στα σχετικά αξιόγραφα.

Μη οργανωμένη κεφαλαιαγορά αποτελεί η προσφορά και η ζήτηση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κεφαλαίων μεταξύ διάφορων προσώπων, νομικών ή φυσικών, που δεν είναι τράπεζες, όπως είναι η πίστωση πέραν του έτους, -ου δίνει ο προμηθευτής μηχανικού εξοπλισμού στον πελάτη του, ή το

κεφάλαιο, που καταβάλλει ένας ιδιώτης για συμμετοχή ως μέτοχος σε ανώνυμη εταιρεία που δεν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο.

Περιπτώσεις οργανωμένης χρηματαγοράς είναι η προσφορά και η ζήτηση βραχυπρόθεσμων πιστώσεων ή δανείων μεταξύ των τραπεζών αφ' ενός και των επιχειρήσεων αφ' ετέρου (π.χ. πιστώσεις ανοικτού λογαριασμού, προεξοφλήσεις γραμματίων κ.ά.). Περιπτώσεις μη οργανωμένων χρηματαγορών αποτελούν οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις, που δίνονται από τις επιχειρήσεις στους πελάτες τους και τα βραχυπρόθεσμα δάνεια που δίνουν διάφοροι ιδιώτες (συνήθως με ενέχυρο σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία) προς τις επιχειρήσεις.

Εκτός από την ανωτέρω διάκριση, το κεφάλαιο, του χρησιμοποιεί η επιχείρηση διακρίνεται, εξάλλου, ανάλογα με το αν ανήκει αυτό ή όχι στους μετόχους σε *ίδιο* και *ξένο*.

Στο ίδιο περιλαμβάνονται α) το μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή εκείνο που έχει σχηματιστεί από τις εισφορές των μετόχων, την κεφαλαιοποίηση παρακρατηθέντων κερδών ή την αναπροσαρμογή της αξίας των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, έχει κατανεμηθεί σε ίσα μέρη που απεικονίζονται σε τίτλους μεταβιβάσιμους και που έχουν την ιδιότητα του αξιόγραφου, και β) τα διάφορα αποθεματικά, στα οποία προστίθεται και το υπόλοιπο από τα κέρδη, που μεταφέρεται σε νέο από την προηγούμενη χρήση.

Ξένο είναι το κεφάλαιο, που ανήκει στους δανειστές (ή πιστωτές) της εταιρείας, δηλαδή σε όσους έχουν ενοχικά δικαιώματα απέναντι της. Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει τα διάφορα ενυπόθηκα δάνεια, τραπεζικά ή μη, τα ομολογιακά δάνεια, τις πιστώσεις, που χορηγούν οι προμηθευτές πάγιου εξοπλισμού ή πρώτων υλών, η μη άμεση καταβολή δαπανών ή υποχρεώσεων (π.χ. φόροι στο Δημόσιο, εισφορές στα ασφαλιστικά ταμεία), οι προκαταβολές των πελατών έναντι των παραγγελιών τους κ.ά.

Επίσης, τα κεφάλαια διακρίνονται σε κατηγορίες όπου χρησιμοποιείται ως κριτήριο η διάρκεια τους, δηλαδή ο χρόνος, που προορίζονται να παραμείνουν στη διάθεση της επιχείρησης. Με κριτήριο τη διάρκεια τα κεφάλαια ταξινομούνται σε α) μακροπρόθεσμα, β) μεσοπρόθεσμα και γ) βραχυπρόθεσμα.

Οι απόψεις για τα χρονικά όρια κάθε κατηγορίας καθώς και για τη χρησιμότητα της ενδιάμεσης κατηγορίας των μεσοπρόθεσμων κεφαλαίων δίστανται. Η συνηθισμένη πάντως πρακτική είναι να θεωρούνται ως μακροπρόθεσμα.



## Οι αποφάσεις για τη χρηματοδότηση

Η δεύτερη βασική κατηγορία αποφάσεων αφορά στις επιλογές ανάμεσα σε διάφορες κατηγορίες κεφαλαίων, που αναφέραμε προηγουμένως για τη χρηματοδότηση των δραστηριοτήτων της επιχειρήσεως. Οι αποφάσεις αυτές θα καθορίσουν τη σχέση ανάμεσα σε ίδια και ξένα κεφάλαια και τα ποσοστά συμμετοχής μακροπρόθεσμων, μεσοπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων και ειδικότερα κάθε υποκατηγορίας κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως.

Οι επιλογές, που θα γίνουν στην περίπτωση αυτή θα καθορίσουν α) την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχειρήσεως και β) το βαθμό κινδύνου που θα παρουσιάζει αυτή για τους χρηματοδότες της, με την έννοια της ικανότητας να διαθέτει τα μετρητά για να πληρώνει σ' αυτούς την αμοιβή, που δικαιούνται ή αναμένουν για τα κεφάλαια, που έχουν διαθέσει.

Οι αποφάσεις για κεφαλαιακή διάρθρωση πρέπει να αποβλέπουν στη χρηματοδότηση της επιχειρήσεως με το χαμηλότερο δυνατόν κόστος γι' αυτήν και το μικρότερο κίνδυνο για τους χρηματοδότες της.

Επίσης, τα κεφάλαια, που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση κάποιου στοιχείου πρέπει να έχουν διάρκεια τουλάχιστον ίση με τη χρονική περίοδο, που θα χρησιμοποιηθεί αποδοτικά το στοιχείο αυτό. Διαφορετικά είναι πολύ πιθανό να αναγκαστεί η επιχείρηση να ρευστοποιήσει πρόωρα το στοιχείο αυτό για να αποδοθεί το κεφάλαιο στους δικαιούχους του, γεγονός που συνεπάγεται συνήθως σημαντική ζημιά.

Γι' αυτό η κεφαλαιακή διάρθρωση κατά χρονική διάρκεια των κεφαλαίων συνδέεται με τη σύνθεση του ενεργητικού κατά κατηγορίες στοιχείων δια φόρων βαθμών ρευστότητας και αντιστρόφως οι επιλογές, που θα γίνουν αναφορικά με τις επενδύσεις δεν θα πρέπει να είναι ανεξάρτητες από το χρόνο λήξεως των κεφαλαίων, που αυτή διαθέτει.

## Ανάγκη σε κεφάλαια κίνησης

### Ρευστότητα

Τα πρόσφατα μέτρα κατά του πληθωρισμού σε συνδυασμό με την παρατηρούμενη κάμψη των πωλήσεων επανέφεραν στο προσκήνιο προβλήματα χρηματοδότησεως των επιχειρήσεων.

Προκειμένου να μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στις υποχρεώσεις που έχουν αναλάβει για την καθημερινή τους λειτουργία, οι επιχειρήσεις σήμερα αντιμετωπίζουν ταμειακές προπάντων δυσχέρειες που οφείλονται κατά πρώτον στην έλλειψη ρευστότητας.

*Ρευστότητα* είναι η ικανότητα της επιχειρήσεως να αντεπεξέρχεται στις υποχρεώσεις της για πληρωμές. Η ρευστότητα συνήθως διακρίνεται σε:

- Ρευστότητα 1<sup>ου</sup> βαθμού. *Μετρητά* (ρευστά), διαθέσιμες επιταγές, οι οποίες μπορούν να εξαργυρωθούν αμέσως, τραπεζικές καταθέσεις όψεως καθώς και προεξοφλήσιμες συναλλαγματικές.
- Ρευστότητα 2<sup>ου</sup> βαθμού. Εδώ περιλαμβάνονται στοιχεία, τα οποία σχετικά εύκολα μπορούν να ρευστοποιηθούν, όπως απαιτήσεις έναντι πελατών, έτοιμα και ημιέτοιμα προϊόντα, μεταχρονολογημένες επιταγές με ημερομηνία εισπράξεως όχι απομακρυσμένη καθώς και χρεόγραφα που εύκολα πωλούνται (π.χ. ομόλογα).
- Ρευστότητα 3<sup>ου</sup> βαθμού. Εδώ περιλαμβάνονται στοιχεία που δύσκολα μπορούν να ρευστοποιηθούν, όπως πάγιος εξοπλισμός και εγκαταστάσεις, εμπορεύματα και πρώτες ύλες για τις οποίες δεν ανευρίσκονται αγοραστές κ.λ.π.

Στην καθημερινή επιχειρησιακή γλώσσα με τον όρο «ρευστότητα» συνήθως εννοούμε την ρευστότητα 1<sup>ου</sup> βαθμού, δηλαδή τα διαθέσιμα της επιχειρήσεως σε μετρητά, επιταγές αμέσως πληρωτέες καθώς και τις καταθέσεις όψεως στην τράπεζα.

### Υπολογισμός του ύψους των αναγκών στα κεφάλαια κινήσεως.

Οι επιχειρήσεις έχουν βασικά ανάγκη από δύο είδη χρηματικών πόρων: Αφ' ενός πόρους για κεφάλαια κινήσεως, που προορίζονται για την εξασφάλιση της απρόσκοπτης λειτουργίας τους, π.χ. για την αγορά πρώτων και βοηθητικών υλών, πληρωμή

εξόδων προσωπικού, γενικών εξόδων κ.λ.π. Και αφ' ετέρου πόρους για την απόκτηση του πάγιου τους εξοπλισμού και των άλλων εγκαταστάσεων παραγωγής τους. Ο γνωστός χρυσός κανόνας της χρηματοδότησεως ορίζει ότι τα πάγια των επιχειρήσεων και ένα τουλάχιστον μέρος των κεφαλαίων κινήσεως τους. επειδή ακριβώς δεσμεύονται για μακρά χρονικά διαστήματα, πρέπει να χρηματοδοτούνται από ίδιους πόρους (ίδια κεφάλαια) και από μακροπρόθεσμα δάνεια. Η χρηματοδότηση όμως των κεφαλαίων κινήσεως οφείλει βασικά να συντελείται από βραχυπρόθεσμες πηγές άντλησης ρευστών.

## Κεφάλαιο 2°

### (Η σημασία του κεφαλαίου στη σύγχρονη οικονομία)

#### Εισαγωγή

Με την εξειδίκευση η οποία συνεχώς αναπτύσσεται σε όλους τους κλάδους και με τη μηχανοποίηση που είναι συνδεδεμένη με αυτή, ο συντελεστής «κεφαλαίο» αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία και σπουδαιότητα απέναντι στους άλλους συντελεστές της παραγωγής.

Η εποχή μας, που είναι εποχή ραγδαίας ανάπτυξης, ζητά συνέχεια την έντονη χρησιμοποίηση των κεφαλαίων. Η χρησιμοποίηση νέων ενεργειακών δυνάμεων στο κοντινό μέλλον για παραγωγικούς σκοπούς αλλά και η διάδοση του αυτοματισμού φυσικό είναι να οδηγούν σε μεγάλες επενδύσεις -ου απαιτούν τεράστια κεφάλαια.

Ο εμπορικός τομέας, για να ανταποκριθεί στη διάθεση των μεγάλων ποσοτήτων των παραγόμενων αγαθών και να επιταχύνει την κυκλοφορία των αγαθών και να δώσει τις απαραίτητες πιστωτικές διευκολύνσεις στους ενδιαμέσους για να αυξήσει και να προωθήσει τις πωλήσεις τους, θα αναγκαστεί να χρησιμοποιήσει καινούργια μέσα που υπαγορεύουν στη συνέχεια χρησιμοποίηση τεράστιων ποσών κεφαλαίου.

Έτσι προβλέπεται ότι για τα επόμενα χρόνια θα έχουμε μπροστά μας τεράστια προβλήματα χρηματοοικονομικής φύσης και υποθέτουμε ότι στο κοντινό μέλλον οι ανάγκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων θα ξεπεράσουν τις δυνατότητες όχι μόνο των φορέων τους, αλλά και της ίδιας της κεφαλαιαγοράς, που θα προσπαθήσει να ανταποκριθεί χρονικά και ποσοτικά στις μεγάλες αυτές απαιτήσεις.

Σαν συνέπεια όλων αυτών προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις θα αναγκαστούν να χρησιμοποιήσουν πλήρες σύστημα χρηματοοικονομικού λογισμού για να μπορούν να ελέγχουν κάθε επένδυση κεφαλαίων και να κατορθώσουν να αλλάξουν και να αναθεωρήσουν την ασκούμενη μέχρι τώρα εμπειρική πολιτική χρηματοδότησης με βάση τις αρχές της επιστημονικής διοίκησης των επιχειρήσεων.

Το χρηματοοικονομικό σύστημα ή τραπεζικό, πιστωτικό, ή νομισματικό σύστημα, αποτελείται από οργανισμούς και οργανωμένες αγορές οι οποίες εξυπηρετούν τις επιχειρήσεις και

το«ς ιδιώτες στη χρηματοδότηση αγαθών και υπηρεσιών, στην επένδυση κεφαλαίου και στη μεταβίβαση χρεογράφων. Ένα αποτελεσματικό χρηματοοικονομικό σύστημα είναι απαραίτητο για μια εύρωστη και δυναμική οικονομία. Ο κύριος ρόλος του είναι η κατανομή του κεφαλαίου στην οικονομία. Οι αποταμιεύσεις των ιδιωτών κατατίθενται στις διάφορες τράπεζες, από τις οποίες δανείζονται άλλοι ιδιώτες με σκοπό να αγοράσουν διαρκή αγαθά ή να κτίσουν ένα σπίτι και επίσης δανείζονται οι επιχειρήσεις για να αγοράσουν μηχανήματα, να κτίσουν ένα εργοστάσιο κ.λ.π. Οι χώρες που έχουν αναπτυγμένο το χρηματοοικονομικό σύστημα έχουν αφθονία κεφαλαίων, ενώ οι χώρες με φτωχό χρηματοοικονομικό σύστημα βρίσκονται σε πολύ χαμηλό επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης και επιζητούν για τις επενδύσεις τους εξωτερικό δανεισμό, βασικά από τις αναπτυγμένες χώρες και τους διεθνείς οργανισμούς. Έτσι ο βασικός ρόλος του χρηματοοικονομικού συστήματος σε μια οικονομία είναι η μετατροπή των αποταμιεύσεων ιδιωτών και εταιριών σε επενδύσεις, δηλαδή η αγορά κεφαλαιουχικών αγαθών τα οποία προορίζονται για την παραγωγή αγαθών και υπηρεσιών, οι οποίες γίνονται από άλλους. Το σύστημα δηλαδή παρέχει τα κύρια μέσα με τα οποία ένα άτομο, το οποίο έχει αποταμιεύσει χρήματα από το τρέχον εισόδημα του, μπορεί να μεταβιβάσει αυτές τις αποταμιεύσεις σε κάποιον, στον οποίο παρουσιάζονται παραγωγικές επενδυτικές ευκαιρίες και χρειάζεται χρήματα για να τις χρηματοδοτήσει. Η μεταβίβαση του χρήματος σχεδόν πάντοτε έχει σαν αποτέλεσμα τη δημιουργία ενός χρηματοοικονομικού ενεργητικού στοιχείου (χρεόγραφο, financial asset), το οποίο είναι μια απαίτηση εναντίον του μελλοντικού εισοδήματος και των στοιχείων του ενεργητικού των ατόμων που εκδίδουν το χρηματοοικονομικό αυτό ενεργητικό στοιχείο ή χρεόγραφο. Από την άποψη όμως του εκδότη αυτή η απαίτηση των άλλων δημιουργεί μια χρηματοοικονομική υποχρέωση. Επομένως για κάθε χρεόγραφο κυριότητας τρίτου υπάρχει η αντίστοιχη υποχρέωση του εκδότη. Τα χρεόγραφα (ή χρηματοοικονομικά ενεργητικά στοιχεία) αποτελούν το βασικό προϊόν του τραπεζικού ή πιστωτικού ή χρηματοοικονομικού συστήματος.

Τα χρηματοοικονομικά ενεργητικά στοιχεία εμπίπτουν σε τρεις γενικές κατηγορίες: α) στο χρήμα το οποίο εκδίδει η πολιτεία μέσω της Τράπεζας τη; Ελλάδος και δημιουργούν επίσης οι εμπορικές τράπεζες με τις καταθέσεις όψεως με τη μορφή των πιστώσεων και την έκδοση των επιταγών, β) χρεόγραφα δανεισμού (debt) και γ) χρεόγραφα ιδιοκτησίας (stocks). Η έμφαση στο κεφάλαιο αυτό θα είναι η δημιουργία χρεογράφων δανεισμού

(ομολογιών κ.λ.π.) και χρεογράφων ιδιοκτησίας, δηλαδή μετοχών (κοινών και προνομιούχων). Αλλά για τις μετοχές και τις ομολογίες θα μιλήσουμε παρακάτω σε ξεχωριστά κεφάλαια.

Εκτός όμως απ' αυτό, η πολιτική χρηματοδότησης που εφαρμόζεται επιτυχημένα οδηγεί στην επιτυχία μεγαλύτερης οικονομικότητας στην επιχείρηση όχι μόνο γιατί υποβοηθά στην εκλογή της φθηνότερης μορφής χρηματοδότησης, αλλά και γιατί ελέγχει όλες τις επενδύσεις και εμποδίζει την πραγματοποίηση των μη αποδοτικών από αυτές.

## Αγορές χρηματοδότησης

Η χρηματαγορά ή, διαφορετικά, αγορά πίστης συμπεριλαμβάνει δύο μικρότερα τμήματα, δηλαδή την αγορά χρήματος (money market), όπου εξισορροπείται η προσφορά και η ζήτηση του βραχυπρόθεσμου κεφαλαίου, κυρίως δανειακού κεφαλαίου, που πρέπει να πληρωθεί σ' ένα χρόνο - και μέσα στην αγορά του χρήματος μπορούν να διαμορφωθούν μερικότερες αγορές με βάση το κριτήριο του χρόνου ( 1 μήνα, 6 μήνες κ.λ.π. ) - και την αγορά κεφαλαίου (capital market), στην οποία διαπραγματεύονται μακροπρόθεσμα κεφάλαια είτε με τη μορφή του δανεισμού είτε με τη μορφή των συμμετοχών.

Τα δύο αυτά τμήματα της χρηματαγοράς, ή αγοράς πίστης, είναι αλληλένδετα και αλληλεξαρτημένα, γιατί μερικές αιχμές προσφοράς και ζήτησης εμφανίζονται στη μία αγορά και όταν δεν μπορούν να ικανοποιηθούν μεταπηδούν στην άλλη αγορά.

Οι αλληλεπιδράσεις ανάμεσα στις δύο αγορές μπορεί να προέρχονται και από άλλους παράγοντες, όπως είναι οι νομισματικές συνθήκες μιας χώρας (επεκτατικής και συσταλτικής πολιτικής του κράτους μέσω της ανοιχτής αγοράς) ή οι αυξομειώσεις της αποδοτικότητας των μετόχων και ομολογιών, που συνδυάζονται με νομισματική σταθερότητα και ικανοποιητικό επιτόκιο τραπεζικών καταθέσεων ή με νομισματική αστάθεια και μικρό επιτόκιο τραπεζικών καταθέσεων, οδηγώντας σε μετακινήσεις προσφερόμενου κεφαλαίου από τη μία αγορά στην άλλη.

Η αγορά χρήματος χρησιμεύει κυρίως για τη χρηματοδότηση της καθαρά παραγωγικής λειτουργίας της επιχείρησης ή της εμπορικής της δραστηριότητας, πολύ σπάνια δε για τις επενδύσεις, ενώ η αγορά κεφαλαίου προσφέρεται για τη χρηματοδότηση των επενδύσεων. Και οι δύο αγορές από πλευράς έκτασης διαιρούνται σε κλειστές και ανοικτές. Κλειστές αγορές

χρήματος ή κεφαλαίου είναι εκείνο το τμήμα των αγορών όπου τυπικά είναι δυνατή η άμεση εξίσωση προσφοράς και ζήτησης είτε βραχυπρόθεσμων είτε μακροπρόθεσμων πιστώσεων. Όργανα των κλειστών αγορών είναι συνήθως οι τράπεζες, σε περίπτωση δε μακροπρόθεσμου κεφαλαίου και οι εταιρίες χρηματοδότησης. Ανοικτές αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι εκείνες που βγαίνουν από τα περιορισμένα τυπικά όρια, βασικό δε όργανο αυτών είναι το χρηματιστήριο, όπου γίνονται πράξεις είτε βραχυπρόθεσμης φύσης (μέσω προεξόφλησης ή αγοράς συναλλάγματος κ.λ.π.) είτε μακροπρόθεσμης, όπως οι κεφαλαιακές συμμετοχές (αγοραπωλησίες μετοχών) ή οι δανεισμοί (αγοραπωλησίες οποιασδήποτε φύσης ομολογιών).

Από άλλη άποψη και μάλιστα ανάλογα με το όργανο που μεσολαβεί σ' αυτές, οι αγορές κεφαλαίων και χρήματος μπορούν να διακριθούν σε οργανωμένες και ανοργάνωτες.

Η οργανωμένη αγορά χρήματος περιλαμβάνει το τμήμα της χρηματιστηριακής αγοράς, όπου κυρίως γίνονται οι πράξεις βραχυπρόθεσμου δανεισμού για χρεόγραφα και το τμήμα της τραπεζικής αγοράς όπου διαπραγματεύονται οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις. Ανάλογα με τον τρόπο των χορηγούμενων πιστώσεων και το χρόνο λήξης, διακρίνουμε τις παρακάτω κατηγορίες της αγοράς χρήματος των τραπεζών:

1. Η προεξοφλητική πίστη.
2. Η πίστη για τρεχούμενους λογαριασμούς.
3. Η πίστη βάσει συναλλαγματικών τρίτων.
4. Η πίστη βάσει συναλλαγματικής ίδιας αποδοχής.
5. Η πίστη βάσει ενέχυρου κ.λ.π.

Το χρηματιστήριο είναι οργανωμένη αγορά προσφοράς και ζήτησης κεφαλαίων με όρους που εγγυώνται τη μεγαλύτερη δυνατή ασφάλεια και την άμεση αποδοτικότητα με καθεστώς πλήρους ανταγωνισμού και δημοσιότητας.

Το χρηματιστήριο προσφέρει δυνατότητες τόσο αρχικής χρηματοδότησης επενδύσεων για επιχειρήσεις (με έκδοση τίτλων) όσο και δυνατότητα ρευστοποίησης των χρηματιστηριακών τίτλων.

Η ανοργάνωτη αγορά χρήματος περιλαμβάνει τις εξωχρηματιστηριακές και εξωτραπεζικές αναπτυσσόμενες σχέσεις οποιασδήποτε φύσης ανάμεσα στους ιδιώτες. Οι πιστώσεις της κατηγορίας αυτής, τόσο από άποψη χρόνου, όσο και από άποψη τρόπου χορήγησης τους, είναι τελείως διαφορετικές από τις προηγούμενες.

Το χρηματιστήριο σαν οργανωμένος τομέας της κεφαλαιαγοράς και η ανοργάνωτη εξωχρηματιστηριακή αγορά βρίσκονται σε αμοιβαία εξάρτηση μεταξύ τους. Η τελευταία δεν έχει

ενιαία συγκρότηση ούτε έχει δημοσιότητα. Αυτή δημιουργεί τα διαθέσιμα κεφάλαια της από τους ιδιώτες, από υψηλότοκα και συνήθως πάνω από τα νόμιμα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων δανείων, τοποθετεί δε αυτά κατά κανόνα μακροπρόθεσμα. Τέλος στην οργανωμένη αγορά κεφαλαίων η κυκλοφορία μακροπρόθεσμων κεφαλαίων γίνεται μέσω τραπεζών και χρηματιστηρίων με συμβάσεις επί χρεογράφων και υποθηκών ή με έκδοση και κυκλοφορία τίτλων σταθερού ή μεταβλητού εισοδήματος. Στην ανοργάνωτη αγορά, που δεν είναι κάτω από την επήρεια των τραπεζών και του χρηματιστηρίου, οι συναλλαγές μεταξύ ιδιωτών γίνονται είτε μετά από αγγελίες είτε με τη μεσολάβηση τρίτων προσώπων.

Έτσι η οργανωμένη αγορά κεφαλαίων μπορεί να υποδιαιρείται: σε αγορά τίτλων σταθερού τόκου (ομολογίες) και σε αγορά τίτλων μεταβλητού εισοδήματος (μετοχές). Η αγορά τίτλων σταθερού τόκου μπορεί να υποδιαιρείται σε αγορά κρατικών ομολογιών και σε αγορά ιδιωτικών ομολογιών (βιομηχανικών, τραπεζικών, υποθηκικών), η δε αγορά μεταβλητού εισοδήματος μπορεί να αναφέρεται σε μετοχές βιομηχανιών, τραπεζών, μεταφορών κ.λ.π. Με τον όρο χρηματαγορά δεν υποδηλούται τίποτε άλλα εκτός από το σύνολο των διεργασιών των τεχνικών που είναι απαραίτητες για την επαφή της αγοράς με τη ζήτηση των κεφαλαίων. Όπως αναφέρθηκε πιο πάνω, ο όρος χρηματαγορά χρησιμοποιείται μόνό για το βραχυπρόθεσμο τμήμα της αγοράς χρήματος, ενώ για το μακροπρόθεσμο τμήμα χρησιμοποιείται ο όρος κεφαλαιαγορά. Η διάκριση αυτή δεν φαίνεται να είναι πολύ πετυχημένη γιατί:

α) Η εννοιολογική διαφορά μεταξύ χρήματος και κεφαλαίου, όπως υπονοείται στον πιο πάνω διαχωρισμό της αγοράς χρήματος, δεν είναι ορθή, γιατί και στα δύο τμήματα δεν είναι το χρήμα (τραπεζογραμμάτια ή καταθέσεις όψεως) που διαπραγματεύεται, αλλά οι υποχρεώσεις διάφορων λήξεων σε χρήμα. Οι υποχρεώσεις δε, μπορούν να εκφράζονται είτε με μορφή τίτλων (χρεογράφων) είτε με μορφή προφορικών υποσχέσεων. Εδώ κυριαρχεί η πρώτη μορφή. Άρα ενώ μπορεί κάποιος να ομιλεί για διάφορες υποαγορές (που είναι τμήματα ολόκληρης της χρηματαγοράς) ανάλογα με τα διαφορετικά χαρακτηριστικά των τίτλων, δεν μπορεί να συγχέεται η έννοια χρήμα με την έννοια κεφάλαιο. Ο λόγος που δικαιολογεί να χρησιμοποιούμε τον όρο χρηματαγορά για το βραχυπρόθεσμο τμήμα αυτής οφείλεται στο γεγονός ότι σε μερικές χώρες το βραχυπρόθεσμο τμήμα της χρηματαγοράς εξαντλείται με τις συναλλαγές των εμπορικών τραπεζών,



β) Ο δεύτερος λόγος του διαχωρισμού μεταξύ κεφαλαιαγοράς και χρηματαγοράς είναι μάλλον ιστορικός, γιατί προέρχεται από το γεγονός ότι η αγορά για τον μακροπρόθεσμο δανεισμό προηγήθηκε σε ανάπτυξη από την αγορά για τον βραχυπρόθεσμο.

### **Βραχυπρόθεσμη αγορά (χρηματαγορά)**

Στην ομαλή λειτουργία ενός συστήματος χρηματοδότησης συντείνει σημαντικά το βραχυπρόθεσμο τμήμα της αγοράς. Συγκεκριμένα το τμήμα αυτό της χρηματαγοράς κατευθύνει τη μετακίνηση των διαθέσιμων, χωρίς να ενθαρρύνει τις κερδοσκοπικές συναλλαγές. Αν οι συναλλαγές αυτές επιτελούν εξισορροπητικό έργο, εν τούτοις η υπέρμετρη πολλές φορές κερδοσκοπία αντανακλά τις ατέλειες που υπάρχουν στην επικοινωνία των διαφόρων τμημάτων της χρηματαγοράς. Επιπλέον για την ομαλή λειτουργία του συστήματος απαιτείται να αποφεύγεται ο υπέρμετρος δανεισμός του δημοσίου στο βραχυπρόθεσμο τμήμα. Θα πρέπει επίσης να αποφεύγεται η χρηματοδότηση των μακροπρόθεσμων επενδύσεων με το βραχυπρόθεσμο τμήμα της αγοράς, όπως συμβαίνει σε χώρες που το μακροπρόθεσμο τμήμα κεφαλαιαγοράς δεν είναι οργανωμένο καλά.

Σημασία έχει για τη συμβολή του βραχυπρόθεσμου τμήματος της αγοράς και η ποιότητα των τίτλων. Συγκεκριμένα έχει υποστηριχθεί ότι εφόσον οι διάφοροι βραχυπρόθεσμοι τίτλοι αντιπροσωπεύουν πραγματικές συναλλαγές, δεν δημιουργούνται ανισορροπίες στη σχέση προσφοράς χρήματος και παραγωγής αγαθών. Σ' αυτή την περίπτωση η χρηματοδότηση του εμπορίου μ' αυτόν τον τρόπο δεν δημιουργεί πληθωρικά φαινόμενα. Έπεται λοιπόν ότι οι εμπορικές τράπεζες θα πρέπει να χρηματοδοτούν μόνο τέτοιου είδους τίτλους που επιτελούν κοινωνικούς σκοπούς.

Σχετικά με την αποστολή χρηματοδοτικών ιδρυμάτων θα πρέπει να τονίσουμε ότι αυτή είναι ποικίλη ανάλογα με τη μορφή του οικονομικού συστήματος. Εφόσον η ανάλυση λαμβάνει υπόψη τις ελεύθερα οργανωμένες οικονομίες, θα πρέπει να παρατηρήσουμε ότι ο επιχειρηματικός σκοπός των χρηματοδοτικών ιδρυμάτων είναι να αυξήσουν το εισόδημα τους. Μόνο με αυτή τη βάση επιτρέπεται να λαμβάνει χώρα και ο μακροχρόνιος προγραμματισμός και η στρατηγική των ιδρυμάτων αυτών. Τα άλλα κριτήρια έχουν δευτερεύουσα σημασία. Οι εμπορικές τράπεζες προτιμούν βέβαια να δίνουν τα διαθέσιμα τους

σε βραχυπρόθεσμες επενδύσεις, αλλά αυτό γίνεται για λόγους ρευστότητας που οι τράπεζες λαμβάνουν ιδιαίτερα υπόψη τους. Η επιλογή όμως των δανειζόμενων από τις τράπεζες στηρίζεται στην αξιολόγηση των πιστωτικών κινδύνων και όχι μόνο στο αν και κατά πόσο η χρηματοδότηση συμβάλλει στην ευημερία του συνόλου. Ακριβώς γι' αυτό το λόγο οι εμπορικές τράπεζες έχουν αντιταχθεί πολλές φορές στην προσπάθεια του κράτους να ικανοποιήσει τις πιστωτικές του ανάγκες μέσω αυτών. Για τις τράπεζες οι τίτλοι αυτοί δεν αποδίδουν όσο άλλες τοποθετήσεις. Το ίδιο επιχείρημα ισχύει και για τα μη τραπεζικά ιδρύματα.

### **Μακροπρόθεσμη αγορά (κεφαλαιαγορά)**

Οι λόγοι που προκάλεσαν την ανάπτυξη αυτού του τμήματος της χρηματαγοράς φαίνεται να είναι η ανάπτυξη του θεσμού της ανώνυμης εταιρίας και των τραπεζών μεσολάβησης. Με το θεσμό της Α.Ε. έγινε δυνατή η έκδοση μετοχών στον κομιστή, οι οποίες και διευκόλυναν τη ρευστοποίηση των επενδύσεων.

Όσον αφορά τις τράπεζες μεσολάβησης, μπορεί να παρατηρηθεί ότι αυτές διευκολύνουν την έκδοση και εμπορία των τίτλων - ομολογιών και μετοχών - με τις συμβουλές και άλλες υπηρεσίες που παρέχουν στις εκδότριες εταιρίες. Πέρα από αυτό και με τη συνολική αγορά από τις τράπεζες ή την απλή μεσολάβηση για πώληση των τίτλων συμβάλλουν πολύ στην εισαγωγή τίτλων, κατάλληλων για την ικανοποίηση των διάφορων αναγκών των αποταμιευτών. Εδώ η συμβολή των τραπεζών μεσολάβησης έγκειται στο ότι μελετούν την απορροφητική ικανότητα της αγοράς και συμβουλεύουν ανάλογα την εκδότρια εταιρία. Διευκολύνουν επίσης τη διάθεση των εκδιδόμενων τίτλων με την εγγύηση που παρέχεται στον αγοραστή, ο οποίος και επηρεάζεται από την κρίση των τραπεζών μεσολάβησης. Εδώ οι τράπεζες μεσολάβησης επηρεάζουν τη ζήτηση των τίτλων. Με τη θέση που κατέχουν στην αγορά οι τράπεζες αυτές μπορούν να επηρεάσουν τη μορφή που παίρνει η ζήτηση τίτλων, δηλαδή να πείσουν τον αποταμιευτή να αγοράσει τους τίτλους της Α εταιρίας αντί της Β. Σ' αυτήν την περίπτωση η ολική ζήτηση τίτλων δεν επηρεάζεται. Πέρα όμως απ' αυτό, οι τράπεζες μεσολάβησης μπορούν να επηρεάζουν την ολική ζήτηση ανυψωτικά ή μειωτικά, δηλαδή να δημιουργούν αύξηση ή μείωση της ζήτησης τίτλων (μετάθεση της καμπύλης ζήτησης). Σ' αυτήν την περίπτωση οι τράπεζες δρουν όπως οι μονοπωλιακές εταιρίες στον τομέα παραγωγής προϊόντων. Παρόλα αυτά όμως, η δράση αυτή

εξαντλείται με τις αποφάσεις και ενέργειες των αγοραστών των τίτλων. Προκειμένου όμως για τους αρχικούς πωλητές (δανειζόμενους), η θέση τους είναι περισσότερο ανταγωνιστική, εκτός αν όλες οι τράπεζες μεσολάβησης συμβληθούν από κοινού για ορισμένη έκδοση.

Όσον αφορά την τιμή στην οποία διαθέτουν τους τίτλους, ενεργώντας είτε σαν αντιπρόσωποι είτε για δικό τους λογαριασμό, αυτή δεν μπορεί να καθοριστεί μονοπωλιακά. Η τιμή εξαρτάται από την απορροφητική ικανότητα της αγοράς και τις αναμενόμενες εισροές των τίτλων. Εκτός από περιπτώσεις διάφορων κερδοσκοπικών παρασυναλλαγών, η τιμή είναι κατά σημαντικό ποσοστό δεδομένη για τον πωλητή. Αυτό βέβαια ισχύει περισσότερο για τι κατώτερο όριο διαμόρφωσης της τιμής (το χαμηλότερο δυνατό επιτόκιο). Μπορούμε όμως να παρατηρήσουμε ότι, εφόσον ο κύριος όγκος των αγοραστών των τίτλων αποτελείται από μερίδια του ιδιωτικού τομέα της οικονομίας, που ενδιαφέρεται για τις εισοδηματικές του ανάγκες, η ανώτατη τιμή (επιτόκιο) δεν μπορεί να ξεπεράσει ορισμένα όρια γιατί πέρα απ' αυτά η τοποθέτηση σε τέτοιους τίτλους γίνεται επικίνδυνη και ενδιαφέρει ίσως μόνο τους κερδοσκόπους. Εν πάση περιπτώσει μπορεί να παρατηρηθεί ότι ο ανταγωνισμός σε σχέση με τους αγοραστές παίρνει τη μορφή ποιοτικού ανταγωνισμού (δηλαδή όνομα της εκδότριας εταιρίας, εγγυητή, κ.λ.π.).

Το μακροπρόθεσμο τμήμα της χρηματαγοράς έχει ιδιαίτερη σημασία για την ομαλή λειτουργία του συστήματος χρηματοδότησης. Μ' αυτό το τμήμα είναι δυνατή η παραγωγική τοποθέτηση των διαθέσιμων που υπάρχουν. Τα συναλλασσόμενα μέρη σ' αυτή την αγορά συνήθως είναι: α) -οι δανειζόμενοι, επιχειρήσεις, κυβερνήσεις και κυβερνητικές υπηρεσίες, β) οι μεσολαβητές, αποτελούμενοι απ' τις τράπεζες μεσολάβησης (όπως αναφέραμε παραπάνω), των εταιριών επενδύσεων και των χρηματιστών, και γ) οι δανειστές, αποτελούμενοι από ιδιώτες, ταμεία σύνταξης προσωπικού οργανισμών ή εταιριών, τράπεζες αποταμιεύσεων, ασφαλιστικές εταιρίες και εμπορικές τράπεζες. Μέσα από του: συναλλασσόμενους στο μακροπρόθεσμο τμήμα της χρηματαγοράς, του; οποίους προαναφέραμε, επιτυγχάνεται η αξιολόγηση των μακροπρόθεσμων πιστωτικών κινδύνων και ο ανάλογος καθορισμός των επιτοκίων.

## Όργανα χρηματοδότησης

Λόγω των αναγκών που αυξάνουν συνέχεια σε κεφάλαια η χρηματοοικονομική λειτουργία των επιχειρήσεων παίρνει καθημερινά μεγαλύτερη σημασία. Τις ανάγκες αυτές των επιχειρήσεων σε κεφάλαια ικανοποιούν τα διάφορα όργανα χρηματοδότησης.

Σαν εταιρίες χρηματοδότηση, νοούνται οι επιχειρήσεις εκείνες που συγκεντρώνουν το κεφάλαιο τους με έκδοση μετοχών ή και με άλλο τρόπο μακροπρόθεσμου δανεισμού, έπειτα δε επενδύουν το κεφάλαιο αυτό, είτε με την αγορά μετοχών από άλλες επιχειρήσεις είτε χορηγούν σ' αυτές πιστώσεις. Οι εταιρίες αυτές δεν διαθέτουν δική τους παραγωγική δραστηριότητα άλλων επιχειρήσεων δια μέσου της χρηματοδότησης που ασκούν. Με άλλα λόγια οι εταιρίες αυτές ανταλλάσσουν ή υποκαθιστούν τις μετοχές τους με μετοχές άλλων παραγωγικών επιχειρήσεων, γι' αυτό και ονομάζονται συνήθως εταιρίες υποκατάστασης μετοχών ή ανταλλαγής κεφαλαίων.

Ανάλογα με τη χρηματοδότηση που ασκούν οι εταιρίες αυτές, διακρίνονται σε διάφορες κατηγορίες, μεταξύ των οποίων είναι:

1. Οι εμπορικές ή τράπεζες καταθέσεων (*Banques d' affaires, Commercial Banks*).
2. Οι εταιρίες χαρτοφυλακίων (*Holding companies, Mutual Funds*).
3. Οι εταιρίες και τράπεζες επενδύσεων.

## Εμπορικές τράπεζες

Οι εμπορικές τράπεζες (*Commercial Banks*) παρέχουν κυρίως βραχυπρόθεσμες πιστώσεις, ενώ οι τράπεζες επενδύσεων (*Investment Banks*) παρέχουν μακροχρόνιες πιστώσεις.

Στην Ελλάδα σαν όργανο χρηματοδότησης εκτός από τις τράπεζες αμέσως μετά την απελευθέρωση ιδρύθηκαν και λειτούργησαν διάφοροι χρηματοδοτικοί οργανισμοί που απέβλεπαν στη γρηγορότερη ανόρθωση της ελληνικής μεταπολεμικής οικονομίας. Έτσι στην αρχή σαν πρότυπη μορφή πιστωτικού οργανισμού που λειτούργησε με κεφάλαια της αμερικανικής βοήθειας ήταν η Κεντρική Επιτροπή Δανείων

(Κ.Ε.Δ.). Οι αιτήσεις για δανειοδότηση δίνονταν στην Κ.Ε.Δ. από τις επιχειρήσεις μέσω των εμπορικών τραπεζών. Ο χρόνος εξόφλησης των δανείων αυτών, που ήταν εξασφαλισμένα με ρήτρα δολαρίων και με υποθήκη των βιομηχανικών εγκαταστάσεων των επιχειρήσεων, ήταν 20-30 χρόνια, το δε επιτόκιο 5 - 8 % Η επιτροπή αυτή απέτυχε στο σκοπό της επειδή δεν μπόρεσε να ανταποκριθεί στη σοβαρότητα του έργου που ανέλαβε, αφενός μεν γιατί στις χρηματοδοτήσεις της ξέφευγε από τα αυστηρά τραπεζικά κριτήρια, αφετέρου δε γιατί λόγω ελλιπούς τεχνικοοικονομικής οργάνωσης της στερούνταν από ένα πρόγραμμα για την αρμονική και σύμμετρη ανάπτυξη όλων των κλάδων της Οικονομίας μας. Αυτή η κατάσταση επιδεινώθηκε το 1953 με τη νομισματική αναπροσαρμογή που διπλασιάστηκε η τιμή του δολαρίου, ώστε οι επιχειρήσεις που χρηματοδοτήθηκαν αντιοικονομικά να βρεθούν σε αδυναμία να πληρώσουν τα ληξιπρόθεσμα τοκοχρεολύσιά τους. Για να συνεχιστεί η διαχείριση των μακροπρόθεσμων δανείων της Κ.Ε.Δ., αναδιοργανώθηκε αυτή και ονομάστηκε Οργανισμός Χρηματοδότησης Οικονομικής Ανάπτυξης (Ο.Χ.Ο.Α.). Το πιστωτικό αυτό ίδρυμα λειτουργούσε με μορφή Νομικού Προσώπου Ιδιωτικού Δικαίου και έγινε βάσει της συμφωνίας της 29<sup>ης</sup> Ιουλίου 1954 μεταξύ της Ελληνικής Κυβέρνησης, της Αποστολής Προγραμμάτων Η.Π.Α. στην Ελλάδα και της Τράπεζας της Ελλάδας, που επικυρώθηκε με το Ν.Δ. 2970/1954.

Η αρχική συμφωνία για τη σύσταση του Ο.Χ.Ο.Α. (οργανισμός χρηματοδότησης οικονομικής ανάπτυξης) συμπληρώθηκε: α) με τη συμφωνία της 12.7.55 μεταξύ του υπουργείου Συντονισμού και της Αμερικανικής Αποστολής, με την οποία πάρθηκαν μέτρα για πληρέστερη εξασφάλιση των δανείων που χορήγησε ο ΟΧΟΑ, και β) με τη συμφωνία της 9.12.55 μεταξύ του Υπουργού Συντονισμού, του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδας και της Αμερικανικής αποστολής, σύμφωνα με την οποία το έργο του Ο.Χ.Ο.Α. επεκτείνεται και πέρα από τη διαχείριση των κεφαλαίων της βοήθειας, δηλαδή δίνεται το δικαίωμα στον Ο.Χ.Ο.Α. να αντλήσει κεφάλαια από την ελληνική αγορά με έκδοση δανείων, με αποδοχή καταθέσεων επί προθεσμία μέχρι και το δανεισμό από ξένους οργανισμούς. Μετά από αυτά ο Ο.Χ.Ο.Α. αποτελεί οργανισμό που ασκεί μακροπρόθεσμη βιομηχανική πίστη.

Λίγο αργότερα, το έτος 1959, ιδρύεται με πρωτοβουλία του κράτους ο Οργανισμός Βιομηχανικής Ανάπτυξης (ΟΒΑ). Με την ίδρυση του Ο.Β.Α. έγινε στην Ελλάδα ένα νέο όργανο μακροπρόθεσμης βιομηχανικής χρηματοδότησης. Ο Ο.Β.Α. απέβλεπε στην ίδρυση των επιχειρήσεων ή την αναδιοργάνωση

παλαιών ή και συνεργασία με επιχειρήσεις εξωτερικού όταν δεν υπήρχε ενδιαφέρον από το εσωτερικό. Έτσι το έργο του Ο.Β.Α. ήταν να αναπτύσσει επιχειρηματικές πρωτοβουλίες και να συμμετέχει στο κεφάλαιο βιομηχανικών επιχειρήσεων, ενώ του Ο.Χ.Ο.Α. ήταν κυρίως η δανειοδότηση με ευνοϊκούς όρους έργων βασικής σημασίας.

Το μετοχικό κεφάλαιο του ΟΒΑ. 40 εκ. δολάρια, καλύφθηκε ως εξής: 45% Ελληνικό Δημόσιο, 24% Εθνική Τράπεζα Ελλάδας, 20% από το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και κατά 10% από τις Τράπεζες Εμπορική, Ιονική-Λαϊκή, και 1% από ιδιώτες. Με τη συγχώνευση των παραπάνω Οργανισμών χρηματοδότησης, ιδρύθηκε τέλος η Ελληνική Τράπεζα Βιομηχανικής ανάπτυξης (Ν.Δ. 4366), που αποτελεί ένα κεντρικό φορέα βιομηχανικής ανάπτυξης κρατικού χαρακτήρα. Τα κεφάλαια της Ε.Τ.Β.Α. συγκροτήθηκαν τόσο από τα κεφάλαια των οργανισμών Ο.Χ.Ο.Α.-Ο.Β.Α. και τον Οργανισμό Τουριστικής Πίστης, όσο και από ποσά που διέθετε το κράτος ή θα συγκέντρωνε η τράπεζα από το εξωτερικό. Η ΕΤΒΑ κάνει δανειοδοτήσεις χρήσιμες και παραγωγικές για την Οικονομία τη: χώρας μας.

Εκτός από την ΕΤΒΑ σήμερα παρέχουν μακροχρόνια βιομηχανικά δάνεια και η Ελληνική Τράπεζα Επενδύσεων και Βιομηχανικής Ανάπτυξης (ΕΤΕΒΑ) και η Τράπεζα Επενδύσεων, αλλά και η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδας (ΕΤΕ), η Εμπορική Τράπεζα κ.λ.π. Εμπορικές τράπεζες νοούνται εκείνες που είτε με ανάληψη μετοχών είτε με χορήγηση πιστώσεων χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις όχι μόνο για να αποκτήσουν μέρισμα ή τόκο, αλλά και για να καρπωθούν την τυχόν επιπλέον διαφορά από την ανατίμηση των τίτλων που έχουν στα χέρια τους. Οι εμπορικές τράπεζες σε όσες περιπτώσεις συμμετέχουν κεφαλαιακώς ή δίνουν πιστώσεις μακροπρόθεσμης διάρκειας σε επιχειρήσεις, και για να περιορίσουν τον κίνδυνο από αυτές, φροντίζουν να εισέρχονται στη διοίκηση τους και να ελέγχουν τη δράση τους.

Τα κεφάλαια που προορίζονται για χρηματοδότηση από τις τράπεζες αυτές, αυτά που προορίζονται για επενδύσεις σε άλλες επιχειρήσεις, πρέπει να προέρχονται από ίδια μέσα ή από μακροπρόθεσμο δανεισμό, γιατί ο χρόνος επανείσπραξης τους είναι γνωστός (εν τούτοις όμως πολλές φορές παρατείνεται λόγω της οικονομικής κατάστασης της χρηματοδοθείσας επιχείρησης). Μερικές φορές οι τράπεζες αρχικά μεν, με μορφή προχρηματοδότησης, πιστοδοτούν τις επιχειρήσεις, έπειτα δε και σε κατάλληλο χρόνο αλλάζουν τις απαιτήσεις τους σε κεφαλαιακές συμμετοχές (ανάληψη μετοχών), από τις οποίες ένα μέρος κρατούν για να ελέγχουν την επιχείρηση και τις υπόλοιπες πωλούν

στο κοινό χρηματιστηριακά. Με τις εμπορικές τράπεζες διευκολύνεται η ανάπτυξη όλων των επιχειρηματικών επιδιώξεων που δεν μπορούσαν να πραγματοποιηθούν λόγω έλλειψης κεφαλαίων και μ' αυτόν τον τρόπο γίνεται μια ισορροπημένη και σύμμετρη πρόοδος ιδίως στον τομέα της βιομηχανίας.

Πέρα όμως από αυτό οι εμπορικές τράπεζες συμβάλουν και από την άποψη ότι αναλαμβάνουν τους κινδύνους που δεν είναι σε θέση να αναλάβουν οι επιχειρήσεις μόνες τους η κάθε μία. Οι τράπεζες αυτές μετριάζουν του; κινδύνους που αναφύονται σε κάθε παραγωγική ή κερδοσκοπική προσπάθεια, όχι μόνο γιατί διαθέτουν οργάνωση (πλήρες σύστημα εμπορικών πληροφοριών, χρησιμοποίηση καταλλήλων τεχνικών ή οικονομικών συμβούλων), αλλά και γιατί έχουν τη δυνατότητα να κατανέμουν του; κινδύνους σε μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων που συνήθως συμμετέχουν.

Όσες φορές πρόκειται για χρηματοδότηση μεγάλη; έκτασης και το κεφάλαιο μιας τράπεζας είναι μικρό, και για να μην αναλαμβάνει όλο τον κίνδυνο η τράπεζα αυτή, συνενώνονται πολλές τράπεζες ή χρηματοδοτικές επιχειρήσεις και σχηματίζουν μια κοινοπραξία (*Consortium*) χρηματοδότησης. Το *Consortium* αποτελεί συνηθισμένο όργανο χρηματοδότησης στη σύγχρονη οικονομία, γιατί αυξάνει συνέχεια η ανάγκη των επιχειρήσεων σε κεφάλαια, όπως αυξάνουν και οι κίνδυνοι που απορρέουν από τη μεγάλη εξειδίκευση αυτών, συντελεί δε στην εξασφάλιση πηγών κεφαλαίου και πέρα από την τοπική χρηματαγορά.

### **Εταιρίες Χαρτοφυλακίου – Holding Companies**

Εταιρίες Χαρτοφυλακίου είναι εκείνες που το ενεργητικό τους αποτελείται από μετοχές διαφόρων επιχειρήσεων και μάλιστα σε τέτοιο αριθμό ώστε να μπορούν να ελέγχουν τις επιχειρήσεις αυτές. Πρόκειται για ανώνυμες εταιρίες χρηματοδότησης που ελέγχουν ένα μεγάλο ή μικρό αριθμό επιχειρήσεων είτε κατά τρόπο άμεσο (πλειοψηφική συμμετοχή στο κεφάλαιο) είτε κατά τρόπο έμμεσο (πλειοψηφική συμμετοχή στο κεφάλαιο μιας επιχείρησης που ελέγχει άλλες επιχειρήσεις). Εδώ οι επιχειρήσεις που ελέγχονται από το *Holding Company* , και μεν αποτελούν ένα τεχνοοικονομικό συγκρότημα, αλλά διατηρούν την τυπική (νομική) τους υπόσταση και αυτοτέλεια για να εξασφαλίζουν μερικά πλεονεκτήματα φορολογικής, οργανωτικής ή ακόμη και χρηματοληπτικής φύσης. Η πολιτική που ακολουθεί το *Holding Co.* σε θέματα διοίκησης; είναι ή το συγκεντρωτικό σύστημα πάνω στις θυγατρικές επιχειρήσεις (*Affiliates*), που καθορίζει τους

παραγωγικούς τομείς της δράσης; κάθε επιχείρησης, ή τις τιμές πώλησης των προϊόντων τους, ή το πρόγραμμα χρηματοδότησης τους κλπ., ή εφαρμόζει σύστημα αποκεντρωτικό, σύμφωνα με το οποίο παραχωρεί πλήρη ελευθερία δράσης σ' αυτές, μέσα σε ορισμένα πλαίσια που καθορίζονται από την ανώτατη διοίκηση.

Σχεδόν πάντοτε όμως στον τομέα της χρηματοδότησης το  *Holding Company* χρησιμοποιεί συγκεντρωτική πολιτική όχι μόνο για να ασκεί έλεγχο στην χρηματοοικονομική κατάσταση των ελεγχόμενων επιχειρήσεων, με σκοπό να αποφεύγονται απότομες μεταβολές στη σύνθεση και τη διάρθρωση του κεφαλαίου αυτών, αλλά και για να διευκολύνει τις επιχειρήσεις να βρουν ευνοϊκότερους όρους για το κεφάλαιο που χρειάζονται.

Εκτός από αυτή την περίπτωση του αμιγούς  *Holding Company*, που λειτουργεί μόνο σαν εταιρεία χρηματοδότησης (και στις Η.Π.Α.- ονομάζεται  *Pure Holding Companies*), υπάρχει και το ονομαζόμενο μικτό ( *Mixed or Operating Holding Companies*), στο οποίο η επιχείρηση που ασκεί κεφαλαιακή ηγεσία συνήθως είναι βιομηχανική ή εμπορική. έχει παραγωγικοτεχνική εκμετάλλευση, ασκεί δε έλεγχο και στο παραγωγικό πρόγραμμα αλλά και στην εμπορική δραστηριότητα των επιχειρήσεων που εξαρτώνται από αυτήν.

### Εταιρίες Επενδύσεων

Η ανάπτυξη των εταιριών επενδύσεων είναι σχετικά πρόσφατη ή συνδέεται στενά με την επέκταση του θεσμού των ανωνύμων εταιριών και των χρηματαγορών. Οι εταιρίες αυτές, που έχουν μορφή ανώνυμης εταιρείας, έχουν σαν σκοπό να συγκεντρώσουν κεφάλαια από ένα πλήθος αποταμιευτών και να επενδύουν αυτά σε μετοχές και ομολογίες διαφόρων επιχειρήσεων, έτσι ώστε να αποκτήσουν όσο γίνεται μεγαλύτερη αποδοτικότητα, να περιορίσουν τους κινδύνους από την επένδυση και να ασκήσουν επιρροή πάνω στις επιχειρήσεις αυτές. Ανάλογα με τον τρόπο συντονισμού μεταξύ διαθέσιμων μέσων και πραγματοποιούμενων επενδύσεων, οι εταιρίες αυτές εμφανίζονται στις Αγγλοσαξονικές χώρες με διάφορους τύπους και ονομασίες, ορισμένες δε απ' αυτές είναι:

α) ' *Closed-end Investment Trusts*' και ' *Open-end Investment Trusts*'. Τα κεφάλαια των ' *Closed-end*' εταιριών επενδύσεων συγκεντρώνονται με κλήση των αποταμιευτών για να καταθέτουν αυτά στην εταιρία μακροχρόνια συνήθως, ενώ οι ' *Open-end*' εταιρίες επενδύσεων συγκεντρώνουν τα κεφάλαια αυτά από ένα



πλήθος αποταμιευτών που μπορούν να αποσύρουν τις καταθέσεις τους οποιαδήποτε στιγμή. Θα μπορούσαμε να παραλληλίσουμε τις δύο αυτές κατηγορίες εταιριών με τράπεζες καταθέσει επί προθεσμία και όψεως, με τη διαφορά ότι οι τράπεζες επωμίζονται τους κινδύνους από τις επενδύσεις, ενώ στην προκειμένη περίπτωση οι τυχόν ζημιές ή τα προκύπτοντα από τις τοποθετήσεις κέρδη περιέρχονται στους κεφαλαιοδότες.

β) *'Fixed Investment Trusts', 'Semifixed Investment Trusts'*. Εδώ το κριτήριο βασίζεται στο διαφορετικό τρόπο επένδυσης των κεφαλαίων που συγκεντρώθηκαν. Στη *'Fixed Investment Trusts'* προκαθορίζονται με μεγάλη ακρίβεια η κατηγορία ή η συγκεκριμένη επιχείρηση που θα επενδυθούν τα κεφάλαια συγκεντρώνονται, μόνο δε κάτω από εξαιρετικές συνθήκες μπορεί να μεταβληθεί ο προκαθορισμένος τομέας επένδυσης των μετοχών. Στις *'Semi-fixed Investment Trusts'* μπορούν ελεύθερα να γίνουν μεταβολές στη σύνθεση των μετοχών που αντιστοιχούν στο πιστοποιητικό κατάθεσης κεφαλαίου ή των τίτλων, όμως ορίζονται από την αρχή οι ενδεχόμενες κατηγορίες τίτλων που περιλαμβάνονται σ' αυτό.

γ) Τα *'Management Investment Trusts'* όπου ελεύθερα και σύμφωνα με την κρίση τους διοικούντων αυτά αλλάζουν οι τίτλοι που περιλαμβάνονται στα πιστοποιητικά, επί τη βάση όμως προκαθορισμένων ποσοστών.

Η συγκέντρωση των κεφαλαίων στις εταιρίες επενδύσεων γίνεται κυρίως είτε με περιοδικές εκδόσεις (στο *closed-end*) είτε με συνεχείς εκδόσεις (στο *open-end*) ενός ή περισσότερων τύπων μετοχών (*mutual funds*) ή πιστοποιητικών συμμετοχής. Αυτός που αγοράζει πιστοποιητικά συμμετοχής ή μετοχές από το *Investment Trust* μπορεί να τα ρευστοποιήσει στο χρηματιστήριο με πώληση, όπως και να εισπράξει το αντίτιμο τους από το *Trust*. Ένα μέρος από το κεφάλαιο της εταιρείας επένδυσης μπορεί να βρεθεί, όταν αυτό επιτρέπεται φυσικά από το καταστατικό, με την έκδοση ομολογιών ή να προσφύγει σε άλλου είδους δανεισμό.

Τέλος οι εταιρίες επενδύσεων διακρίνονται: σ' αυτές που συγκεντρώνουν τα κεφάλαια τους με την έκδοση ενός τύπου μετοχών και σ' εκείνες που βρίσκουν τα κεφάλαια τους με την έκδοση μετοχών πολλών τύπων (κοινών, προνομιούχων κλπ.), ή με έκδοση πιστοποιητικών συμμετοχής στο χαρτοφυλάκιο της εταιρείας τους.

Στις πρώτες τα κέρδη μοιράζονται εξίσου σ' όλους όσους συμμετέχουν, ενώ στις δεύτερες μπορούν να καθοριστούν υπέρ αυτών που έχουν προνομιούχες, δηλαδή αυξημένα δικαιώματα στη διανομή του μερίσματος.

Η συνεχώς αυξανόμενη ανάγκη σε κεφάλαια των επιχειρήσεων και το γεγονός ότι τα κεφάλαια πρέπει να συγκεντρώνονται τελικά από την αποταμίευση του κοινωνικού συνόλου οδήγησαν στη δημιουργία νέων οργάνων, δια μέσου των οποίων θα είναι δυνατή η συγκέντρωση της αποταμίευσης του κοινού και στη συνέχεια η διοχέτευση της αποταμίευσης αυτής στις επιχειρήσεις. Τα όργανα αυτά έχουν σαν σκοπό του; να διαφωτίσουν τους μικρούς αποταμιευτές και να αποδείξουν σ' αυτούς τόσο τα ειδικότερα οφέλη όσο και την ευρύτερη κοινωνικοοικονομική σημασία της επένδυσης κεφαλαίων σε μετοχές ορισμένων επιχειρήσεων.

Για να προσελκύσουν οι μικροαποταμιευτές όμως πρέπει να υπάρχει εμπιστοσύνη του κοινού για την εξέλιξη της οικονομίας. Η εμπιστοσύνη αυτή δημιουργείται με τα παραπάνω στοιχεία:

α) Με τη διατήρηση στην αγορά σταθερού επιπέδου τιμών,  
β) Με την εξασφάλιση ικανοποιητικών μερισμάτων,  
γ) Με την κατοχύρωση της θέσης της μειοψηφίας στις ανώνυμες

εταιρείες,

δ) Με την ανάπτυξη καλών σχέσεων συνεργασίας μεταξύ των

επιχειρήσεων και των κεφαλαιοδοτών γενικά,

ε) Με την ύπαρξη πολιτικής σταθερότητας και κοινωνικής ομαλότητας,

κ.ο.κ.

Ακόμη σαν όργανα χρηματοδότησης πρέπει να θεωρηθούν οι ασφαλιστικές εταιρείες οι οποίες χορηγούν μακροχρόνια παραγωγικά δάνεια, καθώς και διάφοροι άλλοι οργανισμοί που με διάφορες ονομασίες ή επωνυμίες χορηγούν βραχυχρόνια και κυρίως μακροχρόνια δάνεια στις επιχειρήσεις.

## Μέσα ή τρόποι χρηματοδότησης

Τα μέσα χρηματοδότησης μπορούν να είναι ίδια ή ξένα.

Τα ίδια μέσα προέρχονται κυρίως: α) από την κατάθεση νέου κεφαλαίου (αύξηση του κεφαλαίου) από τον επιχειρηματία (εταίρων ή μετοχών), ή β) από την κεφαλαιοποίηση των κερδών της επιχείρησης (αυτοχρηματοδότηση).

Τα ξένα μέσα προέρχονται από δανεισμό που προέρχεται από:

α) Τράπεζες (δάνεια εγγυημένα, τρεχούμενοι λογαριασμοί, συναλλαγματικές εγγυήσεις κλπ.).

β) Προμηθευτές (εμπορευματικές πιστώσεις κυρίως).

γ) Πελάτες (προπληρωμές).

δ) Ιδιώτες (φιλικόι δανεισμοί ή ομολογιακά δάνεια).

Τα ίδια μέσα χρηματοδότησης προέρχονται από: α) Αύξηση του ίδιου κεφαλαίου, β) Αυτοχρηματοδότηση.

## **α) Ίδια μέσα χρηματοδότησης**

Αύξηση του ίδιου κεφαλαίου

### 1) Έκδοση νέων μετοχών

Με την έκδοση νέων μετοχών δημιουργούνται τεχνικά προβλήματα όσον αφορά την ονομαστική τους αξία, αξία έκδοσης, τον καθορισμό του τρόπου εξόφλησης τους (μετρητοίς, σε είδος, άμεση ή με δόσεις εξόφληση), προβλήματα με τη μορφή και τον τρόπο μεταβίβασης (στον κομιστή ή ονομαστικές), ή τα δικαιώματα που θα δίνουν (κοινές, προνομιούχες, άρτιον, υπέρ το άρτιον).

### 2) Warrants (γούραντς)

Τα 'Warrants' έχουν διαδοθεί πολύ στην αμερικάνικη χρηματαγορά. Είναι τίτλοι που δίνουν στους κατόχους τους το δικαίωμα όπως, με βάση μια τιμή που έχει προκαθοριστεί, να ζητήσουν μέσα σ' ορισμένο χρονικό διάστημα να εκδοθούν και να παραδοθούν σ' αυτούς μετοχές της εταιρείας. Φυσικά για να εκδοθούν τα Warrants πρέπει να έχει προηγηθεί απόφαση της Γενικής Συνέλευσης της Α.Ε. για ελεύθερη έκδοσή νέων μετοχών. Τα Warrants είναι τίτλοι που διαπραγματεύονται ελεύθερα στο χρηματιστήριο, ενώ η αξία τους μεταβάλλεται ανάλογα με την τρέχουσα τιμή των μετοχών που παρέχουν το δικαίωμα της απόκτησης. Τα Warrants είναι δυνατόν να εκδίδονται και να παραχωρούνται δωρεάν σ' αυτούς που εγγράφονται αρχικά στο μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε., οπότε καθιστούν πιο ελκυστική την εγγραφή αλλά και διευκολύνουν τις μετέπειτα εκδόσεις των μετοχών, γιατί δίνουν τη δυνατότητα ανταλλαγής τους με νέες μετοχές και σε προκαθορισμένες τιμές. Μπορούν ακόμη να εκδίδονται και να χορηγούνται σ' αυτούς που θέλουν να διατηρούν και να εξασφαλίζουν μια κυρίαρχη θέση στη διοίκηση της επιχείρησης, χωρίς να δεσμεύουν γι' αυτό μεγάλα κεφάλαια.

### 3) Μετατροπή των πιστωτών σε μετόχους (μετοχοποίηση χρεών, ιδιαίτερα των προβληματικών επιχειρήσεων)

Επίσης η μετατροπή των οφειλών σε μετοχικό κεφάλαιο, του αποτελεί μια ιδιαίτερη μορφή αύξησης του κεφαλαίου, πρέπει να εξετάζεται εν όψει της χρηματοοικονομικής κατάστασης της επιχείρησης (βαθμός πίεσης από το ξένο κεφάλαιο, αποφυγή εκκαθάρισης, ή και πτώχευσης) καθώς και της προβλεπόμενης αποδοτικότητας του ιδίου κεφαλαίου της επιχείρησης, γιατί όσες φορές αναμένονται τέτοια κέρδη πρέπει να αποφεύγεται μια τέτοια μετατροπή.

### 4) Ενσωμάτωση υπαρχόντων αποθεματικών στο μετοχικό κεφάλαιο

Η αύξηση του ονομαστικού (μετοχικού) κεφαλαίου μπορεί να γίνει και με ενσωμάτωση των αποθεματικών στο μετοχικό κεφάλαιο, δηλαδή να μετατρέψουμε το αποθεματικό σε νέες μετοχές και να τις μοιράσουμε στους παλαιούς μετόχους.

Βέβαια εδώ πρόκειται για τυπική αύξηση ή καλύτερα για αναπροσαρμογή του ονομαστικού στο μέγεθος του πραγματικού κεφαλαίου, γιατί η ουσιαστική αύξηση (του μετοχικού) γίνεται τη στιγμή της συγκρότησης των αποθεματικών, ενώ η τυπική αύξηση του κεφαλαίου (μετοχικού) δίνει και βελτίωση της πιστωτικής επιφάνειας της επιχείρησης, γιατί τα ποσά που ενσωματώνονται σ' αυτά, ιδιαίτερα των προαιρετικών αποθεματικών, δεσμεύονται και δεν χρησιμοποιούνται παρά μόνο για την κάλυψη των γενικών ζημιών.

### 5) Αυτοχρηματοδότηση

Αυτή αποτελεί συνηθισμένο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και το μέγεθος της επηρεάζεται τόσο από την ασκούμενη από την επιχείρηση πολιτική κερδών ή μερισμάτων, όσο και από το οριζόμενο κάθε φορά ποσοστό φορολογίας των κερδών που δεν διανέμονται, όπως και από τους συντελεστές των φορολογικών αποσβέσεων.

Αυτοχρηματοδότηση είναι η δημιουργία κεφαλαίου από την ίδια την επιχείρηση χωρίς την προσφυγή σε ξένες πηγές ή στον επιχειρηματία (και μετόχους). Η κύρια πηγή αυτοχρηματοδότησης είναι τα κέρδη της επιχείρησης τα οποία δεν διανέμονται, αλλά παραμένουν και χρησιμοποιούνται από αυτήν. Αυτή είναι η γνήσια αυτοχρηματοδότηση. Υπάρχει όμως και η περίπτωση της μη γνήσιας αυτοχρηματοδότησης, κατά την οποία τα κεφάλαια που

βρίσκονται δεσμευμένα σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία απελευθερώνονται με τη ρευστοποίηση των στοιχείων αυτών για να χρησιμοποιηθούν σε νέες επενδύσεις. Η γνήσια χρηματοδότηση περιλαμβάνει τα μη διανεμηθέντα κέρδη (υπόλοιπο εις νέον), το τακτικό αποθεματικό, τα έκτακτα αποθεματικά, τα ειδικά αποθεματικά (επικουρικής ασφάλισης προσωπικού, επικουρικής συνταξιοδότησης προσωπικού κλπ.). Στα παραπάνω ποσά προστίθενται και οι αποσβέσεις (τακτικές και έκτακτες), όχι γιατί αποτελούν πηγή χρηματοδότησης, αλλά γιατί έχουν αφαιρεθεί από τα κέρδη χωρίς να έχουν διατεθεί κεφάλαια (μετρητά) γι' αυτές, γι' αυτό και προστίθενται πίσω.

Αντίθετα με ό,τι συμβαίνει με τη γνήσια αυτοχρηματοδότηση, η μη γνήσια αυτοχρηματοδότηση δεν προϋποθέτει την ύπαρξη κερδών, ούτε συντελεί στην αύξηση του επιχειρησιακού κεφαλαίου, παρά μόνο στην ουσιαστική και οικονομικότερη αξιολόγηση και αξιοποίηση των υπαρχόντων πόρων λόγω αναδιάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων ή λόγω μεταβολής της πολιτικής αγορών και πωλήσεων των προϊόντων. Μη γνήσια αυτοχρηματοδότηση έχουμε στις εξής περιπτώσεις:

- (1) Στην περίπτωση ρευστοποίησης των αφανών αποθεματικών, τα οποία δημιουργούνται από την υποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού ή την υπερτίμηση των στοιχείων του παθητικού (π.χ. με πρόσθετες αποσβέσεις, με την αποτίμηση στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ τιμής κτήσεως και τρέχουσας τιμής, υπερτίμηση αξίας κτηθέντων στοιχείων κλπ.)- Η ρευστοποίηση των αφανών αποθεματικών επιτυγχάνεται: α) με την αναπροσαρμογή της λογιστικής αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στην πραγματική τους αξία και β) με την εκποίηση των πάγιων στοιχείων του ενεργητικού.
- (2) Στην περίπτωση αναδιάρθρωσης της σύνθεσης των περιουσιακών στοιχείων με την εκποίηση των διάφορων αργούντων ή μη απολύτως αξιοποιούμενων πάγιων και κυκλοφοριακών στοιχείων του ενεργητικού και επένδυσης του προϊόντος της εκποίησης σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Η δημιουργία αργούντων ή μη πλήρως αξιοποιούμενων περιουσιακών στοιχείων μπορεί να οφείλεται σε εσφαλμένο προγραμματισμό επενδύσεων, σε μεταβολή του προγράμματος παραγωγής, σε νέες τεχνολογικές εφευρέσεις, σε μεταβολή των συνηθειών των καταναλωτών κλπ.
- (3) Στην περίπτωση της μεταβολής της πιστωτικής πολιτικής πωλήσεων, δηλαδή των πωλήσεων επί πιστώσει, τη

διάρκεια και το ποσό της πίστωσης κλπ., ώστε η επιχείρηση με μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας των παρεχόμενων πιστώσεων να αυτοχρηματοδοτήσει το παραγωγικό της πρόγραμμα. Έτσι επιτυγχάνεται μεγαλύτερος κύκλος εργασιών με δέσμευση μειωμένου κεφαλαίου και την εναρμόνιση μεταξύ των λαμβανομένων και χορηγούμενων πιστώσεων της επιχείρησης, αλλά επίσης επιτυγχάνεται η γενικότερη εναρμόνιση όλων των λειτουργιών της επιχείρησης από άποψη χρηματοοικονομικής πολιτικής.

### **β) Τα ξένα μέσα χρηματοδότησης προέρχονται από : (ξένη ή εξωτερική χρηματοδότηση)**

1. τις τράπεζες
2. τους προμηθευτές
3. τους ιδιώτες και εργαζόμενους στην επιχείρηση
4. τους πελάτες
5. τους ασφαλιστικούς οργανισμούς και το δημόσιο κλπ.

Το ξένο ή πιστωτικό κεφάλαιο είναι το αποταμιευτικό κεφάλαιο που περιέρχεται στην επιχείρηση μετά την παροχή σ' αυτήν πιστώσεων πάσης φύσεως.

Μια από τις ουσιαστικότερες διακρίσεις του ξένου κεφαλαίου γίνεται με κριτήριο τον παρεχόμενο χρόνο εξυπηρέτησης του δανείου. Έτσι μπορούμε να διακρίνουμε τα δάνεια σε

- α) βραχυπρόθεσμα και
- β) μακροπρόθεσμα (περιλαμβάνουν και τα μεσοπρόθεσμα που πολλές φορές αποτελούν ξεχωριστή κατηγορία).

### **Βραχυπρόθεσμες πιστώσεις**

#### **1) Από τις τραπεζικές γενικά**

Οι τράπεζες, σαν κύρια πιστοδοτικά ιδρύματα, παρέχουν πιστώσεις διάφορων μορφών στους πελάτες τους, τόσο από άποψη χρόνου διάρκειας όσο και από άποψη παρεχόμενων εγγυήσεων ή λειτουργίας των λογαριασμών. Οι κυριότερες μορφές των παρεχόμενων βραχυχρόνιων τραπεζικών πιστώσεων είναι:

- i) Τα δάνεια από τις τράπεζες που είναι συνήθως εγγυημένα.
- ii) Οι τρεχούμενοι τοκοφόροι λογαριασμοί.

iii) Οι προεξοφλήσεις συναλλαγματικών.+

iv) Οι εγγυήσεις (εγγυητικές επιστολές) κλπ.

Αναλυτικότερα:

i) Τα δάνεια που δίνουν οι τράπεζες είναι συνήθως εγγυημένα είτε με εμπράγματα ασφάλεια (ενέχυρα-υποθήκες) είτε με εγγύηση που παρέχεται από τρίτα φερέγγυα πρόσωπα. Οι δανειοδοτήσεις που είναι εγγυημένες και ενεργούνται από τις τράπεζες γίνονται ως εξής:

α. Με ενέχυρο εμπορικών συναλλαγματικών συνήθως μεγαλύτερη λήξη; από την επιτρεπόμενη προεξόφληση. Δεν γίνεται προεξόφληση, αλλά απλώς παραχωρείται το χαρτοφυλάκιο της επιχείρησης στην τράπεζα για να εξασφαλιστεί αυτή για το δάνειο που δίνει.

β. Με προκαταβολές έναντι φορτωτικών. Και εδώ η τράπεζα διασφαλίζεται εμπράγματα με τη μεταβίβαση των φορτωτικών εγγραφών των εμπορευμάτων του εσωτερικού ή του εξωτερικού σ' αυτή. Έτσι αποκτούν δικαίωμα ενεχύρου στα εμπορεύματα, μπορούν σε να εκποιήσουν σε περίπτωση μη έγκαιρης εξόφλησης της πίστωσης που χορηγήθηκε.

γ. Με χρεόγραφα (μετοχές, ομολογίες) σαν ενέχυρο. Οι τράπεζες προτιμούν περισσότερο τέτοια ενέχυρα, γιατί ρευστοποιούνται ευκολότερα, ιδιαίτερα όταν πρόκειται για χρηματιστηριακούς τίτλους.

δ. Με ενέχυρο εμπορεύματα που βρίσκονται υπό τον έλεγχο της τράπεζας. Εδώ η χορήγηση της τράπεζας εξασφαλίζεται με ενέχυρο εμπορευμάτων στις γενικές αποθήκες (ΠΑΕΓΑΕ) ή που απομονώνεται σε ανεξάρτητη αποθήκη του οφειλέτη, τα δε κλειδιά της δίνονται στην τράπεζα, που φροντίζει για τη συντήρηση του ενέχυρου σε καλή κατάσταση.

ii) Τρεχούμενοι ή αλληλόχρεοι λογαριασμοί. Τέτοιες τραπεζικές χρηματοδοτήσεις μπορεί να είναι είτε ακάλυπτες είτε κεκαλυμμένες. Οι τράπεζες πιστώνουν το λογαριασμό του πελάτη τους με ένα ποσό που μπορεί να χρησιμοποιήσει εφ' άπαξ ή με δόσεις. Το μέσο αυτό της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι πολύ διαδεδομένο, με την προϋπόθεση όμως ότι ο πιστούχος είναι πρόσωπο φερέγγυο και με μεγάλη πιστωτική επιφάνεια (έτοιμη πίστωση ή *over - draft*).

iii) Η προεξόφληση συναλλαγματικών δεν εξασφαλίζει στην επιχείρηση κεφάλαια, αλλά απλά βοηθά στη ρευστοποίηση των πιστώσεων των εμπορευμάτων που δόθηκαν απ' αυτή στους πελάτες της, δηλαδή η προεξόφληση συναλλαγματικών είναι

μεταβίβαση στην τράπεζα, με αντίτιμο ορισμένες οικονομικές θυσίες, του δικαιώματος είσπραξης της παραχωρηθείσας πίστωσης από την επιχείρηση.

iv) Παροχή εγγύησης για να διευκολύνουν τις συναλλαγές των πελατών τους ή για να αποφύγουν μια δέσμευση αυτούσιου χρήματος εκ μέρους τους, που ή στερούμαι ή μπορούν μεν να βρουν αλλά με όρους χρηματοδότησης βαρύτερους από την τραπεζική πίστη. Οι εγγυήσεις που δίνουν οι τράπεζες δημιουργούν σε βάρος τους ανέκκλητες ευθύνες πληρωμής, γι' αυτό και όσες φορές κάνουν κάτι τέτοιο φροντίζουν να εξασφαλίζονται έναντι του πελάτη τους, είτε με δέσμευση υπάρχουσα: κατάθεσης του είτε με δέσμευση τμήματος τραπεζικής του πίστωσης είτε με ενέχυρο. Η παροχή εγγύησης από τις τράπεζες γίνεται μέσω των γνωστών εγγυητικών επιστολών.

Εγγυητική επιστολή (E/E ή L/C, Letter of credit) είναι έγγραφο με το οποίο η τράπεζα αναλαμβάνει την ευθύνη (εγγύηση) απέναντι στον δικαιούχο (δέκτη) μέχρι ορισμένο ποσό, ότι ο υπόχρεος θα εκπληρώσει όλες τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει απέναντι στο δικαιούχο. Η τράπεζα με την έκδοση της εγγυητικής επιστολής μπαίνει ανάμεσα στα δύο μέρη και ενισχύει με το κύρος της την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα του υπόχρεου προς τον δικαιούχο. Η χρηματοδότηση μέσω εγγυητικών επιστολών αποτελεί μια άλλη μορφή άντλησης πιστώσεων. Στην περίπτωση αυτή έχουμε εκπλήρωση υποχρεώσεων «τοις μετρητοίς» χωρίς την καταβολή ή χρησιμοποίηση μετρητών. Έτσι, αντί να δεσμευτούν μετρητά για εγγύηση σε δημόσιους οργανισμούς, ή δημόσιες επιχειρήσεις, εφόσον αυτό το δέχεται ο πιστολήπτης, ενεχυριάζεται εγγυητική επιστολή αναγνωρισμένης τράπεζας εσωτερικού ή εξωτερικού. Οι εγγυητικές επιστολές συνήθως χρησιμοποιούνται σε μειοδοτικές ή πλειοδοτικές δημοπρασίες, όπου οι μειοδότες και οι πλειοδότες καλούνται να καταθέσουν εγγύηση εκπλήρωσης των όρων της σύμβασης, η οποία ανέρχεται σε 5-10% της προκηρυχθείσας αξίας της σύμβασης. Αντί για μετρητά τα συμβαλλόμενα μέρη καταθέτουν ισόποση εγγυητική επιστολή, η οποία επέχει θέση μετρητών, αλλά προτιμάται λόγω του χαμηλού κόστους της. Έτσι, ενώ το δάνειο μπορεί να στοιχίσει περίπου 20% ή περισσότερα, η εγγυητική επιστολή στοιχίζει μόνο γύρω στα 3-4% ανάλογα με την κατηγορία της. Και η τράπεζα προτιμά τις εγγυητικές επιστολές γιατί δεν χορηγεί χρήματα αλλά κρατάει μόνο μια πρόβλεψη για το ποσό της εγγυητικής επιστολής, ώστε να αντιμετωπίσει ενδεχόμενο κατάπτωσης αυτής. Η τράπεζα εισπράττει προμήθεια



που υπολογίζεται στο ποσό της εγγύησης ανάλογα με την κατηγορία της εγγυητικής επιστολής, καθώς επίσης εξασφαλίζει και άλλες τραπεζικές εργασίες από τον εντολέα, όπως και προσέλκυση νέων πελατών.

Επίσης στην περίπτωση οποιουδήποτε χρέους, ο οφειλέτης για εξασφάλιση του πιστωτή του ενεχυριάζει σ' αυτόν εγγυητική επιστολή τράπεζας για χρονικό διάστημα ίσο με το χρόνο της παρεχόμενης πίστωσης. Ο πιστωτής μπορεί να προεξοφλήσει την εγγυητική επιστολή ή να τη μεταβιβάσει στους δικούς του προμηθευτές.

Οι εγγυητικές επιστολές, ανάλογα με το αντικείμενο που καλύπτουν και συνεπώς και τη σοβαρότητα του κινδύνου που αναλαμβάνει η τράπεζα, κατατάσσονται στις παρακάτω κατηγορίες:

- α. για συμμετοχή σε διαγωνισμούς
- β. για παράδοση εμπορευμάτων χωρίς φορτωτικά έγγραφα, όταν η αξία τους έχει διακανονιστεί
- γ. στην Τράπεζα της Ελλάδος και τελωνεία για προσωρινούς διακανονισμούς και τήρηση συναλλαγματικών διατυπώσεων
- δ. για καλή εκτέλεση συμβάσεων
- ~~ε. για είδη που εισάγονται ατελώς με σκοπό να επανεξαχθούν~~
- στ. για ορισμένες περιπτώσεις που καλύπτονται υποχρεώσεις από εισαγωγές ή εξαγωγές
- ζ. για ανάληψη διαχειρίσεων και αντιπροσωπειών
- η. για ανάληψη προκαταβολών
- θ. για πληρωμή αξίας

Οι τράπεζες, ανάλογα με την κατηγορία των εγγυητικών επιστολών και την φερεγγυότητα του πελάτη, μπορούν να ζητήσουν ασφάλεια-κάλυμμα της εγγυητικής επιστολής, η οποία μπορεί να είναι κατάθεση σε μετρητά ποσοστού μέχρι 20% της εγγυητικής επιστολής, ή και εμπράγματα ασφάλειες (ενέχυρο, προσημείωση, υποθήκη) ή και ενοχικές (εγγυητής- συνεντολέας, εκχώρηση δικαιογράφων κλπ.) ασφάλειες.

Πολλές φορές στα πλαίσια που καθορίζονται από τη γενική οικονομική πολιτική και ανάλογα με τις διατάξεις και τις αποφάσεις που παίρνουν οι νομισματικές αρχές (νομισματική επιτροπή ή επιτροπή νομισματικών και πιστωτικών θεμάτων) υπάρχουν απαγορεύσεις και περιορισμοί έκδοσης εγγυητικών επιστολών. Αν μια εγγυητική επιστολή εκδοθεί κατά παράβαση των διατάξεων

των νομισματικών αρχών, αυτό δεν σημαίνει ότι η εγγύηση είναι άκυρη, αλλά ότι η τράπεζα που την εξέδωσε θα υποστεί τις κυρώσεις που προβλέπονται από το Νόμο «περί Ελέγχου Τραπεζών και Ελέγχου Πίστεως».

Τελικά η χρησιμοποίηση των εγγυητικών επιστολών παρουσιάζει τα εξής πλεονεκτήματα για τον οφειλέτη, τον πιστωτή και την τράπεζα:

1. Για τον οφειλέτη: α) ο οφειλέτης υποχρεώνεται σε μικρή μόνο δαπάνη (προμήθεια τράπεζας), διαφορετικά θα ήταν υποχρεωμένος να εξασφαλίσει την υποχρέωση του τοις μετρητοίς, οπότε το κόστος θα ήταν πολύ μεγάλο, β) με την έκδοση των εγγυητικών επιστολών δεν δεσμεύονται τα πιστοδοτικά όρια αυτού, τα οποία παραμένουν ελεύθερα στη διάθεση του.
2. Για τον πιστωτή: α) ουσιαστικά έχει απόλυτη εξασφάλιση της απαίτησης του, γιατί υπάρχει η εγγύηση αναγνωρισμένης τράπεζας, β) το κόστος προεξόφλησης ή ενεχυρίασης της εγγυητικής επιστολής είναι πολύ μικρό και πολύ μικρότερο άλλων χρεογράφων.
3. Για την τράπεζα που εκδίδει την εγγυητική επιστολή: Χωρίς να δεσμεύει μετρητά εισπράττει προμήθεια, αξιοποιούσα έτσι την αξιοπιστία και τη φερεγγυότητα της. Η προμήθεια υπολογίζεται σαν ποσοστό πάνω στο ποσό της εγγύησης. Το ποσοστό δεν είναι το ίδιο για όλες τις περιπτώσεις, δεν παραμένει πάντοτε σταθερό και καθορίζεται από διάφορους παράγοντες. Η προμήθεια λογίζεται κατά τρίμηνο αδιαίρετο και δεν επιστρέφεται στον εντολέα, ακόμη και αν η εγγυητική επιστολή επιστραφεί πριν συμπληρωθεί το τρίμηνο για το οποίο έχει εισπραχθεί η προμήθεια.

Οι εγγυητικές επιστολές αποτελούν σήμερα μια πολύ συνηθισμένη πρακτική και χρησιμοποιούνται τόσο για συναλλαγές εσωτερικού όσο και για συναλλαγές εξωτερικού. Οι εγγυητικές επιστολές εξωτερικού βασικά είναι παρόμοιες με τις εγγυητικές επιστολές εσωτερικού, υπάρχουν όμως ορισμένες διαφορές και ειδικοί όροι είτε χειρισμών είτε διαδικασίας. Σύμφωνα με την υπάρχουσα νομοθεσία, μόνο οι τράπεζες μπορούν να εκδώσουν εγγυητικές επιστολές.

Εγγυητικές επιστολές εκδίδει επίσης το Ταμείο Συντάξεως Μηχανικών Εργοληπτών Δημόσιων Έργων (ΤΣΜΕΔΕ), υπέρ των εγγεγραμμένων συνταξιοδοτικά στο Ταμείο μελών (τέτοιο δικαίωμα έχουν οι απόφοιτοι όλων των πολυτεχνείων και οι εργολήπτες Δημοσίων Έργων). Οι όροι χορήγησης των εγγυητικών επιστολών είναι ευμενέστεροι εκείνων των τραπεζών και ως προς την

προμήθεια που εισπράττει και ως προς τις αντεγγυήσεις (εξασφαλίσεις) που ζητά από τους ενδιαφερόμενους. Ενδεικτικά αναφέρουμε:

<u>Εγγυητική επιστολή ΤΣΜΕΔΕ</u>	<u>Προμήθεια Τραπεζών</u>	<u>Προμήθεια</u>
1. Α' κατηγορία (συμμετοχή σε διαγωνισμό)	0,50%	0.22%
2. Β' κατηγορία (καλή εκτέλεση έργου)	0,75%	0.65%
3. Γ' κατηγορία (ανάληψη προκαταβολών)	1,25%	0,75%

Επίσης εγγυητικές επιστολές εκδίδει υπέρ οποιουδήποτε ενδιαφερόμενου και το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και μάλιστα ανέξοδα. Εκδίδει όμως εγγυητικές επιστολές μόνο για συμμετοχή σε διαγωνισμό και καλή εκτέλεση έργου (Α' και Β' κατηγορία) και με την απαραίτητη προϋπόθεση ότι σαν αντεγγύηση ο ενδιαφερόμενος καλύπτει το ισόποσο της εγγυητικής επιστολής με κατάθεση μετρητών, ή με ομόλογα ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ, ή ανάλογους τίτλους αξίας.

Δύο ακόμη μορφές βραχυχρόνιων τραπεζικών πιστώσεων είναι:

- v) Με ανοιχτό λογαριασμό προσωπικής εγγύησης, και
- vi) Με εγγύηση το εισόδημα συμβάσεων που υπογράφηκαν (ισχύουν στο εξωτερικό)

Πολλά από τα παραπάνω δάνεια δεν αποκλείεται να είναι μεσοπρόθεσμα.

Άλλα βραχυχρόνια δάνεια είναι τα εξής:

## 2) Από τους προμηθευτές

Τα μέσα χρηματοδότησης που προκύπτουν από τους προμηθευτές είναι συνήθως οι εμπορευματικές πιστώσεις. Οι πιστώσεις αυτές συνήθως είναι βραχυχρόνια ακάλυπτες και δίνονται από τους προμηθευτές για την προώθηση και επιτάχυνση της διάθεσης των ειδών τα οποία πωλούν. Η επιχείρηση που χρηματοδοτείται με τον τρόπο αυτό μπορεί να αυξήσει τον κύκλο εργασιών της χωρίς να δεσμεύει μεγαλύτερο κεφάλαιο. Αν μάλιστα πετύχει να θέσει σε κυκλοφορία τα είδη της με την παροχή πιστώσεων στους πελάτες της, τότε βελτιώνει αισθητά τη

χρηματοοικονομική της κατάσταση και το βαθμό της ρευστότητας της.

### **3) Από τους πελάτες**

Τα μέσα χρηματοδότησης από τους πελάτες της επιχείρησης είναι κυρίως οι προκαταβολές τους για μελλοντικές παραλαβές προϊόντων. Σε περιόδους ανεπαρκούς εφοδιασμού της αγοράς με αγαθά, οι εμπορικές επιχειρήσεις κάνουν προαγορές και προκαταβάλλουν μέρος ή όλο το τμήμα των ποσοτήτων που παραγγέλλουν για να προτιμηθούν στη σειρά των παραδόσεων και για να επιτύχουν ευνοϊκότερους ορούς πληρωμής.

### **4) Από τους ιδιώτες-Ταμειακές διευκολύνσεις**

Πρόκειται για πολύ βραχυπρόθεσμα δάνεια κατά κανόνα φιλικών και συγγενικών προσώπων, για την κάλυψη έκτακτων ταμειακών αναγκών. Αυτές οι πιστώσεις επιστρέφονται συνήθως σε λίγες ημέρες. Αυτή η μορφή δανειοδότησης σε μια επιχείρηση δείχνει είτε την ανυπαρξία τρεχούμενου λογαριασμού με τις συνεργαζόμενες τράπεζες είτε την εξάντληση των συμβατικών ορίων.

Όταν πρόκειται απλώς για ημερήσια ταμειακή διευκόλυνση, μας δείχνει απλώς αποφυγή διατυπώσεων χορηγήσεων απ' τη μεριά της επιχείρησης.

### **5) Δάνεια εταιρειών - Προσωπικοί λογαριασμοί**

Στις προσωπικές ιδίως εταιρείες, συχνά στο σκέλος του παθητικού του ισολογισμού παρατηρείται ο λογαριασμός «Δάνεια Εταιρειών ή Προσωπικοί Λογαριασμοί Εταίρων». Πρόκειται για δάνεια που χορήγησαν οι εταίροι στην εταιρεία τους, έντοκα ή άτοκα. Σαν δάνεια από άποψη χρηματοδότησης μπορούμε να θεωρήσουμε και τα μερίσματα που δεν ανάλαβαν οι μέτοχοι των Α.Ε. και τους φόρους εισοδήματος αυτών των μερισμάτων.

### **6) Αναβολή πληρωμής ασφαλιστικών εισφορών και παρακρατηθέντων (φόρων και εισφορών).**

Πολλές επιχειρήσεις οφείλουν μεγάλα ποσά σε ασφαλιστικούς οργανισμούς (ΙΚΑ κλπ.) ή στο δημόσιο από παρακρατηθέντες φόρους (Φ.Μ.Υ., εισοδήματος κλπ.) από λίγες βδομάδες μέχρι

μήνες και χρόνια. Είναι μια άλλη μορφή βραχυχρόνιας κυρίως χρηματοδότησης.

### 7) Αναβολή πληρωμής μισθών ή ημερομισθίων, ενοικίων και άλλων εξόδων για μερικές μέρες ή εβδομάδες.

### 8) Συναλλαγματικές ή γραμμάτια ευκολίας

Είναι πιστωτικοί τίτλοι που δεν προκύπτουν από πραγματικές εμπορικές συναλλαγές. Η ύπαρξη τους οφείλεται στο φαινόμενο της αμοιβαίας πιστωτικής διευκόλυνσης μεταξύ εμπορευόμενων, με ανταλλαγή υπογραφών, για να αποκτήσουν τίτλο τραπεζικά προεξοφλήσιμο.

Παρόμοιους τίτλους για εξεύρεση χρηματικών μέσων συναντάμε και μεταξύ επιχειρήσεων εξαρτημένων, όπου η μητρική επιχείρηση μπορεί να ανταλλάσσει αμοιβαία με τις θυγατρικές της επιχειρήσεις συναλλαγματικές ευκολίες με σκοπό την τραπεζική χρηματοδότηση της.

### 9) Το σύστημα Factoring

Αποτελεί νέα μορφή χρηματοδότησης, κατά την οποία ο πωλητής αγαθών ή υπηρεσιών εισπράττει αμέσως την αξία των τιμολογίων του από μια εξειδικευμένη τραπεζικού χαρακτήρα εταιρεία *factoring*. Οι εταιρείες *factoring* είναι συνήθως θυγατρικές εταιρείες τραπεζών. *Factoring* δηλαδή είναι η πώληση των πελατών σε μια επιχείρηση (*factor*), η οποία αναλαμβάνει την υποχρέωση της είσπραξης τους, έναντι λογικού ποσοστού προμήθειας (συνήθως 3%-5%).

Η σύμβαση *factoring* μπορεί να γίνει «χωρίς το δικαίωμα αναγωγής» στον εκχωρητή, οπότε η εταιρεία *factoring* φέρει η ίδια τον κίνδυνο της είσπραξης της απαίτησης από τον πελάτη και πιστώνει αμέσως το λογαριασμό του πωλητή με το πλήρες ποσό του τιμολογίου μείον τη συμφωνημένη νόμιμη προμήθεια. Αν η σύμβαση προβλέπει εκχώρηση «με το δικαίωμα της αναγωγής» στον εκχωρητή, η πίστωση του λογαριασμού του πωλητή γίνεται κατά την εξόφληση του τιμολογίου από τον πελάτη, ο σχετικός δε κίνδυνος της είσπραξης της απαίτησης βαρύνει τον πωλητή-εκχωρητή του τιμολογίου. Αν η σύμβαση προβλέπει άμεση πληρωμή, η εταιρεία *factoring* προεξοφλεί τα τιμολόγια συνήθως σε ποσοστό 80-90%, το δε υπόλοιπο καταβάλλεται κατά την πληρωμή του τιμολογίου.

Σε όλες τις παραπάνω περιπτώσεις η εταιρεία *factoring*, η οποία διαθέτει συνήθως πλήρες αυτοματοποιημένο μηχανογραφικό σύστημα και τράπεζες στοιχείων με όλες τις διαθέσιμες χρηματοοικονομικές πληροφορίες των επιχειρήσεων και φερεγγυότητας και αξιοπιστίας των πελατών, καθορίζει τα όρια των πιστώσεων που μπορούν να χορηγηθούν στους διάφορους πελάτες, αποφασίζει για την αύξηση των ορίων αυτών και πολλές φορές αποκλείει ορισμένους πελάτες από τη χορηγούμενη πίστωση. Οι εταιρείες *factoring* συνήθως διαθέτουν και μια πλήρως οργανωμένη και εξειδικευμένη στην είσπραξη απαιτήσεων νομική υπηρεσία.

Έτσι το *factoring* εξυπηρετεί τους οικονομικούς διακανονισμούς των εμπορικών συναλλαγών μεταξύ των συμβαλλομένων και παρέχει χρήματα αμέσως στον πωλητή, αυξάνοντας έτσι τη ρευστότητα του και περιορίζοντας τις διαδικασίες εισπράξεως, τους κινδύνους μη έγκαιρης πληρωμής και τα έξοδα λογιστηρίου και υπηρεσίας παρακολουθήσεως και εισπράξεως των πελατών. Ακόμη και οι αγοραστές διευκολύνονται, καθότι δεν ανοίγουν πιστώσεις, δεν δίνουν προκαταβολές κατά τη φάση της παραγγελίας και εξυπηρετούνται καλύτερα και ταχύτερα με τη λειτουργία ενός ανοιχτού λογαριασμού μεταξύ αυτών και των προμηθευτών τους.

Το *factoring* γενικότερα περιορίζει τη χρήση των συναλλαγματικών, γραμματίων, επιταγών και ενέγγυων πιστώσεων, και εξυπηρετεί το ευρύτερο κοινωνικοοικονομικό συμφέρον, γιατί συμβάλλει στη διοχέτευση των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων για την εξυπηρέτηση πραγματικών αναγκών των επιχειρήσεων.

Το *factoring* επίσης προσφέρει σημαντικά πλεονεκτήματα στις εξαγωγές τόσο στον τομέα των υπηρεσιών όσο και στο θέμα της χρηματοδότησης των εξαγωγών. Στις υπηρεσίες του *factoring* εξαγωγών περιλαμβάνεται η φροντίδα εισπράξεως των τιμολογίων εξαγωγής, η πληροφόρηση για τη φερεγγυότητα των συναλλασσόμενων, η αξιοποίηση δυνατοτήτων που υπάρχουν στα διάφορα συστήματα χρηματοδότησης εξαγωγών και η προεξόφληση των τιμολογίων. Το σύστημα *factoring* λειτουργεί σε όλες τις χώρες της Ε.Ο.Κ. και σχεδόν σε όλες τις δυτικές χώρες.

## Μακροπρόθεσμες πιστώσεις

Οι μακροπρόθεσμες πιστώσεις δίνονται για τη χρηματοδότηση έργων μεγάλης απόδοσης και μεγάλης διάρκειας κατασκευής των έργων αυτών.

Δίνονται με προθεσμία 5 χρόνια και πάνω. Στον ιδιωτικό-οικονομικό τομέα με μακροπρόθεσμα δάνεια πρέπει να χρηματοδοτούνται τα οικόπεδα, τα κτίρια και οι κτιριακές εγκαταστάσεις.

Μπορούμε να συμπεριλάβουμε εδώ και τις μεσοπρόθεσμες πιστώσεις (διάρκεια ενός έως πέντε χρόνων) που ενδείκνυνται κυρίως για τη χρηματοδότηση των μηχανημάτων και μηχανολογικών εγκαταστάσεων και λιγότερο για τη χρηματοδότηση οικοπέδων, κτιρίων και βιομηχανοστασίων.

Οι μακροχρόνιες πιστώσεις προέρχονται:

- α) από τις τράπεζες (κυρίως ενυπόθηκα δάνεια),
- β) από τα ομολογιακά δάνεια (ιδιώτες), και
- γ) από προμηθευτές (σπάνια όσον αφορά τις μακροχρόνιες πιστώσεις, συχνότερα όσον αφορά τις μεσοπρόθεσμες).

Τα επιτόκια των μακροπρόθεσμων πιστώσεων είναι μικρότερα των βραχυπρόθεσμων, παρά τον κίνδυνο πληθωρισμού ή ακόμα και ανασφάλειας στον παράγοντα χρόνο. Αυτό οφείλεται στο γεγονός της συνεχούς και αποδοτικής απασχόλησης αυτών των κεφαλαίων με σταθερή πρόοδο. Σε αντίθεση με τις βραχυπρόθεσμες πιστώσεις, κατά κύριο λόγο, το μακροπρόθεσμο κεφάλαιο επιφέρει μεγαλύτερη πρόοδο χάριν της συνεχούς και απρόσκοπτης λειτουργικής χρήσης του. Τα βραχυπρόθεσμα (κεφάλαια, δάνεια) έχουν μεν υψηλότερο επιτόκιο, παραμένουν όμως κατά διαστήματα αδρανή, δηλαδή αχρησιμοποίητα.

Οι κυριότερες μορφές μακροχρόνιων πιστώσεων είναι οι εξής:

### 1) Από τις τράπεζες

- ι) Με υποθήκη. Τα δάνεια αυτά μακροπρόθεσμης φύσης δίνονται συνήθως από τις κτηματικές τράπεζες και κατά δεύτερο λόγο

από τις τράπεζες καταθέσεων και εμπορικές τράπεζες, λόγω της δυσχέρειας που εμφανίζεται στη ρευστοποίηση της περιεχόμενης εμπράγματης ασφάλειας επί του ακινήτου.

- ii) Μακροπρόθεσμα δάνεια τραπεζών επενδύσεων και άλλων οργανισμών. Ο θεσμός των τραπεζών επενδύσεων στη Ελλάδα είναι σχετικά καινούργιος. Τέτοιες τράπεζες είναι η ΕΤΒΑ, η ΕΤΕΒΑ και η Τράπεζα Επενδύσεων.

Αυτές είναι εξειδικευμένες στη χορήγηση δανείων βιομηχανικής ανάπτυξης μακροπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης διάρκειας. Αυτά τα δάνεια χορηγούνται αποκλειστικά με εμπράγματη ασφάλεια και ιδίως ενυπόθηκα βάσει των διατάξεων που ισχύουν και τις αποφάσεις της Κυβέρνησης και της Νομισματικής Επιτροπής. Ακόμη μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια χορηγούνται από τον ΕΟΜΜΕΧ, το Ταμείο Παρακαταθηκών και Δανείων και από άλλους οργανισμούς.

## 2) Από ομολογιακά δάνεια

Με τον όρο «ομολογιακό δάνειο» εννοούμε εκείνο το μακροπρόθεσμο δάνειο που είναι διαιρεμένο σε μεταβιβάσιμους τίτλους (ομολογίες) με προκαθορισμένο ύψος τόκου (επιτόκιο), που καταβάλλεται κατά τακτά χρονικά διαστήματα. Οι ομολογιακοί τίτλοι κυρίως σαν τίτλοι στον κομιστή απαρτίζονται από δύο μέρη, από το κύριο σώμα και από τα τοκομερίδια. Τα τοκομερίδια είναι τόσα, όσα είναι και τα εξάμηνα που διαρκεί το δάνειο. Η έκδοση ομολογιών προϋποθέτει απαραίτητα τη μορφή της ανώνυμης εταιρείας. Οι εκδιδόμενες τότε είτε απευθείας είτε δια μέσου των τραπεζών ομολογίες διοχετεύονται στην αγορά. Όπως όταν πρόκειται για μετοχές, έτσι και στα ομολογιακά δάνεια γεννιούνται πολλά προβλήματα που αφορούν την τεχνική της έκδοσης τους (π.χ. καθορισμός της τιμής έκδοσης, δηλαδή στο άρτιο, υπό το άρτιο, υπέρ το άρτιο), τα τυχόν διδόμενα πλεονεκτήματα (π.χ. τιμαριθμικές ρήτρες, λαχείο), τη διάρκεια του δανείου, το ενδεχόμενο της μετατροπής του σε μετοχές κ.ο.κ.

Το ομολογιακό δάνειο σαν πηγή άντλησης μακροπρόθεσμων δανείων είναι προνόμιο των μεγάλων εταιριών, εξαιτίας του κύρους, της οικονομικής ευρωστίας και της πρόσθετης εγγύησης στους ομολογιούχους.

Εύκολα διαπιστώνουμε ότι το ομολογιακό δάνειο δεν έχει καμία επίδραση στις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και πολύ ελάχιστη χρηματοδοτική επίδραση στον ιδιωτικοοικονομικό φορέα, ακόμα και σε αναπτυσσόμενες οικονομίες.



### 3) Από προμηθευτές

Τα μακροπρόθεσμα δάνεια προμηθευτών αφορούν κυρίως μεγάλες επενδύσεις που σπάνια χρηματοδοτούνται από πιστοδοτικό φορέα. Ειδικότερα για εξαγωγικό εμπόριο αυτά επαναχρηματοδοτούνται από πιστοδοτικά ιδρύματα προώθησης των εξαγωγών ή από αντίστοιχους κρατικούς φορείς. Τα μακροπρόθεσμα δάνεια προμηθευτών είναι σπάνια.

### 4) Το Leasing.

*Leasing* είναι η μακροχρόνια μίσθωση πάγιων περιουσιακών στοιχείων, κινητών και μη κινητών, τα οποία μπορούν να χρησιμοποιηθούν σαν μέσα παραγωγής και να συμπεριληφθούν στο βιομηχανικό εξοπλισμό της επιχείρησης που τα ενοικιάζει. Σ' αυτή τη μέθοδο, ο αγοραστής αντί να αγοράσει τα απαραίτητα γι' αυτόν πάγια περιουσιακά στοιχεία (Π.Π.Σ.), τα νοικιάζει, αποφεύγοντας έτσι την πάγια δέσμευση κεφαλαίων.

Το *Leasing* είναι φαινόμενο σχετικά νέο, αλλά η στενότητα κεφαλαίων και τα μεγάλα φορολογικά βάρη που αντιμετωπίζουν πολλές επιχειρήσεις είχαν σαν αποτέλεσμα την εξάπλωση του σε παγκόσμια κλίμακα.

Το *Leasing* διενεργείται τόσο από τις παραγωγικές επιχειρήσεις, όσο και από ανεξάρτητες και εξειδικευμένες σ' αυτόν τον κλάδο επιχειρήσεις (εταιρείες *Leasing*).

### Γενικές αρχές άσκησης της πίστης από τις τράπεζες

Μερικές από τις βασικές αρχές χρηματοδοτήσεων είναι οι εξής:

α) Κάθε χρηματοδότηση παρέχεται με οποιαδήποτε μορφή και, ανεξάρτητα από την πηγή προέλευσης των διατιθέμενων κεφαλαίων, πρέπει να αποβλέπει στην κάλυψη πραγματικών αναγκών της παραγωγικής διαδικασίας, της εμπορικής διακίνησης των προϊόντων ή της επενδυτικής δραστηριότητας της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Για το λόγο αυτό οι τράπεζες κατά την έγκριση παροχής οποιασδήποτε πίστωσης οφείλουν να σταθμίζουν τις συνολικές σε κεφάλαια κίνησης ανάγκες κάθε

χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Επίσης δεν θα πρέπει να χρηματοδοτούνται επιχειρήσεις για την εξόφληση δανείων σε άλλες τράπεζες, γιατί παραβιάζεται η προϋπόθεση κάλυψης παραγωγικών δαπανών της επιχείρησης.

β) Οι τράπεζες υποχρεούνται να μεριμνήσουν ώστε να αποφεύγεται η χρηματοδότηση δραστηριοτήτων, των οποίων απαγορεύεται η πιστοδότηση. Στην περίπτωση χρηματοδότησης επιχειρήσεων που αναπτύσσουν μικτή δραστηριότητα (χρηματοδοτούμενη και μη) οι τράπεζες υποχρεούνται να καταβάλλουν κάθε προσπάθεια για την ακριβή στάθμιση των αναγκών τους σε κεφάλαια κίνησης όσων απ' αυτές επιτρέπεται η χρηματοδότηση, για να αποφεύγονται διαρροές πιστώσεων σε μη επιθυμητούς σκοπούς.

γ) Οι χρηματοδοτούμενες από τις τράπεζες επιχειρήσεις πρέπει να αναλαμβάνουν την υποχρέωση να μην παρέχουν πιστώσεις υπό οποιαδήποτε μορφή σε άλλες επιχειρήσεις ή ιδιώτες με την πώληση προϊόντων τους ή την παροχή υπηρεσιών επί πιστώσει με διάρκεια μεγαλύτερη από εκείνη που έχει οριστεί.

δ) Κάθε αίτημα χρηματοδότησης πρέπει να αξιολογείται αυτοτελώς, ώστε να μην επηρεάζεται η χρηματοδότηση δραστηριοτήτων ή τομέων από δυσμενείς αποφάσεις άλλων δραστηριοτήτων ή κλάδων. Η αρχή αυτή βρίσκει άμεση εφαρμογή στις περιπτώσεις που χρησιμοποιούνται τα όρια που έχουν εγκριθεί για κάθε επιχείρηση. Παράλληλα θα πρέπει να τηρείται η αρχή της ισότητας κατά τη διαπραγμάτευση του δανείου, δηλαδή η με ίσους ορους αντιμετώπιση κάθε δανείου.

ε) Κατανομή των πιστώσεων σε όλους τους κλάδους των επιχειρήσεων, ώστε να υπάρχει μεγάλη διασπορά των κινδύνων και να μην χρηματοδοτούνται κυρίως κλάδοι ή επιχειρήσεις που ήδη έχουν γίνει ή πρόκειται να γίνουν προβληματικοί.

στ) Ενημερότητα υποχρεώσεων κάθε επιχείρησης. Η τράπεζα προκειμένου να προβεί σε οποιαδήποτε χορήγηση πίστωσης πρέπει να γνωρίζει λεπτομερώς όλες τις υποχρεώσεις της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης. Επίσης πρέπει να υπάρχει συνεχής παρακολούθηση και ενημέρωση για την εξέλιξη της επένδυσης η οποία ήταν προϊόν της χρηματοδότησης και όλων των μελλοντικών υποχρεώσεων της επιχείρησης.

ζ) Αντικειμενική εξέταση κάθε αιτήματος χρηματοδότησης, βασισμένη σε στοιχεία της επιχείρησης και προβλέψεις για το μέλλον (προϋπολογισμοί κλπ.). Κάθε αίτημα πρέπει να εξετάζεται μακριά από κάθε εξάρτηση ή συναισθηματισμό, πίεση ή εξωτραπεζικούς παράγοντες. Επίσης θα πρέπει να αποφεύγεται κάθε ευνοϊκή ή δυσμενής προδιάθεση για το αίτημα

χρηματοδότησης και η εξέταση να βασίζεται αποκλειστικά και μόνο σε τραπεζικά κριτήρια.

η) Έλεγχος φορολογικής ενημερότητας, ώστε να διαπιστωθεί η ορθή ή πλημμελής τήρηση φορολογικών βιβλίων και στοιχείων, η κανονική διεξαγωγή φορολογικών και λογιστικών ή διαχειριστικών ελέγχων κλπ.

θ) Για κάθε χρηματοδότηση με μορφή δανείου, πίστωση σε ανοικτό λογαριασμό, προεξόφληση ή οποιαδήποτε άλλη μορφή, θα συμφωνείται μεταξύ τραπεζών και χρηματοδοτούμενων ποινική ρήτρα υπέρ του Ελληνικού Δημοσίου, στην περίπτωση των κάτωθι παραβάσεων των όρων χρηματοδότησης:

1. Χρησιμοποίηση της πίστωσης για σκοπό διάφορο από εκείνο για τον οποίο χορηγήθηκε.
2. Παροχή εμπορικών πιστώσεων καθ' υπέρβαση των ανώτατων επιτρεπόμενων προθεσμιών.
3. Υποβολή ελλιπών ή ανακριβών δικαιολογητικών και δηλώσεων πάνω στις οποίες στηρίχτηκε η χορήγηση του δανείου.
4. Μη εκπλήρωση κάθε αναλαμβανόμενης από τον οφειλέτη συναφούς υποχρέωσης, με εξαίρεση την εμπρόθεσμη εξόφληση της χρηματοδότησης.
5. Υπέρβαση των τυχόν καθοριζόμενων ορίων κατά δανειοδοτούμενο για τη χρηματοδότηση του από περισσότερες τράπεζες ή διάφορα υποκαταστήματα της ίδιας τράπεζας.
6. Μη επίδειξη σε κάθε ζήτηση στα όργανα της Γενικής Επιθεώρησης Τραπεζών των λογιστικών βιβλίων και κάθε άλλου στοιχείου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης.
7. Μη τήρηση του προβλεπόμενου βιβλίου Ταμείου.
8. Μη έγκαιρη υποβολή των στοιχείων που καθορίζονται και προβλέπονται από τις αποφάσεις της Νομισματικής Επιτροπής ή των Υποεπιτροπών της ή της Επιτροπής Νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων (η οποία έχει αντικαταστήσει τη Νομισματική Επιτροπή).
9. Άρνηση της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης να δεχθεί έλεγχο (για καταμέτρηση) του Ταμείου της ή παρακώλυση της διενέργειας ελέγχου.
10. Διαπίστωση κατά την καταμέτρηση του Ταμείου της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης ελλείμματος, το ύψος του οποίου θεωρείται ότι αντιστοιχεί σε ποσό πίστωσης που διατέθηκε για «αλλότριο» σκοπό.

## Προϋποθέσεις και κριτήρια χρηματοδοτήσεων

Ο σκοπός των χρηματοδοτήσεων από τις διάφορες τράπεζες συνίσταται στη συμβολή αυτών στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας μέσω της υποβοήθησης και στήριξης των επιχειρήσεων που έχουν πραγματικές (παραγωγικές) ανάγκες χρηματοδότησης. Έτσι σαν προϋποθέσεις χρηματοδοτήσεων εξετάζονται κυρίως:

1. Αν με τη χρηματοδότηση καλύπτονται πρακτικές και παραγωγικές ανάγκες των επιχειρήσεων.
2. Αν η χορήγηση της χρηματοδότησης εναρμονίζεται γενικότερα με το πνεύμα και την πιστωτική πολιτική των τραπεζών και της Κυβέρνησης.
3. Αν η συγκεκριμένη χρηματοδότηση εμπίπτει στις αποφάσεις των νομισματικών αρχών (Νομισματικής Επιτροπής ή Επιτροπή; Νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων).
4. Αν με τη χρηματοδότηση θα ικανοποιηθούν ουσιαστικές ανάγκες της επιχείρησης.
5. Αν η επιχείρηση έχει την πρόθεση (!) και τη δυνατότητα να επιστρέψει το δάνειο και τους τόκους στην τράπεζα. Γιατί αν προβλέπεται ότι η επιχείρηση δεν θα έχει την ικανότητα να επιστρέψει το δάνειο και τους τόκους, δεν θα πρέπει να της χορηγηθεί ή χρηματοδοτήσει.

Σαν κριτήριο χρηματοδότησης μπορούμε να θεωρήσουμε όλα εκείνα τα αξιολογικά αντικειμενικά στοιχεία, η συνεκτίμηση των οποίων βοηθάει στη σωστή απόφαση για κάθε συγκεκριμένη χρηματοδότηση (πολλές φορές υπάρχει επικάλυψη μεταξύ προϋποθέσεων, αρχών και κριτηρίων χρηματοδότησης).

Έτσι **βασικά** κριτήρια της χρηματοδότησης μπορούν να θεωρηθούν:

1. η βιωσιμότητα της επιχείρησης και
2. η δυνατότητα για ομαλή ρευστοποίηση της χρηματοδότησης,

ενώ **επικουρικά** κριτήρια της χρηματοδότησης:

3. οι εξασφαλίσεις της χρηματοδότησης,
4. η αποδοτικότητα της χρηματοδότησης για την τράπεζα ή τον οποιοδήποτε χρηματοδοτικό οργανισμό κλπ.

Κανένα από τα παραπάνω κριτήρια δεν παραβλέπεται, αντίθετα όλα συνεκτιμούνται κατά την εξέταση μιας

χρηματοδότησης. Ιδιαίτερα εξετάζεται η ποιότητα της επιχείρησης που πρόκειται να χρηματοδοτηθεί και αξιολογούνται τα δυναμικά χαρακτηριστικά της. Έχει μεγάλη σημασία να διαπιστωθεί αν η επιχείρηση διαθέτει τα απαραίτητα μέσα και τις προϋποθέσεις για την ομαλή λειτουργία και προώθηση των εργασιών της, ώστε να επιτύχει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας, γιατί έτσι μόνο εξασφαλίζονται τα κεφάλαια που χορηγούνται, βελτιώνονται γενικότερα οι συνθήκες της οικονομίας και πετυχαίνεται σε μεγάλο βαθμό η εξυγίανση της αγοράς.

Όταν υπάρχουν αρνητικές ενδείξεις για τη βιωσιμότητα μιας επιχείρησης, δηλαδή στοιχεία που δεν εγγυώνται για την ομαλή σημερινή ή μελλοντική πορεία της ανάπτυξης της επιχείρησης, η χρηματοδότηση πρέπει να απορρίπτεται, ανεξάρτητα από την παροχή εμπράγματων εξασφαλίσεων σε ακίνητα, στις οποίες συνηθίζεται να δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα σήμερα.

Οι τράπεζες γενικά αποβλέπουν στην ομαλή ρευστοποίηση και ανακύκλωση των πιστώσεων και όχι στην είσπραξη των κεφαλαίων της με αναγκαστικά μέτρα. Γι' αυτό δεν θα πρέπει να δίνεται ιδιαίτερη βαρύτητα στις εμπράγματες εξασφαλίσεις, αλλά στις μελλοντικές προοπτικές της επιχείρησης στο προοδευτικό μάνατζμεντ αυτής και στο προγραμματισμένο και επιθετικό μάρκετινγκ και γενικότερα στην καλή και ορθολογική διοίκηση, στοιχεία που θα επιτρέψουν τη βέβαιη αξιοποίηση της χρηματοδότησης και την ασφαλή επιστροφή των κεφαλαίων και των τόκων κατά τη λήξη τους.

Μια επιχείρηση γενικά θεωρείται βιώσιμη όταν παρουσιάζει άριστες προοπτικές μελλοντικής ανάπτυξης και πραγματοποίησης σημαντικών κερδών, όταν αντιμετωπίζει με επιτυχία τα τρέχοντα προβλήματα της λειτουργίας της και όταν παρακολουθεί λεπτομερώς και προσαρμόζεται στις νέες εξελίξεις που σημειώνονται στον κλάδο της δραστηριότητας της. Έτσι η επιχείρηση είναι πάντοτε ανταγωνιστική από άποψη ποιότητας και κόστους παραγωγής των προϊόντων της. Η βιωσιμότητα μιας επιχείρησης από την άποψη της διοίκησης και οργάνωσης αυτής, από την κεφαλαιακή διάρθρωση αυτής και από τον όγκο των πραγματοποιούμενων πωλήσεων. Στοιχεία της διοίκησης και οργάνωσης αποτελούν το μάνατζμεντ της επιχείρησης ή ο φορέας αυτής. Η μόρφωση, εκπαίδευση και επιμόρφωση αυτών, η επαγγελματική εμπειρία, οι ηγετικές ικανότητες, η γνώση των αντικειμένων, η χρησιμοποίηση ειδικών συμβουλών, η κατάλληλη στελέχωση της επιχείρησης και οι προβλεπόμενες διαδικασίες διαδοχής κλπ.

Στοιχεία της κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης αποτελούν ο βαθμός της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης, ο βαθμός παγιοποίησης της περιουσίας, ο βαθμός κάλυψης του πάγιου ενεργητικού, η σύνθεση του κεφαλαίου κινήσεως, η ρευστότητα της επιχείρησης κλπ.

Στοιχεία της δραστηριότητας της επιχείρησης αποτελούν η εξέταση του κύκλου εργασιών και των αποτελεσμάτων, η ποιότητα, το κόστος και η αποδοχή των προϊόντων στην αγορά, η αποδοτικότητα του κύκλου εργασιών και των ιδίων και συνολικών κεφαλαίων κλπ.

Πολύς λόγος γίνεται σήμερα για τις προβληματικές επιχειρήσεις και την βιωσιμότητα αυτών, ιδιαίτερα μετά τη σύσταση του Οργανισμού Εξυγίανσης των Προβληματικών Επιχειρήσεων, οι οποίοι περισσότερο από κάθε άλλη επιχείρηση χρειάζονται χρηματοδοτήσεις.

Αν και δεν είναι γενικά αποδεκτό, ούτε έχει δοθεί επίσημος ορισμός του τι αποτελεί προβληματικές επιχειρήσεις, μπορούμε να θεωρήσουμε σαν προβληματικές επιχειρήσεις, κυρίως εκείνες που παρουσιάζουν τα παρακάτω χαρακτηριστικά:

1. Είναι υπερχρεωμένες. Τα ξένα κεφάλαια είναι πολλές φορές μεγαλύτερα από τα ίδια κεφάλαια (5 προς 1, 10 προς 1 ή και περισσότερο). Δηλαδή ανύπαρκτο κεφάλαιο, λόγω της απορρόφησης του από τις συσσωρευμένες ζημιές.
2. Δεν διαθέτουν επαρκές κεφάλαιο κινήσεως ή το κεφάλαιο κινήσεως είναι αρνητικό.
3. Παρουσιάζουν συνεχώς ζημιές για αρκετά χρόνια και δεν υπάρχει προοπτική ότι θα εμφανιστούν κέρδη στο μέλλον.
4. Το μεγαλύτερο μέρος των εξόδων αποτελούν τα χρηματοοικονομικά έξοδα (τόκοι ξένων κεφαλαίων).
5. Δεν έχουν μακροχρόνια δάνεια και όλες οι υποχρεώσεις είναι ληξιπρόθεσμες (λόγω του ότι δεν μπόρεσαν να πληρώσουν τις δόσεις, τα δάνεια έγιναν όλα απαιτητά),
6. Δεν διαθέτουν έμπειρο και εκπαιδευμένο (ή επιμορφωμένο) επαγγελματικό μάνατζμεντ, ούτε καλή διοίκηση και οργάνωση. Συνήθως διοικούνται εμπειρικά κυρίως από το φορέα της επιχείρησης ή μέλη της οικογένειας του.
7. Δεν διαθέτουν οργανωμένο και επαγγελματικό μάρκετινγκ ή τμήμα πωλήσεων.
8. Οι δυσμενείς συνθήκες του κλάδου στον οποίο δραστηριοποιείται η επιχείρηση.

9. Παλαιωμένος τεχνολογικός εξοπλισμός, χαμηλής τεχνολογικής στάθμης που έχει σαν αποτέλεσμα τη μείωση της παραγωγικότητας.

Από τις προβληματικές αυτές επιχειρήσεις μπορούν να χαρακτηριστούν βιώσιμες οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν τα εξής κυρίως χαρακτηριστικά:

1. Χρησιμοποιούν αποδεκτή ακόμη τεχνολογία, η οποία, αν και παλιά ή και πλήρως αποσβεσμένη, δεν είναι όμως τεχνολογικά απαξιωμένη.
2. Παράγουν ένα ποιοτικά ανταγωνίσιμο προϊόν. Το προϊόν δηλαδή δεν είναι κατώτερης ποιότητας και γίνεται ικανοποιητικά αποδεκτό στην αγορά.
3. Υπάρχει σημαντική ζήτηση και ίσως γίνονται σημαντικές εισαγωγές για την ικανοποίηση της αν σταματήσει ή περιοριστεί η εγχώρια -παραγωγή.
4. Το περιθώριο συνεισφοράς είναι όχι μόνο θετικό αλλά αρκετά μεγάλο ώστε γρήγορα να καλύψει τα σταθερά έξοδα και να φτάσει η επιχείρηση στο νεκρό σημείο. Το περιθώριο συνεισφοράς είναι η διαφορά μεταξύ της τιμής πωλήσεως του προϊόντος (P) και του ανά μονάδα μεταβλητού κόστους (V), δηλαδή  $P-V > 0$ . Ας σημειωθεί ότι με την πρόσφατη νομοθεσία ένα σημαντικό μέρος του εργατικού κόστους μπορεί να χαρακτηριστεί σαν σταθερό κόστος λόγω της αδυναμίας μείωσης αυτού σε περίπτωση μείωσης της παραγωγής ( απαγορεύονται οι απολύσεις πέραν ορισμένου ποσοστού).
5. Αν χρησιμοποιηθεί μοντέρνο επαγγελματικό μάρκετινγκ, τότε θα εξοικονομηθούν πολλές δαπάνες και θα αυξηθεί η παραγωγικότητα και η αποτελεσματικότητα σε όλους τους τομείς της επιχείρησης, με την καλύτερη οργάνωση και διοίκηση αυτής.
6. Αν χρησιμοποιηθούν μοντέρνες αρχές του μάρκετινγκ, θα αυξηθεί η ζήτηση, το προϊόν θα εισαχθεί σε νέες αγορές και ίσως αυξηθούν οι εξαγωγές του.
7. Αν υπήρχε τρόπος να απαλειφθούν τα χρηματοοικονομικά έξοδα ή να μειωθούν σε ένα λογικό και κανονικό επίπεδο, τότε οπωσδήποτε η επιχείρηση θα εμφάνιζε κέρδη. Στο τελευταίο αυτό χαρακτηριστικό βασίζονται και οι σπουδαιότερες προτάσεις εξυγίανσης των βιώσιμων προβληματικών επιχειρήσεων (όπως παγιοποίηση χρεών, μετοχοποίηση χρεών κλπ.).

Σχετικά με τη δυνατότητα ομαλής ρευστοποίησης της χρηματοδότησης, παρατηρούμε ότι αυτή αναφέρεται στην ικανότητα της επιχείρησης για την ομαλή και απρόσκοπτη εξυπηρέτηση της χορηγούμενης πίστωσης. Αυτό σημαίνει ότι η ρευστότητα της επιχείρησης (κυκλοφοριακή και ταχεία) θα πρέπει να είναι υψηλή και ότι στα ταμειακά προγράμματα θα πρέπει να περιλαμβάνεται και η εξυπηρέτηση του δανείου (τοκοχρεολύσιο). Επίσης θα πρέπει να συνεκτιμούνται η αποδοτικότητα της νέας επένδυσης, οι προοπτικές αύξησης των πωλήσεων κλπ. Ακόμη θα πρέπει να εξετάζονται προσεκτικά ορισμένες ενδείξεις που φανερώνουν τις οικονομικές δυσχέρειες της επιχείρησης, όπως διαμαρτύρηση συναλλαγματικών, προεξόφληση συναλλαγματικών ευκολίας, καθυστερήσεις στην πληρωμή μισθών και ημερομισθίων, προσφυγή σε εξωτραπεζικό δανεισμό, έκδοση ακάλυπτων επιταγών, αιτήσεις για παράταση εξόφλησης οφειλών κλπ.

Όσον αφορά την εξασφάλιση της είσπραξης των απαιτήσεων από τις τράπεζες, θα πρέπει να σημειώσουμε ότι τον σημαντικότερο παράγοντα αποτελεί η βιωσιμότητα της επιχείρησης και οι άριστες γενικά προοπτικές εξέλιξης της και πραγματοποίησης κερδών. Παρόλα αυτά όμως, οι τράπεζες ζητούν εμπράγματα εξασφαλίσεις για κάλυψη μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων χορηγήσεων, γιατί είναι δύσκολο να προβλεφθούν οι συνθήκες ρευστότητας και λειτουργίας της επιχείρησης στο απώτερο μέλλον. Βραχυπρόθεσμα δάνεια συνήθως εξασφαλίζονται με ενέχυρο εμπορευμάτων βάσει τίτλων των Γενικών Αποθηκών, και μόνο δάνεια μικρών σχετικά ποσών βασίζονται στην προσωπική φερεγγυότητα του επιχειρηματία και στην εμπιστοσύνη του μάνατζμεντ για την καλή απόδοση της επιχείρησης.

Τέλος η αποδοτικότητα της χρηματοδότησης για την Τράπεζα, αν και δεν μπορεί να θεωρηθεί σαν το κρίσιμο σημείο για τη λήψη της χρηματοδοτικής απόφασης, εντούτοις πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη, γιατί η τράπεζα πρέπει να διατηρήσει ή να αυξήσει τα διαθέσιμα κεφάλαια της, ώστε να συνεχίζει την εκπλήρωση του αναπτυξιακού και του κοινωνικού της ρόλου.



## Μορφές Χρηματοδοτήσεων

### Εισαγωγή

Στη χώρα μας αρμόδιο όργανο για την παρέμβαση και διαμόρφωση του χρηματοδοτικού πλαισίου μέσα στο οποίο κινείται υποχρεωτικά το τραπεζικό-πιστωτικό σύστημα είναι σήμερα η «Επιτροπή Νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων» της Τράπεζας της Ελλάδος, η πρώην «Νομισματική Επιτροπή».

Για την παράβαση των αποφάσεων της επιτροπής αυτής, που λαμβάνονται με γνώμονα τη γενικότερη κάθε φορά κυβερνητική οικονομική πολιτική, προβλέπονται και επιβάλλονται σημαντικές κυρώσεις και σε βάρος των πιστωτικών ιδρυμάτων αλλά και των πιστούχων - πελατών τους.

Για μια γενικότερη κατάταξη των βασικών μορφών χρηματοδοτήσεων που ισχύουν σήμερα ή ίσχυαν στο πρόσφατο παρελθόν, γιατί υπάρχουν συνεχείς μεταβολές των μορφών χρηματοδότησης ανάλογα με την οικονομική και πιστωτική πολιτική και τις πραγματικές ανάγκες της οικονομίας, θα χρησιμοποιήσουμε σαν γενικό κριτήριο κατάταξης τον κλάδο δραστηριότητας και σαν ειδικά κριτήρια ταξινόμησης των χορηγήσεων τη διάρκεια του δανείου, το σκοπό του δανείου, την εξασφάλιση του δανείου και το επιτόκιο του δανείου. Έτσι:

σε σχέση με τον κλάδο δραστηριότητας διακρίνουμε τις χρηματοδοτήσεις σε εκείνες που χορηγούνται:

- α. στο εμπόριο
- β. τη βιομηχανία
- γ. τη βιοτεχνία

σε σχέση με τη διάρκεια των χορηγήσεων έχουμε:

- α. τα βραχυπρόθεσμα δάνεια
- β. τα μεσοπρόθεσμα δάνεια
- γ. τα μακροπρόθεσμα δάνεια

σε σχέση με το σκοπό έχουμε δάνεια:

- α. για κεφάλαιο κινήσεως
- β. για πάγιες εγκαταστάσεις

- γ. για μηχανολογικό εξοπλισμό.
- δ. για κτιριακές εγκαταστάσεις
- ε. για συμμετοχές στο κεφάλαιο άλλων επιχειρήσεων.

σε σχέση με το επιτόκιο:

- α. σε χαμηλότοκες χρηματοδοτήσεις
- β. σε υψηλότοκες χρηματοδοτήσεις
- γ. σε επιδοτούμενα επιτόκια.

σε σχέση με τις παρεχόμενες εγγυήσεις εξασφάλισης:

- α. σε χρηματοδοτήσεις ακάλυπτες από ρευστοποιήσιμα στοιχεία
- β. σε χορηγήσεις καλυμμένες με ρευστοποιήσιμα στοιχεία
- γ. σε χορηγήσεις καλυμμένες με εμπράγματα εξασφαλίσεις (υποθήκες, προσημειώσεις, ενεχυριάσεις, κλπ.)
- δ. σε χορηγήσεις καλυμμένες με ενοχικές εξασφαλίσεις (τριτεγγυήσεις, υπογραφή ή μεταβίβαση αξιόγραφων)
- ε. σε χορηγήσεις εγγυημένες από το δημόσιο μέχρι ορισμένου ποσού
- στ. σε συνδυασμό των παραπάνω εξασφαλίσεων κλπ.

Ακόμα μπορούν να χρησιμοποιηθούν και διάφορα άλλα κριτήρια ανάλογα με τη σκοπιμότητα που εξυπηρετείται. Στην παρακάτω παρουσίαση των διάφορων μορφών χρηματοδοτήσεων, θα χρησιμοποιήσουμε το συνδυασμένο κριτήριο του κλάδου δραστηριότητας και της διάρκειας των παρεχόμενων πιστώσεων.

## **Χρηματοδότηση εμπορικών επιχειρήσεων**

### **Βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση**

Η χρηματοδότηση των εμπορικών επιχειρήσεων είναι κατά κανόνα βραχυπρόθεσμη.

Η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση των εμπορικών επιχειρήσεων απαντάται με τις εξής κυριότερες μορφές και περιπτώσεις:

1. Με προεξόφληση εμπορικών συναλλαγματικών

Οι συναλλαγματικές πρέπει να προέρχονται από εμπορικές συναλλαγές και η διάρκεια τους να μην υπερβαίνει τους 5-7 μήνες (ανάλογα με τις αποφάσεις της Επιτροπής Νομισματικών και Πιστωτικών Θεμάτων). Στην περίπτωση αυτή πρέπει να εξετάζεται η εμπορικότητα των χρηματοδοτούμενων συναλλαγματικών (συναλλαγματικές που καλύπτουν νόμιμες προθεσμίες κλπ.). Επιβάλλεται επίσης ο έλεγχος φερεγγυότητας των ενεχομένων στις συναλλαγματικές που προσκομίζονται στις τράπεζες για προεξόφληση και να έχουν ευρεία κατανομή κινδύνων.

2. Με ανοιχτό αλληλόχρεο λογαριασμό «εγγυημένο με δικαιόγραφα» (συνήθως με ενέχυρο συναλλαγματικές)

Προϋπόθεση και στη μορφή αυτή χρηματοδότησης είναι η προέλευση των συναλλαγματικών, οι οποίες πρέπει να προέρχονται από εμπορικές συναλλαγές.

3. Κάλυψη έκτακτων αναγκών

α. Βάσει τζίρου. Αφορά εμπορικές επιχειρήσεις που τηρούν βιβλία Δ' κατηγορίας και το ύψος τους φτάνει το 10-15% του κύκλου εργασιών (τζίρου) του προηγούμενου έτους και με ανώτατο όριο 7.500.000 δρχ. Ο τζίρος θα αφορά χρηματοδοτούμενα είδη και θα διαπιστώνεται από επίσημα στοιχεία. Ο σκοπός της μορφής αυτής χρηματοδότησης είναι αποκλειστικά η κάλυψη έκτακτων αναγκών και η διάρκεια της φθάνει μέχρι τους 5 μήνες.

β. Αντικατάσταση παρεχόμενων πιστώσεων προς την πελατεία σε ανοιχτό λογαριασμό.

Τα υπάρχοντα χρεωστικά υπόλοιπα θα διαπιστώνονται από επίσημα στοιχεία και θα προέρχονται οπωσδήποτε από πωλήσεις χρηματοδοτούμενων ειδών.

4. Για την αγορά με μετρητά προϊόντων από την εγχώρια βιομηχανία ή βιοτεχνία (χρηματοδότηση χονδρεμπορίου)

Η χρηματοδότηση απαιτεί την προσκόμιση από την χρηματοδοτούμενη επιχείρηση στις τράπεζες των εξοφλούμενων τιμολογίων στα οποία θα αναγράφεται η προέλευση των προϊόντων.

5. Χρηματοδότηση των πωλήσεων με πίστωση

Αφορά τις χονδρικές πωλήσεις εμπόρων οι οποίες γίνονται με πίστωση. Η διάρκεια περιορίζεται στους 3-7 μήνες.

6. Χορήγηση χωρίς δικαιολογητικά

Πρόκειται για μικρού ύψους δανειοδοτήσεις σε εμπόρους, διάρκειας μέχρι ενός έτους για ανάγκες κεφαλαίου κινήσεως χωρίς δικαιολογητικά μέχρι το ποσό των δύο εκατ. δρχ., με την προϋπόθεση ότι οι ίδιοι οι χρηματοδοτούμενοι δεν έχουν λάβει δάνειο εκτάκτων αναγκών (βάσει τζίρου). Η χορήγηση μπορεί να παραταθεί για ένα μόνο εξάμηνο αφού καταβληθεί το 50% του δανείου.

7. Χρηματοδότηση για πώληση ειδών διάρκειας

Προϋποθέσεις για τη χρηματοδότηση αυτή είναι ότι οι συναλλαγματικές που προσκομίζονται στις τράπεζες πρέπει να προέρχονται από πώληση ειδών διάρκειας και ότι σε κάθε πώληση του είδους αυτού το 20% της αξίας πρέπει να εξοφλείται από τον αγοραστή. Επίσης η πώληση πρέπει να αφορά καινούργια και όχι μεταχειρισμένα είδη διάρκειας (οικιακές συσκευές, τροχόσπιτα, βιβλία, γεωργικά μηχανήματα, δίκυκλα ή τρίκυκλα οχήματα κλπ.). Τα είδη διάρκειας και οι επιτρεπόμενες προθεσμίες πωλήσεως τους με πίστωση προβλέπονται από τις ισχύουσες κάθε φορά διατάξεις της Τράπεζας της Ελλάδος.

8. Προκαταβολές έναντι Φορτωτικών εγγράφων

Το ύψος της χορήγησης της μορφής αυτής φτάνει το 85% της τιμολογιακής αξίας των εμπορευμάτων και οι προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούνται είναι οη τα εμπορεύματα πρέπει να είναι προπληρωμένα από τους αγοραστές.

9. Χρηματοδότηση παντοπωλιακών συνεταιριστικών ενώσεων

Το ύψος της μπορεί να φτάσει ως το ποσοστό 10% του ετήσιου κύκλου εργασιών και είναι 12 μήνες. Δικαιούχοι είναι οι παντοπωλιακές ενώσεις που αποτελούνται από 20 τουλάχιστον επαγγελματίες παντοπώλες.

10. Χρηματοδότηση εισαγωγικού εμπορίου

Η χρηματοδότηση πρέπει να καλύπτει αποκλειστικά χρηματοδοτούμενα είδη προέλευσης εξωτερικού.

11. Χρηματοδότηση καπνεμπορίου

Διενεργείται αποκλειστικά για την εξυπηρέτηση της αγοράς και συγκέντρωσης καπνού από τους παραγωγούς καθώς και την εξαγωγή αυτού.

12. Χρηματοδότηση εξαγωγικού εμπορίου

Για τη χρηματοδότηση του εξαγωγικού εμπορίου, λόγω της εθνικής σημασίας του αλλά και για την καταβολή της διαφοράς τόκων προς τις εξαγωγικές επιχειρήσεις υπάρχουν πολλές ειδικές ρυθμίσεις που καθορίστηκαν από τις νομισματικές αρχές. Εκείνο που αξίζει να αναφερθεί είναι ότι το ειδικό επιτόκιο για τις εξαγωγές είναι κατά 4-5 μονάδες μειωμένο από το γενικό επιτόκιο που ισχύει (επίσης ότι οι εξαγωγές επιδοτούνται σε ποσοστό 20-28%).

13. Χρηματοδότηση εμπορικών επιχειρήσεων για φασόν

Οι εμπορικές τράπεζες μπορούν να χρηματοδοτήσουν εμπορικές επιχειρήσεις, οι οποίες δίνουν σε βιομηχανίες ή βιοτεχνικές μονάδες πρώτες ύλες για την παραγωγή, για λογαριασμό τους, προϊόντων με αμοιβή παροχής υπηρεσιών (φασόν). Η χρηματοδότηση αυτή γίνεται και με προεξόφληση συναλλαγματικών που προέρχεται από τη διάθεση των προϊόντων τους που παράγονται με τον τρόπο αυτό.

14. Η χρηματοδότηση λιανικού εμπορίου

Η χρηματοδότηση λιανικού εμπορίου, η οποία γίνεται από τις εμπορικές τράπεζες, καλύπτεται και από τις παραπάνω κατηγορίες για αγορές με μετρητά χρηματοδοτούμενων ντόπιων ή μη ειδών και με την προεξόφληση συναλλαγματικών από την πώληση ειδών διαρκείας. Η διάρκεια αυτών των πιστώσεων είναι 5-8 μήνες. Τα είδη του λιανικού εμπορίου τα οποία μπορούν να τύχουν της οκτάμηνης πίστωσης είναι τα εξής:

α. Είδη διαρκείας (προκατασκευασμένα κτίσματα, οικιακές συσκευές, έπιπλα, τροχόσπιτα, εξοπλισμός, βιβλία, κλπ.)

β. Κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα (εκτός των ειδών από καθαρό φυσικό βαμβάκι).

γ. Βυρσοδεψικά προϊόντα.

δ. Προϊόντα από κάνναβη σιζάλ.

ε. Είδη αμιγώς από βαμβάκι που πωλούνται μόνο σε βιομηχανίες, βιοτεχνίες και τουριστικές επιχειρήσεις.

στ. Προϊόντα πλεκτοβιομηχανίας

ζ. Υπηρεσίες βάσης που παρέχονται από βιομηχανίες και βιοτεχνίες βαφείων και φινιριστηρίων που επεξεργάζονται τα υπό στοιχεία (ε) παραπάνω είδη.

η. Σιδηρές φιάλες, που πωλούνται από βιομηχανίες κατασκευής τους σε εταιρείες διάθεσης υγραερίων.

15. Διάφορες άλλες πιστώσεις

είτε περιορισμένης έκτασης είτε συνδυασμού δύο ή περισσότερων από τις παραπάνω περιπτώσεις. Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι οι κατηγορίες αυτές είναι ενδεικτικές και ότι συνεχώς μεταβάλλονται, νέες προστίθενται και πολλές παλιές ατονούν, καταργούνται ή τροποποιούνται.

### Μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση

— Η —μακροπρόθεσμη —χρηματοδότηση— των— εμπορικών επιχειρήσεων απαντάται μόνο με τη μορφή χρηματοδοτήσεων για πάγιες εγκαταστάσεις, δηλαδή για την ανέγερση ή αγορά επαγγελματικής στέγης και την προμήθεια εξοπλισμού, με την προϋπόθεση ότι τα περιουσιακά αυτά στοιχεία θα εξυπηρετήσουν λειτουργικές ανάγκες της εμπορικής επιχείρησης. Αυτό επιτράπη το 1972 για πρώτη φορά στην Ελλάδα με απόφαση της τότε Νομισματικής Επιτροπής, όπου ορίζονται τα εξής:

1. Η διάρκεια των δανείων είναι δεκαετής. Η επιχείρηση που θα συνάψει το δάνειο υποχρεούται να μην αγοράζει είδη εξωτερικού πέραν του 1/4 των συνολικών αγορών της καθώς και να μην εκμισθώσει ή παραχωρήσει τη χρήση του εξοπλισμού σε τρίτο, πριν εξοφληθεί το δάνειο.
2. Το ύψος του δανείου για τις κτιριακές εγκαταστάσεις μπορεί να φθάσει το 70% της συνολικής τους δαπάνης, ενώ το αντίστοιχο για τον εξοπλισμό το 50% της συνολικής του δαπάνης.
3. Η δανειοδότηση γίνεται μόνο προς επιχειρήσεις σύγχρονης τεχνολογίας και πλήρως ανταγωνισμού εξοπλισμού.

4. Οι δανειοδοτούμενες επιχειρήσεις υποχρεούνται να συνάψουν ποινική ρήτρα υπέρ του Δημοσίου, η οποία καταπίπτει υπέρ αυτού, εφόσον δεν τηρηθούν οι σχετικοί όροι.
5. Το δάνειο σε περίπτωση παραβίασης των ορών καθίσταται από δεκαετές ληξιπρόθεσμο και αμέσως απαιτητό, και υπόκειται σε τόκους υπερημερίας.
6. Η εξόφληση των δανείων πραγματοποιείται με ίσες εξαμηνιαίες ή ετήσιες τοκοχρεολυτικές δόσεις, από τις οποίες η πρώτη πρέπει να καταβληθεί μέσα σε ένα χρόνο από την έναρξη λειτουργίας των εγκαταστάσεων και η τελευταία το βραδύτερο μέσα σε δέκα χρόνια από τη σύναψη του δανείου.
7. Για να τύχει μια παραγωγική επένδυση των κινήτρων των ισχυόντων σήμερα αναπτυξιακών νόμων (Ν. 1262/82), είναι ανάγκη οι ενδιαφερόμενοι να υποβάλλουν στο υπουργείο Εθνικής Οικονομίας σχετική αίτηση. Η αίτηση αυτή είναι ανεξάρτητη από εκείνη που θα υποβληθεί στις τράπεζες για τη λήψη του δανείου.

Οι εξασφαλίσεις των παραπάνω δανείων είναι πάντοτε εμπράγματα (υποθήκες επί των χρηματοδοτούμενων εγκαταστάσεων ή επί εξωεπιχειρηματικών ακινήτων των φορέων).

---

## Χρηματοδότηση της βιομηχανίας

### Βραχυπρόθεσμες βιομηχανικές χρηματοδοτήσεις

Οι βραχυπρόθεσμες πιστώσεις που δίνονται στις βιομηχανικές επιχειρήσεις καλύπτουν τις ανάγκες σε κεφάλαια κινήσεως και τις αδυναμίες τους στο κύκλωμα της παραγωγής. Οι πιστοδοτήσεις αυτές χορηγούνται με ης εξής μορφές:

#### 1. Με προεξοφλήσεις συναλλαγματικών

Οι συναλλαγματικές πρέπει απαραίτητα να προέρχονται από χονδρική πώληση των προϊόντων της βιομηχανίας στους εμπόρους ή άλλες βιομηχανίες ή βιοτεχνίες. Η διάρκεια τους δεν μπορεί να υπερβαίνει συνήθως τους 6 με 7 μήνες. Η πιστοδότηση γίνεται για το 100% της αξίας των συναλλαγματικών που προσκομίζονται από τον πιστούχο για προεξόφληση, προεισπράττονται δε οι τόκοι και τα έξοδα της τράπεζας.

## 2. Με ενέχυρα συναλλαγματικές

Ο ενδιαφερόμενος πιστούχος εκχωρεί ( με οπισθογράφηση) τις συναλλαγματικές αποδοχής πελατών του στην τράπεζα. Στην περίπτωση αυτή η τράπεζα πιστοδοτεί την επιχείρηση με το 75-90% της ονομαστικής αξίας των συναλλαγματικών που ενεχυριάζει, ανάλογα με την κρίση της (φερεγγυότητα πιστούχου, διαμαρτυρήσεις συναλλαγματικών στο παρελθόν από τους ίδιους αποδέκτες διασπορά κινδύνων-χαρτοφυλακίου κλπ.). Όταν οι συναλλαγματικές πληρωθούν και εισπραχθεί η αξία τους από την τράπεζα, επιστρέφεται το υπόλοιπο στον πιστούχο, αφού παρακρατηθούν οι τόκοι, η προμήθεια και τα λοιπά έξοδα από την τράπεζα.

## 3. Με ενέχυρο εμπορεύματα

Η τράπεζα σταθμίζει τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες της βιομηχανικής επιχείρησης σε κεφάλαια, με βάση την κατανάλωση πρώτων υλών ή την παραγωγή προϊόντων κατά τη διάρκεια της προηγούμενης χρήσης (διαχειριστικής περιόδου) πριν από την εξέταση του ανάλογου αιτήματος δανειοδότησης. Πριν από τη χορήγηση του δανείου η τράπεζα ερευνά ακόμη, εάν τα προσφερόμενα για ενέχυρο εμπορεύματά έχουν εξοφληθεί, για να αποκλειστεί η περίπτωση κατά την οποία αυτά, ενώ θα οφείλονται στους προμηθευτές, ταυτόχρονα θα διαθέτονται στην τράπεζα σαν ενέχυρο για να ξαναχρηματοδοτηθούν. Το δάνειο χορηγείται με ενέχυρο πρώτες ύλες ή έτοιμα προϊόντα, τα οποία η τράπεζα ασφαρίζει σε αποθήκες της εμπιστοσύνης της (ΠΑΕΓΑΕ, Προνομιούχος Ανώνυμος Εταιρεία Γενικών Αποθηκών Ελλάδος) ή σε αποθήκες του πιστούχου με λήψη των κλειδιών στην κατοχή της. Η τράπεζα κατέχει την κυριότητα των εμπορευμάτων και έναντι της αξίας παραχωρεί δάνειο. Η ενεχυρίαση γίνεται βάσει των τίτλων των Γενικών Αποθηκών, του αποθετηρίου και ενεχυρογράφου.

## 4. Με ανοιχτό λογαριασμό

Το όριο των παραπάνω λογαριασμών είναι προκαθορισμένο και ανάλογο με τις οικονομικές δυνατότητες και τις ανάγκες της επιχείρησης. Κύριο χαρακτηριστικό αυτής της μορφής χρηματοδότησης είναι ότι το υπόλοιπο του λογαριασμού πρέπει να μεταβάλλεται κατά τακτά χρονικά διαστήματα, γεγονός που επιβάλλει τη διαρκή απόδοση και ανάληψη μέρους ή ολόκληρου του ορίου του λογαριασμού. Παράλληλα η τράπεζα κατά την



κρίση της δίνει ή όχι την ευχέρεια στον πιστούχο να κινεί το λογαριασμό του με επιταγές.

5. Δάνειο για κεφάλαιο κινήσεως

Το δάνειο αυτό δίνεται στις βιομηχανίες για να μπορέσουν να δημιουργήσουν αποθέματα πρώτων υλών, έτοιμων προϊόντων ή να προετοιμάσουν ορισμένες παραγγελίες τους. Η διάρκεια του φτάνει μέχρι και 12 μήνες. Η τράπεζα, πριν προχωρήσει στη χορήγηση του δανείου, σταθμίζει τις ανάγκες της πιστούχου βιομηχανίας και ζητά να προσκομιστούν οι συμβάσεις με βάση τις οποίες έχουν αναληφθεί να εκτελεστούν οι υπό χρηματοδότηση παραγγελίες. Η χρηματοδότηση γίνεται σε ανοιχτό λογαριασμό αυξομειούμενου υπόλοιπου. Επιβάλλεται η διαρκής ανακύκλωση των λογαριασμών. Μπορεί όμως να γίνουν και εφάπαξ χρηματοδοτήσεις για κεφάλαιο κινήσεως, τακτής προθεσμίας και συνήθως μεσοπρόθεσμης διάρκειας.

6. Χρηματοδότηση εξαγωγών

Στην περίπτωση που η επιχείρηση επιτύχει προπώληση εμπορευμάτων, έχει δικαίωμα να ζητήσει τραπεζικό δάνειο για κεφάλαιο κινήσεως, το οποίο θα προορίζεται για την παραγωγή των προϊόντων και την προετοιμασία της παραγγελίας. Με τη μορφή αυτή εξασφαλίζεται παράλληλα η επιστροφή μέρους των τόκων που καταβλήθηκαν, η χορήγηση κρατικών οικονομικών ενισχύσεων και πιστωτικών διευκολύνσεων εξαιτίας της σημαντικότητας που αποδίδεται στην εξαγωγική δραστηριότητα.

7. Διάφορες άλλες περιπτώσεις χρηματοδότησης βραχυχρόνιας διάρκειας, ιδιαίτερα με τα τελευταία μέτρα ενίσχυσης της βιομηχανίας και του καθορισμού των τραπεζικών κριτηρίων βιομηχανικών χορηγήσεων.

### Μακροπρόθεσμες βιομηχανικές χρηματοδοτήσεις

Τα δάνεια της μορφής αυτής μπορούν να αφορούν την κάλυψη των αναγκών της βιομηχανικής επιχείρησης σε κεφάλαια κινήσεως μονιμότερου χαρακτήρα και κυρίως των αναγκών σε πάγιες εγκαταστάσεις. Ιδιαίτερα για κάθε μια κατηγορία των δανείων αυτών παρατηρούμε τα εξής:

1. Κεφάλαια κινήσεως μονιμότερου χαρακτήρα

Είναι δάνεια διάρκειας 3-4 χρόνων (μεσοπρόθεσμα κατά μία άποψη), που προορίζονται να καλύψουν ανάγκες που δεν είναι δυνατόν να εξυπηρετηθούν με βραχυπρόθεσμες πιστώσεις. Η παραμονή τους στο παραγωγικοσυναλλακτικό κύκλωμα της επιχείρησης για μεγάλο χρονικό διάστημα και το γεγονός ότι προορίζονται να εξοφληθούν από τα ετήσια περισσεύματα της εκμετάλλευσης, δίνουν στην επιχείρηση τα χρονικά περιθώρια για την εξυγίανση και ανάπτυξη της.

Τα δάνεια αυτά εξοφλούνται με εξαμηνιαίες ή ετήσιες δόσεις και εξασφαλίζονται συνήθως από τις τράπεζες με εμπράγματα ασφάλειες.

## 2. Πάγιες εγκαταστάσεις

Πρόκειται για δάνεια για την ίδρυση νέων εργοστασίων, την επέκταση ή τον εκσυγχρονισμό των παλαιών και για την αγορά μηχανημάτων. Το ύψος των δανείων φτάνει μέχρι 70% της συνολικής δαπάνης της επένδυσης, στην οποία περιλαμβάνεται και η αξία του οικοπέδου, το κόστος της οποίας, κατά πάγια τακτική, ελέγχεται από τις Τεχνικές Υπηρεσίες των Τραπεζών. Η χορήγηση των ποσών γίνεται τμηματικά, ανάλογα με την πρόοδο των εργασιών του έργου και αφού ο επενδυτής έχει διαθέσει τη συμμετοχή του. Για την περίπτωση μεταχειρισμένου μηχανολογικού εξοπλισμού και εγκαταστάσεων οι τράπεζες χορηγούν δάνεια μέχρι του 50% της αξίας τους. Η εξόφληση γίνεται με ίσες εξαμηνιαίες ή ετήσιες δόσεις, με έναρξη ένα χρόνο (περίοδο χάριτος) από τη λειτουργία των εγκαταστάσεων.

Η διάρκεια του δανείου μπορεί να φτάσει τα 15 χρόνια (στην πράξη 10-12 χρόνια) και οι εξασφαλίσεις που παίρνουν οι Τράπεζες είναι πάντοτε εμπράγματα.

Χορηγούνται επίσης μακροπρόθεσμα δάνεια για να καλυφθούν δαπάνες που αφορούν μετεγκατάσταση βιομηχανιών σε άλλες περιοχές καθώς επίσης και για την αγορά εξοπλισμού βιολογικού καθαρισμού και επίσης πάσης φύσεως εξοπλισμού απόφυγής μόλυνσεως του περιβάλλοντος κλπ.

Τα δάνεια για τις πάγιες εγκαταστάσεις στη βιομηχανία γίνονται σήμερα πάντοτε σε συνδυασμό με τα αναπτυξιακά κίνητρα που παρέχουν οι ισχύοντες αναπτυξιακοί νόμοι (grants). Οι σχετικές όμως αιτήσεις και η υποβολή των τεχνικοοικονομικών μελετών γίνεται χωριστά στο Υπουργείο Εθνικής Οικονομίας και είναι ανεξάρτητες από αυτές που υποβάλλονται στις τράπεζες για συμπληρωματικές χρηματοδοτήσεις.

## Χρηματοδότηση της βιοτεχνίας

### Βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις

Οι βραχυπρόθεσμες πισοδοτήσεις προς τη βιοτεχνία είναι παρόμοιες με τις αντίστοιχες της βιομηχανίας σε ό,τι αφορά το ύψος, τη μορφή και τη διάρκεια των παρεχόμενων δανείων. Ανεξάρτητα πάντως με τα παραπάνω και αποκλειστικά για τη βιοτεχνία προβλέπεται η χρηματοδότηση της με σημαντικά ευνοϊκότερους όρους, από ό,τι στις υπόλοιπες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

Συγκεκριμένα, με βάση την απόφαση 197/78 της τότε Νομισματικής Επιτροπής, οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις βιοτεχνικές επιχειρήσεις με μειωμένο επιτόκιο κατά 4-5 ποσοστιαίες μονάδες (συνολική σήμερα επιβάρυνση 14% το χρόνο), ενώ παράλληλα το Δημόσιο εγγυάται στις τράπεζες υπέρ του οφειλέτη με την παρακάτω κλιμακωτή διαβάθμιση:

- α. για δάνειο μέχρι 3.000.000 δρχ., εγγύηση του Δημοσίου 100%
- β. για δάνειο μέχρι 6.000.000 δρχ., εγγύηση του Δημοσίου 80% για το τμήμα πάνω από 3.000.000 δρχ.
- γ. για δάνειο μέχρι 60.000.000 δρχ. εγγύηση του Δημοσίου 60% για το τμήμα πάνω από 6.000.000 δρχ.

Η βιοτεχνία χρηματοδοτείται από τα ειδικά κεφάλαια σύμφωνα με την 197/78 ΑΝΕ, με την προϋπόθεση ότι η συνολική κατά βιοτεχνική επιχείρηση χρηματοδότηση από το τραπεζικό σύστημα δεν θα υπερβαίνει το ποσό των 80 εκατ. δρχ. (εξαιρούνται οι χρηματοδοτήσεις με βάση εμπορικές συναλλαγματικές ή γραμμάτια και εξαγωγών). Οι κυριότεροι βιοτεχνικοί κλάδοι που χρηματοδοτούνται με τους παραπάνω ευνοϊκούς όρους είναι οι εξής:

1. ειδών διατροφής
2. παραγωγής ποτών
3. υφαντικών ειδών

4. ειδών υπόδησης - ένδυσης
5. επεξεργασίας ξύλου
6. κατασκευής επίπλων και ειδών επίπλωσης
7. κατασκευής ειδών από χαρτί
8. γραφικών τεχνών
9. δέρματος κα: γουναρικών
10. προϊόντων από ελαστικό και πλαστική ύλη
11. παραγωγής χημικών προϊόντων
12. οικοδομικών υλικών
13. κατασκευής μεταλλικών προϊόντων
14. κατασκευής μηχανών και συσκευών
15. κατασκευής ηλεκτρικών μηχανών και συσκευών
16. κατασκευής μεταφορικών μέσων και ναυπήγησης μικρών σκαφών.

Η χρηματοδότηση των παραπάνω κλάδων βιοτεχνικών επιχειρήσεων, βραχυπρόθεσμης μορφής, αφορά τα δάνεια κεφαλαίου κινήσεως τα οποία παρέχονται με τραπεζικά κριτήρια και διακρίνονται σε τρεις κατηγορίες ως εξής:

#### **α) Κεφάλαιο κινήσεως μονιμότερου χαρακτήρα**

Τα δάνεια αυτά προορίζονται για τη δημιουργία αποθεμάτων πρώτων υλών και έτοιμων προϊόντων στις βιοτεχνίες εκείνες, στις οποίες ο κύκλος παραγωγής και η διάθεση των προϊόντων δεν εξελίσσονται σε σύντομο χρονικό διάστημα και συνεπώς η αποθεματοποίηση κρίνεται σκόπιμη. Το ύψος των δανείων αυτών φτάνει μέχρι το 30% του ετήσιου κύκλου εργασιών του προηγούμενου έτους. Ο χρηματοδοτούμενος δεσμεύεται να προσκομίσει τιμολόγια αγοράς πρώτων υλών, συνολικού ποσού ανάλογου με το δάνειο που έλαβε. Ο χρόνος εξυπηρέτησης του δανείου φτάνει τα 3 χρόνια και η εξόφληση γίνεται με ίσες τριμηνιαίες δόσεις που αρχίζουν έξι μήνες από τη χορήγηση. Η κατηγορία αυτή θα μπορούσε να ταξινομηθεί στα μακροχρόνια δάνεια, ανάλογα με τη διάρκεια της χορήγησης του κεφαλαίου κινήσεως.

#### **β) Βραχυπρόθεσμο κεφάλαιο**

Η διάρκεια του φτάνει τα 2 χρόνια και προορίζεται για κάλυψη των αναγκών της βιοτεχνίας στην ολοκλήρωση του ετήσιου παραγωγικού προγράμματος. Και στη μορφή αυτή χρηματοδότησης δημιουργείται δέσμευση για προσκόμιση

τιμολογίων και η εξόφληση των δανείων γίνεται με ίσες μηνιαίες δόσεις.

### **γ) Κεφάλαιο κινήσεως για προετοιμασία παραγγελιών**

Με την προσκόμιση συμφωνητικού κλεισίματος παραγγελίας ή άλλων δικαιολογητικών, οι τράπεζες χρηματοδοτούν την επιχείρηση με ποσό μέχρι 80% της αξίας της παραγγελίας. Η διάρκεια ανάλογα με τους όρους εκτέλεσης της παραγγελίας φτάνει μέχρι 18 μήνες.

Θα πρέπει επίσης να σημειώσουμε ότι για ορισμένες άλλες μορφές βιοτεχνικών επιχειρήσεων, όπως: εξαγωγικές κοινοπρακτικά οργανωμένες, συγχωνευόμενες, βιοτεχνίες εκμεταλλεύσεως ερευνητικών εργασιών και εφευρέσεων, κλάδου παιδικών παιχνιδιών και αμαξών, ισχύουν αυξημένα ποσοστά εγγυήσεως.

Πρόσφατα καθορίστηκαν με πράξη του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος τα κριτήρια για τον χαρακτηρισμό μεταποιητικών επιχειρήσεων και μικρομεσαίων, ώστε να δικαιούνται χρηματοδοτήσεως από τα ειδικά κεφάλαια της 197/78 αποφάσεως της νομισματικής επιτροπής. Σύμφωνα με την πράξη αυτή, για να δικαιούται μια βιοτεχνική επιχείρηση χρηματοδότηση από τα ειδικά κεφάλαια, πρέπει να πληρούνται αθροιστικά οι ακόλουθες προϋποθέσεις: Η μέση ετήσια απασχόληση τα τρία τελευταία χρόνια δεν πρέπει να υπερβαίνει τα 50 άτομα. Ο μέσος ετήσιος τζίρος τα τρία τελευταία χρόνια δεν πρέπει να είναι ανώτερος των 180 εκατ. δρχ. και τα 10 εκατ. δρχ. ανά απασχολούμενο. Στις παραπάνω προϋποθέσεις δεν υπάγονται ορισμένες επιχειρήσεις που περιγράφονται στην πράξη λόγω ιδιομορφίας της παραγωγικής διαδικασίας τους, η συνδρομή των παραπάνω προϋποθέσεων για το χαρακτηρισμό επιχειρήσεων σαν μικρομεσαίων θα ελέγχεται από τη χρηματοδοτούσα τράπεζα. Σε περίπτωση που επιχειρήσεις υποβάλλουν ανακριβή στοιχεία, θα τους επιβάλλονται αυστηρές διοικητικές κυρώσεις. Στην πράξη ορίζεται ότι το ποσό των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων των νεοϊδρυόμενων μεταποιητικών επιχειρήσεων για κεφάλαιο κινήσεως δεν μπορεί να υπερβαίνει τα 10 εκατ. δρχ. (Η ενεργός συμμετοχή του επιχειρηματία δεν λαμβάνεται υπόψη).

## Μακροχρόνιες χρηματοδοτήσεις

Και εδώ το χρηματοδοτικό πλαίσιο είναι ανάλογο με εκείνο που ισχύει στη βιομηχανία. Η διαφορά έγκειται στη χορηγούμενη εγγύηση του Δημοσίου και στο σημαντικά χαμηλότερο επιτόκιο, που αναφέρθηκαν ήδη παραπάνω στα βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Η ευαισθησία της πολιτείας στο θέμα της στήριξης της βιοτεχνίας, σαν κλάδου σημαντικού για την οικονομία της χώρας, και η άντληση των κονδυλίων που χορηγούνται σ' αυτήν από ειδικά δεσμευμένα κεφάλαια των τραπεζών, επέβαλαν την ανάγκη ελέγχου των σχετικών δανείων, που κατά πάγια τακτική χορηγούνται με τη μεσολάβηση και έγκριση της Τράπεζας της Ελλάδος (Υποεπιτροπή Βιοτεχνικών Πιστώσεων).

### α) Πάγιες εγκαταστάσεις

Χορηγούνται για την ανέγερση κτιριακών εγκαταστάσεων, αγορά έτοιμου εργαστηρίου και αγορά μηχανολογικού εξοπλισμού. Για την αγορά έτοιμου εργαστηρίου υπάρχει περιορισμός στο ύψος του χορηγούμενου δανείου (σήμερα 8 εκατ. δρχ.). Ως προς τη διάρκεια εξόφλησης, τις εξασφαλίσεις που παίρνουν οι Τράπεζες και το ποσοστό του δανείου επί της συνολικής δαπάνης της επένδυσης, ισχύει ότι και στη βιομηχανία.

Για τα κτίρια η χορήγηση φτάνει το 70% της συνολικής δαπάνης και η διάρκεια εξόφλησης μέχρι 15 χρόνια.

Για μηχανολογικό εξοπλισμό και εργαλεία η χρηματοδότηση φτάνει το 70% της συνολικής δαπάνης με μέγιστο χρόνο εξόφλησης 7 χρόνια.

## Τα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά της ελληνικής μεταποιητικής βιομηχανίας

Έχοντας υπόψη την επιχειρηματολογία, που αναπτύχθηκε στα αμέσως προηγούμενα κεφάλαια, σε ότι αφορά στις πολιτικές χρηματοδοτήσεως και μερίσματος θα ήταν χρήσιμο να εξετασθεί η κατάσταση που έχει πράγματι διαμορφωθεί στον τομέα της Ελληνικής βιομηχανίας με την παρουσίαση των βασικών χρηματοοικονομικών μεγεθών της.

Η ανάλυση, που ακολουθεί αναφέρεται στα έτη 1981, 1991, 1992 και 1993. δηλαδή στην αρχή της περιόδου από την ένταξη της Ελλάδος στην Ευρωπαϊκή Ένωση (τότε Ε.Ο.Κ.) και στα έτη που ακολούθησαν την πάροδο μιας δεκαετίας μετά από αυτό το σημαντικό γεγονός. Έτσι παρέχεται η δυνατότητα διαχρονικών

συγκρίσεων για να διαπιστωθούν οι τάσεις που έχουν διαμορφωθεί.

Θα πρέπει επίσης να σημειωθεί ότι κατά την περίοδο 1981-1993 η Ελληνική βιομηχανία αντιμετώπισε πολλές αλλαγές στο μακροοικονομικό της περιβάλλον, όπως η δημοσιονομική και η νομισματική πολιτική που αναπόφευκτα επηρέασαν τα χρηματοοικονομικά της μεγέθη.

Η παρούσα εργασία αξιολογεί τη χρηματοδοτική διάρθρωση, τα αποτελέσματα χρήσεως και την πολιτική μερίσματος της βιομηχανίας με βάση τα στοιχεία που δημοσιεύει ετησίως ο Σύνδεσμος Ελληνικών Βιομηχανιών (ΣΕΒ), από το μόνιμο αρχείο των βιομηχανικών επιχειρήσεων με τη νομική μορφή Α.Ε. και της Ε.Π.Ε., που διαθέτουν σε μηχανικό εξοπλισμό κεφάλαια ύψους 1 εκατομ. δρχ. και πάνω. Δηλαδή, περιλαμβάνονται τα στοιχεία εκείνων των Α.Ε. και Ε.Π.Ε. που μπορούν να χαρακτηρισθούν ως μεταποιητικές.

Τα στοιχεία από τους ισολογισμούς και τους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεως και διαθέσεως κερδών, έχουν αρχικά συγκεντρωθεί τυποποιηθεί και ενοποιηθεί και στη συνέχεια ταξινομηθεί κατά βιομηχανικό κλάδο της κύριας δραστηριότητας των επιχειρήσεων. Η ταξινόμηση κατά βιομηχανικό κλάδο γίνεται κατά διψήφιο κωδικό αριθμό όπως έχει καθιερωθεί από την ΕΣΥΕ.

Η ταξινόμηση των επιχειρήσεων κατά κλάδο αποσκοπεί στην μείωση των προβλημάτων που δημιουργούνται από τη σύγκριση επιχειρήσεων με ανομοιογενείς δραστηριότητες.

Η ονοματολογία των κλάδων κατά κωδικό αριθμό παρουσιάζεται στον πίνακα 8.0. Ο κλάδος με κωδικό 33(α) δεν υπήρχε στην ταξινόμηση του 1991.

Στον ίδιο πίνακα παρουσιάζεται ο συνολικός αριθμός των βιομηχανικών επιχειρήσεων μορφής Α.Ε. και Ε.Π.Ε., που αντιστοιχούσαν σε κάθε επιμέρους κλάδο στα εξεταζόμενα έτη.

Θα πρέπει βεβαίως να σημειωθεί, ότι η εικόνα, που προκύπτει από την παρουσίαση των ενοποιημένων καταστάσεων ενός αριθμού επιχειρήσεων, που συνυπάρχουν σε ένα βιομηχανικό κλάδο, είναι πολύ γενική, δεδομένου ότι από την ενοποίηση αυτή χάνονται οι ιδιαιτερότητες κάθε μεμονωμένης επιχειρήσεως. Επίσης η εικόνα αυτή επηρεάζεται περισσότερο από τα μεγέθη των λογιστικών καταστάσεων ενός μικρού αριθμού μεγάλων επιχειρήσεων, που δραστηριοποιούνται σε κάθε συγκεκριμένο κλάδο.

Το αρχείο του ΣΕΒ περιλαμβάνει για το σύνολο των κλάδων της βιομηχανίας για το 1991 3.074 βιομηχανικές επιχειρήσεις μορφής Α.Ε. και Ε.Π.Ε. για το 1992 3.934 και

για το 1993 4.213. Δηλαδή μεταξύ 1991 και 1993 η εμφάνιση νέων βιομηχανικών επιχειρήσεων κι η αποχώρηση παλιών είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση του συνολικού πληθυσμού τους κατά 34%.

Η μέση αξία του ενεργητικού ανά επιχείρηση ήταν 317 εκατ. δρχ. το 1981, 1.116εκατ. το 1991. 1.287 εκατ. το 1992 και 1.334 εκατ. το 1993. Η συνολική ποσοστιαία αύξηση της αξίας αυτής στην περίοδο 1981-1993 ήταν 321%.

Στην ίδια περίοδο όμως ο πληθωρισμός όπως εκφράζεται από τον τιμάριθμο χονδρικής πωλήσεως για την εσωτερική κατανάλωση εγχωρίων προϊόντων βιομηχανικής παραγωγής, που καταρτίζεται από την Εθνική Στατιστική Υπηρεσία της Ελλάδος, παρουσίασε αύξηση κατά 593%.

Από τη σύγκριση των παραπάνω ποσοστιαίων αυξήσεων προκύπτει ότι το μέσο μέγεθος των βιομηχανικών επιχειρήσεων σε σταθερές τιμές έχει μειωθεί σημαντικά.

### **Οι χρηματοδοτικοί δείκτες που έχουν καταρτισθεί**

Με βάση τα στοιχεία που δημοσιεύει ο ΣΕΒ υπολογίσθηκαν οι ακόλουθοι δείκτες που περιγράφουν τα αντίστοιχα χρηματοοικονομικά χαρακτηριστικά κάθε κλάδου:

#### **Χρηματοδοτική Διάρθρωση**

1. Βαθμός Παγιοποίησης της Περιουσίας.
2. Βαθμός Δανειακής Επιβαρύνσεως.
3. Βαθμός Καλύψεως του Παγίου Ενεργητικού με Κεφάλαια Μακράς Διάρκειας.
4. Βαθμός Κυκλοφοριακής Ρευστότητας.
5. Βαθμός Άμεσης Ρευστότητας.

Συμπληρωματικά με τους παραπάνω δείκτες εξετάσθηκε αφενός η διάρθρωση κατά κατηγορίες στοιχείων του συνόλου του κυκλοφορούντος ενεργητικού κι αφετέρου η διάρθρωση των ξένων κεφαλαίων (υποχρεώσεων) κατά χρονική διάρκεια και πηγή.

6. Σε ότι αφορά στο κυκλοφοριακό ενεργητικό υπολογίσθηκαν τα ποσοστά, που αντιπροσωπεύουν στο σύνολο του, τα αποθέματα, οι απαιτήσεις και το διαθέσιμο. Έτσι εκτός από τη σχέση παγιοποιημένης περιουσίας προς κυκλοφορούν, που καθορίζεται σε μεγάλο βαθμό από τον προγραμματισμό επενδύσεων κεφαλαίου, εξετάζονται οι επιμέρους σχέσεις των



στοιχείων του ενεργητικού, που αποτελούν αντικείμενο της διαχείρισης του κεφαλαίου κινήσεως.

7. Σχετικά με τις υποχρεώσεις κρίθηκε χρήσιμο να εξετασθεί η διάρθρωση τους σε βραχυχρόνιες και μεσομακροπρόθεσμες, ώστε να συμπληρωθεί η εικόνα, που δίνουν οι δείκτες ρευστότητας με περισσότερες λεπτομέρειες.

Επίσης εξετάσθηκε ο ρόλος του τραπεζικού συστήματος, που αποτελεί τη σημαντικότερη κεφαλαιαγορά στην Ελλάδα, στη διαμόρφωση του συνολικού ύψους του κεφαλαίου σε κάθε μια από τις δύο αυτές ομάδες υποχρεώσεων.

**Πίνακας 8.0**  
**Ονοματολογία Κλάδων Βιομηχανίας**

Κωδ. Αριθ.	Ονοματολογία Κλάδων	1981	1991	1992	1993
20	<b>Βιομηχανίες</b> Ειδών Διατροφής εκτός από ποτά	424	534	461	594
21	<b>Βιομηχανίες</b> Ποτών	76	113	108	125
22	<b>Βιομηχανίες</b> Καπνού	9	8	31	29
23	Υφαντικές <b>Βιομηχανίες</b>	458	447	372	443
24	<b>Βιομηχανίες</b> ειδών Υποδήσεως, ειδών Ενδυμασίας και διαφόρων ειδών από Ύφασμα	238	468	407	508
25	<b>Βιομηχανίες</b> Ξύλου και Φελλού, εκτός από Επιπλοποιία	66	68	71	90
26	<b>Βιομηχανίες</b> Επίπλων, Ειδών Επιπλώσεως	67	97	87	110
27	<b>Βιομηχανίες</b> Χαρτιού και Ειδών από Χαρτί	73	97	96	114
28	Εκτυπώσεις, Εκδόσεις και συναφείς <b>Βιομηχανίες</b>	127	183	184	220
29	<b>Βιομηχανίες</b> Δέρματος, Γουναρικών και Ειδών από Δέρμα και Γούνα, εκτός από τα είδη Υποδήσεως και Ενδυμασίας	27	18	19	29
30	<b>Βιομηχανίες</b> Προϊόντων από Ελαστικό και Πλαστική Ύλη	206	216	222	267
31	<b>Βιομηχανίες</b> Χημικών Προϊόντων	252	258	225	270
32	<b>Βιομηχανίες</b> Παραγωγών Πετρελαίου και Άνθρακος	16	14	22	31
33	<b>Βιομηχανίες</b> Προϊόντων από μη Μεταλλικά Ορυκτά εκτός από τα Παράγωγα Πετρελαίου και Άνθρακος	292	357	358	445
33α	<b>Μεταλλευτικές επιχειρήσεις</b> με σημαντική μεταποιητική δραστηριότητα, που σε προηγούμενες εκδόσεις ήταν ενταγμένες στον κλάδο 33	-	5	4	4
34	Βασικές Μεταλλουργικές <b>Βιομηχανίες</b>	20	28	27	36
35	<b>Κατασκευή</b> τελικών προϊόντων από Μέταλλο εκτός από Μηχανές και Μεταφορικό Υλικό	282	290	277	332
36	<b>Κατασκευή</b> Μηχανών και Συσκευών εκτός από τις Ηλεκτρικές και τα μέσα Μεταφοράς	121	141	150	169
37	<b>Κατασκευή</b> Ηλεκτρικών και Ηλεκτρονικών Μηχανών Γραφείου και Συσκευών Επεξεργασίας Πληροφοριών	145	156	155	182
38	<b>Κατασκευή</b> Μεταφορικών Μέσων	100	97	80	109
39	Λοιπές <b>Βιομηχανίες</b>	75	213	578	103
	<b>Σύνολο</b>	3074	3808	3934	4213

## Η αυτοχρηματοδότηση της επιχειρήσεως

Με τον όρο "αυτοχρηματοδότηση επιχειρήσεως" εννοείται η προμήθεια στην επιχείρηση εσωτερικών πόρων, όπως τα κέρδη της, για πραγματοποίηση επενδύσεων κ.λ.π. Διαφέρει λοιπόν η αυτοχρηματοδότηση από την χρηματοδότηση με εξωτερικούς πόρους, όπως τα δάνεια ή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Η αυτοχρηματοδότηση εμφανίζεται στο παθητικό και ταυτόχρονα στο ενεργητικό ως νέα επένδυση ή ως κυκλοφορούσα αξία.

Η αυτοχρηματοδότηση επενδύσεως προϋποθέτει μία περίοδο αποταμιεύσεως για την συγκέντρωση σημαντικού κεφαλαίου. Αντίθετα, κατά το δανεισμό, η αποταμίευση έγινε από άλλους και η επιχείρηση αποταμιεύει εκ των υστέρων για να επιστρέψει τα τοκοχρεωλύσια του δανείου.

Πηγή της αυτοχρηματοδότησεως είναι τα μη διανεμόμενα κέρδη. Στο βαθμό που αυτά είναι αβέβαια, έχει ανάλογη τύχη και η αυτοχρηματοδότηση. Πρόσθετη πηγή αυτοχρηματοδότησεως είναι οι αποσβέσεις και οι προβλέψεις, οπότε γίνεται λόγος για ολική αυτοχρηματοδότηση.

Οι ετήσιες δόσεις των αποσβέσεων χρησιμεύουν για την ανανέωση των επενδύσεων. Οι προβλέψεις, αν και προορίζονται για συγκεκριμένους κινδύνους, μπορούν να συμβαίνουν στην αυτοχρηματοδότηση με ένα τμήμα τους, αν έγινε υπερεκτίμηση του κινδύνου.

Η αποταμίευση κερδών στην επιχείρηση γίνεται εκ των πραγμάτων υποχρεωτική αφού και για να δανεισθεί η επιχείρηση απαιτείται πάντοτε η ύπαρξη και ενός ποσού ίδιας συμμετοχής στην επένδυση. Γενικά, η αυτοχρηματοδότηση εμφανίζεται ως μια πηγή χρήματος ολιγότερο δαπανηρή σε σύγκριση με τα δάνεια των τραπεζών.

Ανταγωνιστικοί προς την αυτοχρηματοδότηση είναι οι μέτοχοι της επιχειρήσεως, οι οποίοι κατά κανόνα επιδιώκουν το μεγαλύτερο δυνατό μέρος. Ασφαλώς και τα αποταμιευμένα κέρδη ανήκουν στους μετόχους, αλλά υπόκεινται στους επιχειρηματικούς κινδύνους. Μια πολιτική μη διανομής επαρκούς μερίσματος δημιουργεί δυσμενές ψυχολογικό κλίμα στους μετόχους, οι οποίοι ενδέχεται ν' αντιδράσουν αρνητικά, αν ζητηθεί να εισφέρουν σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

- Ανταγωνιστική δύναμη προς την αυτοχρηματοδότηση είναι και οι καταναλωτές. Αυτοί πληρώνουν το ποσόν της επί της τιμής των προϊόντων, που θα μπορούσε να είναι χαμηλότερη σε περίπτωση μειωμένης ή ανύπαρκτης αυτοχρηματοδότησεως.

Υπάρχει όμως και ο αντίλογος που οι καταναλωτές εξασφαλίζουν έτσι τον ομαλό εφοδιασμό τους με αγαθά και την διαρκή βελτίωση της ποιότητας. Ο ρυθμός αποκτήσεως των κερδών από την επιχείρηση επηρεάζει άμεσα το επενδυτικό πρόγραμμα της. Αντίθετα, αν η επιχείρηση είναι αρκούντως κερδοφόρος, ενδέχεται να επενδύει χωρίς να εξετάζει σε βάθος την αποδοτικότητα.

- Υπάρχουν διάφορα επίπεδα προσεγγίσεως της ικανότητας αυτοχρηματοδοτήσεως. Το ποσόν που μένει τελικά στην επιχείρηση εκ της λειτουργία της μετά το κλείσιμο της χρήσεως, είναι ίσο προς τα κέρδη που δεν διανεμούνται (αυτοχρηματοδότηση εμπλουτισμού), προσαυξημένα κατά τις αποσβέσεις και προβλέψεις (αυτοχρηματοδότηση διατηρήσεως) μείον ενδεχόμενες αναλήψεις από τους λογαριασμούς αποσβέσεων και προβλέψεων, αυτό το ποσόν αποτελεί την καθαρή ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως της επιχειρήσεως.

Αν στο προηγούμενο ποσό προστεθούν τα διανεμηθέντα μερίσματα, εκ του πίνακα διαθέσεως αποτελεσμάτων, προκύπτει η μικτή ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως. Αυτό το ποσόν θα μπορούσε να παραμείνει στη διάθεση της επιχειρήσεως με απόφαση των μετόχων. Πολλοί συγγραφείς συμπεριλαμβάνουν στην μικτή ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως και τους φόρους, διότι έτσι απεικονίζεται η δυνατότητα της επιχειρήσεως να παράγει ένα διαθέσιμο καθαρό αποτέλεσμα. Αυτή η προσέγγιση έχει μόνο συγκριτική αξία, διότι οι φόροι επί των κερδών μένουν για μικρό μόνο διάστημα στην επιχείρηση, μέχρι να καταβληθούν στο δημόσιο και σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να επενδυθούν.

Για λόγους συγκρίσεως μεταξύ ομοειδών επιχειρήσεων υπολογίζεται η καθαρή τρέχουσα ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως με την αφαίρεση της επιπτώσεως στα κέρδη των εκτάκτων αποτελεσμάτων. Σ' αυτά μπορεί να περιέχονται και ποσά προερχόμενα από εκποίηση παγίων, καθώς και διάφορες επιδοτήσεις. Επίσης, για τη σύγκριση δύο επιχειρήσεων, ανεξάρτητα από την χρηματοοικονομική σύνθεση τους (ιδία και ξένα κεφάλαια), προστίθενται στη μικτή ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως και οι χρηματοοικονομικές δαπάνες.

Ο υπολογισμός του ποσού που μένει στην επιχείρηση παρουσιάζει ιδιαίτερο ενδιαφέρον αφού υπερβαίνει τα κέρδη, τα οποία συγκεντρώνουν την προσοχή κατά την πρώτη ανάγνωση των οικονομικών καταστάσεων. Μέσω των αποσβέσεων είναι δυνατή η ύπαρξη ικανότητας αυτοχρηματοδοτήσεως ακόμη και στην περίπτωση που η επιχείρηση πραγματοποιεί ζημιές. Τότε

γίνεται λόγος για ελάχιστη αυτοχρηματοδότηση, έναντι της αυτοχρηματοδοτήσεως διατηρήσεως του παραγωγικού δυναμικού, όταν με τα κέρδη καλύπτεται η αύξηση των τιμών και έναντι της αυτοχρηματοδοτήσεως διατηρήσεως του παραγωγικού δυναμικού, όταν με τα κέρδη καλύπτεται η αύξηση των τιμών και έναντι της αυτοχρηματοδοτήσεως αναπτύξεως, όταν η επιχείρηση προχωρεί σε διεύρυνση επενδύσεων για αύξηση της παραγωγής.

Σημειώνεται ότι τα ποσά που απαρτίζουν την ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως κυμαίνονται στη διάρκεια της χρήσεως, ανάλογα με την πορεία των εισπράξεων. Οριστικοποιούνται με την καταχώρηση τους στις οικονομικές καταστάσεις στο τέλος της χρήσεως. Πάντοτε όμως χρειάζεται προσοχή για τον εντοπισμό διογκώσεων προσωρινού χαρακτήρα. Π. χ. μία πρόβλεψη αποζημιώσεως εξερχόμενου προσωπικού από την επιχείρηση αποτελεί έκτακτο γεγονός. Επίσης, η χρήση του leasing, με την απορρόφηση των ενοικίων ως δαπάνης, επιδρά μειωτικά στην ικανότητα της αυτοχρηματοδοτήσεως που διαφορετικά θα περιείχε τις νόμιμες αποσβέσεις. Ετερογενής, λοιπόν στη σύνθεση της η ικανότητα αυτοχρηματοδοτήσεως εξαρτάται από τις διαχειριστικές ρυθμίσεις (π. χ., ύψος διανεμομένων κερδών, τρόπος εφαρμογής αποσβέσεων) και συμβάλλει αποφασιστικά τόσο στη διατήρηση της αξίας της επιχειρήσεως, όσο και στην ανάπτυξη της. Με το μέγεθος της στήριξη την ανεξαρτησία της επιχειρήσεως έναντι του τραπεζικού δανεισμού, τόσο με την τακτική απόφυγής του δανεισμού όσο και ως μέσον επιστροφής των δανείων.

Η παρακολούθηση της ικανότητας αυτοχρηματοδοτήσεως στη διάρκεια πολλών ετών αποτελεί βασικό καθήκον των χρηματοοικονομικών αναλυτών. Πρέπει να τηρούνται στοιχεία για τη σύνθεση και το σύνολο, καθώς και αριθμοδείκτες κατανομής της ικανότητας αυτοχρηματοδοτήσεως στο σύνολο των πωλήσεων και συσχετισμού της προς τα επιστρεφόμενα ποσά δανείων.

### **Αυτοχρηματοδότηση και cash flow**

Η αυτοχρηματοδότηση, όπως προκύπτει από την προηγούμενη ανάλυση, είναι το σύνολο των εσωτερικών πόρων που τίθενται οριστικά στη διάθεση της επιχειρήσεως κατά το κλείσιμο της λογιστικής χρήσεως. Επίσης, ένα μέρος των αποσβέσεων μπορεί να ενσωματώθηκε στο διαρκές κυκλοφοριακό κεφάλαιο και να έχει μετατραπεί σε αποθέματα κατά το κλείσιμο της χρήσεως.

Συνήθης είναι η σύγχυση που δημιουργείται με την ταυτόσημη προς την αυτοχρηματοδότηση χρησιμοποίηση του αγγλοσαξονικού όρου Cash flow.

Η σύγχυση προκλήθηκε στις Η. Π. Α. και μεταφέρθηκε στις άλλες χώρες με τη διάδοση του όρου. Τον περιορισμό της εισηγήθηκε το 1963 ο διευθυντής του Αμερικανικού Ινστιτούτου Λογιστών προτείνοντας: "Η χρήση του όρου Cash flow ή άλλης".

## Κεφάλαιο 3

### (Προβλήματα χρηματοδότησης)

#### Τα χρηματοοικονομικά προβλήματα των ΜΜΕ:

Η χρηματοοικονομική διάρθρωση, που αδιαλείπτως έχουν εμφανιστεί στο σύνολο τους οι Ελληνικές μεταποιητικές επιχειρήσεις, κατά την τελευταία εικοσαετία, αναμφίβολα αποτελεί την "Αχίλλειο τους πτέρνα" στο αγώνα τους για εκσυγχρονισμό και ανάπτυξη: Η δανειακή επιβάρυνση διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα κι ο βαθμός ρευστότητας σε χαμηλά, με αποτέλεσμα ο τομέας να αντιμετωπίζει ιδιαίτερα υψηλό, με τα διεθνώς αποδεκτά κριτήρια χρηματοδοτικό κίνδυνο.

Με την σειρά του ο υψηλός χρηματοδοτικός κίνδυνος οδηγεί τους υποψήφιους χρηματοδότες – είτε μετόχους είτε δανειστές – στην απόκτηση μεγαλύτερων αποδόσεων για το κεφάλαιο, που θα προμηθεύσουν προς τις επιχειρήσεις και συνεπώς αυξάνεται το κόστος κεφαλαίου και αποθαρρύνει την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών.

Ωστόσο, τον τελευταίο καιρό από την ανάλυση των ενοποιημένων λογιστικών καταστάσεων που δημοσιεύονται προκύπτει μια αξιοπρόσεκτη βελτίωση της εικόνας σε σχέση με τον βαθμό της δανειακής επιβαρύνσεως. Αντιθέτως, η εικόνα από πλευράς ρευστότητας παραμένει στάσιμη.

Ειδικά στον βιομηχανικό κλάδο καθώς και για το σύνολο της βιομηχανίας υπολογίσθηκαν για την περίοδο 1990-1993 οι τιμές για τους βαθμούς δανειακής επιβαρύνσεως (σύνολο υποχρεώσεων προς σύνολο παθητικού) και κυκλοφοριακής ρευστότητας (σύνολο κυκλοφορούντος περιλαμβανομένου του ταμείου και διαθεσίμου προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις) που παρατίθενται στους πίνακες 1 και 2. Στους ίδιους πίνακες παρουσιάζονται για λόγους συγκρίσεως και οι τιμές των δεικτών για το 1986 που ήταν το έτος με την μέγιστη τιμή δανειακής επιβαρύνσεως κατά την τελευταία εικοσαετία.

Στο σύνολο της βιομηχανίας η εξάρτηση από ξένα κεφάλαια μειώθηκε από 85% το 1986 σε 69% το 1993. Βεβαίως υπάρχουν αισθητές διαφοροποιήσεις μεταξύ των επιμέρους κλάδων: Στον κλάδο της κατασκευής μεταφορικών μέσων η δανειακή επιβάρυνση το 1993 ξεπερνά το 90% και στον προβληματικό υποκλάδο των έξι μεταλλευτικών επιχειρήσεων η καθαρή θέση είναι αρνητική.

Αντίθετα στους κλάδους των βιομηχανικών επίπλων, εκτυπώσεων και εκδόσεων, δασικών μεταλλουργικών βιομηχανικών και λοιπών βιομηχανιών ο βαθμός δανειακής επιβαρύνσεως διαμορφώνεται το 1993 κοντά στο 50%. Η τάση για την μείωση της δανειακής επιβαρύνσεως φαίνεται ότι συνεχίστηκε και το 1994, σύμφωνα με την ανάλυση ισολογισμών που δημοσίευσε τον Νοέμβριο του 1995 η ICAP. Για το σύνολο του δείγματος των μεταποιητικών επιχειρήσεων που χρησιμοποιεί η ICAP η τιμή του βαθμού δανειακής επιβαρύνσεως διαμορφώθηκε το 1994 στο 65%.

Οι τιμές για τον βαθμό κυκλοφοριακής ρευστότητας είχαν παρουσιάσει για το σύνολο της μεταποίησης μια μικρή οριακή βελτίωση μεταξύ 1986 και 1990 και κατόπιν απαναχώρησαν στα έτη 1991 και 1992 σε τιμές μικρότερες της μονάδας.

Γενικά οι τιμές του δείκτη αυτού για το 1993 δεν μπορούν να θεωρηθούν ικανοποιητικές εφόσον η αξία του κυκλοφορούντος μαζί με το ταμείο και διαθέσιμο μόλις καλύπτει την αξία των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων θα πρέπει σχετικά να ληφθεί υπόψη, ότι στο κυκλοφορούν περιλαμβάνονται στοιχεία, που δεν είναι συνήθως εύκολο να ρευστοποιηθούν σε σύντομο χρονικό διάστημα, όπως τα αποθέματα πρώτων υλών και ετοιμού προϊόντος, εάν παραστεί ανάγκη να εξοφληθούν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Συνεπώς οι τιμές του δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας θα πρέπει να ήταν υψηλότερης της μονάδας.

Μόνο πέντε από τους εικοσιένα επιμέρους κλάδους θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι αντανakλούν ικανοποιητικά επίπεδα ρευστότητας. Οι κλάδοι αυτοί είναι των βιομηχανιών χαρτιού, δέρματος και γουναρικών, προϊόντων από ελαστικό και πλαστική ύλη, χημικών προϊόντων. Τα αίτια για τα παραπάνω φαινόμενα συνδέονται με τον βαθμό ανάπτυξης της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς καθώς και με την εφαρμογή των κινήτρων που έχουν προσφέρει οι αναπτυξιακοί νόμοι. Τα τελευταία έτη η πρωτογενής αγορά του χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών άρχισε να διαδραματίζει σημαντικό ρόλο στην διοχέτευση κεφαλαίων απευθείας από τους αποταμιευτές προς τις επιχειρήσεις μέσω της διαθέσεως νέων μετοχικών τίτλων.

Στην περίοδο 1990-1994 εισήχθησαν συνολικά 86 εταιρίες στην Κύρια Αγορά του χρηματιστηρίου και 19 στην παράλληλη, που άντλησαν, με σκοπό την αύξηση του μετοχικού τους κεφαλαίου, συνολικά 238 δις. δρχ. Επιπρόσθετα οι ήδη εισηγμένες εταιρίες προέβησαν σε αυξήσεις του μετοχικού τους κεφαλαίου, αντλώντας 508 δις.

Παράλληλα πολλές επιχειρήσεις έκαναν χρήση των διατάξεων των αναπτυξιακών νόμων για την χρηματοδότηση παραγωγικών επενδύσεων μέσω της δημιουργίας αφορολογήτων αποθεματικών.

Η αξιολόγηση του κινήτρου των αφορολογήτων εκπτώσεων από τα κέρδη για την δημιουργία αποθεματικών κατέστη βεβαίως δυνατή και από τη βελτίωση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων. Η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων βελτιώθηκε από 0,4% το 1986 και 4,9% το 1990 σε 9,2% το 1993. Οι εξελίξεις αυτές αποτελούν μια αξιοπρόσεκτη διαφοροποίηση από την παραδοσιακή προτίμηση των ελληνικών επιχειρήσεων προς τον τραπεζικό δανεισμό. Επίσης κάποια επίπτωση πρέπει να είχε προς την ίδια κατεύθυνση και η διάδοση του θεσμού του leasing που δεν εμφανίζεται ως δανειακό κεφάλαιο στον ισολογισμό.

Η υποκατάσταση των τραπεζικών κεφαλαίων αναμφισβήτητα ενθαρρύνθηκε από τα υψηλά Τραπεζικά επιτόκια και την περιοριστική πολιτική που ακολουθήθηκε τα προηγούμενα έτη σε σχέση με την επέκταση της τραπεζικής χρηματοδότησης της οικονομικής δραστηριότητας και ειδικότερα της μεταποίησης.



Όπως φαίνεται από τα στοιχεία για την τραπεζική χρηματοδότηση που παρατίθενται στον πίνακα 3, οι αυξήσεις σε ονομαστικές τιμές της χρηματοδότησεως του συνόλου της οικονομίας και της μεταποίησης υπήρξαν στην περίοδο 1990-1993 κατώτερες του πληθωρισμού. Αντίθετα, υπήρξε σημαντική πραγματική αύξηση στην χρηματοδότηση του εμπορίου, που προφανώς παρέχει υψηλότερες αποδόσεις για τις τράπεζες.

Η επέκταση αυτή κατέστη δυνατή από την κατάργηση (μετά το 1987) των εξειδικευμένων ρυθμιστικών κανόνων της Τράπεζας της Ελλάδος σε ότι αφορά τις επιλογές των εμπορικών Τραπεζών για τις χρηματοδοτήσεις διαφόρων δραστηριοτήτων και τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.

Είναι επίσης αξιοσημείωτη η προσφυγή του ιδιωτικού τομέα γενικά, περιλαμβανομένης και της μεταποίησης, προς τον δανεισμό σε συνάλλαγμα. (Μεταξύ 1990 και 1993 ο δανεισμός σε συνάλλαγμα υπερτετραπλασιάστηκε). Το φαινόμενο αυτό οφείλεται στη μεγάλη διαφορά στα πραγματικά επιτόκια ανάμεσα στον δανεισμό σε δραχμές και σε ξένα νομίσματα (π.χ. δολάριο, μάρκο κλπ.) σε συνδυασμό με τη συναλλαγματική πολιτική, που δημιούργησε προσδοκίες για μικρή μόνο διολίσθηση της ισοτιμίας του εθνικού νομίσματος. Το πρόβλημα ρευστότητας που υποδηλώνουν τα στοιχεία του πίνακα 2 οφείλεται στην υψηλή εξάρτηση των ελληνικών μεταποιητικών επιχειρήσεων από ΒΥ, Τραπεζικές και μη.

Η πρακτική αυτή φαίνεται καθαρά από τα στοιχεία του πίνακα που αναφέρονται στην ποσοστιαία διάρθρωση των ξένων κεφαλαίων για το σύνολο της μεταποιητικής βιομηχανίας:

Το έτος 1993 το 84% του συνόλου των ξένων κεφαλαίων ήταν βραχυπρόθεσμα. Μάλιστα μεταξύ 1986 και 1993 το ποσοστό αυτό αυξήθηκε κατά πέντε ποσοστιαίες μονάδες. Δεδομένου ότι το ποσοστό δανειακής επιβαρύνσεως είχε ανέλθει το 1993 σε 69%, το ποσοστό αυτό σημαίνει ότι το 56% του συνολικού κεφαλαίου που απασχολούν οι παραπάνω επιχειρήσεις αποτελείται από βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Η κατάσταση αυτή αναπόφευκτα θα πρέπει να προκαλεί δυσχέρειες σε ό,τι αφορά τον μέσο-μακροπρόθεσμο προγραμματισμό των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων και να δυσχεραίνει την ανάληψη επενδυτικών πρωτοβουλιών. Το πρόβλημα αυτό απορρέει από τις δυσλειτουργίες που εξακολουθούν να υπάρχουν στη Ελληνική κεφαλαιαγορά, με την προτίμηση των εμπορικών τραπεζών προς τις βραχυπρόθεσμες χορηγήσεις για το κεφάλαιο κινήσεως και την "παραδοσιακή" πρακτική των επιχειρήσεων να παρέχουν πιστώσεις η μία προς την άλλη στις-μεταξύ τους αγοραπωλησίες προϊόντων.

Όπως φαίνεται από τα στοιχεία του πίνακα 4 σχεδόν το 75% των δανείων από τράπεζες έχει διάρκεια μικρότερη του έτους. Από τις υπόλοιπες κατηγορίες δανείων και πιστώσεων το 94% έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα. Η σχέση των τραπεζικών κεφαλαίων προς τις λοιπές υποχρεώσεις έχει κυμανθεί διαχρονικά στα ποσοστά 49% προς 51%. Η πρακτική της παροχής πιστώσεων από μια επιχείρηση στην άλλη αποτελεί ένα μέσο για την αντιμετώπιση των αναγκών σε κεφάλαιο κινήσεως που δεν μπορούν να

ικανοποιηθούν πλήρως από το τραπεζικό σύστημα ή τους ίδιους τους μετόχους με την αύξηση των ιδίων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα αποτελεί και εργαλείο στα πλαίσια της πολιτικής για την προώθηση πωλήσεων εξίσου σημαντικό με την τιμή του προϊόντος.

Όπως είναι φυσικό, τα προβλήματα στη διαχείριση του κεφαλαίου κινήσεως οξύνονται από την ύφεση δραστηριότητας του μεταποιητικού τομέα και γενικότερα της οικονομίας στα προηγούμενα έτη. Η ύφεση προκαλεί καθυστερήσεις ή αδυναμία στην εξόφληση χρεών έναντι των προμηθειών με αντίστοιχη αύξηση και της συνολικής αξίας των απαιτήσεων που εκκρεμούν. Επίσης η ύφεση αυξάνει τον ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων για την εξασφάλιση πελατών με συνέπεια την παροχή ευνοϊκότερων όρων στις πιστώσεις.

Η ύφεση προκαλεί επίσης μια αυξητική πίεση στα αποθέματα ετοιμών προϊόντων, που με την σειρά της εντείνει τα προβλήματα ρευστότητας. Οι παράγοντες αυτοί μπορούν να εξηγήσουν τις μεταλλαγές στη διάρθρωση του κυκλοφορούντος κεφαλαίου για το σύνολο των μεταποιητικών επιχειρήσεων που παρατηρούνται στον πίνακα 5.

Η πτωτική τάση στο ποσοστό που αντιπροσωπεύουν οι απαιτήσεις στο σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού μεταξύ 1986 και 1990, αντεστράφη το 1990. Το ποσοστό των αποθεμάτων πρώτων υλών παραμένει σχετικά σταθερό, ενώ το ποσοστό των αποθεμάτων ετοιμών προϊόντων παρουσίασε αύξηση με εξαίρεση το 1993 όπου εμφανίζει μια μείωση.

Επίσης τα ταμειακά διαθέσιμα παρουσιάζουν μια αύξηση στο ποσοστό τους σε σχέση με το σύνολο του κυκλοφορούντος. Είναι γνωστό ότι όταν υπάρχουν καθυστερήσεις στην είσπραξη των απαιτήσεων, οι επιχειρήσεις είναι αναγκασμένες να διατηρούν υψηλότερα ταμειακά διαθέσιμα από εκείνα που καθορίζουν οι κανόνες των συναλλαγών και ο κύκλος εργασιών.

Πάντως, πρέπει, να σημειωθεί ότι στο σύνολό τους οι μεταποιητικές επιχειρήσεις έχουν βελτιώσει αισθητά τη διαχείριση του κυκλοφορούντος ενεργητικού στον βαθμό που επιτρέπουν οι παραπάνω εξωγενείς παράγοντες. Στον πίνακα 6 παρουσιάζονται οι τιμές του λόγου της αξίας των πωλήσεων αντιστοίχως προς το σύνολο του κυκλοφορούντος για την περίοδο 1990-1993.

**Πίνακας 1**  
**ΒΑΘΜΟΣ (%) ΔΑΝΕΙΑΚΗΣ ΕΠΙΒΑΡΥΝΣΕΩΣ**  
**(ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΣΤΟ ΣΥΝΟΛΟ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ)**

Κωδικός	Ονοματολογία κλάδων	1986	1990	1991	1992	1993
20	Βιομηχανίες Ειδών Διατροφής εκτός από ποτά	81	76	76	65	66
21	Βιομηχανίες Ποτών	91	74	74	55	66
22	Βιομηχανίες Καπνού	81	68	68	77	75
23	Υφαντικές Βιομηχανίες	78	67	67	55	69
24	Βιομηχανίες ειδών Υποδήσεως, ειδών Ενδυμασίας και διαφορών ειδών από Ύφασμα	78	69	68	65	64
25	Βιομηχανίες Ξύλου και Φελλού, εκτός από Επιπλοποιία	89	54	54	61	64
26	Βιομηχανίες Επίπλων Ειδών Επιπλώσεως	70	64	64	54	55
27	Βιομηχανίες Χαρτιού και από Χαρτί	172	55	54	51	53
28	Εκτυπώσεις, Εκδόσεις και συναφείς Βιομηχανίες	67	65	65	64	82
29	Βιομηχανίες Δέρματος, Γουναρικών και Ειδών από Δέρμα και Γούνα, εκτός από τα είδη Υποδήσεως και Ενδυμασίας	71	64	63	63	63
30	Βιομηχανίες Προϊόντων από Ελαστικό και Πλαστική Ύλη	68	62	68	56	56
31	Βιομηχανίες Χημικών Προϊόντων	69	59	60	58	60
32	Βιομηχανίες Παραγωγών Πετρελαίου και Άνθρακος	70	80	82	66	65
33	Βιομηχανίες Προϊόντων από Ελαστικό και Πλαστική Ύλη	85	73	73	87	73
33α	Μεταλλευτικές επιχειρήσεις με σημαντική μεταποιητική δραστηριότητα που σε προηγούμενες κατατάξεις ήταν ενταγμένες στον κλάδο 33	--	105	105	155	157
34	Βασικές Μεταλλουργικές Βιομηχανίες	74	45	45	48	54
35	Κατασκευή Τελικών προϊόντων από Μέταλλο εκτός από Μηχανές και Μεταφορικό Υλικό	86	91	91	93	70
36	Κατασκευή Μηχανών και Συσκευών εκτός από τις Ηλεκτρικές και τα μέσα Μεταφοράς	81	65	65	59	59
37	Κατασκευή Ηλεκτρικών και Ηλεκτρονικών Μηχανών Γραφείου και Συσκευών Επεξεργασίας Πληροφοριών	86	68	68	64	69
38	Κατασκευή Μεταφορικών Μέσων	86	96	96	83	93
39	Λοιπές Βιομηχανίες	71	62	61	89	54
	Σύνολο Μεταποιήσεων	85	72	72	70	69

**Πίνακας 2**  
**ΔΕΙΚΤΗΣ ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ**  
**(Κυκλοφορούν + Ταμείο + Διαθέσιμο προς Βραχυπρόθεσμες**  
**Υποχρεώσεις)**

Κωδικός	Ονοματολογία κλάδων	1986	1990	1991	1992	1993
20	Βιομηχανίες Ειδών Διατροφής εκτός από ποτά	1,0	0,97	1,03	1,10	1,04
21	Βιομηχανίες Ποτών	0,81	1,05	1,35	1,35	1,18
22	Βιομηχανίες Καπνού	1,0	1,24	1,15	1,07	1,12
23	Υφαντικές Βιομηχανίες	1,03	1,04	0,95	1,31	0,98
24	Βιομηχανίες ειδών Υποδήσεως, ειδών Ενδυμασίας και διαφορών ειδών από Ύφασμα	1,13	1,23	1,24	1,27	1,24
25	Βιομηχανίες Ξύλου και Φελλού, εκτός από Επιπλοποιία	0,93	1,58	1,5	1,37	1,22
26	Βιομηχανίες Επίπλων Ειδών Επιπλώσεως	0,92	1,04	1,06	1,27	1,21
27	Βιομηχανίες Χαρτιού και Ειδών από Χαρτί	0,36	1,23	1,41	1,46	1,34
28	Εκτυπώσεις, Εκδόσεις και συναφείς Βιομηχανίες	0,99	1,1	1,07	1,12	0,74
29	Βιομηχανίες Δέρματος, Γουναρικών και Ειδών από Δέρμα και Γούνα, εκτός από τα είδη Υποδήσεως και Ενδυμασίας	1,29	1,33	1,57	1,38	1,5
30	Βιομηχανίες Προϊόντων από Ελαστικό και Πλαστική Ύλη	1,25	1,35	1,27	1,39	1,3
31	Βιομηχανίες Χημικών Προϊόντων	1,025	1,3	1,32	1,31	1,29
32	Βιομηχανίες Παραγωγών Πετρελαίου και Άνθρακος	1,0	1,14	1,35	1,39	1,41
33	Βιομηχανίες Προϊόντων από Ελαστικό και Πλαστική Ύλη	0,78	0,81	0,64	0,64	0,83
33α	Μεταλλευτικές επιχειρήσεις με σημαντική μεταποιητική δραστηριότητα που σε προηγούμενες κατατάξεις ήταν ενταγμένες στον κλάδο 33	--	0,56	0,47	0,39	0,37
34	Βασικές Μεταλλουργικές Βιομηχανίες	0,9	1,54	1,47	1,32	1,21
35	Κατασκευή Τελικών προϊόντων από Μέταλλο εκτός από Μηχανές και Μεταφορικό Υλικό	0,89	1,1	0,93	0,83	1,13
36	Κατασκευή Μηχανών και Συσκευών εκτός από τις Ηλεκτρικές και τα μέσα Μεταφοράς	0,98	1,20	1,21	1,21	1,18
37	Κατασκευή Ηλεκτρικών και Ηλεκτρονικών Μηχανών Γραφείου και Συσκευών Επεξεργασίας Πληροφοριών	0,99	1,17	1,1	1,24	1,08

<b>38</b>	Κατασκευή Μεταφορικών Μέσων	0,94	0,45	0,42	0,46	0,40
<b>39</b>	Λοιπές Βιομηχανίες	1,18	1,21	1,26	0,70	1,30
	Σύνολο Μεταποιήσεων	0,95	1,03	0,98	0,98	1,01

Το πρόβλημα ρευστότητας οφείλεται πρωτίστως στην υψηλή εξάρτηση των ελληνικών μεταποιητικών επιχειρήσεων από βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Πίνακας 3

ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ  
ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΤΕΛΟΥΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

Σε δις. δρχ

1990=100

Έτος	Σύνολο Οικονομίας	Μεταποίηση	Εμπόριο	Χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα σε συνάλλαγμα	Σύνολο οικονομίας	Μεταποίηση	Εμπόριο	Χρηματοδότηση ιδιωτικού τομέα σε συνάλλαγμα	Δείκτης τιμών χονδρικής
1990	5.926	1.765	500	145	100	100	100	100	100
1991	6.443	2.003	623	266	109	113	125	183	117
1992	7.164	2.200	826	388	121	125	165	268	130
1993	7.558	2.191	1.043	545	128	124	209	376	145
1994	8.255	2.434	1.232	814	139	138	246	561	158

Πηγή: Τράπεζα Ελλάδος

Πίνακας 4

ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ (%) ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ  
ΣΥΝΟΛΟ ΜΕΤΑΠΟΙΗΤΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Χρόνος	Βραχυπρόθεσμα			Μακροπρόθεσμα			Μακροπρόθεσμα		
	Τραπεζικά	Λοιπά	Σύνολο	Τραπεζικά	Λοιπά	Σύνολο	Τραπεζικά	Λοιπά	Σύνολο
1986	34	45	79	15	5	20	49	51	100
1990	38	42	80	18	2	20	56	44	100
1991	40	42	82	15	3	18	45	57	100
1992	40	44	84	13	3	16	53	47	100
1993	36	48	84	13	3	16	49	51	100

Πίνακας 5

ΠΟΣΟΣΤΙΑΙΑ (%) ΔΙΑΡΘΡΩΣΗ  
ΚΥΚΛΟΦΟΡΟΥΝΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Χρόνος	Αποθέματα			Απαιτήσεις	Διαθέσιμα	<u>Γενικό σύνολο</u>
	Πρώτων υλών	Ετοιμών προϊόντων	Σύνολο			
1986	15	18	33	62	5	100
1990	16	21	37	56	7	100
1991	16	21	37	57	6	100
1992	15	22	37	57	6	100
1993	15	20	35	59	6	100

Η τιμή του λόγου των πωλήσεων προς το σύνολο του κυκλοφορούντος παρουσιάζει μια αξιόλογη αύξηση που προέρχεται από τον αποτελεσματικότερο έλεγχο των αποθεμάτων. Η "ανακύκλωση" των αποθεμάτων μέσα στο έτος κατά μέσο όρο φαίνεται να έχει αυξηθεί σχεδόν κατά μία φορά.

Η θετική αυτή εξέλιξη πρέπει να οφείλεται στην αποτελεσματικότερη οργάνωση και έλεγχο των δικτύων διανομής με την εφαρμογή σύγχρονων πληροφοριακών συστημάτων διοικήσεως, δεδομένης της υφέσεως της οικονομίας. Άλλωστε μια τέτοια εξέλιξη θα ήταν αναμενόμενη κάτω από την πίεση του υψηλού κόστους κεφαλαίου που είχε δημιουργήσει η ασκούμενη νομισματική πολιτική.

Οι προσπάθειες όμως για την ταχύτερη ανακύκλωση των απαιτήσεων φαίνεται ότι είχαν μόνο οριακά αποτελέσματα: Ο λόγος των πωλήσεων προς τις απαιτήσεις αυξήθηκε από 2,66 το 1990 σε 2,88 το 1993. Μάλιστα, το 1993 παρουσιάστηκε μια παλινδρόμηση προς χαμηλότερη τιμή.

Η διαφοροποίηση αυτή εξηγείται από την προαναφερθείσα πρακτική της παροχής πιστώσεων από μια επιχείρηση σε άλλη αντί του άμεσου δανεισμού από το τραπεζικό σύστημα.

Οι παραπάνω επισημάνσεις οδηγούν στο γενικό συμπέρασμα ότι οι ελληνικές μεταποιητικές επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν στο σύνολο τους σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας που αποτελεί τροχοπέδη στην ανάπτυξή τους και τη βελτίωση της ανταγωνιστικότητας.

### Πίνακας 6

#### **ΚΥΚΛΟΦΟΡΙΑΚΕΣ ΤΑΧΥΤΗΤΕΣ ΣΤΙΣ ΜΕΤΑΠΟΙΗΤΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ**

Έτος	Αξία πωλήσεων / Σύνολο- κυκλοφορούντος	Αξία πωλήσεων / Αποθέματα	Αξία πωλήσεων / Απαιτήσεις
1990	1,49	3,96	2,66
1991	1,71	4,67	2,98
1992	1,68	4,49	2,98
1993	1,70	4,84	2,88



Η αντιμετώπιση του προβλήματος αυτού, που είναι αποτέλεσμα των δυσλειτουργιών στην ελληνική κεφαλαιαγορά, προϋποθέτει τη βελτίωση του θεσμικού της πλαισίου και των πρακτικών της, ούτως ώστε οι επιχειρήσεις να μπορούν να αντλούν από την αποταμίευση μακροπρόθεσμα κεφάλαια, είτε ίδια είτε δανειακά. Χαρακτηριστικά παραδείγματα χρηματοοικονομικών εργαλείων που μέσω Χρηματιστηρίου μπορούν να χρησιμεύσουν προς την κατεύθυνση αυτή είναι οι ομολογίες που είναι μετατρέψιμες σε δραχμές, τα δικαιώματα αγοράς μιας μετοχής (warrants). Επίσης η διάδοση του θεσμού leasing των παγίων στοιχείων κάτω από ανταγωνιστικούς προς τα παραδοσιακά δάνεια όρους θα συμβάλλει στη βελτίωση της ρευστότητας.

Σε επίπεδο επιχειρήσεων επιβάλλεται η εντατικοποίηση των προσπαθειών για αποτελεσματικότερο χρηματο-οικονομικό μάνατζμεντ. Π.χ. η δημιουργία σημαντικών υποχρεώσεων σε συνάλλαγμα δημιουργεί ανάγκες διαχείρισης του συναλλαγματικού κινδύνου με την προσφυγή κατά περίπτωση, σε πράξεις προθεσμιακών αγορών ξένων νομισμάτων.

Πάντως, ο αυξανόμενος ανταγωνισμός μεταξύ των εμπορικών τραπεζών δημιουργεί βάσιμες ελπίδες ότι οι ελληνικές μεταποιητικές επιχειρήσεις θα έχουν στο εγγύς μέλλον τη δυνατότητα επιλογής από ένα, ευρύτερο του σημερινού, φάσμα μεθόδων χρηματοδότησεως τους από το τραπεζικό σύστημα.

### **Τρία βασικά προβλήματα**

Ένα πρώτο γενικής φύσης πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις είναι η ικανότητά τους να προσελκύσουν επαρκείς χρηματοδοτικούς πόρους. Οι μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις δεν θα μπορέσουν να επωφεληθούν πλήρως από τα πλεονεκτήματα της ενιαίας αγοράς αν η ανάπτυξη των δραστηριοτήτων τους προσκρούει στην έλλειψη κεφαλαίων. Συνεπώς, για τις επιχειρήσεις αυτές είναι ουσιώδους σημασίας η εξεύρεση νέων χρηματοδοτικών πόρων, ανεξάρτητα από το εάν οι πόροι αυτοί πρόκειται να επενδυθούν ή απλώς να χρησιμεύσουν για τη συνέχιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Ένα δεύτερο μεγάλο πρόβλημα που συναντούν οι ΜΜΕ όσον αφορά την άμεση φορολογία συνίσταται στην αδυναμία τους να αντεπεξέλθουν στον πολύπλοκο χαρακτήρα των διοικητικών διαδικασιών.

Όπως υπογραμμίζεται στο Λευκό Βιβλίο, οι διοικητικές υποχρεώσεις αντιπροσωπεύουν μία δυσανάλογη επιβάρυνση για τις ΜΜΕ, ενώ παράλληλα οι μικρές επιχειρήσεις διαθέτουν πιο περιορισμένα περιθώρια για μετακύληση του σχετικού κόστους στις τιμές, καθ' ότι η εμπορική τους ισχύς είναι μειωμένη και παράλληλα υφίστανται υψηλότερα έξοδα προκειμένου να συμμορφωθούν στις διοικητικές τους υποχρεώσεις.

Ένα τρίτο πρόβλημα αποτελεί η συνέχιση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων σε περίπτωση μεταβίβασης της ιδιοκτησίας.

Τα τρία αυτά είδη προβλημάτων αναλύονται στην παρούσα ανακοίνωση και παράλληλα επιχειρείται η εξεύρεση των κατάλληλων λύσεων υπό διαφορετικές οπτικές γωνίες. Παρότι στο έγγραφο αυτό εξετάζονται τα πλέον επείγοντα ζητήματα, ο κατάλογος των προτεινόμενων λύσεων δεν είναι εξαντλητικός. Στο τέλος της ανακοίνωσης επισημαίνονται ορισμένα άλλα θέματα που χρήζουν ιδιαίτερης προσοχής ενώ στο πλαίσιο της διαβούλευσης ενδέχεται να προκύψουν και άλλα ζητήματα.

## **Τα προβλήματα σχετικά με την απόκτηση πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά μέσα, που αντιμετωπίζουν οι διαφορετικές κατηγορίες μικρομεσαίων επιχειρήσεων (ΜΜΕ).**

1. Η χρηματοδότηση των ΜΜΕ δεν μπορεί να θεωρηθεί ότι είναι ένα μεμονωμένο πρόβλημα και κάθε προσπάθεια ανάλυσης θα είναι κάπως αυθαίρετη, δεδομένου ότι κάθε οργανισμός έχει τις δικές ιδιαίτερες απαιτήσεις, όπως είναι παραλλαγές στο ισοζύγιο μεταξύ των κεφαλαίων κίνησης και των κεφαλαίων επενδύσεως. Ορισμένες επιχειρήσεις, και ιδιαίτερα στον γενικότερο εμπορικό τομέα και στον τομέα του λιανικού εμπορίου μπορούν να υπάρχουν άνετα με έναν υψηλό δείκτη βραχυπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων προς ίδια κεφάλαια και προς μακροπρόθεσμα δάνεια. Οι επιχειρήσεις που πραγματοποιούν πάγιες επενδύσεις με μόνο μία μακροπρόθεσμη περίοδο επανείσπραξης απαιτούν, κατά τρόπο ιδανικό, πιο μακροπρόθεσμα δάνεια.

Μιλώντας γενικά, οι ανάγκες διαφέρουν ανάλογα με τον τύπο της επιχείρησης και το στάδιο της ανάπτυξης της. Κάθε σύνολο περιστάσεων απαιτεί χωριστή ανάλυση, λαμβάνοντας πλήρως υπόψη τις απαιτήσεις του κεφαλαίου επένδυσης, αν θέλουμε να έχουμε μία κατάλληλη προοπτική. Για το σκοπό αυτό εξετάζονται οι παρακάτω τύπου και στάδια ανάπτυξης των επιχειρήσεων:

- Απλή, παραδοσιακή "έναρξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων" ("εκκίνηση").
- "έναρξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων" υψηλού κινδύνου, και ιδιαίτερα δραστηριοτήτων που περιλαμβάνουν τη χρησιμοποίηση υψηλής τεχνολογίας
- η πρώτη περίοδος σημαντικής επέκτασης
- μεταγενέστερες περίοδοι ουσιαστικής επέκτασης.

2. Οι ορισμοί που χρησιμοποιούνται από τον κλάδο των επισφαλών κεφαλαίων έχουν αξία γιατί βοηθούν στην απεικόνιση του περίπλοκου χαρακτήρα της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, αν και στο παρών έγγραφο παρατηρείται μία ελαστικότερη προσέγγιση, με σκοπό να

αποφευχθεί η δημιουργία άκαμπτων ταξινομήσεων οι οποίες δεν συμφωνούν πλήρως με τις καταστάσεις τις οποίες μπορούν να αντιμετωπίσουν οι ΜΜΕ.

### **Χρηματοδότηση αρχικής ώθησης (Seed Financing):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται για τη διερεύνηση, ανάπτυξη και αξιολόγηση μιας αρχικής έννοιας πριν η επιχείρηση φθάσει το στάδιο εκκίνησης της (έναρξης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της).

### **Χρηματοδότηση εκκίνησης (Start-up Financing):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται σε επιχειρήσεις για την ανάπτυξη προϊόντων και για την αρχική εμπορία τους. Οι εταιρείες μπορεί να βρίσκονται στη φάση συγκρότησης τους ή να ασκούν επιχειρηματικές δραστηριότητες για σύντομο διάστημα, αλλά δεν έχουν ακόμα πραγματοποιήσει εμπορικές πωλήσεις των προϊόντων τους.

### **Άλλη χρηματοδότηση αρχικής φάσης (Other Early Stage Financing):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται σε επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ολοκληρώσει τη φάση ανάπτυξης του προϊόντος που απαιτούν περαιτέρω κεφάλαια για την έναρξη της εμπορικής παραγωγής και των πωλήσεων. Ακόμη δεν υπάρχουν κέρδη.

### **Χρηματοδότηση επέκτασης (Expansion Financing):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται για την επέκταση μιας εταιρείας η οποία βρίσκεται σε νεκρό σημείο κύκλου εργασιών ή εμπορεύεται κατά κάποιο τρόπο κερδοφόρο. Το κεφάλαιο μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη χρηματοδότηση αυξημένης παραγωγικής ικανότητας, για την εμπορία ή για την ανάπτυξη προϊόντων, καθώς και / ή για την παροχή επιπρόσθετων κεφαλαίων κίνησης.

### **Χρηματοδότηση μεταβατικής περιόδου (Bridge Financing):**

Χρηματοδότηση που καθίσταται διαθέσιμη σε μια εταιρεία κατά τη μεταβατική περίοδο από το να είναι ιδιωτικής ιδιοκτησίας μέχρις ότου εισαχθούν οι μετοχές της στο χρηματιστήριο.

### **Αγορά του ελέγχου της διοίκησης (Management Buy-Out):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται για να μπορέσουν οι ήδη διοικούντες την επιχείρηση και επενδυτές να αποκτήσουν μία υφιστάμενη επιχείρηση.

### **Αγορά συμμετοχής στη διοίκηση (Management Buy-in):**

Χρηματοδότηση που παρέχεται για να δοθεί η δυνατότητα σε έναν διοικητικό υπεύθυνο ή σε μία ομάδα διοικητικών υπευθύνων εκτός της εταιρείας να αγοράσουν μέρος των μετοχών της εταιρείας με την υποστήριξη επενδυτών επισφαλών κεφαλαίων.

### **Χρηματοδότηση ανάκαμψης (Turnaround Financing):**

Χρηματοδότηση που καθίσταται διαθέσιμη σε καθιερωμένες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν αντιμετωπίσει εμπορικές δυσκολίες, με σκοπό την αποκατάσταση της οικονομικής άνθησής τους.

### **Κεφάλαιο αντικατάστασης (Replacement Capital):**

Αγορά υφισταμένων μετοχών σε μία άλλη επιχείρηση επισφαλών κεφαλαίων ή από άλλο μέτοχο ή μετόχους.

### **Αγορά εισαχθεισών μετοχών (Purchase Shares):**

Αγορά μετοχών που έχουν εισαχθεί σε ένα δημόσιο χρηματιστήριο.

Επίσης, δεν είναι φρόνιμο να βασίζεται κανείς στο συμβατικό μοντέλο ανάπτυξης της επιχείρησης με τα τρία στάδια – εκκίνησης, επέκτασης και πλήρους ανάπτυξης, εφόσον απ' ό,τι φαίνεται, οι καταστάσεις και οι τάσεις αλλάζουν με αυξανόμενη ταχύτητα στη σημερινή αγορά.

3.Ακόμα και με αυτές τις ευρείες κατηγορίες, οι καταστάσεις μπορούν να διαφέρουν σε σημαντικό βαθμό και είναι δύσκολο στην πράξη να ξεχωρίσουμε τις φάσεις "αρχικής ώθησης" και εκείνες της "εκκίνησης". Επομένως, είναι μόνο δυνατή η εξέταση των συνηθέστερων παραγόντων που ενδέχεται να ισχύουν στην πλειοψηφία των επιχειρήσεων σε ένα συγκεκριμένο στάδιο ανάπτυξης.

Ένας άλλος παράγων είναι ότι οι ΜΜΕ βασίζονται κατά πολύ περισσότερο στην άμεση χρηματοδότηση από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα (ακάλυπτες αναλήψεις, βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια) απ' ό,τι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις. Στην πραγματικότητα πρόκειται για τη δεύτερη σημαντικότερη πηγή χρηματοδότησης μετά τα παρακρατηθέντα κέρδη. Η βάση δεδομένων ΒΑCΗ της Επιτροπής που περιέχει δεδομένα σχετικά με τους εναρμονισμένους λογαριασμούς των επιχειρήσεων, δείχνει ότι οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ δεν διαθέτουν επαρκή κεφάλαια σε σύγκριση με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις των ΗΠΑ. Κατά μέσον όρο, το ποσοστό των κεφαλαίων κίνησης που αντιπροσωπεύουν τα "ίδια κεφάλαια" κυμαίνεται μεταξύ 15% και 20%, ενώ σε 8 χώρες της Κοινότητας, στις οποίες

εξετάστηκαν λογαριασμοί εταιριών διαπιστώθηκε ότι σε όλες τις περιπτώσεις οι ΜΜΕ είχαν ένα υψηλότερο ποσοστό βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων στον ισολογισμό τους απ' ότι οι μεγάλες επιχειρήσεις. Αυτό προφανώς τις καθιστά πιο τρωτές σε εξωτερικά πλήγματα. Επίσης, η μεγαλύτερη εμπιστοσύνη σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση θα είχε την τάση να αυξήσει τις δαπάνες χρηματοδότησης τους σε σύγκριση με μεγαλύτερες επιχειρήσεις.

### Έναρξη δραστηριοτήτων συμβατικών επιχειρήσεων

1. Τα χρηματοοικονομικά προβλήματα που παρουσιάζονται κατά την έναρξη των δραστηριοτήτων (κατά την "εκκίνηση") συμβατικών επιχειρήσεων έχουν την τάση να λαμβάνουν μεγαλύτερο επίπεδο δημοσιότητας. Ίσως διότι αυτές είναι πολυάριθμες και, συχνές, τόσες μεγάλες ελπίδες στηρίζονται σ' αυτές εφ' όσον θεωρούνται δημιουργοί νέων θέσεων απασχόλησης σε μία εποχή, κατά την οποία οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις έχουν την τάση να μειώνουν το εργατικό δυναμικό τους. Δυστυχώς, οι νέες επιχειρήσεις αυτής της φύσης χαρακτηρίζονται από ένα ποσοστό αποτυχίας που ανέρχεται σε 50% κατά τα πρώτα 5 έτη των εμπορικών δραστηριοτήτων τους λόγω της έλλειψης παροχής συμβούλων και άλλων μέτρων υποστήριξης, και επομένως το ποσοστό θνησιμότητάς τους ανέρχεται περίπου στο 50%. Πρόκειται για έναν παράγοντα ο οποίος μειώνει την ελκυστικότητά τους ως προς τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία δεν μπορούν να τους προσφέρουν παρόμοιες υπηρεσίες.

2. Αν και, χωρίς αμφιβολία, υπάρχουν προβλήματα σε ορισμένες περιφέρειες της Κοινότητας, που αφορούν ιδιαίτερα ορισμένες χειροτεχνικές επιχειρήσεις, δεν υπάρχει καμία ιστορική μαρτυρία σχετικά με την έλλειψη διαθέσιμης χρηματοδότησης για την έναρξη δραστηριοτήτων συμβατικών επιχειρήσεων οι οποίες μπορούν να έχουν ελπίδες σχετικά με την επίτευξη βιωσιμότητας, θα ενσωματώνουν μία λογική χρηματοοικονομική συμμετοχή εκ μέρους των ιδιοκτητών τους, και οι οποίες θα μπορούν επίσης να παρέχουν κάποια ασφάλεια ως προς τα δάνεια. Οι δυσκολίες ουσιαστικά υπάρχουν για τις επιχειρήσεις οι οποίες δεν μπορούν να ανταποκριθούν σε μία ή περισσότερες από τις εν λόγω απαιτήσεις, αν και η τρέχουσα οικονομική κατάσταση έχει επιφέρει προβλήματα για ένα μεγάλο εύρος επιχειρήσεων, ιδιαίτερα μέσω της αύξησης του περιορισμού των πιστώσεων που επιβάλλουν οι τράπεζες. Αλλιώς, το κύριο πρόβλημα είναι ότι παρά πολλοί λίγοι απ' αυτούς οι οποίοι αρχίζουν μια επιχείρηση γνωρίζουν τον τρόπο με τον οποίο να συντάξουν μία πειστική πρόταση για μία τράπεζα ή τον τρόπο με τον οποίο να την παρουσιάσουν καταλλήλως.

Πάρα πολλοί λίγοι δυνητικοί ιδιοκτήτες επιχειρήσεων πραγματοποιούν προηγουμένως έρευνα της αγοράς, στην οποία να συμπεριλαμβάνεται και η εξέταση του δυνητικού ανταγωνισμού που μπορούν να αντιμετωπίσουν. Κατά συνέπεια, ακόμα και αν οι λόγω ιδιοκτήτες ή οι χρηματοοικονομικοί σύμβουλοί τους συντάξουν μία χρηματοοικονομική πρόβλεψη, αυτή βασίζεται κυρίως σε υποθέσεις. Στα κοινά σφάλματα περιλαμβάνεται η υπερβολική εκτίμηση των αρχικών πωλήσεων και η ανεπαρκής εκτίμηση του χρόνου που θα απαιτηθεί για την επίτευξη αποδοτικότητας. Αυτό οδηγεί σε έναν περαιτέρω ανεπαρκή υπολογισμό σχετικά με το ποσό του αρχικού κεφαλαίου κίνησης που απαιτείται, ιδιαίτερα αν ληφθούν ανεπαρκώς υπ' όψη οι δημοσιονομικές επιβαρύνσεις όπως είναι ο ΦΠΑ, οι καθυστερήσεις στις πληρωμές, καθώς επίσης και, για ορισμένες νέες μεταποιητικές επιχειρήσεις, η δυνατότητα να υπάρξουν καθυστερήσεις στην παραλαβή της πιστοποίησης των προϊόντων τους. Συχνά, οι νέες επιχειρήσεις ενδέχεται επίσης να παρουσιάσουν ένα υψηλότερο επίπεδο επισφαλών απαιτήσεων απ' ότι οι καθιερωμένες επιχειρήσεις οι οποίες γνωρίζουν καλύτερα την αγορά, πράγμα που αποτελεί ένα παράγοντα ο οποίος συνήθως αγνοείται όταν πραγματοποιούνται χρηματοοικονομικές προβλέψεις.

Με βάση τα παραπάνω δεν είναι καθόλου απροσδόκητο το γεγονός ότι οι τράπεζες είναι τόσο συχνά απρόθυμες να δανείσουν. Εάν όντως συμφωνήσουν να δανείσουν, η τάση είναι να ζητούν ένα υψηλότερο επίπεδο ασφάλειας και / ή να χρεώνουν ένα επιτόκιο το οποίο θα καλύπτει το μεγαλύτερο θεωρούμενο επίπεδο κινδύνου.

Το όλο θέμα της παροχής επαρκών ασφαλειών αφορά ιδιαίτερα την περίπτωση των ΜΜΕ που επιζητούν χρηματοδότηση. Το πρόβλημα έχει αναλυθεί κατά τρόπο λεπτομερή στην προαναφερθείσα μελέτη σχετικά με τα συστήματα αμοιβαίων εγγυήσεων (Mutual Guarantee Systems), όπως επίσης και στο γερμανικό εθνικό σχέδιο με την υποβοήθηση των δημιουργών εταιριών.

3. Τα δίδυμα προβλήματα της πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά μέσα και της επιβίωσης καθίστανται πολύ λιγότερα έντονα για τις νέες ΜΜΕ, δεδομένης της διαθεσιμότητας πρακτικών συμβούλων χαμηλού κόστους από έμπειρα άτομα του επιχειρηματικού τομέα, όπως έχει επιδειχθεί σε έναν αριθμό κρατών μελών. Είναι κυρίως η περίπτωση των εμπορικών και βιομηχανικών επιμελητηρίων καθώς και των επαγγελματικών οργανώσεων που διαθέτουν γραφεία επικοινωνιών και συμβουλευτικές υπηρεσίες για τις επιχειρήσεις και τους ιδρυτές τους. Στην πλειοψηφία τους οι παραπάνω οργανισμοί έχουν στενή συνεργασία με τις συνεταιριστικές και λαϊκές τράπεζες και τα ταμειυτήρια, που ειδικεύονται στην χρηματοδότηση των ΜΜΕ παρέχοντας στις επιχειρήσεις τρόπους χρηματοδότησης που να ταιριάζουν στα μέτρα τους. Επιπρόσθετα, τα Κέντρα Επιχειρηματικής Καινοτομίας της Ευρωπαϊκής Κοινότητας (European Community Business Innovation Centers – E.C.B.I.C) και το δίκτυο τους (EBN) αντιπροσωπεύουν μία περιεκτική και συστηματική προσέγγιση για την αντιμετώπιση των προαναφερθέντων

προβλημάτων, δηλ. για τη δημιουργία νέων εγχώριων εταιριών και για την εκ νέου ανάπτυξη των υφιστάμενων εταιριών κατά παρόμοιο τρόπο, στις λιγότερο ευνοημένες περιφέρειες.

Η προσέγγιση περιφερειακής πολιτικής περιλαμβάνει επίσης την υποστήριξη ορισμένων E.C.B.I.C, έτσι ώστε να τους δώσει τη δυνατότητα να καταστούν μέτοχοι στα κεφάλαια αρχικής ώθησης που υποστηρίζονται από την Κοινότητα καθώς και στα δίκτυα τους. Η παροχή κεφαλαίων για τις ΜΜΕ πρέπει να αποτελέσει τμήμα ενός συνολικού συστήματος υποστήριξης το οποίο θα διασφαλίζει ότι το επιχειρηματικό δυναμικό αφ' ενός θα προωθείται και αφ' ετέρου θα υφίσταται επεξεργασία ώστε να καταλήγει σε μία συνεχιζόμενη παροχή επίδοξων και εκ νέου αναπτυσσόμενων εταιριών τις οποίες, οι τράπεζες και οι εξωτερικοί επενδυτές, θα μπορούν να αντιμετωπίσουν με λογική εμπορική εμπιστοσύνη.

Πράγματι, για τον μέσο όρο των μικρών επιχειρήσεων που αρχίζουν επιχειρηματικές δραστηριότητες η πραγματοποίηση μιας βασικής έρευνας της αγοράς, η προετοιμασία των χρηματοοικονομικών προβλέψεων, και ο υπολογισμός των απαιτήσεων σε κεφάλαια κίνησης, δεν είναι υπερβολικά δύσκολα από τη στιγμή κατά την οποία θα τους δείξουν τον τρόπο κατά τον οποίο πρέπει να τα πραγματοποιήσουν. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα για άτομα τα οποία σκοπεύουν να ασχοληθούν με την μεταποίηση ή με οποιονδήποτε άλλο τομέα στον οποίο έχουν προηγούμενη εμπειρία, εφ' όσον θα διαθέτουν πραγματικές γνώσεις πάνω στις οποίες θα βασίσουν τόσο τις εκτιμήσεις τους για τη δυνητική αγορά, όσο επίσης και τις απαιτήσεις τους όσον αφορά τις εγκαταστάσεις και τον εξοπλισμό. Αυτό που συχνά δεν διαθέτουν είναι ένα αρκετά ικανοποιητικό επίπεδο ικανοτήτων διαχείρισης, που να μπορεί να τους δώσει τη δυνατότητα να μεταφράσουν την εν λόγω τεχνογνωσία σε μία εμπορεύσιμη χρηματοοικονομική πρόταση, ή να κρίνουν το εάν η μελλοντική επιχείρησή τους είναι δυνητικά βιώσιμη.

4. Ένα ενδεχόμενο χάσμα στη χρηματοδότηση υπάρχει στις περιπτώσεις κατά τις οποίες μια επιχείρηση, η οποία βρίσκεται στη φάση έναρξης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων της, έχει μεν αρκετή διαθέσιμη ασφάλεια ώστε να εξασφαλίσει την αρχική χρηματοδότηση, αλλά, ενώ δεν επεκτείνεται σημαντικά, εξακολουθεί να μην έχει την απαιτούμενη ικανότητα για την εξεύρεση χρηματοπιστωτικών μέσων, ιδιαίτερα κατά τα πρώτα 3 έως 4 έτη της ύπαρξής της, όταν ενδεχομένως δεν θα είχε ακόμα την ευκαιρία να δημιουργήσει ένα χρηματοοικονομικό ιστορικό. Το ίδιο ισχύει και για αυτούς οι οποίοι επωφελούνται από αρχική βοήθεια για την έναρξη των δραστηριοτήτων τους, αλλά στη συνέχεια ανακαλύπτουν ότι είναι περιορισμένες ή ανύπαρκτες οι δυνατότητες για πρόσθετα τμήματα συμπληρωματικής χρηματοδότησης, ή για την επέκταση των υφιστάμενων χρηματοοικονομικών εγγυήσεων.

## Έναρξη δραστηριοτήτων υψηλού κινδύνου

1. Οι επιχειρήσεις οι οποίες αρχίζουν επιχειρηματικές δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, που μπορούν να οριστούν ως νέες επιχειρήσεις οι οποίες έχουν συγκροτηθεί για την διερεύνηση ή για την αξιοποίηση είτε μιας νέας διαδικασίας σε έναν υφιστάμενο τομέα, ή μιας εντελώς νέας ανακάλυψης που μπορεί να ήταν αποτέλεσμα της δικής τους έρευνας, αντιμετωπίζουν μια εντελώς διαφορετική κατάσταση. Οι εν λόγω επιχειρήσεις αποτελούν μόνο τη μειοψηφία όλων των νέων επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, και παρουσιάζουν ορισμένα συγκεκριμένα χαρακτηριστικά:

- ασχολούνται τελικά με την παραγωγή, αν και όχι κατ' ανάγκη με τη μαζική παραγωγή.
- οι διοικητικοί υπεύθυνοι τους ενδέχεται να κατέχουν ένα υψηλό επίπεδο τεχνικής εμπειρογνωμοσύνης.
- η δυνητική αγορά θα έχει ήδη διερευνηθεί – στην έκταση που είναι δυνατόν.
- δεδομένου του γεγονότος ότι η αγορά είναι ανεπαρκώς αναπτυγμένη ή εντελώς νέα, θα είναι δύσκολο να προβλεφθεί με ακρίβεια η ταχύτητα αύξησης των πωλήσεων, ιδιαίτερα αν απομένει ακόμα να πραγματοποιηθεί σημαντικό έργο όσον αφορά την ανάπτυξη του προϊόντος.
- υπάρχει ένας σημαντικός βαθμός χρηματοοικονομικού κινδύνου, εφ' όσον δεν υπάρχει καμία εγγύηση ότι το σχέδιο θα καταστεί ποτέ εμπορικά βιώσιμο. Ακόμη και αν καταστεί βιώσιμο, η αποδοτικότητα μπορεί να επιτευχθεί μετά από αριθμό ετών. Υπάρχουν σχέδια βιοτεχνολογίας, στα οποία, λόγω δοκιμών φαρμάκων και διαδικασιών πιστοποίησης, η εν λόγω διαδικασία χρειάστηκε διάστημα αρκετά μεγαλύτερο των 5-ετών.
- οι απαιτήσεις δανεισμού είναι συχνά σημαντικές, σε σχέση με το ποσό του κεφαλαίου που παρέχεται από τους ιδρυτές, ενώ συχνά απαιτείται μία σειρά μεταγενέστερων εισροών κεφαλαίου πριν επιτευχθεί ένα επίπεδο αποδοτικότητας που να είναι επαρκές ώστε να υποστηρίξει τις δραστηριότητες της εταιρείας. Οι εκτιμήσεις, όσον αφορά το ποσό της συμπληρωματικής χρηματοδότησης που απαιτείται για την ανάπτυξη και εμπορία ενός προϊόντος στην αγορά, μετά τη λήξη της φάσης έρευνας και ανάπτυξης, προφανώς ποικίλλουν, λόγω των σημαντικά διαφορετικών καταστάσεων που υπάρχουν, αλλά γενικά φαίνεται ότι αφορούν ποσά που είναι 10 έως 20 φορές μεγαλύτερα από την αρχική επένδυση στην E&A.



Οι οργανισμοί κεφαλαίων αρχικής ώθησης επιχειρούν να καλύψουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων που αρχίζουν δραστηριότητες υψηλού κινδύνου, σε ίδια κεφάλαια, αλλά τα σχετικά ποσά είναι τόσο μεγάλα, ώστε οι εν λόγω οργανισμοί δεν μπορούν να χρηματοδοτήσουν, χωρίς επιπρόσθετη βοήθεια, όλα τα στάδια που απαιτούνται πριν ένα προϊόν προωθηθεί στην αγορά. Το γεγονός ότι οι κεφαλαιούχοι επισφαλών κεφαλαίων και οι οργανισμοί κεφαλαίων επένδυσης δεν ενδιαφέρονται πλέον να παρέχουν συμπληρωματική χρηματοδότηση, διότι όλα τα προηγούμενα σχέδια πολύ σπάνια ανταποκρίθηκαν στους ρυθμούς απόδοσης που απαιτούσαν οι εν λόγω επενδυτές, ενώ το κόστος της επιχείρησης αποδείχθηκε δυσανάλογα υψηλό, πράγμα που αναπόφευκτα οδηγεί στη δημιουργία κενών χρηματοδότησης, ιδιαίτερα όσον αφορά τη χρηματοδότηση της έρευνας, της τεχνολογικής ανάπτυξης και της καινοτομίας που πραγματοποιούνται από τις ΜΜΕ.

2. Τα σχέδια αυτής της φύσης σπάνια ενδιαφέρουν τις συμβατικές τράπεζες λόγω της καθυστερημένης αποδοτικότητας και του υψηλού επιπέδου κινδύνου, αν και οι εν λόγω τράπεζες ενδέχεται να είναι διατεθειμένες να συμμετάσχουν σε έναν όμιλο χρηματοδότησης και να παρέχουν ένα ποσοστό των καθημερινών διευκολύνσεων σε κεφάλαια κίνησης. Ενώ οι Οργανισμοί Κεφαλαίων Αρχικής Ώθησης έχουν καλύψει ένα ποσοστό της μακροχρόνιας χρηματοδότησης σε ορισμένα κράτη μέλη όπως επίσης και στις ΗΠΑ, η συμβολή τους μειώνεται σημαντικά, κυρίως λόγω της ανικανότητας να προσελκύσουν νέα κεφάλαια. Σε κάθε περίπτωση, παρέχεται υποστήριξη μόνο σε ποσοστό 5% επί των προτάσεων που προβάλλονται. Πιο συγκεκριμένα, υπάρχει μαρτυρία μιας βραδείας αλλά σαφούς αύξησης όσον αφορά την άμεση παροχή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων από ιδιωτικούς επενδυτές, οι οποίοι δεν ενδιαφέρονται μόνον να αναλάβουν ένα μέρος των ίδιων κεφαλαίων αλλά και να παρέχουν ορισμένες συμβουλές.

3. Φαίνεται ότι υπάρχει μεγαλύτερη προθυμία για τη χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων υψηλής τεχνολογίας στις ΗΠΑ παρά στην Ευρωπαϊκή Κοινότητα, δεδομένου του γεγονότος ότι περισσότερες από τις μισές επενδύσεις σε νέες επιχειρηματικές δραστηριότητες πραγματοποιούνται σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας. Η εν λόγω διαφορά οφείλεται κατά τρόπο σχεδόν βέβαιο στα διαφορετικά χαρακτηριστικά της αμερικανικής και της ευρωπαϊκής αγοράς, εφ' όσον η αγορά των ΗΠΑ για προϊόντα υψηλής τεχνολογίας είναι πολύ μεγαλύτερη και παρέχει κύριες ευκαιρίες για ταχεία και κερδοφόρα επέκταση.

4. Όχι μόνο οι νέες επιχειρήσεις, αλλά επίσης και οι άλλες ΜΜΕ έχουν σημαντικές δυσκολίες στη χρηματοδότηση της έρευνας, της τεχνολογικής ανάπτυξης και της καινοτομίας, λόγω της ανεπάρκειας των κεφαλαίων, του μεγάλου υφιστάμενου χρέους καθώς και της απουσίας πρόσθετων εξασφαλίσεων (ενεχύρων). Η σχετική πτωτική τάση όσον αφορά τη διαθεσιμότητα ίδιων κεφαλαίων ή παρεπόμενου χρέους από κεφαλαιούχους επισφαλών κεφαλαίων και από παρόμοιες πηγές έχει επιδεινώσει την κατάσταση. Πράγματα, συνεχίζεται η μείωση της σχετικής σημασίας των επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας.

5. Σε μία κατάσταση κατά την οποία πολύ λίγες προτάσεις λαμβάνουν τελικά χρηματοοικονομική υποστήριξη, είναι πολύ πιθανό ορισμένα αξιόλογα σχέδια που ενδέχεται να έχουν αξία για τις οικονομίες των κρατών μελών να μη χρηματοδοτηθούν ποτέ ή να μην αρχίσουν ποτέ να λειτουργούν. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αυτό ενδέχεται να αποτελεί σφάλμα των υπεύθυνων για την προώθηση του σχεδίου, είτε διότι η παρουσίαση του σχεδίου τους που έχουν πραγματοποιήσει δεν είναι πειστική, διότι έχουν υποβάλει τις αιτήσεις τους σε οργανισμούς κεφαλαίων οι οποίοι δεν ενδιαφέρονται για τον τομέα δραστηριότητάς τους, ή, επίσης η απαιτούμενη απόδοση μπορεί να είναι πολύ υψηλή σε σχέση με το σχέδιο. Είναι πιθανόν, ο αριθμός των βιώσιμων προϊόντων που δεν αναπτύσσονται ποτέ λόγω ανεπαρκώς συγκροτημένων σχεδίων να ανέρχεται σε ποσοστό 3 έως 4% όλων των σχεδίων που υποβάλλονται για εξέταση, αλλά θα ήταν αρκετά αντιοικονομικό για τους ενδεχόμενους χρηματοδότες να προσπαθήσουν να τα αναδιαμορφώσουν, ακόμα και αν είχαν τη δυνατότητα διαχείρισης με το απαιτούμενο εύρος ικανοτήτων, πράγμα που συχνά δεν έχουν.

## Η πρώτη φάση σημαντικής επέκτασης

1. Έχοντας επιβιώσει από τους αρχικούς κινδύνους δημιουργίας, καθώς και την πρώτη περίοδο ανάπτυξης, πολλές εταιρείες φθάνουν στη φάση η οποία μπορεί να ονομαστεί πρώτη φάση σημαντικής επέκτασης. Συγκεκριμένα, η επιχείρηση έχει εδραιωθεί στην αγορά της, ενώ η ζήτηση έχει αυξηθεί σε σημείο ώστε να έχει καταστεί δύσκολη η παροχή ενός αποδεκτού επιπέδου υπηρεσιών χρησιμοποιώντας τις υφιστάμενες δυνατότητες. Ή, η εμπορική εμπειρία μπορεί να έχει αποκαλύψει μία ευκαιρία για την ανάπτυξη, ενός προϊόντος ή μιας υπηρεσίας που να είναι διαφορετικά από αυτά που προσφέρονταν αρχικά.

Πρόκειται για μία ακόμη περίοδο μεγάλης τρωτότητας, κατά την οποία υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι αποτυχίας. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στην περίπτωση κατά την οποία οι χρηματοοικονομικοί και οι άλλοι διαχειριστικοί έλεγχοι είναι ανεπαρκείς και λείπει ακόμη και ο πιο βασικός στρατηγικός προγραμματισμός. Μία σοβαρή έλλειψη κεφαλαίων κίνησης μπορεί συχνά να έχει ως αποτέλεσμα την εμφάνιση αυξημένου κινδύνου τεχνικής χρεοκοπίας. Αυτό σημαίνει ότι η επιχείρηση, είτε είναι κερδοφόρα ή όχι πρέπει να σταματήσει τις εμπορικές της δραστηριότητες της γιατί δεν μπορεί να εκπληρώσει τις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της. Είναι σαφές ότι σ' αυτήν την περίπτωση η βασική αιτία αποτυχίας είναι μάλλον η ανεπαρκής διαχείριση παρά η έλλειψη πρόσβασης σε χρηματοπιστωτικά μέσα. Οι τράπεζες ίσως μπορούν να συμβάλουν περισσότερο παρέχοντας συμβουλές, ζητώντας τακτικές εκθέσεις προόδου από τις ΜΜΕ που είναι πελάτες τους και διασφαλίζοντας ότι θα τηρούνται οι προθεσμίες υποβολής τους εφ' όσον αυτές οριστούν. Σε ορισμένα κράτη μέλη αυτό γίνεται κατά πολύ καλύτερο τρόπο σε σύγκριση με άλλα κράτη μέλη.

2. Σ' αυτή τη φάση ανάπτυξης απαιτείται από τους χρηματοοικονομικούς συμβούλους ένα πιο εξελιγμένο επίπεδο συμβουλών, με σκοπό την αναδιαμόρφωση της κατανομής της δανειακής επιβάρυνσης του οργανισμού, έτσι ώστε να συμφωνεί κατά ακριβέστερο τρόπο με τις δεσμεύσεις που έχει αναλάβει. Θα απαιτηθούν κεφάλαια κίνησης για την εξυπηρέτηση των καθημερινών συναλλαγών, ενώ μπορεί να αποταθεί ένα επιπρόσθετο μεσοπρόθεσμο δάνειο για την αγορά παγίων περιουσιακών στοιχείων – εγκαταστάσεων και μηχανημάτων, εξοπλισμού επεξεργασίας δεδομένων, κλπ. Ή, αλλιώς, μπορεί να αποδειχθεί ελκυστικότερη η εμπορία των τιμολογίων πωλήσεων και η μίσθωση κεφαλαιουχικού εξοπλισμού, ώστε να μειώνονται οι κεφαλαιϊκές απαιτήσεις στο ελάχιστο. Συχνά, ως αποτελεσματικότερη λύση αποδεικνύεται ένα μείγμα αυτών των χρηματοοικονομικών μηχανισμών. Επιπρόσθετα, τα πιο κατάλληλα κτίρια μπορούν να ενοικιαστούν ή να εκμισθωθούν παρά να πωληθούν απ' ευθείας.

3. Συχνά αναφέρεται ότι ένα κύριο πρόβλημα για τις ΜΜΕ είναι το γεγονός ότι οι επιπρόσθετες κεφαλαϊκές απαιτήσεις δεν είναι προοδευτικές αλλά αποτελούνται από μία σειρά χωρισμένων και σημαντικών αλμάτων, τα οποία αρχικά είναι δυσανάλογα προς τις προβλεπόμενες αποδόσεις. Στις περιπτώσεις που πρόκειται για την αγορά σημαντικών πάγιων στοιχείων αυτό μπορεί πραγματικά να ισχύει, αλλά υπάρχουν εναλλακτικές μέθοδοι αντιμετώπισης του προβλήματος αντί να βασίζεται κανείς αποκλειστικά στις τράπεζες. Σε κάθε περίπτωση η εν λόγω θεωρία που αφορά σκηνοθετημένα άλματα στις κεφαλαϊκές απαιτήσεις δεν είναι σχετική σε όλες τις περιπτώσεις.

Βασικά, η πρόσβαση σε χρηματοπιστωτικά μέσα, εκ μέρους εταιριών που αντιμετωπίζουν το ενδεχόμενο επέκτασης, εξαρτάται κατά πολύ από το βαθμό εμπιστοσύνης που απολαμβάνουν από τους δανειστές τους.

Αυτή την εμπιστοσύνη οι επιχειρήσεις, πρέπει να την κερδίσουν από την πρώτη χρονική στιγμή έναρξης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους και είναι ένας παράγων στον οποίο πολλοί υπεύθυνοι διοικήσεων δεν δίνουν την απαιτούμενη προτεραιότητα. Θεωρητικά πρέπει να περιλαμβάνει τα παρακάτω:

- Οι χρηματοοικονομικές πληροφορίες για την τράπεζα πρέπει να παρουσιάζονται με σαφήνεια και συντομία στα απαιτούμενα χρονικά διαστήματα.
- Οι διαχειριστικοί λογαριασμοί πρέπει να τηρούνται ενημερωμένοι.
- Η ταμειακή θέση πρέπει να υπολογίζεται τουλάχιστον σε εβδομαδιαία βάση.
- Πρέπει να διατηρούνται καλές επικοινωνίες με την τράπεζα.
- Όλες οι χρηματοδοτικές εναλλακτικές δυνατότητες πρέπει να εξετάζονται όπως πρέπει και να χρησιμοποιούνται κατά τον αρμόζοντα τρόπο.

Αν τηρούνται οι παραπάνω προϋποθέσεις δεν υπάρχουν ανυπέρβλητα εμπόδια για να λάβει πρόσθετη χρηματοδότηση μια λογική βιώσιμη και κερδοφόρα επιχείρηση που βρίσκεται στην πρώτη φάση κύριας ανάπτυξης. Μια ενδιαφέρουσα πρωτοβουλία των γερμανικών τραπεζών ήταν να καταστήσουν διαθέσιμα στους πελάτες τους μοντέλα χρηματοοικονομικού προγραμματισμού που να βασίζονται σε ηλεκτρονική επεξεργασία δεδομένων, μία υπηρεσία η οποία μπορεί να υιοθετηθεί από ένα μεγαλύτερο

εύρος χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων που θα παρέχουν κατάλληλη αρχική βοήθεια με την προετοιμασία δεδομένων εισόδου.

Στην πράξη εμφανίζονται νέες δυσκολίες, τόσο για επιχειρήσεις που βρίσκονται στο παρόν στάδιο ανάπτυξης, όσο και για επιχειρήσεις που βρίσκονται σε μεταγενέστερες περιόδους επέκτασης. Γενικά, οργανισμοί επισφαλών κεφαλαίων δεν παρέχουν πλέον μικρότερα ποσά κεφαλαίων λόγω των υψηλών διοικητικών δαπανών, των απογοητευτικών αποδόσεων σε πολλές επενδύσεις, καθώς και λόγω της έλλειψης δυνατοτήτων εξόδου.

Αυτός είναι ο κυριότερος λόγος για τον οποίο εμφανίζεται ένα χάσμα στην παροχή ποσών χρηματοδότησης που κυμαίνονται γενικά μεταξύ 70.000 ECU, ενώ το μέγεθος της ελάχιστης επένδυσης έχει αυξηθεί σε 250.000 ECU, ή ακόμη και σε 1 εκατ. ECU στην περίπτωση ορισμένων κύριων δανειστών. Το ίδιο χάσμα, όταν γίνει η προσαρμογή του πληθωρισμού, υπήρχε σε ορισμένα κράτη μέλη αλλά εθεωρείτο ότι είχε κλείσει μέσω της μεγαλύτερης ευελιξίας που είχαν οι φορείς λόγω της χρηματοοικονομικής φιλελευθεροποίησης.

### **Μεταγενέστερες περίοδοι σημαντικής επέκτασης**

1. Όταν αναφερόμαστε σε μεταγενέστερες φάσεις υλικής επέκτασης υπάρχουν έντονες ενδείξεις ότι μπορεί επίσης να υπάρχει ένα "χάσμα ίδιων κεφαλαίων", για τους προαναφερθέντες λόγους. Οι επιχειρήσεις οι οποίες βρίσκονται σε μία φάση κατά την οποία χρειάζονται πηγές μόνιμου κεφαλαίου, βλέπουν ότι τίθεται μία πρακτική οροφή στον βραχυπρόθεσμο δανεισμό τους, λόγω της απροθυμίας τους ή ανικανότητάς τους να παρέχουν πρόσθετες ασφάλειες. Αυτό ενδέχεται να αποτελεί ένα ιδιαίτερα οξύ πρόβλημα μετά από μία περίοδο δύσκολων συναλλαγών όταν ενδεχομένως θα απαιτηθεί η επαναπλήρωση των κεφαλαιικών πόρων, είτε διότι τα κέρδη δεν συμβάδισαν με την επιπλέον ζήτηση που επέβαλε ο πληθωρισμός στα κεφάλαια κίνησης, ή διότι οι εν λόγω επιχειρήσεις υπέστησαν πραγματικές ζημιές. Μια άλλη περίπτωση είναι όταν απαιτείται κύρια αναπροσαρμογή, όπως μπορούμε να αναφέρουμε για παράδειγμα τις επιχειρήσεις οι οποίες εξαρτώνται προηγουμένως κατά πολύ από παραγγελίες της αμυντικής βιομηχανίας.

Στις περιπτώσεις κατά τις οποίες δεν αντιμετωπίζεται σημαντική επέκταση προφανώς εξακολουθούν να υπάρχουν ορισμένα προβλήματα. Σε μία πρόσφατη έκθεση στο Ηνωμένο Βασίλειο εντοπίστηκε μία συγκεκριμένη δυσκολία για επιχειρήσεις με 50 έως 500 απασχολούμενους όσον αφορά την απόκτηση μικρών ποσών για τη διατήρηση μιας σειράς καινοτομιών.

Ακόμα και αν μία επιχείρηση δεν έχει αντιμετωπίσει πραγματικά προβλήματα, η σοβαρή έλλειψη κεφαλαίων και η εξάρτηση από βραχυπρόθεσμα χρηματοπιστωτικά μέσα τη θέτουν βασικά σε μία ασταθή

κατάσταση, καθιστώντας εξαιρετικά δύσκολο τον μακροπρόθεσμο στρατηγικό προγραμματισμό.

Αυτό στο τέλος μπορεί να έχει ως αποτέλεσμα να καταλήξει ο πραγματικός έλεγχος της μοίρας του οργανισμού σε μία τράπεζα ή σε τράπεζες, σε περίπτωση πιο σημαντικών ΜΜΕ.

Για τους υπεύθυνους διαχείρισης μίας επαρκώς οργανωμένης επιχείρησης, οι οποίοι επιθυμούν να διαφύγουν ή να αποφύγουν τέτοιες περιπτώσεις, υπάρχουν μόνο περιορισμένες εναλλακτικές δυνατότητες, και ακόμη και οι εν λόγω δυνατότητες δεν διατίθενται σε όλα τα κράτη μέλη. Η μία δυνατότητα είναι να προσελκύσουν κεφαλαιούχους επισφαλών κεφαλαίων ή εμπορικές τράπεζες για μακροχρόνια χρηματοδότηση, ενώ η άλλη είναι να πωλήσουν μέρος των μετοχών τους σε ένα χρηματιστήριο. Και οι δύο περιπτώσεις θα έχουν ως συνέπεια την παραχώρηση ενός συγκεκριμένου μέρους του ελέγχου. Μια τρίτη δυνατότητα είναι να περιοριστούν σκόπιμα τόσο η επέκταση όσο και οι σημαντικές νέες επενδύσεις, έτσι ώστε ένα σημαντικό ποσοστό των κερδών μετά τους φόρους να διατεθεί για τη μείωση του δανεισμού.

Μια τέτοια ενέργεια μπορεί να έχει το ευεργετικό μακροπρόθεσμο αποτέλεσμα της βελτίωσης της χρηματοοικονομικής κατάστασης, αλλά συχνά απειλεί τη μελλοντική πρόοδο και αποδοτικότητα σε σημαντική έκταση, ιδιαίτερα διότι περιορίζει την ικανότητα των επιχειρήσεων να αντιδρούν στις αλλαγές στις υφισταμένες αγορές και να μπορούν να επωφελοούνται των νέων ευκαιριών. Η απροθυμία εκ μέρους των πλήρως ανεπτυγμένων επιχειρήσεων να δανείζονται με σκοπό την χρηματοδότηση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τους, δεν είναι κάτι το νέο. Πράγματι, φαίνεται ότι σε ορισμένα μέρη της Κοινότητας η εν λόγω στάση είναι αρκετά διαδεδομένη και παραδοσιακή. Τώρα, η εν λόγω στάση καθίσταται περισσότερο προφανής σε ΜΜΕ όλων των μεγεθών, που είναι εδραιωμένες σε χώρους οι οποίοι προηγουμένως δεν εμφάνιζαν την εν λόγω τάση. Μία έρευνα, της οποίας η ακρίβεια θεωρείται ότι ανέρχεται σε  $\pm 5\%$ , και η οποία διεξήχθη στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά τις τελευταίες δύο εβδομάδες του Ιουλίου 1992, αποκάλυψε ότι το 17% αυτών που ανταποκρίθηκαν στην έκθεση είχαν εξοφλήσει τα χρέη τους κατά τους προηγούμενους 12 μήνες και θα ήταν εξαιρετικά απρόθυμοι να δανειστούν στο μέλλον από εξωτερικές πηγές. Η εν λόγω τάση μπορεί να έχει επιδεινωθεί από τον σημερινό συνδυασμό της επιβράδυνσης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και των υψηλών επιτοκίων, αλλά εάν γινόταν περισσότερο διαδεδομένη θα καθυστερούσε το ρυθμό ανάπτυξης και καινοτομίας στην Κοινότητα.

2. Ακόμα και όταν μια επιχείρηση αποφασίσει να συμβουλευτεί μία εμπορική τράπεζα ή άλλον σύμβουλο σχετικά με τη σωστή πορεία δράσης που πρέπει να ακολουθήσει, θα διαπιστώσει ότι βρίσκεται ανάμεσα σε δύο συγκρουόμενες δυνατότητες. Ενώ οι χρηματοοικονομικές απαιτήσεις της

μπορεί να έχουν καταστεί πολύ μεγάλες για τους συμβατικούς τραπεζίτες, μπορεί να είναι πολύ μικρές για να αποτελούν μία οικονομικά βιώσιμη πρόταση για μία εμπορική τράπεζα, έναν κεφαλαιούχο επισφαλών κεφαλαίων ή μία εταιρεία επένδυσης κεφαλαίων.

### Αγορές του ελέγχου της διοίκησης και αγορές συμμετοχής στη διοίκηση επιχειρήσεων

Μια σχετικά νέα εξέλιξη εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας ήταν η αύξηση της δημοτικότητας των Αγορών του Ελέγχου της Διοίκησης (ΑΕΔ) (Management Buy Out) καθώς και των Αγορών Συμμετοχής στη Διοίκηση (ΑΣΔ) (Management Buy In). Οι ΑΕΔ συμβαίνουν κανονικά, αλλά όχι αποκλειστικά, όταν μία εταιρεία, κατά την άποψη του συνόλου ή μέρους της υφιστάμενης διοίκησης της, ζημιώνεται όταν αποτελεί μέρος ενός μεγαλύτερου ομίλου και θα μπορούσε να είναι περισσότερο δυναμική και κερδοφόρα αν λειτουργούσε ως ανεξάρτητη οντότητα, και όταν η εν λόγω διοικητικοί υπεύθυνοι υποβάλλουν προσφορά για τις μετοχές της επιχείρησης. Οι ΑΣΔ πραγματοποιούνται όταν μία ομάδα, η οποία εξετάζει την επιχείρηση απ' έξω από αυτή, κρίνει ότι θα μπορούσε να βελτιώσει σημαντικά τις επιδόσεις της υφιστάμενης διοίκησης. Οι ΑΕΔ μπορούν ιδιαίτερα να οδηγήσουν στη δημιουργία μίας νέας και ανεξάρτητης ΜΜΕ. Γι' αυτό το λόγο, η χρηματοδότηση αυτού του σχετικά νέου φαινομένου, φαίνεται ότι εμπίπτει λογικά εντός του εύρους της παρούσας μελέτης, αν και η σημασία της, όσον αφορά το συνολικό πρόβλημα χρηματοδότησης των ΜΜΕ, είναι οριακή.

Η χρηματοδότηση και για τις δύο προαναφερθείσες δραστηριότητες πρέπει να προέλθει από ένα ίδρυμα το οποίο θα είναι διατεθειμένο να αντιμετωπίσει το πρόβλημα μακροπρόθεσμα και να παράσχει ένα υψηλό ποσοστό της τιμής αγοράς και τα απαιτούμενα κεφάλαια κίνησης, ελπίζοντας να αποδεσμεύσει τελικά την επένδυσή του με κέρδος, μέσω της κυκλοφορίας των μετοχών της εταιρείας που είναι πελάτης του σε ένα χρηματιστήριο, ή πιθανότερα μέσω της πώλησής της σε άλλη επιχείρηση ή σε όμιλο επενδυτών. Χαρακτηριστικά, τα ιδρύματα αυτά πρέπει να είναι είτε οργανισμοί επισφαλών κεφαλαίων ή μία εμπορική τράπεζα, αν και οι κοινές τράπεζες μπορούν επίσης να συμμετάσχουν σε ένα όμιλο, με σκοπό να παρέχουν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια κίνησης.

Υπάρχουν περιορισμένες μαρτυρίες σχετικά με την ανεπάρκεια διαθέσιμων κεφαλαίων για τους εν λόγω σκοπούς, δεδομένου ότι η χρηματοδότηση των εν λόγω συναλλαγών αντιπροσωπεύει το 35% επί του συνόλου των ευρωπαϊκών δαπανών επισφαλών κεφαλαίων, με συναλλαγές που κυμαίνονται από 1,4 εκατ. ECU έως 24 εκατ. ECU. Και αυτό συμβαίνει παρά το γεγονός ότι ορισμένες ΑΕΔ και ΑΣΔ σημείωσαν εντυπωσιακές αποτυχίες, και χρειάστηκαν κύρια αναδιάρθρωση των οικονομικών τους. Αν

το ποσοστό επιτυχίας επιδεινωθεί περαιτέρω, η αγορά ενδέχεται να καταστεί περισσότερο επιλεκτική στα σχέδια που θα είναι διατεθειμένη να υποστηρίξει. Παρ' όλα αυτά, σύμφωνα με τις ενδείξεις δεν πρόκειται για ένα χώρο δραστηριότητας, στον οποίο τα χρηματοοικονομικά προβλήματα των ΜΜΕ θα δώσουν λαβή για ανησυχίες.

## Πηγές χρηματοδότησης – τα ισχυρά και τα ασθενή σημεία τους

### Τράπεζες

1. Εκτός από τα κεφάλαια που προέρχονται από την οικογένεια και τους φίλους ή συνεταιίρους, οι τράπεζες είναι συνήθως η πρώτη πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης που προσεγγίζουν οι ΜΜΕ, και αποτελούν την κύρια πηγή χρηματοδότησης σε όλες τις χώρες της Κοινότητας, αντιπροσωπεύοντας τα 5/6 της χρηματοδότησης του εξωτερικού χρέους τους. Οι στάσεις τους, καθώς επίσης και οι όροι και οι συνθήκες που προσφέρουν, διαφέρουν από κράτος μέλος σε κράτος μέλος, αλλά εξακολουθούν να επηρεάζουν κατά πολύ από τις παραδόσεις, αν και τα συστήματα και οι δαπάνες λειτουργίας έχουν την τάση να συγκλίνουν σε ολόκληρη την Κοινότητα. Οι περισσότερες τράπεζες ειδικεύονται στη χρηματοδότηση βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων, δηλαδή επιπρόσθετων κεφαλαίων κίνησης, αν και οι γερμανικές τράπεζες εκδηλώνουν περισσότερο ενδιαφέρον για την απόκτηση μετοχών των επιχειρήσεων. Αλλού, εντός της Κοινότητας, η κατάσταση έχει αλλάξει σε κάποιο βαθμό κατά τη διάρκεια των τελευταίων δύο έως τριών δεκαετιών, δεδομένου ότι παρέχονται περισσότερες μεσοπρόθεσμες διευκολύνσεις για αγορές κεφαλαιουχικών αγαθών, υπό μορφή δανείων επί προθεσμία. Ενώ οι τράπεζες έχουν το πλεονέκτημα ότι είναι τοπικές και παρέχουν ποσά χρηματοδότησης που θα ήταν αντισυμβαλλόμενα για άλλους προμηθευτές να παράσχουν, έχουν ορισμένα μειονεκτήματα για πολλές από τις ΜΜΕ.

- Αναπτύσσουν την τάση να βασίζονται αποκλειστικά σε μηχανικές τεχνικές διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας, που είναι γνωστές ως βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας (credit scoring)

- Χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο η πρακτική σύμφωνα με την οποία το ποσό της ασφάλειας κρίνεται ότι είναι σημαντικότερο από την



ποιότητα της πρότασης που υποβάλλεται. Αυτό οφείλεται κυρίως στις σημαντικές ζημιές που υπέστησαν οι τράπεζες κατά τα τελευταία έτη, ιδιαίτερα όσον αφορά δάνεια για την έναρξη δραστηριοτήτων μικρών επιχειρήσεων

- Οι τράπεζες είναι αδικαιολόγητα περιοριστικές όσον αφορά τις στάσεις τους προς τις υφιστάμενες εταιρείες. Για παράδειγμα, ζητούν μείωση των δανεισθέντων ποσών λόγω πτώσης της αξίας της περιουσίας που ενεχυριάζετε ως ασφάλεια, αν και ο βαθμός κινδύνου στον οποίο εκτίθεται δεν έχει επιδεινωθεί

- Τουλάχιστον σε ορισμένες χώρες παρέχουν δάνεια με μεταβλητά επιτόκια, μόνο σε μεγαλύτερες εταιρείες

- Επιχειρούν να αποκτήσουν επιπρόσθετα κέρδη από επιβαρύνσεις όπως είναι οι προμήθειες σχετικά με την παροχή βοήθειας για τη σύναψη δανείου και τα υψηλά τέλη μεταβίβασης σε διασυνοριακές συναλλαγές.

Η κανονική απάντηση σ' αυτές τις επιβαρύνσεις είναι ότι οι τράπεζες δεν δανείζουν τα δικά τους χρήματα αλλά αυτών των καταθετών τους και ότι πρέπει να αποκτήσουν κέρδη απ' αυτές τις συναλλαγές. Τα επιτόκια και οι επιβαρύνσεις, καθώς επίσης και οι αιτήσεις για την παροχή ασφαλειών, πρέπει να αντικατοπτρίζουν το βαθμό κινδύνου που ενυπάρχει στη χρηματοδότηση της πρότασης που τους έχει υποβληθεί. Όποια και αν είναι η αλήθεια σχετικά με το εν λόγω επιχείρημα, το γεγονός είναι ότι για την πλειοψηφία των ΜΜΕ, οι τράπεζες θα παραμείνουν η μοναδική πηγή εξωτερικής χρηματοδότησης. Επομένως, οι τράπεζες πρέπει να ανησυχούν σοβαρά όταν μεταξύ των πελατών τους, οι οποίοι προέρχονται από τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, εκδηλώνεται ένας σημαντικός βαθμός δυσαρέσκειας.

**2.** Μία πιθανή εξήγηση του προβλήματος είναι ότι οι τράπεζες έχουν εκσυγχρονίσει σημαντικά τις λειτουργίες τους κατά τα τελευταία έτη, χρησιμοποιώντας πολύ περισσότερο την τεχνολογία των πληροφοριών, κατά την εν λόγω διαδικασία. Αυτό φαίνεται ότι, σε πολλές περιπτώσεις, οδήγησε στην εξασθένιση της παραδοσιακής σχέσης ένας προς ένα, μεταξύ τραπεζίτη και δανειστή. Αντίθετα, οι αποφάσεις δανειοδότησης είτε λαμβάνονται σε περιφερειακά κέντρα, ή, ακόμα και αν λαμβάνονται σε τοπικό επίπεδο, υπόκεινται σε πολύ μεγαλύτερη εξέταση από διαχειριστικά στελέχη που δεν έχουν καμία σχέση με τον πραγματικό δανειστή.

3. Προς το παρόν, οι τράπεζες αντιμετωπίζουν επίσης ορισμένες δυσκολίες, οι οποίες αντικατοπτρίζονται στον τρόπο με τον οποίο συναλλάσσονται με τους πελάτες τους. Η ικανότητά τους να δανείζουν κατά δημιουργικότερο και ανταγωνιστικότερο τρόπο, έχει υπονομευθεί όχι μόνο από τις μαζικές ζημιές τους στα δάνεια, αλλά επίσης και από τις διατάξεις της συμφωνίας Basle περί της επάρκειας των κεφαλαίων από τη Τράπεζα Διεθνών Διακανονισμών (Bank for International Settlements). Στα πλαίσια αυτής της συμφωνίας, για τα εμπορικά δάνεια θα απαιτείται υποστήριξη κεφαλαίου που θα ανέρχεται σε ποσοστό 8%, πρώτες υποθήκες κατοικιών που θα ανέρχονται μόνο σε 4%, ενώ δεν θα απαιτείται καμία επένδυση σε κρατικά χρεόγραφα. Αυτό μπορεί να επηρεάσει τις δανειοδοτικές προτεραιότητες ορισμένων τραπεζών και να καταστήσει την πλειοψηφία των τραπεζών πιο περιοριστική στους εμπορικούς δανεισμούς τους απ' ότι σε διαφορετική περίπτωση, έχοντας ως αποτέλεσμα τη μείωση της ικανότητας δανειοληψίας εκ μέρους βασικά υγιών ΜΜΕ.

### Άλλες πηγές κεφαλαίου του ιδιωτικού τομέα

1. Δεδομένου ότι οι περισσότερες ΜΜΕ έχουν την τάση να επιδιώκουν επιτόπια χρηματοδότηση, έχει ιδιαίτερη σημασία το γεγονός ότι για μία ακόμη φορά αναπτύσσονται, αν και με βραδύ ρυθμό, διάφορες πηγές ιδιωτικού κεφαλαίου από ιδιώτες. Στις ΗΠΑ έχει αναπτυχθεί η έννοια των "επιχειρηματικών αγγέλων" (Business Angels). Ο "επιχειρηματικός άγγελος" είναι ένα άτομο το οποίο διαθέτει τόσο εμπειρία στον επιχειρηματικό τομέα όσο και ελεύθερο κεφάλαιο και ο οποίος είναι έτοιμος όχι μόνο να επενδύσει σε τοπικές επιχειρήσεις αλλά και να συμβάλλει στην αύξηση της απόδοσής τους, μέσω της παροχής συμβουλών σε συνεχή βάση. Οι υπεύθυνοι της ανάπτυξης της εν λόγω έννοιας θεωρούν ότι αποτελεί την πρωταρχική πηγή κεφαλαίου για την έναρξη επιχειρηματικών δραστηριοτήτων τόσο υψηλής τεχνολογίας, όσο και υψηλού κινδύνου, στις ΗΠΑ.

Η μόνη τυπική επίσημη προσπάθεια για να ενθαρρυνθεί η αυξημένη παροχή ιδιωτικού κεφαλαίου υπό αυτή τη μορφή, εντός της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, παρουσιάζεται στο Ηνωμένο Βασίλειο, όπου βρίσκονται προς το παρόν υπό εξέλιξη πέντε πρότυπα δοκιμαστικά σχέδια, τα οποία υποστηρίζονται από το δημόσιο. Ο στόχος είναι η δημιουργία μιας σειράς ημιδημόσιων γραφείων "συνοικεσιών" που έχουν σκοπό να φέρουν σε επαφή επενδυτές και δανειστές. Η εν λόγω πρωτοβουλία είναι πολύ νέα και η πρόοδος είναι βραδεία, δεδομένου του γεγονότος ότι η αρχική οργανωτική φάση χρειάστηκε περισσότερο χρόνο απ' ότι αναμενόταν. Ένας λόγος μπορεί να είναι ότι, εδώ και πολύ καιρό, αυτοί που έχουν διαθέσιμα κεφάλαια δεν ήταν συνηθισμένοι να πραγματοποιούν άμεσες επενδύσεις μειοψηφίας σε

εταιρείες των οποίων οι μετοχές δεν έχουν εισαχθεί στο χρηματιστήριο, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι δεν απολαμβάνουν τα φορολογικά πλεονεκτήματα που έχουν οι αμερικανοί επενδυτές. Το γεγονός που τονίστηκε στο προηγούμενο τμήμα, ότι η πλειοψηφία των ιδιοκτητών μικρών επιχειρήσεων είναι απρόθυμοι να επιτρέψουν σε εξωτερικούς παράγοντες να αποκτήσουν μετοχές στις επιχειρήσεις τους, φαίνεται ότι δεν αποτελεί σοβαρό πρόβλημα στην περίπτωση των ιδιωτικών επενδυτών.

Μία άλλη εξέλιξη είναι το σύστημα "κεφαλαίων εγγύτητας" (Capital de Proximite) στη Γαλλία. Σήμερα υπάρχουν περίπου 30 έως 40 περιφερειακές δομές για να διοχετεύουν την επένδυση διαφόρων ποσών ιδιωτικού κεφαλαίου σε ιδιωτικές επιχειρήσεις. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, 14 Υπηρεσίες Τοπικών Επιχειρήσεων λειτουργούν ένα παρόμοιο δίκτυο επί ένα χρονικό διάστημα.

Προφανώς, τόσο στο Ηνωμένο Βασίλειο όσο και στη Γερμανία υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός δυνητικών ιδιωτικών επενδυτών. Στη Σκωτία, προσδιορίστηκαν πρόσφατα περισσότεροι από 1.500 επενδυτές, κάθε ένας από τους οποίους είναι έτοιμος να επενδύσει μέχρι 50.000 ECU. Επίσης εντοπίστηκαν πολλοί περισσότεροι που ήταν έτοιμοι να επενδύσουν περισσότερα από 6.000 ECU. Σύμφωνα με μία πρόσφατη έρευνα που διεξήχθη στο Ηνωμένο Βασίλειο, η διαθεσιμότητα δυνητικών κεφαλαίων υπολογίζεται ότι ανέρχεται σε 2,5 έως 5 δις. ECU. Στη Γερμανία υπάρχει προφανώς ένας σημαντικός αριθμός ατόμων που είναι προετοιμασμένοι να επενδύσουν ποσά ύψους έως 125.000 ECU. Σύμφωνα με τις ενδείξεις το κύριο πρόβλημα είναι η έλλειψη μηχανισμών που θα μπορούν να φέρουν σε επαφή τους επενδυτές με εταιρείες οι οποίες απαιτούν πρόσθετα ίδια κεφάλαια. Προς το παρόν, οι περισσότεροι ιδιωτικοί επενδυτές αποκτούν πληροφορίες που έχουν σχέση με προτάσεις, από φίλους τους και από επιχειρηματικές επαφές. Είναι αξιοσημείωτο το γεγονός ότι μία τράπεζα στο Ηνωμένο Βασίλειο διερευνά τώρα την εφικτότητα της δημιουργίας μίας εθνικής βάσης δεδομένων σχετικά με άτομα τα οποία ενδιαφέρονται να επενδύσουν σε ιδιωτικές εταιρείες.

**2.** Οι τοπικοί οργανισμοί κεφαλαίων αρχικής ώθησης (Local Seed Corn Capital Funds), των οποίων τα κεφάλαια προέρχονται κατά μεγάλο μέρος από τοπικές / περιφερειακές δημόσιες διοικήσεις αλλά και με κάποια ανάμειξη του ιδιωτικού τομέα, έχουν στόχο τη χρηματοδότηση νέων επιχειρήσεων και σύμφωνα με τις ενδείξεις αυξάνει ο αριθμός τους. Το επίπεδο των μεμονωμένων προκαταβολών είναι συνήθως αρκετά χαμηλό, αλλά μπορεί να είναι πολύτιμο στις περιπτώσεις κατά τις οποίες το ποσό της ασφάλειας που μπορεί να προσφερθεί από τους ιδιοκτήτες είναι πολύ χαμηλό ώστε να καταστεί δυνατή η απόκτηση χρηματοδότησης από συμβατικές πηγές. Σύμφωνα με τις ενδείξεις, το πρόβλημα είναι ένα υψηλό ποσοστό αποτυχίας μεταξύ αυτών οι οποίοι λαμβάνουν βοήθεια, εκτός εάν

προσφερθούν σημαντικά επίπεδα δωρεάν συμβουλής και υποστήριξης. Επίσης, ορισμένα σχέδια θέτουν μεγαλύτερη έμφαση στην επίτευξη τοπικών κοινωνικών και οικονομικών στόχων παρά στην πραγματοποίηση κερδοφόρων επενδύσεων.

## Χρηματοδότηση πάγιων στοιχείων επιχειρήσεων "εκτός ισολογισμού"

### Χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)

1. Η χρηματοδοτική μίσθωση μπορεί να αποτελεί ένα εξαιρετικά σημαντικό χρηματοοικονομικό μέσο για τις ΜΜΕ όταν πρόκειται για την απόκτηση πάγιων στοιχείων όπως είναι οι καταστάσεις, ο μηχανικός εξοπλισμός και τα οχήματα. Δεδομένου ότι προβλέπει την καταβολή τακτικών πληρωμών κατά τη διάρκεια μίας σταθερής περιόδου, αποφεύγεται η δέσμευση σημαντικών ποσών πολύτιμων κεφαλαίων κίνησης. Οι πληρωμές θα χρηματοδοτούνται από έσοδα τα οποία προέρχονται από τη χρησιμοποίηση των μισθωμένων αντικειμένων. Κανονικά η μοναδική ασφάλεια που απαιτείται – εκμισθωτή είναι η ασφάλεια που παρέχει το ίδιο το περιουσιακό στοιχείο.

2. Αν και δεν στάθηκε δυνατό να εξεταστεί η βοήθεια που παρέχεται στις λιγότερο ευνοημένες περιοχές, φαίνεται ότι, γενικά, οι ιαπωνικές ΜΜΕ αντιμετωπίζουν παρόμοια οικονομικά προβλήματα με τις αντίστοιχες επιχειρήσεις της Κοινότητας και σήμερα βρίσκονται σε μια εξίσου δυσμενή κατάσταση. Αν και παρέχεται σημαντική βοήθεια εκ μέρους της κυβέρνησης, προπαντός με τη μορφή δανείων για κεφαλαιουχικές επενδύσεις, και μπορεί να έχει βοηθήσει τις ΜΜΕ να υιοθετήσουν πιο εύκολα τη νέα τεχνολογία, η βοήθεια αυτή δεν είναι υπερβολικά μεγάλη. Επίσης, οι εγγυήσεις των δανείων, αν και είναι σημαντικές, φαίνεται να αφορούν ένα μικρό ποσοστό του συνόλου των δανείων, αν και η άποψη αυτή βασίζεται σε πρόχειρες εκτιμήσεις. Τα πιο σημαντικά χαρακτηριστικά, που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά τη συζήτηση μέτρων για την ελάφρυνση των οικονομικών προβλημάτων των ΜΜΕ στη Κοινότητα, φαίνεται να είναι τα εξής:

- Με εξαίρεση τις εγγυήσεις των δανείων, η χρηματοπιστωτική βοήθεια από πηγές του δημοσίου θεωρείται ως συμπληρωματική της χρηματοδότησης που διατίθεται από τον ιδιωτικό τομέα

- Ορισμένα δάνεια, με χαμηλά επιτόκια, στοχεύουν συγκεκριμένα στο να δώσουν τη δυνατότητα στις ΜΜΕ να καλύπτουν πιο εύκολα στόχους της κρατικής πολιτικής όπως ο έλεγχος της ρύπανσης και η εξοικονόμηση ενέργειας

- Έχει αναγνωριστεί η σημασία της παροχής χρηματοδότησης ειδικά για τις ΜΜΕ που έχουν ανάγκη αναδιάρθρωσης, και που μπορεί να δυσκολεύονται να εξασφαλίσουν χρηματοδότηση από τον ιδιωτικό τομέα

- Παρέχεται χρηματοπιστωτική βοήθεια ειδικά για σχέδια που στοχεύουν στη βελτίωση της ποιότητας της διαχείρισης σε μια εταιρεία.

Η κατεύθυνση των πρωτοβουλιών αυτών δείχνει ότι πρέπει να εισηχθησαν μετά από διεξοδική ανάλυση και ότι στοχεύουν συγκεκριμένα στη μείωση των πιο κρίσιμων οικονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζουν οι ΜΜΕ. Οι δυσκολίες που αντιμετωπίζουν σήμερα οι ιαπωνικές ΜΜΕ αποδεικνύουν ότι τα κρατικά μέτρα για την ενίσχυσή τους δεν μπορούν να τις προστατεύσουν ολοκληρωτικά από τις δυνάμεις της αγοράς.

## Εμφανή κενά όσον αφορά την παροχή και πιθανές νέες πρωτοβουλίες

Συνοπτικά, επισημάνθηκαν τα εξής χρηματοοικονομικά προβλήματα: για συμβατικές ενάρξεις λειτουργίας και παρόμοιες επιχειρήσεις που βρίσκονται στο πρώτο στάδιο μιας σημαντικής επέκτασης το πρόβλημα είναι περισσότερο η έλλειψη διοικητικών ικανοτήτων παρά η έλλειψη διαθέσιμης χρηματοδότησης. Πάντως, δυσκολίες υπάρχουν και το σημερινό οικονομικό κλίμα επιδεινώνει την κατάσταση αυτή, οξύνοντας τα προβλήματα της πρόσβασης στη χρηματοδότηση για ένα συνεχώς αυξανόμενο αριθμό επιχειρήσεων. Τα πιο σοβαρά προβλήματα εμφανίζονται στην περίπτωση ενάρξεων λειτουργίας υψηλού κινδύνου και καλά εδραιωμένων εταιρειών οι οποίες σκοπεύουν να επιχειρήσουν μια σημαντική επέκταση, ή χρηματοοικονομική αναδιάρθρωση μετά από μια περίοδο εμπορικών δυσχερειών. Στην περίπτωση της εξαγοράς του ελέγχου της διοίκησης ή της αγοράς συμμετοχής στη διοίκηση η κατάσταση όσον αφορά τη διαθεσιμότητα χρηματοδότησης φαίνεται να είναι κατά κανόνα ικανοποιητική.

**2.** Οι σημαντικότερες αιτίες για την ύπαρξη των προβλημάτων αυτών είναι οι εξής:

(I). Η έλλειψη διοικητικών και οικονομικών ικανοτήτων από πολλούς που προτίθενται να ιδρύσουν νέες εταιρείες, πράγμα που δεν τους επιτρέπει να συντάξουν και να παρουσιάσουν ικανοποιητικές επιχειρηματικές και οικονομικές προβλέψεις

(II). Οι περιορισμένες εμπράγματα ασφάλειες που μπορούν να προσφέρουν στις τράπεζες πολλοί δυνητικοί δανειολήπτες επιχειρηματίες. Το πρόβλημα αυτό δεν περιορίζεται στις ενάρξεις λειτουργίας και στις πολύ μικρές επιχειρήσεις, και επιδεινώνεται σε ορισμένα κράτη μέλη λόγω των περιορισμών όσον αφορά το τι είναι αποδεκτό ως εμπράγματα ασφάλεια, π.χ προσωπικά συμβόλαια ασφάλειας ζωής

(III). Η ανεπάρκεια των διοικητικών ελέγχων σε πολλές εταιρείες που επεκτείνονται, πράγμα που επιδεινώνει τις ελλείψεις κεφαλαίου κίνησης, σε συνδυασμό με την άγνοια όσον αφορά τα διαθέσιμα συστήματα επτεξεργασίας δεδομένων που θα μπορούσαν να λύσουν το πρόβλημα αυτό

(IV). Το υψηλό και μη ανακτήσιμο κόστος της επιτήρησης και της παροχής βοήθειας σε ΜΜΕ που λαμβάνουν μικρά δάνεια

(V). Η ανάγκη αναπροσαρμογής πολλών ΜΜΕ, και ιδιαίτερα αυτών των οποίων οι κύριες δραστηριότητες αφορούν τον τομέα της άμυνας, αν και πολύ περισσότερες εταιρείες χρειάζεται να αντιδράσουν θετικά στις διαρθρωτικές αλλαγές των διαρθρωτικών αγορών τους

(VI). Η έλλειψη δικτύωσης μεταξύ των περιφερειακών χρηματοπιστωτικών κέντρων και η έλλειψη γνώσης τους όσον αφορά τις πραγματικές χρηματοοικονομικές ανάγκες των ΜΜΕ

(VII). Ο ανεπαρκής αριθμός των υπαρχόντων "γραφείων συνοικεσίων" τα οποία φέρνουν σε επαφή του ιδιώτες επενδυτές με τις ΜΜΕ που αναζητούν χρηματοδότηση

(VIII). Η άγνοια πολλών ΜΜΕ όσον αφορά χρηματοπιστωτικές τεχνικές όπως η χρηματοδότηση και η χρηματοδοτική μίσθωση, και όσον αφορά πηγές χρηματοδότησης εκτός από τις τράπεζες

(IX). Η φαινόμενη φθίνουσα προσφορά χρηματοδότησης για τα αρχικά στάδια ανάπτυξης και για πραγματικές δραστηριότητες επισφαλών κεφαλαίων, που οδηγεί στην εμφάνιση κενών χρηματοδότησης, κατά κανόνα στο φάσμα από 70 έως 350.000 ECU σε ορισμένα μέρη της Κοινότητας, αλλά συχνά επίσης και για πολύ μικρότερα ποσά

(X). Οι όλο και πιο άκαμπτες δανειστικές πολιτικές των τραπεζών, που οφείλονται κυρίως στο συνδυασμό του οικονομικού κλίματος και των αδυνατισμένων κεφαλαιακών βάσεων τους

(XI). Η σημερινή απροθυμία ορισμένων εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης όσον αφορά τη χρηματοδότηση της απόκτησης μηχανημάτων και εξοπλισμού

(XII). Οι σχετικά βραχείς οικονομικοί ορίζοντες πολλών εταιριών επισφαλών κεφαλαίων και κεφαλαιακής ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την αυξανόμενη απέχθεια των περισσότερων για την ανάληψη κινδύνων

(XIII). Έλλειψη κατάλληλων διόδων εξόδου για τις εταιρείες επισφαλών κεφαλαίων, πράγμα που τις εμποδίζει να εκμεταλλευτούν τις επενδύσεις τους

(XIV). Η σχεδόν πλήρη έλλειψη "ανοικτών" αγορών μετόχων με σωστή λειτουργία, σύμφωνα με το αμερικάνικο πρότυπο, στην Κοινότητα

(XV). Η υπερβολικά άκαμπτη ταξινόμηση των επενδύσεων εκ μέρους των δανειστών, που οδηγεί στη δημιουργία κενών όσον αφορά την παροχή χρηματοδότησης για τα επόμενα στάδια.

**3.** Κατά συνέπεια φαίνεται δυνατή η εισαγωγή ορισμένων νέων πρωτοβουλιών, αν και στο παρόν στάδιο μπορούν να δοθούν μόνο γενικές ενδείξεις όσον αφορά τις προσφερόμενες επιλογές, δεδομένου ότι απαιτείται λεπτομερέστερη εξέταση για την εκκίνηση πιο σαφών δράσεων. Αν και στις περισσότερες περιπτώσεις αυτό θα προϋπέθετε δράσεις στο επίπεδο των επί μέρους κρατών μελών, υπάρχουν περιπτώσεις στις οποίες θα ήταν πιο κατάλληλη η από κοινού δράση, ή η δράση σε επίπεδο Κοινότητας. Πιο συγκεκριμένα, ο σχετικά χαμηλός κεφαλαιουχικός εξοπλισμός των κοινοτήτων ΜΜΕ σε σύγκριση με τις αντίστοιχες των ΗΠΑ και της Ιαπωνίας. Επίσης, οι μεγάλες ανισότητες που υπάρχουν μεταξύ των πλέον ανεπτυγμένων και λιγότερο ευνοημένων περιοχών της Κοινότητας. Στις περιπτώσεις αυτές, τα παραδείγματα καλύτερης πρακτικής κοινοποιούνται καλύτερα σε επίπεδο Κοινότητας.

**4.** Πρέπει επείγοντως να εισαχθούν νέες και πρωτότυπες πρωτοβουλίες για τη βελτίωση των διοικητικών και οικονομικών ικανοτήτων. Ένα ουσιαστικό πρώτο βήμα θα ήταν η αξιοποίηση της εμπειρίας από τα προγράμματα που ήδη προσφέρουν ολοκληρωμένες και περιεκτικές συμβουλές για νέες και υπάρχουσες επιχειρήσεις που ήδη υπάρχουν σε ορισμένα κράτη μέλη, κυρίως από τα εμπορικά και βιομηχανικά επιμελητήρια και τις επαγγελματικές οργανώσεις, παράλληλα με αυτές που προσφέρονται μέσω των Κέντρων Επιχειρηματικής Καινοτομίας της Ευρωπαϊκής Κοινότητας και του δικτύου τους και η εξασφάλιση της διαθεσιμότητας τους σε μια λογική απόσταση από τις περισσότερες επιχειρήσεις που λειτουργούν στην Κοινότητα. Η εμπειρία έχει δείξει ότι η απευθείας παροχή συμβουλών από έναν έμπειρο επιχειρηματία που επισκέπτεται την ίδια την επιχείρηση έχει, για τα διοικητικά στελέχη των μικρότερων επιχειρήσεων, πολύ μεγαλύτερη επίδραση από οποιονδήποτε επίσημο κύκλο κατάρτισης. Αυτό δεν σημαίνει ότι η παροχή υλικού για μόρφωση εξ αποστάσεως δεν θα ήταν χρήσιμη, αλλά ο κύριος σκοπός του υλικού αυτού θα πρέπει να είναι η ανάπτυξη των συμβουλών που έχουν ήδη προσφερθεί και έχουν ήδη γίνει αποδεκτές.



Γι' αυτούς που προτίθενται να ασχοληθούν με επιχειρήσεις, μπορεί να αναφερθεί ως σύσταση το ότι η πρόσβαση σε χρηματοπιστωτική και άλλου είδους βοήθεια θα πρέπει να προσφέρεται μόνο υπό την προϋπόθεση ότι οι ενδιαφερόμενοι θα παρακολουθήσουν μαθήματα τα οποία θα μπορεί να οδηγήσει στον υποδιπλασιασμό τουλάχιστον του ποσοστού θνησιμότητας των νέων επιχειρήσεων.

Όσον αφορά τις καλύτερες εδραιωμένες ΜΜΕ και τη βελτίωση των συστημάτων διοικητικού ελέγχου τους, είναι σχεδόν βέβαιο ότι απαιτείται η χρήση εξωτερικών επαγγελματικών συμβούλων. Η παρέμβαση του κόστους θα πρέπει μάλλον να περιοριστεί στην εξασφάλιση του ότι όλοι όσοι ασχολούνται με την παροχή συμβουλών είναι σε θέση να εμφανίσουν αποδεικτικά από μια αναγνωρισμένη επαγγελματική ένωση ότι είναι ε θέση να επιδείξουν ένα ελάχιστο επίπεδο ικανότητας, καθώς και η κάλυψη ενός μέρους της αμοιβής τους σε εγκεκριμένες περιπτώσεις.

Η εισαγωγή των προγραμμάτων θα είναι σαφώς αρμοδιότητα των εθνικών ή/και περιφερειακών οργανισμών, αν και η ίδια η υλοποίηση μπορεί να πραγματοποιηθεί από ημικρατικούς ή ιδιωτικούς εμπορικούς οργανισμούς σε ορισμένες περιπτώσεις.

**5.** Το κόστος της διερεύνησης, της εποπτείας και της παροχής συμβουλών στους αποδέκτες μικρότερων μακροπρόθεσμων δανείων και ενέσεων κεφαλαίου του είδους του επισφαλούς κεφαλαίου (μέχρι 150.000 ECU, αλλά και περισσότερα σε ορισμένες περιπτώσεις) φαίνεται να τα κάνει —μη ελκυστικά από εμπορική άποψη και, κατά συνέπεια δημιουργεί δυσκολίες όσον αφορά τη χορήγηση. Φαίνεται ότι υπάρχουν τρεις ευρείες επιλογές πολιτικής. Πρώτον, να μη γίνει τίποτα με το σκεπτικό ότι το μέγεθος του προβλήματος είναι τόσο μεγάλο ώστε οι δράσεις εκ μέρους του κράτους να μην μπορούν να έχουν οποιεσδήποτε σημαντικές επιπτώσεις, αφήνοντας έτσι τυχόν λύσεις να εμφανιστούν από την ίδια την αγορά. Δεύτερον, να διατεθεί βοήθεια στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα για την κάλυψη του κόστους της εποπτείας σε κατάλληλες και εγκεκριμένες περιπτώσεις. Τρίτον, να κινητοποιηθούν οι υπάρχουσες δυνατότητες παροχής συμβουλών έτσι ώστε να προστεθεί βοήθεια.

Αν υποθεθεί ότι η πρώτη επιλογή απορρίπτεται, αξίζει να εξετασθεί τόσο η δεύτερη όσο και η τρίτη επιλογή, αν και δεν παύουν να έχουν προβλήματα. Η τρίτη επιλογή είναι πιο ελκυστική, ιδιαίτερος επειδή το κόστος θα πρέπει μάλλον να είναι χαμηλότερο, και θα ήταν οπωσδήποτε δυνατόν να εφαρμοστεί σε ορισμένες περιοχές της Κοινότητας, αλλά σε άλλες περιοχές μπορεί να είναι δύσκολο να βρεθούν σύμβουλοι με τα κατάλληλα προσόντα. Επίσης, σε πολλές περιπτώσεις, οι χρηματοδότες θα είναι αναγκασμένοι να διενεργήσουν δικές τους διερευνήσεις "καταλληλότητας", οδηγώντας, σε, ως ένα βαθμό, αλληλοεπικάλυψη προσπαθειών και μείωση του πλεονεκτήματος του κόστους. Για τα γραφεία εκτέλεσης συμβούλων η εκτέλεση τέτοιων

εργασιών θα ήταν εξαιρετικά χρονοβόρα, θα αποσπούσε την προσοχή τους από άλλους, εξίσου σοβαρούς πελάτες και θα δημιουργούσε ζητήματα επαγγελματικής ευθύνης στην περίπτωση μεταγενέστερης εμφάνισης προβλημάτων.

Η δεύτερη επιλογή είναι σχεδόν βέβαιο ότι θα είχε μεγαλύτερο κόστος βραχυπρόθεσμα και θα έπρεπε να δοθεί προσοχή για να εξασφαλιστεί ότι η προσφερόμενη υποστήριξη δεν χρησιμοποιείται για τη μείωση των επιχειρηματικών κινδύνων που συνδέονται με τέτοιου είδους επενδύσεις. Οποιαδήποτε βοήθεια όσον αφορά το κόστος των αρχικών ερευνών θα πρέπει να διατίθεται με τη μορφή προκαταβολών και όχι επιχορηγήσεων, και θα πρέπει να επιστρέφεται στο σύνολο της ή κατά ένα μέρος μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο, με βάση ένα κανόνα που θα συνδέεται με τη συνολική επιτυχία ενός ορισμένου χαρτοφυλακίου επενδύσεων. Τα κόστη μπορούν να μειωθούν και άλλο εάν περισσότεροι "επιχειρηματικοί άγγελοι" μπορούν να παρακινηθούν για να συμμετάσχουν σε ομίλους που χορηγούν δάνεια. Στη περίπτωση αυτή θα μπορούν τόσο να διερευνήσουν τις αρχικές διερευνήσεις όσο και να ενεργούν ως άτυποι διευθυντές που θα εξυπηρετούν τα συμφέροντα των εξωτερικών επενδυτών. Αυτό θα είχε το πρόσθετο πλεονέκτημα, προπαντός στην περίπτωση των χρηματοδοτών αρχικών κεφαλαίων, της αύξησης του αριθμού των προτάσεων που θα μπορούσαν να εξεταστούν λεπτομερώς. Εν όψει της έλλειψης πρακτικής εμπειρίας σχετικά μ' αυτή τη δεύτερη επιλογή πολιτικής και της ανάγκης επισήμανσης ενός αμοιβαία αποδεκτού σχεδίου για κρατική υποστήριξη για μια τέτοια πρωτοβουλία, συνιστάται να διερευνηθεί αρχικά η βιωσιμότητα της μέσω διερευνητικών προτύπων σχεδίων.

## Αύξηση της αποτελεσματικότητας των υφισταμένων δράσεων της κοινότητας

### **ΓΕΝΙΚΑ**

Ένα σημαντικό πρόβλημα που πρέπει να αντιμετωπιστεί κατά τη διαμόρφωση πολιτικών στον τομέα αυτό είναι η έλλειψη συνεκτικών στατιστικών που καλύπτουν το σύνολο της Ευρωπαϊκής Κοινότητας. Σε ορισμένες περιπτώσεις, φαίνεται ότι τέτοιες στατιστικές δεν υπάρχουν ούτε καν σε επίπεδο κράτους. Ως παραδείγματα μπορούν να αναφερθούν τα εξής:

- Οι ρυθμοί γεννήσεων και θανάτων επιχειρήσεων. Στην ιδανική περίπτωση, θα πρέπει να καλύπτουν περίοδο 3 τουλάχιστον ετών, έτσι ώστε να φαίνονται οι μακροπρόθεσμες τάσεις. Χωρίς τέτοια στοιχεία είναι αδύνατο να διαπιστωθεί εάν τα υπάρχοντα προγράμματα ενάρξεων λειτουργίας είναι επιτυχή και, όσον αφορά τις επιχειρήσεις που έπαψαν να λειτουργούν, πόσες ήταν σχετικά νέες και πόσες ήταν ώριμες

- Μετακινήσεις, κατά αριθμό επιχειρήσεων, σε διαφορετικές κατηγορίες μεγέθους, έτσι ώστε δεν είναι δυνατόν να γίνει εκτίμηση εάν ο αριθμός των επιχειρήσεων με π.χ. 20 ή 50 απασχολούμενους αυξάνεται ή μειώνεται. Επομένως, είναι αδύνατο να διαπιστωθεί εάν υπάρχει μια αρνητική τάση σε σχέση με μια οποιαδήποτε κατηγορία μεγέθους.

- Το ύψος του κεφαλαίου που χρησιμοποιούν οι ΜΜΕ, και η αναλογία μεταξύ ιδίων και δανείων κεφαλαίων

- Στοιχεία σχετικά με τη σημασία της χρηματοδοτικής μίσθωσης και άλλων μεθόδων χρηματοδότησης, που δεν εμφανίζονται στον προϋπολογισμό, για τις ΜΜΕ.

- Καθαρή αύξηση της απασχόλησης που δημιουργείται από τις ΜΜΕ κατά τα πρώτα 3 έτη ζωής σε σύγκριση με επιχειρήσεις άλλων κατηγοριών μεγέθους.

Αν και είναι δυνατόν να χρησιμοποιηθούν στατιστικές από άλλες πηγές, οι πηγές αυτές παρουσιάζουν μειονεκτήματα, έτσι ώστε αυτό να μην είναι ικανοποιητική λύση. Οι πολιτικές θα μπορούσαν να είναι πολύ καλύτερα εστιασμένες εάν υπήρχαν καλύτερες στατιστικές.

Εννοείται ότι ορισμένες πρόσθετες δημογραφικές πληροφορίες σχετικά με τις ΜΜΕ (γεννήσεις, θάνατοι, αλλαγές κατηγορίας μεγέθους, βάρος των νέων επιχειρήσεων για τη δημιουργία απασχόλησης κλπ.) θα αρχίσουν να είναι έτοιμες κατά το τέλος του 1993. Όσον αφορά τις χρηματοοικονομικές μεταβλητές, η θέσπιση ενός νέου κοινοτικού νομικού κειμένου για τις στατιστικές των επιχειρήσεων, που θα καλύπτει το ζήτημα αυτό, προβλέπεται για το πρώτο ήμισυ του 1994. Θα πρέπει να ελπίζουμε ότι θα είναι δυνατό να τηρηθούν, ή ακόμη και να βελτιωθούν, αυτές οι προθεσμίες. Τυχόν διορθωτικά μέτρα που θα ληφθούν δεν θα πρέπει να οδηγήσουν σε σημαντικά μεγαλύτερο φορτίο συμπλήρωσης εντύπων για τις ΜΜΕ. Σε πολλές περιπτώσεις δειγματοληπτικές έρευνες ή/και η χρήση νέων τεχνικών εκτίμησης αρκούν για το σκοπό αυτό.

## Γενικά συμπεράσματα

Υπάρχουν οικονομικά προβλήματα για πάρα πολλές ΜΜΕ και τείνουν να επιδεινωθούν. Τα προβλήματα στα κράτη μέλη είναι σε γενικές γραμμές παρόμοια αν και μπορεί να διαφέρουν σε μέγεθος, και η βέλτιστη οικονομική ανάπτυξη της Κοινότητας θα μπορούσε να επιβραδυνθεί από την εξέλιξη αυτή.

Ταυτόχρονα, υπάρχει σημαντικός αριθμός δημοσίων και ιδιωτικών σχεδίων που έχουν σχεδιαστεί για να παρέχουν βοήθεια στις ΜΜΕ όσον αφορά τα οικονομικά τους προβλήματα σε τοπικό, περιφερειακό, εθνικό και κοινοτικό επίπεδο. Αυτό που φαίνεται να λείπει είναι οποιαδήποτε μορφή διασύνδεσης μεταξύ τους, που θα μπορούσε να προωθήσει την καλύτερη πρακτική, να μειώσει τον κίνδυνο αλληλοεπικαλύψεων, και να αποτρέψει τη σπατάλη χρηματοοικονομικών πόρων, σε μια εποχή που οι πόροι αυτοί δεν υπάρχουν σε αφθονία. Για να βελτιωθεί η αποτελεσματικότητα φαίνεται να είναι απαραίτητο να γίνουν σαφείς οι στόχοι πολιτικής όσον αφορά τις ΜΜΕ, τότε σε εθνικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο Κοινότητας. Επίσης, ίσως είναι καιρός να διενεργηθεί μια ανεξάρτητη συγκριτική αξιολόγηση των μεγαλύτερων τουλάχιστον σχεδίων, έτσι ώστε να επισημανθούν τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα τους και να υπάρξει μια σταθερή βάση για τη βελτίωση και την επέκταση των υπάρχουσών πολιτικών που στοχεύουν στη μείωση του μεγέθους και των επιπτώσεων των σημερινών κενών κεφαλαίου.

Ο στόχος της Επιτροπής στο πλαίσιο της υλοποίησης της κοινοτικής πολιτικής πρέπει να είναι η αποφυγή της αλληλοεπικάλυψης των προσπαθειών σε εθνικό και περιφερειακό επίπεδο, αλλά αντίθετα η παροχή βοήθειας για τη συμπλήρωση κενών στην παροχή, τη διερεύνηση νέων δυνατοτήτων, και την προώθηση της καλύτερης πρακτικής. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα όσον αφορά την ενίσχυση της παροχής κεφαλαίου αρχικής ώθησης και επισφαλούς κεφαλαίου, την ενθάρρυνση της δικτύωσης μεταξύ παροχών κεφαλαίου, την καλύτερη χρήση των αποτελεσμάτων των κοινοτικών σχεδίων έρευνας και ανάπτυξης, και τη συνέχιση των προσπαθειών για την αντιμετώπιση των μειονεκτημάτων που υπάρχουν στις απομακρυσμένες και λιγότερο αναπτυγμένες περιφέρειες.

Είναι σαφώς αδύνατος να επιλυθούν όλα τα προβλήματα που αντιμετωπίζουν οι ΜΜΕ όσον αφορά τη χρηματοδότηση με κοινοτικές και κρατικές πρωτοβουλίες, αλλά θα μπορούσαν να επιτευχθούν σημαντικές βελτιώσεις με τα κατάλληλα μέτρα. Διαπιστώθηκε ότι οι δυσκολίες των περισσότερων εταιρειών μπορούν να μειωθούν κατά ένα μέρος εάν οι εταιρείες αναλάβουν δράση για πιο αποτελεσματική χρήση των

χρηματοοικονομικών πόρων τους με καλύτερο οικονομικό προγραμματισμό, σε συνδυασμό με την βελτίωση της ποιότητας των πληροφοριών που παρέχουν στις τράπεζες τους μπορεί να τους παρασχεθεί βοήθεια με τη βελτίωση της πρόσβασης του διοικητικού προσωπικού σε κατάρτιση και την παροχή επιχειρηματικών συμβουλών, σε συνδυασμό με μεγαλύτερη διαθεσιμότητα χρηματοπιστωτικών εγγυήσεων για τις εταιρείες που δεν είναι σε θέση να συγκεντρώσουν αρκετές εμπράγματα ασφάλειες.

Έχει σημασία να αντιμετωπιστούν τα προβλήματα που οφείλονται στις δυσκολίες όσον αφορά την πρόσβαση σε χρηματοδότηση για όλες τις ΜΜΕ, ακόμη και τις μικρότερες, αλλά για τη βέλτιστη οικονομική ανάπτυξη της Κοινότητας είναι μάλλον απαραίτητο να δοθεί ιδιαίτερη προσοχή στα προβλήματα του 5 έως 10% των επιχειρήσεων που έχουν τη δυνατότητα, αν τους δοθούν συμβουλές και κατάλληλη χρηματοοικονομική υποστήριξη, να επιτύχουν γρήγορη ανάπτυξη. Οι περισσότερες από τις επιχειρήσεις που εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή θα χρειαστούν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση κεφαλαίων, τα οποία διατίθενται κυρίως από χρηματοδοτικούς οργανισμούς κεφαλαίου αρχικής ώθησης, επισφαλών κεφαλαίων και αναπτυξιακών κεφαλαίων, και για το λόγο αυτό δόθηκε τόσο μεγάλη προσοχή σ' αυτές τις πηγές χρηματοδότησης, αν και παρουσιάζουν ελάχιστο έως μηδενικό ενδιαφέρον για την πλειονότητα των εταιρειών.

Κατά συνέπεια, θα πρέπει να δοθεί προτεραιότητα στην εξέταση μέτρων για την ενίσχυση της ανάπτυξη και της περαιτέρω δημιουργίας χρηματοδοτικών οργανισμών του είδους αυτού, και ιδιαίτερα αυτών που στοχεύουν στην πραγματοποίηση επενδύσεων σε τομείς υψηλής τεχνολογίας. Ένα πλεονέκτημα της δράσης στον τομέα αυτό είναι ότι οι αρχές δεν θα βρίσκονται στη δύσκολη θέση της επιλογής " νικητών " πράγμα για το οποίο δεν υπάρχει δοκιμασμένη μέθοδος. Το ρόλο αυτό θα το αναλάβουν οι ιδιώτες επενδυτές.

Οι επενδυτές αυτοί δηλώνουν ότι αυτό που χρειάζονται περισσότερο είναι βοήθεια σχετικά με το κόστος της διερεύνησης προτάσεων, σε συνδυασμό με την ανάπτυξη μια υποδομής που θα τους εξασφαλίζει καλύτερες διόδους εξόδου στο τέλος της προγραμματισμένης περιόδου της επένδυσής τους. Θα πρέπει να εξεταστεί προσεκτικά εάν θα πρέπει να αντιμετωπιστεί το ενδεχόμενο εισαγωγής πιο φιλόδοξων μορφών υποστήριξης δεδομένου προπαντός ότι δεν θα ήταν σωστό να χρησιμοποιούνται δημόσιοι πόροι για να μειωθούν οι κίνδυνοι που είναι αναπόσπαστο μέρος των επενδύσεων τέτοιου είδους.

Εάν σχεδιαστούν προσεκτικά, και είναι πλήρως ορισμένα με τις υπάρχουσες πρωτοβουλίες, τα προτεινόμενα μέτρα δεν θα πρέπει να χρειαστούν μεγάλη αύξηση του σημερινού επιπέδου κρατικής χρηματοδότησης, αν και θα υπάρχει αύξηση των προσδοκώμενων υποχρεώσεων λόγω της επέκτασης των προγραμμάτων εγγύησης. Πράγματι, εάν τους διατεθεί αρκετός χρόνος, θα είναι κατά κανόνα σε θέση να

αυτοχρηματοδοτούνται, μέσω της συμβολής στην αύξηση της παραγωγής προϊόντων υψηλότερης προστιθέμενης αξίας στην Κοινότητα, θα έχουν ευνοϊκά αποτελέσματα όσον αφορά το ύψος της ανεργίας, και θα προκαλέσουν αύξηση των φορολογικών εσόδων, τόσο από αυτούς που θα ασχοληθούν εκ νέου όσο και από τις επιχειρήσεις στις οποίες θα εργάζονται. Ένα δεν αναληφθεί δράση θα υπάρξει κίνδυνος όσον αφορά τη μελλοντική ανταγωνιστικότητα της Κοινότητας σε ορισμένους αναπτυσσόμενους τομείς βιομηχανικής και εμπορικής δραστηριότητας. Η επιλογή φαίνεται ότι είναι σαφής.

## Προβλήματα πρόσβασης των ΜΜΕ στα εξωτερικά μετοχικά κεφάλαια εντός των Ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Ένα από τα χρηματοοικονομικά προβλήματα που αντιμετωπίζουν πολλές ταχέως αναπτυσσόμενες μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ΜΜΕ), είναι η δυσκολία τους να εξασφαλίσουν πρόσβαση, εντός των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών, στα εξωτερικά μετοχικά κεφάλαια που χρειάζονται για την επέκτασή τους. Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή έχει ήδη ασχοληθεί με το ζήτημα της πρόσβασης των ευρωπαϊκών ΜΜΕ στις κεφαλαιαγορές: η μέχρι σήμερα πρόοδος της στο ζήτημα αυτό συνοψίζεται σε μια ανακοίνωση της 25<sup>ης</sup> Οκτωβρίου 1995, όπου σημειώνεται ότι η απουσία κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ στην Ευρώπη έχει οδηγήσει αυξημένο αριθμό ευρωπαϊκών εταιρειών να επιδιώξουν την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών τους σε χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ, και ειδικά στην αγορά NASDAQ. Επιπλέον, έχει περιορίσει τις ευκαιρίες επενδυτικών ρευστοποιήσεων για τους Ευρωπαίους "venture capitalists". Η δημιουργία νέων κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ πρέπει να ενθαρρυνθεί όχι μόνο λόγω των άμεσων ωφελειών που θα παράσχει μέσω μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων, αλλά και λόγω του θετικού ρόλου που θα παίξουν οι αγορές αυτές στην προώθηση του Ευρωπαϊκού "venture capital" και των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών στην Ευρώπη. Στην ανακοίνωση του 1995 συνοψίζεται επίσης ο ρόλος που διαδραμάτισε η Επιτροπή στη χρηματοδότηση μελέτης σκοπιμότητας της Ευρωπαϊκής Ένωσης Ταμείων Επιχειρηματικού Κεφαλαίου (EVCA), σχετικά με τη δυνατότητα δημιουργίας μιας Ευρωπαϊκής Αγοράς για τις αναπτυσσόμενες ΜΜΕ, και στη δημιουργία της Ευρωπαϊκής Ένωσης Χρηματιστών, η οποία προέκυψε από τη μελέτη αυτή. Το θετικό συμπέρασμα της μελέτης EVCA επηρέασε, άμεσα ή έμμεσα, τη μέχρι τώρα δημιουργία δύο σχεδίων χρηματοδοτούμενων από τον ιδιωτικό τομέα για τη συγκρότηση μιας ευρωπαϊκής κεφαλαιαγοράς για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ με διεθνή προσανατολισμό. Οι δύο αυτές πρωτοβουλίες, που περιγράφονται στην εν

λόγω ανακοίνωση, είναι η αγορά EASDAQ (Αυτόματο Χρηματιστήριο της Ευρωπαϊκής Ένωσης Χρηματιστών) (European Association of Securities Dealers Automated Quotation), και η πρωτοβουλία Nouveau Marche /EURO-NM.

Αυτές οι ενθαρρυντικές και πολλά υποσχόμενες πρωτοβουλίες κατέστησαν δυνατές μέσω της φιλελευθεροποίησης που επέφερε η κοινοτική νομοθεσία, και ιδιαίτερα η οδηγία για τις υπηρεσίες επενδύσεων, η οποία επιτρέπει στους χρηματιστές να δραστηριοποιούνται οπουδήποτε στην Ένωση, βάσει ενός "διαβατηρίου" παρεχόμενου από την αρμόδια αρχή στο κράτος μέλος όπου εδρεύουν, και ανοίγει τις κανονιστικά ρυθμισμένες χρηματιστηριακές αγορές της ΕΕ σε χρηματικές εγκατεστημένους σε άλλα κράτη μέλη που αποκτούν την ιδιότητα του "εκ του μακρόθεν μέλους". Εντούτοις, η ανακοίνωση σημειώνει ότι, ενώ το υφιστάμενο ευρωπαϊκό δίκαιο, άπαξ και τεθεί πλήρως σε ισχύ, θα επιτρέψει τη δημιουργία αυτών των αγορών, έχουν διαπιστωθεί ορισμένα πιθανά εμπόδια. Τα οποία ενδέχεται να παρακωλύσουν την αποτελεσματικότητα των δραστηριοτήτων τους.

Το συμβούλιο Βιομηχανίας της 6<sup>ης</sup> και 7<sup>ης</sup> Νοεμβρίου 1995, ζήτησε από την Επιτροπή " να ενθαρρύνει τα συμπεράσματα της ανακοίνωσης της και να υποβάλει έκθεση ως προς τους τρόπους υπέρβασης των διαφόρων εμποδίων που υφίστανται σήμερα στα κράτη μέλη, συμπεριλαμβανομένων των εμποδίων που παρεμβάλλονται στη διοχέτευση κεφαλαίων θεσμικών και ιδιωτών επενδυτών, ώστε να υποστηριχθεί η δημιουργία δευτερογενών ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ, λαμβάνοντας υπόψη τα εθνικά συστήματα και εμπειρίες που βρίσκονται ήδη υπό εξέλιξη". Το Ευρωπαϊκό Κοινοβούλιο, σε ψήφισμα της 4<sup>ης</sup> Ιουλίου 1996, χαιρετίζει την ανακοίνωση της Επιτροπής και τις πρωτοβουλίες που περιγράφονται σε αυτήν, αλλά παρατηρεί ότι, για να σημειωθεί επιτυχία στις νέες αγορές, θα πρέπει να εξεταστούν ορισμένα θέματα, όπως της ρευστότητας, των κανονιστικών ρυθμίσεων και του πιθανού προστατευτισμού.

Αυτή η περαιτέρω ανακοίνωση επιζητεί, ως εκ τούτου, να ανταποκριθεί σε αυτά τα αιτήματα, προσδιορίζοντας καλύτερα τα ενδεχόμενα εμπόδια στην αποτελεσματική λειτουργία αυτών των νέων κεφαλαιαγορών για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ. Κατά πρώτον, εντούτοις, περιγράφει τις πρόσφατες εξελίξεις στη δημιουργία κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ στην Ευρώπη και εξετάζει τις προοπτικές τους. Στη συνέχεια αναφέρει πολλά εμπόδια σχετιζόμενα με στάσεις και ικανότητες, σε ότι αφορά την εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετοχών σε χρηματιστήρια, που μπορούν να παρεμποδίσουν τις ΜΜΕ στην επιδίωξη τους για εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετόχων τους. Τέλος, ασχολείται με πιο συγκεκριμένα εμπόδια που παρακωλύουν τη διασυνοριακή αγοραπωλησία μετοχών γενικά, και ειδικότερα, στα πλαίσια κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ, όπως π.χ. στον τομέα των κανονιστικών ρυθμίσεων και στο νομικό τομέα.

## Περαιτέρω πρόοδος στην ανάπτυξη κεφαλαιαγορών για MME στην ευρωπαϊκή ένωση και προοπτικές των κεφαλαιαγορών αυτών

Από τη δημοσίευση της προηγούμενης ανακοίνωσης, οι δύο ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες που ήδη έχουν αναφερθεί, η Nouveau Marche/ EURO-NM και η EASDAQ, συνέχισαν να σημειώνουν πρόοδο, όπως επίσης συνέβη και με τα σχέδια για εθνικές αγορές μετοχών MME.

Οι αγορές αυτές προορίζονται για MME οι οποίες χρειάζονται κεφάλαια ώστε να αναπτυχθούν, είτε σε μεγαλύτερα ποσά είτε με μικρότερο κόστος από το παρεχόμενο από τις τράπεζες, εξαιτίας του κινδύνου που παρουσιάζουν οι μικρότερες αναπτυσσόμενες εταιρείες. Όταν είναι πετυχημένες, αυτές οι MME, που συχνά βασίζονται στις νέες τεχνολογίες, μπορεί να επιτύχουν πολύ υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης – σαφώς άνω του 10% ετησίως – και ορισμένες από αυτές ενδέχεται να καταστούν οι αυριανοί “πρωταθλητές”, ενώ άλλες θα αποτύχουν. Έτσι, από τη φύση των πραγμάτων, πολλές MME που εισάγονται στις αγορές αυτές θα μεταβληθούν σε μεγάλες εταιρείες κάποια στιγμή, χωρίς κατ’ ανάγκη να αποχωρήσουν από τις εν λόγω αγορές. Ένα χρηματιστήριο για MME, ως εκ τούτου, δεν αποτελεί κατ’ ανάγκη ένα χρηματιστήριο διαπραγμάτευσης μετοχών μόνο MME πρόκειται για ένα χρηματιστήριο, το οποίο, κατά κανόνα, επικεντρώνει τις δραστηριότητές του στις Αρχικές Δημόσιες Εκδόσεις Μετοχών επιχειρήσεων που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο της εξέλιξης τους σε βαθμό μεγαλύτερο απ’ ότι το πράττουν άλλα χρηματιστήρια.

Η γαλλική “Nouveau Marche” άρχισε τη λειτουργία της στις 20 Μαρτίου 1996 και μέχρι το τέλος του 1996, έγινε εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετοχών δεκαοχτώ εταιριών (συμπεριλαμβανομένων και δύο μη γαλλικών), συνολικής κεφαλαιοποίησης άνω των 220 εκατομμυρίων ECU. Η Nouveau Marche έχει την πρόθεση να καταστεί μια ευρωπαϊκή αγορά κοινών μετοχών και για το σκοπό αυτό έχει συνδεθεί με άλλες εθνικές χρηματιστηριακές αγορές για MME, τη Nouveau Marche του χρηματιστηρίου των Βρυξελλών, και τη Neuer Markt του Deutsche Borse A.G, από κοινού με το Neuer Markt του χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ, με σκοπό να διαμορφώσουν ένα δίκτυο αγορών καλούμενο “Euro-NM”. Το Euro-NM είναι ένας Ευρωπαϊκός Όμιλος Οικονομικού Σκόπου, ο οποίος αποσκοπεί στην προώθηση συνεργασιών μέσω εναρμόνισης κανόνων και κανονιστικών ρυθμίσεων, ενσωματώνοντας εμπορικές τεχνικές δραστηριότητες και προβαίνοντας σε από κοινού διάθεση στην αγορά.

Η αγορά EASDAQ αποτελεί ιδιωτική πρωτοβουλία, ανεξάρτητη από οποιοδήποτε υπάρχουν χρηματιστήριο: άνω των ενενήντα χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, από χώρες (συμπεριλαμβανομένων των περισσότερων κρατών μελών), συμμετέχουν στο σχέδιο ως μέτοχοι. Η



λειτουργία της άρχισε στις 30 Σεπτεμβρίου 1996 οι Αρχικές Δημόσιες Εκδόσεις Μετοχών πραγματοποιήθηκαν στις 27 Νοεμβρίου 1996 από τότε δε, έχουν προστεθεί αρκετές ακόμη. Στόχος της EASDAQ είναι η εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετόχων 20-30 εταιρειών, κατά το πρώτο έτος λειτουργίας και συνολικά εισαγωγή και διαπραγμάτευση μετοχών, μερικών εκατοντάδες εταιρειών μετά την πάροδο πενταετίας.

Εντούτοις, δεν εκπονούνται σχέδια κεφαλαιαγορές MME μόνο σε ευρωπαϊκό επίπεδο. Εντός των κρατών μελών, ορισμένες εθνικές αγορές βρίσκονται είτε σε λειτουργία είτε σε φάση σχεδιασμού. Έχουν ήδη αναφερθεί η "Neuer Markt του Deutsche Borse A.G., η βελγική Nouveau Marche, το Nieuwe Markt του Άμστερνταμ" που συμμετέχουν στο δίκτυο Euro-NM. Στο Ηνωμένο Βασίλειο, η Δευτερογενής Αγορά Επενδύσεων του Χρηματιστηρίου του Λονδίνου λειτουργεί από τα μέσα του 1997 έχει εισηγμένες άνω των 160 εταιρειών, συνολικής κεφαλαιοποίησης άνω των δισεκατομμυρίων Ecu. Το χρηματιστήριο της Βιέννης ανακοίνωσε πρόσφατα πρόγραμμα, με τίτλο FIT, ώστε να προσφέρει στις MME ευκολότερη πρόσβαση εισαγωγή και διαπραγμάτευσης, το FIT πρόκειται να λειτουργήσει κατά τα μέσα του 1997. Στην Ιταλία, υπάρχουν σχέδια δημιουργίας μιας νέας αγοράς καλούμενη METIM (Mercato Telematico delle Imprese Medlie), η οποία θα έχει εθνικό προσανατολισμό και θα είναι εστιασμένη σε οικογενειακού καθώς και τεχνολογικού χαρακτήρα εταιρείες. Στην Ιρλανδία, τέλος, σχεδιάζεται η δημιουργία χρηματιστηρίου για MME.

Η επιτροπή υποδέχεται πολύ ευνοϊκά όλες αυτές τις πρωτοβουλίες. Καθώς μόνο σχετικά αναλογία εκείνων των MME που επιδιώκουν την εισαγωγή στο χρηματιστήριο θα είναι σε επαρκή βαθμό διεθνείς, ώστε να επιτύχουν διαπραγμάτευση τους σε πανευρωπαϊκού επιπέδου χρηματιστήριο, αυτές οι κεφαλαιαγορές για MME θα διαδραματίσουν ουσιαστικό ρόλο για την παροχή MME βελτιωμένης πρόσβασης σε χρηματοδότηση μετοχικού κεφαλαίου.

Οι MME οι οποίες έχουν φθάσει σε ένα στάδιο της ανάπτυξης τους όπου ενδείκνυται η εισαγωγή τους σε χρηματιστήριο χρειάζεται να διαθέτουν μια μία δυνατότητα επαρκώς χρηματιστηριακών αγορών. Το νέο ανταγωνιστικό κλίμα στις ευρωπαϊκές επενδυτικές υπηρεσίες θα υποχρεώσει τις αγορές να επικεντρώσουν περισσότερο το ενδιαφέρον τους στην ανάπτυξη υπηρεσιών στους πελάτες τους, με ευπρόσδεκτη συνέπεια την ανάπτυξη κεφαλαιαγορών που παρέχουν μια καλύτερη δέσμη υπηρεσιών στις MME από το παρελθόν.

Οι προοπτικές για αυτές τις διάφορες αγορές εξαρτώνται από διάφορους παράγοντες συμπεριλαμβανομένου του βαθμού στον οποίο ξεπερνιόνται τα ενδεχόμενα που περιγράφονται παρακάτω στην παρούσα ανακοίνωση. Η ανάπτυξη μιας "εξοικείωσης με τις μετοχές" στην Ευρώπη θα είναι επίσης σημαντική, ιδίως όσον αφορά τις υψηλού κινδύνου, με υψηλό δυναμικό απόδοσης, επενδύσεις, όπως οι μετοχές των MME. Τα στοιχεία από τις Ηνωμένες Πολιτείες δείχνουν ότι οι μετοχές των αναπτυσσόμενων MME

υπερβαίνουν σε απόδοση τους εθνικούς δείκτες των χρηματιστηριακών αγορών, ενώ στην Ευρώπη οι μετοχές, γενικά, έχουν σταθερά μεγαλύτερη απόδοση από τα ομόλογα. Εντούτοις, παρά τα στοιχεία αυτά, οι ευρωπαίοι επενδυτές, αντίθετα προς τους επενδυτές των ΗΠΑ, έχουν τάση να ευνοούν τα ομόλογα έναντι των μετοχών και τις μετοχές που θεωρούνται ως "ακλόνητες αξίες" αντί των μετοχών ΜΜΕ, ώστε να μειώνουν τον ενδεχόμενο κίνδυνο. Υπάρχουν εντούτοις, μερικές ευχάριστες εξαιρέσεις: στη Σουηδία το 35% των ιδιωτικών χρηματιστηριακών περιουσιακών είναι επενδυμένο σε μετοχές, σε σύγκριση με το 17,5% στο Ηνωμένο Βασίλειο, το 10% στη Γαλλία και το 5,5% στη Γερμανία, στις ΗΠΑ το αντίστοιχο ποσοστό είναι 21%.

Οι νέες κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ έχουν επίσης την ευκαιρία να αντλούν διδάγματα από τις δευτερογενείς κεφαλαιαγορές του τέλους της δεκαετίας του 80. Ένα από τα σημαντικότερα διδάγματα, είναι ότι η επάρκεια ρευστότητας, αποτελεί ουσιαστική προϋπόθεση για την επιτυχία. Ο χαμηλότερος όγκος συναλλαγών μπορεί να προκαλέσει υψηλή αστάθεια στις τιμές των μετοχών και να αποτρέψει τους επενδυτές από φόβο ότι θα πιαστούν στην "ποντικοπαγίδα" και ότι δεν θα είναι σε θέση να πουλήσουν τις μετοχές τους λόγω της χαμηλής ζήτησης. Η εξασφάλιση επαρκούς ρευστότητας θα είναι, εκ τούτου, μια από τις κύριες προκλήσεις που αντιμετωπίζουν οι νέες κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ, η πρόκληση αυτή μπορεί να αντιμετωπιστεί μόνο με την ύπαρξη κανονιστικών ρυθμίσεων υψηλού επιπέδου και επαρκούς διαφάνειας.

Η προηγούμενη τεχνολογία της πληροφόρησης που χρησιμοποιείται θα αποτελεί επίσης βασικό συντελεστή επιτυχίας: ένα συνδυασμένο σύστημα ενημέρωσης, διαπραγμάτευσης, εκκαθάρισης και , διακανονισμού που παρέχει μια ταχεία, αποτελεσματική και ολοκληρωμένη υπηρεσία, εκτιμάται πολύ από τους επενδυτές και οι νέες κεφαλαιαγορές για τις ΜΜΕ έχουν όλες επενδύσει σημαντικό μέρος των προσπαθειών τους στα συστήματα ηλεκτρονικών υπολογιστών τους. Η επιλογή του συστήματος διαπραγμάτευσης (παραδείγματος χάριν, σύστημα με μεσάζοντες ("market - makers"), σύστημα χωρίς μεσάζοντες ("order - driven ") ή σύστημα (δημοπράτησης) είναι επίσης σημαντική, καθώς διαφορετικά συστήματα ενδείκνυται κατά περίπτωση ανάλογα με το μέγεθος και τον επείγοντα χαρακτήρα μιας συναλλαγής.

Οπωσδήποτε, η εμπειρία της NASDAQ στις Ηνωμένες Πολιτείες δείχνει ότι μπορεί να χρειαστούν ορισμένα χρόνια, έως ότου μια νέα αγορά να καταστεί σε υψηλό βαθμό επιτυχής. Οι νέες κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ, ευρωπαϊκές ή εθνικές αποτελούν ιδιωτικές κερδοσκοπικές επιχειρήσεις και θα εξαρτώνται κατά πολύ από τις εμπορικές τους αποφάσεις και δεξιότητες, καθώς και από το κόστος τους. Για την ενιαία αγορά επενδυτικών υπηρεσιών, τα χρηματιστήρια θα πρέπει να ανταγωνιστούν μεταξύ τους βάση των προσφερόμενων υπηρεσιών προς τους πελάτες, επιχειρήσεις και επενδυτές. Η προστασία των επενδυτών καθώς και η πλήρη αποκάλυψη χρηματοοικονομικών πληροφοριών θα είναι ένας επίσης απαραίτητος

παράγοντας για την δημιουργία σχέσεων εμπιστοσύνης στις νέες αγορές. Πάντως πιστεύεται ότι οι αγορές αυτές έχουν πιθανότητες επιτυχίας, καθόσον καλύπτουν ένα κενό, που υπήρχε προηγουμένως στον τομέα της παροχής χρηματοδότησης σε ΜΜΕ και ευκαιριών σε επενδυτές.

Άλλες επιχειρήσεις ενδέχεται να πιστεύουν λανθασμένα ότι δεν θα μπορέσουν να έχουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση που χρειάζονται μέσω δημόσιας έκδοσης μετοχών, η αξιολόγηση της δυνατότητας μιας επιχείρησης να καταφύγει σε "δημόσια έκδοση μετοχών" αποτελεί δεξιότητα που οι διευθυντές των ΜΜΕ δεν διαθέτουν πάντα και ίσως να αποφεύγουν την προσφυγή δε ειδικευμένους εξωτερικούς συμβούλους αξιολόγησης, λόγω του κόστους αυτών. Εδώ θα μπορέσουν να αντληθούν διδάγματα από πρακτικές που ακολουθούνται στις ΗΠΑ, όπου υπάρχει υπερεικοσαετής εμπειρία στην αξιολόγηση επιχειρήσεων για εισαγωγή τους στη NASDAQ.

Σαν μια πιθανή λύση στο πρόβλημα αυτό, προτείνεται η κατάρτιση μιας κάποιας μορφής Ευρωπαϊκής μεθοδολογίας αυτοαξιολόγησης, ώστε να βοηθούν οι ΜΜΕ να αιτιολογήσουν την καταλληλότητά τους για εισαγωγή σε χρηματιστήρια. Αυτό θα μπορούσε να περιλαμβάνει τη μελέτη της εμπειρίας στις ΗΠΑ και αλλού και τη σύνταξη ενός οδηγού, διατιθέμενου σε διάφορες γλώσσες και προσαρμοσμένου στις συνθήκες του κάθε κράτους μέλους, ώστε να βοηθηθούν οι ΜΜΕ στην αυτοαξιολόγηση τους. Μια τέτοια δραστηριότητα θα πρέπει να αναληφθεί από έναν κατάλληλο ειδικευμένο φορέα.

Ένας άλλος πιθανός περιοριστικός παράγοντας του αριθμού των ΜΜΕ που θα μπορούσαν να εισαχθούν σε χρηματιστήριο αξιών είναι η απροθυμία των ιδιοκτητών των επιχειρήσεων να δεχθούν εξασθένηση ή απώλειά του βαθμού ελέγχου τους επί της επιχείρησης, προς όφελος των νέων μετοχών. Αυτό είναι μια κατανοητή στάση, εντούτοις, αν εναλλακτική λύση ως προς αυτό είναι η στήριξη σε δαπανηρά τραπεζικά δάνεια, η αποφυγή της επέκτασης της επιχείρησης ή η εκποίηση της, μια δημόσια προσφορά μετοχών θα μπορούσε να είναι η καλύτερη επιλογή (αν η εταιρεία είναι έτοιμη γι' αυτό). Επιπλέον, η εισαγωγή σε χρηματιστήριο δεν συνεπάγεται κατ' ανάγκη την πώληση της απόλυτης πλειοψηφίας των μετοχών μιας εταιρείας, επίσης, οι επιχειρηματίες ενδέχεται να μην είναι ενήμεροι ως προς όλους τους υπάρχοντες τύπους μετοχών, μεταξύ των οποίων και ορισμένοι χωρίς δικαίωμα ψήφου.

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί θα προσπαθήσουν φυσικά να πείσουν τις επιχειρήσεις που διαπιστώνεται ότι έχουν τη δυνατότητα έκδοσης μετοχών σε χρηματιστηριακή αγορά, πράγμα που θα μπορούσε να καταστήσει περισσότερες επιχειρήσεις ενήμερες των δυνατοτήτων που ανοίγονται σ' αυτές. Αυτές οι δραστηριότητες, σε συνδυασμό με την παροχή συμβουλών από ανεξάρτητους εμπειρογνώμονες, θα μπορούσαν να βοηθήσουν στην υπερκέρωση της απροθυμίας επιχειρήσεων, που διοικούνται από τον ιδιοκτήτη τους, για δημόσια έκδοση μετοχών. Όμως αν δεν γίνει αυτό, θα

μπορούσε να υπάρχει μια αιτιολόγηση για δημόσια υποστήριξη στο χώρο αυτό, με τη μορφή ενημερωτικών εκστρατειών, μέσω των οποίων οι ΜΜΕ που πληρούν τα κριτήρια θα αποκομίσουν τα οφέλη που προκύπτουν από την έκδοση μετοχών.

Μπορεί επίσης να συμβεί μια εταιρεία να μην επιθυμεί να είναι εισαγμένη σε δημόσιο χρηματιστήριο, λόγω των αυστηρών κανόνων διαφάνειας, ιδίως στον τομέα των πληροφοριών χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα, ή ενδέχεται να είναι πρόθυμη να παρέχει τις πληροφορίες αυτές, αλλά να μη διαθέτει τους πόρους για την υποβολή των αναγκαίων λογαριασμών.

Εδώ επιδρούν πολιτιστικοί και νομικοί παράγοντες, καθώς την ποσότητα των χρηματοπιστωτικού χαρακτήρα πληροφοριών που ζητούνται από ιδιωτικές και δημόσιες επιχειρήσεις διαφέρει σημαντικά μεταξύ κρατών μελών, αλλά σχεδόν σε όλες τις περιπτώσεις, η εισαγωγή και η διαπραγμάτευση σε χρηματιστήριο αυξάνει σημαντικά τις αντίστοιχες απαιτήσεις. Ένας πρόσθετος παράγοντας κόστους είναι το ότι η έκδοση μετοχών σε μια από τις νέες ευρωπαϊκές χρηματιστηριακές αγορές για ΜΜΕ ενδέχεται να συνεπάγεται για μια επιχείρηση την ανάγκη υποβολής λογαριασμών, σύμφωνα με κανόνες διαφορετικούς από εκείνους που ισχύουν στο κράτος μέλος όπου εδρεύει (παραδείγματος χάριν τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα), καθιστώντας έτσι απαραίτητη την πρόσθετη τεκμηρίωση.

Η προώθηση μιας αντίληψης χρηματοοικονομικής διαφάνειας ανά την Ευρώπη, που θα αφορά και τις ιδιωτικές επιχειρήσεις, θα βοηθούσε την κατάσταση μειώνοντας το χάσμα ως προς τις απαιτήσεις χρηματοοικονομικών εκθέσεων μεταξύ των δημόσια διαπραγματεύσιμων εταιρειών και των υπολοίπων. Πέρα από αυτό, μια χρηματοοικονομική κατάρτιση θα είναι οπωσδήποτε αναγκαίων για επιχειρήσεις που δημοσιεύουν μια πρόκληση εγγραφής μετοχών προς το κοινό, ενόψει της έκδοσης μετοχών τους. Γίνεται ευρέως αποδεκτό, ότι η μείωση των απαιτήσεων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης που επιβάλλονται στις ΜΜΕ οι οποίες επιθυμούν να εκδώσουν δημόσια μετοχές, θα μπορούσε να είναι αντιπαραγωγική, καθώς θα μπορούσε να καταστήσει τους δυνητικούς επενδυτές απρόθυμους να επενδύσουν στις εταιρείες αυτές.

Έστω και αν όλοι αυτοί οι παράγοντες αντιμετωπισθούν, η εισαγωγή μιας εταιρείας στο χρηματιστήριο είναι μια μακρά και πολύπλοκη εργασία η οποία απαιτεί τη συμμετοχή ενός ενδιάμεσου χρηματοπιστωτικού οργανισμού, που συνήθως είναι μια επενδυτική τράπεζα. Αυτές οι χρηματοοικονομικές δεξιότητες ίσως να μην υφίστανται στον αναγκαίο βαθμό οπουδήποτε στην ΕΕ, ώστε να ικανοποιηθεί η δυνητική ζήτηση από τις ΜΜΕ, ειδικά αν οι νέες αγορές για ΜΜΕ λειτουργούν με το πλήρες δυναμικό τους και υπάρχουν πολλές εταιρείες που επιθυμούν να εισαχθούν σ' αυτές. Αν και η παροχή αυτών των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών θα μπορούσε σαφώς να αφεθεί στον ελεύθερο ανταγωνισμό μεταξύ ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών σε μακροπρόθεσμη βάση, εφόσον η σχετική τους έλλειψη

φαίνεται να παρεμποδίζει την πρόοδο των ΜΜΕ που επιθυμούν να εκδώσουν μετοχές, ωστόσο, θα μπορούσε να καταστεί αναγκαία η παρακίνηση για ανάπτυξη των ικανοτήτων αυτών μέσω επιλεκτικής κατάρτισης και ενημέρωσης, ιδίως μεταξύ κρατών μελών με περισσότερες ιδιαίτερα αναπτυσσόμενες κεφαλαιαγορές, ειδικά δε αγορές για ΜΜΕ, και λοιπών κρατών.

Εντούτοις, η υποστήριξη από υπηρεσίες εμπειρογνομόνων είναι συνήθως πολυδάπανη: η έκδοση μετοχών μια εταιρείας σε ένα χρηματιστήριο είναι μια δαπανηρή εργασία. Η γαλλική *Nouveau Marche* εκτιμά ότι οι δαπάνες που απαιτούνται για νομικούς συμβούλους και λογιστές, στο πλαίσιο της διαδικασίας εισαγωγής στο χρηματιστήριο, μπορούν να αντιπροσωπεύουν μέχρι το 13% των συγκεντρωμένων κεφαλαίων και οι δαπάνες για τον υποχρεωτικό σύμβουλο / μεσάζοντα χρηματιστηριακών τίτλων μπορεί να φθάσει στο 7% της αύξησης κεφαλαίου. Ο αυξημένος ανταγωνισμός μεταξύ ενδιάμεσων χρηματοπιστωτικών οργανισμών όπως οι επενδυτικές τράπεζες, αναμένεται ότι θα μειώσει το κόστος αυτό στο μέλλον. Προς το παρόν, πάντως, είναι συχνή η δημόσια παρέμβαση, στις χώρες μέλη, ώστε να βοηθηθούν οι ΜΜΕ στην αντιμετώπιση του κόστους αυτού: παραδείγματος χάριν, η γαλλική *Agence Nationale pour la Valorisation de la Recherche* παρέχει, υπό ορισμένες προϋποθέσεις, επιστρεφόμενες προκαταβολές σε επιχειρήσεις για την κάλυψη μέρους του κόστους μιας αρχικής δημόσιας έκδοσης μετοχών σε χρηματιστήριο (ΑΔΕΜ). Σε πολλές περιπτώσεις το κόστος μιας ΑΔΕΜ μπορεί να μετακυλισθεί στους νέους μετόχους, μειώνοντας έτσι το συνολικό κόστος, αλλά παραμένουν ακόμη οι τρέχουσες δαπάνες εισαγωγής και διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο (τέλη εγγραφής, δαπάνες νομικού, λογιστικού και ελεγκτικού χαρακτήρα κλπ.).

## **Ενδεχόμενοι φραγμοί στη διασυνοριακή αγοραπωλησία μετοχών σε ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ**

Σε ορισμένους τομείς, υφίστανται πιθανοί φραγμοί οι οποίοι θα μπορούσαν να παρακωλύσουν τη διασυνοριακή αγοραπωλησία μετοχών σε ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Ορισμένοι από αυτούς τους φραγμούς θα μπορούσαν να αποτρέψουν ιδιωτικούς ή θεσμικούς επενδυτές από επενδύσεις σε αγορές χωρών διαφορετικών της δικής τους. Μερικά από τα προβλήματα αυτά αντιμετωπίζονται απευθείας από τις ίδιες τις αγορές ή από μεσάζοντες. Τα εμπόδια αυτά ισχύουν, φυσικά για όλες τις ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές. Εντούτοις, θα μπορούσαν να αποδειχθούν ότι έχουν ιδιαίτερη οξύτητα για τις ευρωπαϊκού επιπέδου κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ, για τις οποίες οι διασυνοριακές συναλλαγές ενδεχομένως να αποτελούν ένα πολύ υψηλό

ποσοστό του κύκλου εργασιών τους. Αν και στο μέλλον ενδέχεται να εμφανιστούν πολλά πιθανά εμπόδια, στην παρούσα ανακοίνωση εξετάζονται μόνο όσα εμπόδια έχουν ήδη εντοπιστεί ότι θα μπορούσαν να αποδειχθούν σημαντικά.

### Προβλήματα σχετιζόμενα με το συναλλάγμα

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος αναφέρεται συχνά από τους χρηματιστές ως ένα από τα σημαντικότερα εμπόδια στη συμμετοχή τους σε διασυνοριακές συναλλαγές. Αν και ο κίνδυνος μπορεί να περιοριστεί μέσω παραγώγων προϊόντων, αυτό αυξάνει το κόστος της συναλλαγής. Επίσης, όσον αφορά τους θεσμικούς επενδυτές, οι μεταβολές στις συναλλαγματικές ισοτιμίες μπορούν να διαστρεβλώσουν τις πληροφορίες επί της απόδοσης των κεφαλαίων και να αποτρέψουν τους επενδυτές. Εξάλλου, οι απαιτήσεις που επιβάλλονται από ορισμένες κυβερνήσεις σε εθνικούς επενδυτές σχετικά με το νόμισμα που γίνονται οι επενδύσεις, είναι δυνατές μόνο λόγω της ύπαρξης διαφόρων νομισμάτων. Οι συναλλαγματικές διαφορές καθιστούν την αλληλοδιείσδυση μεταξύ εθνικών αγορών δυσχερέστερη και ως εκ τούτου μειώνουν τη ρευστότητα των αγορών.

Η εισαγωγή ενιαίου νομίσματος αποτελεί, ως εκ τούτου, ουσιώδη προϋπόθεση για μια αληθινά ολοκληρωμένη ευρωπαϊκή αγορά χρεογράφων και για την πλήρη αξιοποίηση του δυναμικού των νέων ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ. Το ενιαίο νόμισμα θα αυξήσει τη διαφάνεια των κεφαλαιαγορών και τη συγκρισιμότητα των πληροφοριών για τους επενδυτές, θα μειώσει τον επενδυτικό κίνδυνο και θα καταστήσει τις διασυνοριακές συναλλαγές ευχερέστερες, ταχύτερες και φθηνότερες. Θα βελτιώσει τη ρευστότητα των ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών και, μέσω της ευρωστίας και σταθερότητάς τους, θα προσελκύσει την εσωτερική επένδυση σε ευρωπαϊκές μετοχές. Πράγματι, οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές αποτελούν έναν από τους χώρους της ευρωπαϊκής οικονομίας που προσδοκά τα μεγαλύτερα κέρδη από την ταχεία εισαγωγή του EURO.

### Φορολογία

Η πρώτη από αυτές τις διαφορές έγκειται στο φορολογικό χώρο, όπου οι ξένοι επενδυτές μπορούν να βρεθούν σε μειονεκτική θέση σε σύγκριση με επενδυτές που εδρεύουν σε κράτος μέλος. Παραδείγματος χάριν, ο φόρος επί των κερδών κεφαλαίου και η παρακράτηση φόρου επί των μερισμάτων κυμαίνεται σε τεράστιο βαθμό μεταξύ κρατών μελών. Διπλός καταλογισμός φόρου μεταξύ των χωρών μελών της ΕΕ θα μπορούν να αποφεύγονται κυρίως μέσω διμερών συμφωνιών φορολόγησης. Αυτό, όμως, μπορεί να

αποτελέσει αναγκαία την επιβολή επιπρόσθετων διοικητικών διαδικασιών. Το καθαρό εισόδημα μπορεί να εξαρτάται από το κατά πόσον η χώρα προέλευσης του μετόχου εφαρμόζει σύστημα πίστωσης ή σύστημα απαλλαγών σε ότι αφορά τα μερίσματα που προέρχονται από το εξωτερικό.

Σε ορισμένα κράτη μέλη, υφίστανται ορισμένες ειδικές φορολογικές ελαφρύνσεις για την ενθάρρυνση των επενδύσεων σε κοινές μετοχές. Παραδείγματος χάριν, σε διάφορα κράτη μέλη, υφίστανται συστήματα φορολόγησης μέσω των οποίων οι ζημιές που προκαλούνται από επενδύσεις σε ιδιωτικές επιχειρήσεις μη εισηγμένες σε χρηματιστήριο (μέχρι ενός ανωτάτου ορίου) μπορούν να εκπέσουν από τις συνολικές φορολογικές υποχρεώσεις και στη Γαλλία και στο Ηνωμένο Βασίλειο η ελάφρυνση διατηρείται έστω και εάν στη συνέχεια η εταιρεία εισαχθεί στο *Nouveau Marche* ή στην AIM αντίστοιχα. Σε όλες τις περιπτώσεις αυτές, όπου υφίστανται συγκεκριμένες εθνικές φορολογικές ελαφρύνσεις, θα ήταν επιθυμητό να επεκταθούν ώστε να καλύπτουν επενδύσεις που γίνονται σε άλλες ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές (τουλάχιστον για εταιρείες συσταθείσες στο υπόψη κράτος μέλος) αυτό θα οδηγούσε σε αποφυγή πιθανής δυσμενούς φορολογικής διάκρισης μεταξύ διαφορετικών εταιρειών από το ίδιο κράτος μέλος, ανάλογα με τη χρηματιστηριακή αγορά που επιλέγουν να εισαχθούν.

Τον Απρίλιο του 1996 η Επιτροπή υπέβαλε ένα έγγραφο συζήτησης προς το Συμβούλιο ECOFIN με τίτλο, "Η φορολογία στην Ευρωπαϊκή Ένωση", το οποίο ανέφερε ότι καθώς προοδευτικά αίρονται οι ρυθμιστικοί και οικονομικοί φραγμοί για τη δημιουργία της ενιαίας αγοράς, η φορολογία ορθά εκλαμβάνεται ως ένα όλο και σημαντικότερος παραμένων παράγοντας, που παρακωλύει την πλήρη υλοποίηση της ενιαίας αγοράς και τους στόχους της για σταθερή ανάπτυξη και υψηλό επίπεδο απασχόλησης.

Τα φορολογικά μειονεκτήματα που συνδέονται με διασυνοριακές χρηματοπιστωτικές συναλλαγές έχουν αναγνωριστεί ως ένας παράγων που περιπλέκει τη ζωή των πολιτών. Το Συμβούλιο αποφάσισε, κατόπιν αυτού, να συστήσει μια ομάδα υψηλού επιπέδου για να εξετάσει τους τρόπους πραγματοποίησης προόδου επ' αυτών και άλλων φορολογικών ζητημάτων που επηρεάζουν την ενιαία αγορά. Η έκθεση της Επιτροπής για την εργασία της εν λόγω ομάδας δημοσιεύτηκε στις 22 Οκτωβρίου 1996. Το συμπέρασμα στο οποίο κατέληξε η εν λόγω ομάδα είναι ότι απαιτείται η ανάληψη δράσης για την εξάλειψη των υφιστάμενων εμποδίων στις διασυνοριακές ροές κεφαλαίων και εισοδήματος κατόπιν τούτου το Ευρωπαϊκό Συμβούλιο του Δουβλίνου της 13 και 14 Δεκεμβρίου 1996 ενέκρινε τη σύσταση μόνιμης ομάδας για να προβεί σε στρατηγική επισκόπηση της φορολογικής πολιτικής και για να συντονίσει τις εθνικές φορολογικές πολιτικές, τηρώντας πάντα την αρχή της επικουρικότητας.

## Λογιστικά πρότυπα

Αυτός είναι ένας άλλος τομέας στον οποίο οι εθνικές διαφορές θα μπορούσαν να αποθαρρύνουν τους επενδυτές, αν και η έρευνα δείχνει ότι οι μεγάλοι επενδυτές είναι συνηθισμένοι να αντιμετωπίζουν διαφορές λογιστικού χαρακτήρα και ότι οι άλλοι παράγοντες έχουν μεγαλύτερη επίδραση στις αποφάσεις τους. Η Διεθνής Επιτροπή Λογιστικών Προτύπων προσπαθεί τώρα να συντάξει έναν πυρήνα λογιστικών προτύπων που θα εγκριθούν από τον IOSCO (τον Διεθνή Φορέα Ρυθμιστών Κινητών Αξιών) το 1998. Στην ανακοίνωσή της του Νοεμβρίου 1995 με τίτλο "Λογιστικά πρότυπα : μια νέα στρατηγική για τη διεθνή εναρμόνιση", η Επιτροπή διακήρυξε την πρόθεσή της να συμμετάσχει στην εργασία αυτή. Η πρώτη προτεραιότητα της στρατηγικής της είναι να δώσει τη δυνατότητα σε μεγάλες, εισηγμένες στο χρηματιστήριο, επιχειρήσεις να συντάσσουν μόνο μια σειρά ενοποιημένων λογαριασμών, οι οποίοι θα εκπληρώνουν τις απαιτήσεις των οδηγιών περί λογιστικής της ΕΕ και τις απαιτήσεις των διεθνών λογιστικών προτύπων (IAS). Μια ειδική ομάδα εργασίας (taskforce) που συστάθηκε το Νοέμβριο του 1995 κατέληξε στο συμπέρασμα ότι, με εξαίρεση δύο ασήμαντα ζητήματα, οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις μπορούν να συντάσσουν τους ενοποιημένους λογαριασμούς τους στη βάση των υφιστάμενων IAS χωρίς αυτό να αντιβαίνει στις οδηγίες περί λογιστικής.

Η έκθεση της θα αποτελέσει τη βάση σύμφωνα με την οποία κάθε κράτος μέλος θα αποφασίσει κατά πόσο και σε ποιο βαθμό οι επιχειρήσεις μπορούν να εφαρμόσουν τα IAS όταν επιθυμούν να το πράξουν. Στο μεταξύ οι κεφαλαιαγορές που επιθυμούν να προσελκύσουν επιχειρηματική δραστηριότητα και οι επιχειρήσεις που επιθυμούν να προσελκύσουν επενδύσεις, πρέπει να αποφασίσουν ποιες συμβάσεις και πρακτικές λογιστικής θα υιοθετήσουν, εντός των ορίων που θα επιβάλλονται από τους εθνικούς κανόνες.

## Εταιρική κυβέρνηση

Η εταιρική κυβέρνηση ("corporate governance"), με την ευρύτερή της έννοια, περιλαμβάνει τα δικαιώματα και τις υποχρεώσεις της διαχείρισης μιας επιχείρησης έναντι των μετόχων της και άλλων πιθανών συμφερόντων στην επιχείρηση, καθώς και τους μηχανισμούς που οι τελευταίοι διαθέτουν για να ελέγχουν τις δραστηριότητες της διαχείρισης. Η σύνθεση και οι εξουσίες του διοικητικού συμβουλίου και οι πληροφορίες που τα μέλη του οφείλουν να παρέχουν αποτελούν σημαντικές πλευρές της εταιρικής κυβέρνησης. Η προστασία των μειοψηφούντων μετόχων αποτελεί άλλη μια σημαντική πτυχή και κυρίως σ' αυτό το σημείο τα ζητήματα εταιρικής κυβέρνησης σχετίζονται με τις νέες κεφαλαιαγορές για ΜΜΕ, εφόσον είναι δυνατόν η απουσία



προστασίας των μετόχων να αποθαρρύνει τους επενδυτές από την πραγματοποίηση επενδύσεων σε επιχειρήσεις εισηγμένες σε τέτοιες αγορές. Οι διευθυντές επιχειρήσεων των οποίων οι μετοχές έχουν εισαχθεί σ' αυτές τις νέες αγορές, ενδέχεται να είναι άπειροι σε ότι αφορά τις σχέσεις με τους μετόχους και οι διαφορές μεταξύ κρατών σε θέματα όπως οι αντιλήψεις ως προς τα καθήκοντα των διευθυντών και η δομή του διοικητικού συμβουλίου (παραδείγματος χάριν συμβούλια ενιαίας βαθμίδας και δύο βαθμίδων) θα περιπλέξουν ακόμη περισσότερο τα πράγματα για τους επενδυτές.

Στην Ευρώπη, το ενδιαφέρον των μετοχών για την εταιρική κυβέρνηση αυξάνεται και οι θεσμικοί επενδυτές δείχνουν επίσης μεγαλύτερο ενδιαφέρον για την εσωτερική διαχείριση των επιχειρήσεων στις οποίες επενδύουν. Οι θεσμικοί επενδυτές που εδρεύουν εκτός της ΕΕ, ειδικά στις Ηνωμένες Πολιτείες, είναι επίσης ευαίσθητοι σε θέματα εταιρικής διοίκησης. Η επιτροπή θεωρεί ευπρόσδεκτη την ανανεωμένη έμφαση που δίδεται σε ορισμένα κράτη μέλη σε καλά πρότυπα εταιρικής κυβέρνησης και πιστεύει ότι μια πανευρωπαϊκή κλίμακας συζήτηση ως προς τα κατάλληλα πρότυπα εταιρικής κυβέρνησης θα ήταν επωφελής.

Πέραν της εθνικής και ευρωπαϊκής νομοθεσίας για την εταιρική κυβέρνηση, τα χρηματιστήρια είναι ελεύθερα να αποφασίζουν ποια επιπλέον πρότυπα εταιρικής κυβέρνησης να επιβάλλουν στις επιχειρήσεις που επιθυμούν να εισαχθούν σε αυτά και τα πρότυπα αυτά μπορούν να διαδραματίσουν ρόλο στον ανταγωνισμό μεταξύ χρηματιστηρίων. Πέραν αυτού, μένει να δούμε κατά πόσο θα ήταν χρήσιμο ένα σαφές σύνολο ευρωπαϊκών αρχών εταιρικής κυβέρνησης και, αν όντως ισχύει αυτό, ποια μορφή θα μπορούσε να λάβει αυτό και ποιο θα έπρεπε να είναι το περιεχόμενό του. Στην πρόσφατη Πράσινη Βίβλο της για τον προβλεπόμενο από το νόμο λογιστικό έλεγχο στην ΕΕ η Επιτροπή τονίζει τη σκοπιμότητα έκδοσης μιας σύστασης προς τα κράτη μέλη σχετικά με τους τρόπους βελτίωσης του παρόντος συστήματος εταιρικής κυβέρνησης.

## ΘΕΣΜΙΚΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ

Οι θεσμικοί επενδυτές, συμπεριλαμβανόμενων των συλλογικών επενδυτικών ταμείων, των ασφαλιστικών εταιριών και των συνταξιοδοτικών ταμείων, θα αποτελέσουν βασικό παράγοντα για τον προσδιορισμό της επιτυχίας των νέων ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών για ΜΜΕ (αν και οι μεμονωμένοι επενδυτές ασφαλώς θα διαδραματίσουν σημαντικό ρόλο επίσης). Στις χρηματιστηριακές αγορές των ΗΠΑ, η από μέρους των θεσμικών επενδυτών κατοχή μετοχών φθάνει περίπου το 31% του συνόλου, ενώ το 24% κατέχεται από συνταξιοδοτικά ταμεία στο Ηνωμένο Βασίλειο τα

αντίστοιχα αριθμητικά στοιχεία είναι 59% και 51%, στη Γερμανία 22% και 12%, και στην Ιταλία 11% και 1%.

Τα συνταξιοδοτικά ταμεία, ιδιαίτερα, που προβαίνουν σε επενδύσεις κεφαλαίων πρόκειται να παρουσιάσουν μεγάλη ανάπτυξη τα προσεχή έτη η πίεση επί των συστημάτων συνταξιοδότησης μη χρηματοδοτούμενων από την κοινωνική ασφάλιση σε πολλές χώρες, που οφείλονται στη γήρανση του πληθυσμού και την ανεργία, είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε εντυπωσιακή επέκταση πρόβλεψης για συνταξιοδότηση μέσω χρηματοδοτούμενων συστημάτων. Μια έκθεση εκτιμά ότι τα πάγια περιουσιακά στοιχεία των συνταξιοδοτικών ταμείων ίσως να αυξηθούν μέχρι εννέα φορές, σε ποσό άνω των 10.000 δισεκατομμυρίων Ecu, μέχρι το 2020. Τα ταμεία αυτά θα επιζητούν νέες επενδυτικές ευκαιρίες, οι οποίες αναπόφευκτα αγорών για ΜΜΕ από τα συνταξιοδοτικά ταμεία και από άλλους θεσμικούς επενδυτές, για αναζήτηση παρόμοιων ευκαιριών.

Εντούτοις, η δυνατότητα των ταμείων αυτών να επενδύουν ελεύθερα οριοθετείται σήμερα από ορισμένους περιορισμούς στα κράτη μέλη. Πολλοί από αυτούς τους περιορισμούς αποτελούν συνήθεις και αιτιολογημένες εποπτικού χαρακτήρα απαιτήσεις (επιπλέον πολλά ταμεία έχουν τους δικούς τους εσωτερικούς κανόνες διαφοροποίησης του ρίσκου, όπως για παράδειγμα περιορισμούς στις επενδύσεις σε μη καταλογισμένους τίτλους, τους οποίους κανόνες οι διαχειριστές των ταμείων πρέπει να σέβονται). Όμως πολλοί κρατικοί περιορισμοί, όπως ορισμένες απαγορεύσεις για επενδύσεις εξωτερικού ή υποχρεώσεις επένδυσης σε κρατικά ομόλογα συνιστούν δυσμενή διάκριση. Ορισμένες απαιτήσεις για επενδύσεις σε συνδυασμένα συναλλάγματα μπορεί να είναι υπερβολικές και να μην έχουν αναγκαστικά εποπτικό χαρακτήρα. Οι περιορισμοί αυτοί μπορούν να οδηγήσουν τους επενδυτές σε κατώτερες της βέλτιστης απόδοσης των επενδύσεων τους και μπορούν επίσης να οδηγήσουν σε στρεβλώσεις: παραδείγματος χάριν, ένα συνταξιοδοτικό ταμείο ενδέχεται να μην δύναται να επενδύσει σε μια επιχείρηση προερχόμενη από το ίδιο κράτος μέλος απλώς και μόνο επειδή αυτή είναι εισηγμένη σε ξένη χρηματιστηριακή αγορά.

Καθώς οι ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ είναι από τη φύση τους διεθνείς, και λόγω του ότι θα χρειάζονται σημαντικές θεσμικές επενδύσεις για να επιτύχουν, αυτοί οι εθνικοί περιορισμοί στις επενδύσεις θα μπορούσαν να έχουν δυσανάλογα υψηλότερο αντίκτυπο σ' αυτές παρά σε άλλες κεφαλαιαγορές. Η κατάργηση αυτών των περιορισμών έχει ουσιαστικό χαρακτήρα, όχι μόνο όσον αφορά το συμφέρον των συνεισφερόντων στα συνταξιοδοτικά ταμεία και των επιχειρήσεων που αναζητούν χρηματοδότηση μέσω των μετοχών τους, αλλά επίσης για την ολοκλήρωση της ενιαίας αγοράς και την εφαρμογή των διατάξεων της συνθήκης για την ελεύθερη διακίνηση κεφαλαίων.

Η Επιτροπή έχει τώρα απευθυνθεί γραπτώς προς τα υπόψη κράτη μέλη ζητώντας τους να προβούν στην άρση των περιορισμών αυτών μη

επιτρεπόμενων από τη Συνθήκη της Ρώμης. Τυχόν παράλειψη τους να ενεργήσουν σχετικά θα μπορούσε να οδηγήσει σε κίνηση διαδικασίας παράβασης ενώπιον του Ευρωπαϊκού Δικαστηρίου. Επιπλέον, οι αποτελεσματικές κεφαλαιαγορές θα αποτελούσαν ένα από τα θέματα που θα καλύψει μια Πράσινη Βίβλος για τα συνταξιοδοτικά ταμεία, η οποία συντάσσεται προς το παρόν από την Επιτροπή.

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

Λόγω των δυσχερειών που αντιμετωπίζουν οι ευρωπαϊκές ΜΜΕ όσον αφορά την πρόσβαση τους στις κεφαλαιαγορές, βρίσκονται, σε μεγάλο βαθμό, σε κατάσταση ανεπάρκειας κεφαλαίων: μόνο το 10% των ευρωπαϊκών ΜΜΕ στις οποίες πραγματοποιήθηκε έρευνα το 1996, χρηματοδοτούνταν από εξωτερική διάθεση μετοχών, ενώ το 49% είχε συνάψει μακροπρόθεσμα δάνεια και το 54% προέβαιναν σε «πφαναλήψεις». Οι επιχειρήσεις χρειάζονται πολύ περισσότερα έτη, κατά μέσο όρο, στην Ευρώπη για να εισαχθούν σε χρηματιστήριο απ' ότι στις Ηνωμένες Πολιτείες. Οι πρωτοβουλίες, που αναλήφθηκαν τα τελευταία έτη, για τη δημιουργία ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών ΜΜΕ, είναι ως εκ' τούτου ενδεδειγμένες και απαραίτητες παρόλο που αποτελούν μέρος μόνο της λύσης τού προβλήματος. Έγινε μια αρχή προς τη κατεύθυνση μιας δομής κεφαλαιαγορών προσανατολισμένων στις ΜΜΕ, σε ευρωπαϊκό και εθνικό επίπεδο, που μπορεί να πληρώσει αυτό το σημαντικό κενό στη χρηματοδότηση των ΜΜΕ και να παράσχει ελκυστικές ευκαιρίες επενδύσεων.

Οι νέες τεχνολογίες και ένα υψηλό επίπεδο διαφάνειας θα έδιναν τη δυνατότητα σ' αυτές τις αγορές να προσελκύσουν νέες επενδύσεις, αλλά οι ταχείες τεχνολογικές εξελίξεις δημιουργούν επίσης ζητήματα αναφορικά με τον καλύτερο δυνατό τρόπο κανονιστικής ρύθμισης των κεφαλαιαγορών.

Η δημιουργία αυτών των νέων αγορών κατέστη δυνατή με τη νομοθεσία της Ε.Ε. περί ενιαίας αγοράς στον τομέα των συναλλαγών κινητών αξιών, κυρίως με την οδηγία περί επενδυτικών υπηρεσιών, η οποία ήρε τα προϋπάρχοντα ανυπέρβλητα εμπόδια για την εγκαθίδρυση πλήρως ευρωπαϊκών αγορών, όπως η ύπαρξη εθνικών μονοπωλιακών αγορών με περιορισμένη πρόσβαση για αλλοδαπούς χρηματιστές. Οπωσδήποτε, παραμένουν, ορισμένες δυνητικές δυσχέριες, οι οποίες θα μπορούσαν να παρακωλύσουν την πρόσβαση των ΜΜΕ στο μετοχικό κεφάλαιο και την ανάπτυξη των αγορών που έχουν σχεδιαστεί για να ανταποκριθούν στις ανάγκες τους. Πολλές από αυτές θα αποτελέσουν αντικείμενο αποφάσεων των επιμέρους χρηματιστηρίων ως μέρος της στρατηγικής τους. Τα προβλήματα με τα οποία ασχοληθήκαμε εδώ -προβλήματα πρόσβασης για τις ΜΜΕ σε χρηματιστήρια γενικά και δυνητικά εμπόδια για διασυνοριακές συναλλαγές μετοχών σε ευρωπαϊκές κεφαλαιαγορές για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ - ίσως να απαιτήσουν παρέμβαση, είτε σε εμπόδιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης είτε σε επίπεδο κρατών μελών, και η ανακοίνωση αυτή προτείνει ορισμένες κατευθύνσεις δράσεις.

Η βελτίωση της πρόσβασης για ΜΜΕ σε μετοχικό κεφάλαιο μέσω εισαγωγής τους, σε χρηματιστήριο αξιών και η αντιμετώπιση πιθανών κωλυμάτων μέσα στις ίδιες τις ΜΜΕ, αποτελεί έναν από τους στόχους του Τρίτου Πολυετούς Προγράμματος της Επιτροπής για ΜΜΕ, που εγκρίθηκε από το Συμβούλιο στις 9 Δεκεμβρίου 1996. Το πολυετές πρόγραμμα περιλαμβάνει επίσης τη διερεύνηση καινοτόμων χρηματοδοτικών μέσων για ΜΜΕ και στο πλαίσιο αυτό, η Επιτροπή προτίθεται να μελετήσει τη σκοπιμότητα άλλων μέσων για χρηματοδότηση ΜΜΕ μέσω κινητών αξιών, συμπεριλαμβανομένης της έκδοσης ομολόγων.

Η βελτίωση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε χρηματοδότηση μέσω διάθεσης μετοχών, τόσο με την ανάπτυξη κατάλληλων κεφαλαιαγορών προσανατολισμένων στις ΜΜΕ όσο και με την παροχή βοήθειας στις ΜΜΕ για να υπερκεράσουν τις εγγενείς δυσχερείς, οι οποίες μπορούν να ης αποτρέψουν από την εισαγωγή και διαπραγμάτευση των μετοχών τους σ' αυτές τις αγορές, θα έχει ένα έντονα επωφελές αποτέλεσμα για την ευρωπαϊκή οικονομία και το επίπεδο της απασχόλησης. Η αυξημένη πρόσβαση σε χρηματοδότηση μέσω διάθεσης μετοχών θα μπορούσε να προκαλέσει μία αλυσιδωτή αντίδραση θετικών επιδράσεων στις επιχειρήσεις: θα τους επέτρεπε να επενδύσουν στην έρευνα και την επέκταση· με τη μείωση της σχέσης χρέους - μετοχικού κεφαλαίου, οι τράπεζες θα καθίσταντο περισσότερες πρόθυμες να παράσχουν περαιτέρω χρηματοδότηση με δάνεια· με τη βελτίωση των δυνατοτήτων των κατόχων επιχειρηματικών κεφαλαίων ("venture capitalists") για πώληση των επενδύσεων τους θα ελευθερωνόταν επιχειρηματικό κεφάλαιο για επενδύσεις σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στο ξεκίνημα τους και νεαρές επιχειρήσεις, θα υπήρχαν επίσης ευρύτερα οικονομικά οφέλη: καλύτερες ευκαιρίες για τους ευρωπαίους επενδυτές, και ειδικά για τα συνταξιοδοτικά ταμεία, αμβλύνοντας έτσι τις σημερινές δυσχέρειες χρηματοδότησης των συντάξεων περισσότερες εσωτερικές επενδύσεις στην Ευρώπη από αλλού- ανάπτυξη χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών στην Ευρώπη.

Για όλους αυτούς τους λόγους η Επιτροπή πιστεύει ότι οι ευκαιρίες που παρέχονται από τη δημιουργία εθνικών και ευρωπαϊκών κεφαλαιαγορών για αναπτυσσόμενες ΜΜΕ θα πρέπει να μεγιστοποιηθούν. Θα πρέπει να καταβληθεί κάθε δυνατή προσπάθεια, συμπεριλαμβανομένης της λήψης των μέτρων που περιγράφονται ή προτείνονται στην παρούσα ανακοίνωση, για την περαιτέρω προώθηση της δημιουργίας μιας πραγματικής "παιδείας" αναφορικά με τις μετοχές των ΜΜΕ στην Ευρώπη.

## Κεφάλαιο 4<sup>ο</sup> (Λύσεις για τη βελτίωση των ΜΜΕ)

### Απλούστευση και βελτίωση του διοικητικού και κανονιστικού περιβάλλοντος των επιχειρήσεων

Α) Εξασφάλιση της συνεκτίμησης των ενδιαφερόντων των ΜΜΕ στις διάφορες κοινοτικές και πολιτικές πρωτοβουλίες.

Η ένταξη της διάστασης των ΜΜΕ στη διαδικασία χάραξης κοινοτικών- πολιτικών θα προωθήσει το συντονισμό των κοινοτικών δράσεων υπέρ των ΜΜΕ, γεγονός που θα δώσει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις αυτές να συμμετέχουν πλήρως σε όλες τις κοινοτικές και τα προγράμματα

Β) Απλούστευση και βελτίωση της κοινοτικής νομοθεσίας.

Η εφαρμογή δράσεων για την αποφυγή και την μείωση των μη αναγκαίων επιβαρύνσεων και των δαπανών συμμόρφωσης με την κοινοτική νομοθεσία, στοιχείων που αποτελούν ανασταλτικούς παράγοντες για την δημιουργία και την ανάπτυξη των ΜΜΕ. Η επίτευξη του στόχου αυτού θα γίνει μέσω της εφαρμογής μιας ρεαλιστικής μεθοδολογίας για την αξιολόγηση του αντίκτυπου των νομοθετικών προτάσεων.

Γ) Βελτίωση της διαφάνειας και της διάδοσης αποτελεσματικών πρακτικών για την απλούστευση και την βελτίωση του διοικητικού και κανονιστικού περιβάλλοντος.

Η εφαρμογή δράσεων για την προώθηση της διάδοσης αποτελεσματικών πρακτικών, ιδίως στον τομέα της διοικητικής απλούστευσης, προώθηση της εφαρμογής δράσεων για την διευκόλυνση της μεταβίβασης των επιχειρήσεων και τη χρήση της ρήτρας διατήρησης της κυριότητας.

Δ) Βελτίωση του πλαισίου για την διενέργεια διεθνικών συναλλαγών των ΜΜΕ.

Η προώθηση της εφαρμογής εναλλακτικών μεθόδων επίλυσης των διαφορών που προκύπτουν από διεθνικές πράξεις μεταξύ επιχειρήσεων, τόνωση της χρήσης κατάλληλων νομικών μέσων για της διεθνικές πράξεις των ΜΜΕ.

### Βελτίωση του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος των επιχειρήσεων

#### Α) Βελτίωση της πρόσβασης σε δανειακούς χρηματοδοτικούς πόρους.

Η προώθηση καινοτομικών πρακτικών στον τομέα της καλύτερης πρόσβασης των ΜΜΕ σε δανειακούς χρηματοδοτικούς πόρους ( περιλαμβανόμενης της πρόσβασης σε συστήματα αμοιβαίων εγγυήσεων και της υποστήριξης των τραπεζικών εργασιών της στρογγυλής τράπεζας και ΜΜΕ ).

#### Β) Ενίσχυση των προσπαθειών για την μείωση των προβλημάτων που δημιουργούν οι καθυστερήσεις πληρωμών.

Επίσπευση της υλοποίησης της σύστασης για τις καθυστερήσεις πληρωμών και πρόβλεψη της υποβολής προτάσεων και την παροχή υποστήριξης για την εφαρμογή δράσεων με στόχο τη βελτίωση των ικανοτήτων χρηματοοικονομικής διαχείρισης των ΜΜΕ, ιδίως στους τομείς της πληροφόρησης και της κατάρτισης, και την προώθηση της χρήσης ολοκληρωμένου λογισμικού διαχείρισης ταμειακών ροών.

#### Γ) Διευκόλυνση της ανάπτυξης ειδικών χρηματοοικονομικών μέσων.

Η προώθηση της ανάπτυξης ειδικών χρηματοδοτικών μέσων ιδιαίτερου ενδιαφέροντος για τα ΜΜΕ, και ιδίως του Factoring-πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων και της ασφάλισης πιστώσεων.

#### Δ) Τόνωση της ανάπτυξης κεφαλαιαγορών για ταχέως αναπτυσσόμενες ΜΜΕ.

Παροχή υποστήριξης στις ΜΜΕ προκειμένου να δώσουν ευρωπαϊκό και διεθνή προσανατολισμό στις στρατηγικές τους μέσω της παροχής καλύτερων υπηρεσιών πληροφόρησης.

Α) Ανάπτυξη υπηρεσιών πληροφόρησης.

Καλύτερη πρόσβαση στην κοινοτική πληροφόρηση για τις επιχειρήσεις, ανάπτυξη του δικτύου των Euro-Info-Centers (Ευρωπαϊκά κέντρα πληροφόρησης) ως "κέντρων πρώτης επαφής", με διοχέτευση κάθε αιτήματος στον αρμόδιο φορέα παροχής υπηρεσιών, βελτίωση της σύνθεσης του δικτύου και της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών, διερεύνηση και αναπροσανατολισμός της ενημερωτικής αποστολής του δικτύου, όσον αφορά την πρόσβαση στα κοινοτικά προγράμματα, την εσωτερική αγορά, τη διεθνοποίηση, τα περιβαλλοντικά θέματα και τα θέματα σχετικά με την εισαγωγή του ενιαίου νομίσματος, διευκόλυνση της πρόσβασης των ΜΜΕ σε πληροφοριακά στοιχεία για την αγορά.

Β) Καλύτερη προβολή των δράσεων της πολιτικής υπέρ των ΜΜΕ

Διεξαγωγή εκστρατειών προβολής σε συντονισμό με το δίκτυο ΕΚΠ, οργάνωση ευρωπαϊκών επιχειρηματικών εβδομάδων.

Γ) Προώθηση της συνεργασίας μέσω δικτύων αναζήτησης επιχειρηματικών εταίρων.

Ποιοτική βελτίωση και καθορισμός ενός προτύπου ποιότητας για την εμπιστευτική αναζήτηση επιχειρηματικών εταίρων.

Δ) Προώθηση της ανάπτυξης άμεσων μέσω προγραμμάτων συνεργασίας.

Συνεχής ανάπτυξη μέσων που καθιστούν δυνατή την ανάπτυξη άμεσων επαφών μεταξύ επιχειρηματιών.

Ε) Ανάπτυξη σχέσεων συνεργασίας στα πλαίσια συμβάσεων υπεργολαβίας.

Εφαρμογή περαιτέρω δράσεων για την προώθηση της διεθνικής υπεργολαβίας.

**Στ) Προώθηση της πρόσβασης σε νέες αγορές και της διεθνοποίησης των ΜΜΕ.**

Δοκιμαστική εφαρμογή καινοτομικών προσεγγίσεων, ιδίως διευκολύνοντας την πρόσβαση των ΜΜΕ σε νέες αγορές, και ενθάρρυνση της διεθνοποίησης της.

**Ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας των ΜΜΕ και βελτίωση της πρόσβασης τους στην έρευνα, την καινοτομία και την κατάρτιση.**

**Α) Αύξηση του καινοτομικού δυναμικού των ΜΜΕ.**

Εντοπισμός των υφισταμένων αποτελεσματικότερων πρακτικών και πειραματική εφαρμογή συγκεκριμένων προσεγγίσεων μέσω προτύπων δοκιμαστικών δράσεων, ιδίως στους τομείς της παροχής υποστήριξης για την δημιουργία επιχειρήσεων με αναπτυξιακό δυναμικό και νέων επιχειρήσεων τεχνολογικής βάσης.

**Β) Τόνωση της κατάρτισης σε θέματα της διοίκησης επιχειρήσεων.**

Παροχή βοήθειας για τον εντοπισμό και την δοκιμαστική εφαρμογή θετικών προσεγγίσεων στον τομέα της κατάρτισης σε θέματα διοίκησης επιχειρήσεων.

**Γ) Προσαρμογή στις περιβαλλοντικές απαιτήσεις.**

**Προώθηση της επιχειρηματικής πρωτοβουλίας και υποστήριξης ειδικών ομάδων-στόχων.**

**Α) "Επιχειρηματική κουλτούρα" και επιχειρηματική πρωτοβουλία ( επιχειρηματικό πνεύμα).**

Τόνωση της ανταλλαγής αποτελεσματικών πρακτικών και υποστήριξη του εντοπισμού ιδιαίτερα δυναμικών επιχειρηματιών.



## **B) Βιοτεχνικές και μικρές επιχειρήσεις.**

Εφαρμογή πρότυπων δοκιμαστικών σχεδίων που θα επιτρέψουν στις επιχειρήσεις αυτές να προσαρμοστούν στις διαρθρωτικές μεταβολές, να ενταχθούν αποτελεσματικότερα στην ενιαία αγορά και να αντλήσουν οφέλη από τις ευκαιρίες που προσφέρει η αγορά αυτή, περιλαμβανομένων των τομέων της τυποποίησης, της πιστοποίησης, της περιβαλλοντικής και ποιοτικής διαχείρισης

## **Γ) Επιχειρήσεις του εμπορίου και της διανομής.**

Διευκόλυνση της διαδικασίας προσαρμογής των εμπορικών επιχειρήσεων στην ενιαία αγορά και τις διαρθρωτικές μεταβολές, ιδίως μέσω της χρήσης νέων τεχνολογιών, προώθηση της συνεργασίας μεταξύ ΜΜΕ, διάδοση των αποτελεσματικών προτύπων δοκιμαστικών προγραμμάτων. Εξασφάλιση της ενδεδειγμένης συνέχειας στην Πράσινη Βίβλο για το εμπόριο και την διανομή.

## **Χάραξη πολιτικής και βελτίωση των γνώσεων για τις ΜΜΕ.**

Βελτίωση των στατιστικών για τις ΜΜΕ, χωρίς αύξηση του φόρτου των επιχειρήσεων, Ευρωπαϊκό παρατηρητήριο για τις ΜΜΕ, μελέτες δημιουργίας βάσεις δεδομένων, σχετικά με τα μέτρα των ΜΜΕ, αξιολόγηση των δράσεων που εφαρμόζονται σήμερα και υποβολή προτάσεων για νέα κοινοτικά μέτρα σε τομείς που επηρεάζουν τις επιχειρήσεις.

## **Ανάγκη κατάρτισεως ενός πίνακα χρηματοδοτήσεως**

Ο Ισολογισμός παρουσιάζει μια φωτογραφία της περιουσιακής κατάστασης της επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, συνήθως κατά το κλείσιμο της λογιστικής χρήσεως. Οι πληροφορίες που περιέχει ο ισολογισμός είναι στατιστικές και δεν ενημερώνουν για τις μεταβολές που συνέβησαν στην διάρκεια του έτους. Ο ισολογισμός παρουσιάζει υπόλοιπα των λογαριασμών

των περιουσιακών στοιχείων και όχι τις μεταβολές που τα επηρέασαν στην διάρκεια της λογιστικής χρήσεως. Το ότι επήλθαν μεταβολές στα περιουσιακά στοιχεία προκύπτει από την απλή σύγκριση των δύο διαδοχικών ισολογισμών που δημοσιεύονται υποχρεωτικά για την προέλευση και την χρήση των πόρων που επηρέασαν τα περιουσιακά στοιχεία δεν υπάρχει πληροφόρηση. Στην διάρκεια της λογιστικής χρήσεως, με την ανάπτυξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας, δημιουργείται ένα οικονομικό αποτέλεσμα, το οποίο συνοψίζει, μέσω διαδοχικών φάσεων, ο λογαριασμός αποτελεσμάτων, που συνοδεύει τον ισολογισμό με την μορφή καταστάσεως. Ανακαλύπτει όμως ένα πρόβλημα, διότι η λογιστική παρακολούθηση των αξιών δεν ταυτίζεται πάντοτε με την πραγματική ροή χρήματος στην επιχείρηση. Ως παράδειγμα αναφέρεται η πώληση με πίστωση, που μπορεί να μετατοπίσει στην επόμενη χρήση της πραγματικής εισροής χρήματος. Άλλη, διαφορετική περίπτωση, αντιπροσωπεύει η αναθεώρηση της αξίας των ακινητοποιήσεων, η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με ενσωμάτωση σε αυτό αποθεματικών ή οι απροσβέσεις, που δεν προκαλούν εισροή νέου χρήματος στο ταμείο. Πρόκειται για καθαρά λογιστικές εγγραφές που ασφάλως τροποποιούν τις αξίες.

Οι προαναφερόμενες περιπτώσεις παρακολουθούνται με τις κατάλληλες συμψηφιστικές εγγραφές της λογιστικής τεχνικής. Δεν διαχωρίζονται όμως αυτές οι κινήσεις από εκείνες που συνοδεύονται από ταυτόχρονη κίνηση χρήματος. Είναι δε σημαντικό να εντοπισθούν οι πραγματικοί πόροι στη διάρκεια μιας χρήσεως και απασχόληση τους. Η ανάγκη αυτή οδηγεί στην ανάγκη ενός πίνακα χρηματοδοτήσεως που θα εξηγεί τις περιουσιακές μεταβολές κατ' όγκο και κατά σύνθεση και θα επιτρέπει τη μελέτη της χρηματοοικονομικής ισορροπίας. Ειδικότερα ο πίνακας, που αποκαλείται και πίνακας πηγών και απασχολήσεων πόρων, επιτρέπει την εκτίμηση της χρηματοοικονομικής διαχειρίσεως της επιχειρήσεως, της πολιτικής προσφυγής, στο δανεισμό ή σε εσωτερικούς τρόπους χρηματοδοτήσεως, της πολιτικής αυτοχρηματοδοτήσεως, των νέων επενδύσεων κ.ο.κ.

### Τρόπος κατάρτισεως του πίνακα χρηματοδοτήσεως

Για την κατάρτιση του πίνακα χρειάζονται ο ισολογισμός αρχής και τέλους της λογιστικής χρήσεως, για να εντοπισθούν οι μεταβολές των περιουσιακών στοιχείων και η αντίστοιχη

κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως. Αυτή είναι αναγκαίο ν' αναδιαταχθεί ώστε να διαχωρίζονται τα στοιχεία εκμεταλλεύσεως, τα χρηματοοικονομικά, τα εκτός εκμεταλλεύσεως στοιχεία κλπ. Οι μεταβολές μεταξύ των δύο ισολογισμών, που έχουν άμεση επίπτωση στα διαθέσιμα της επιχειρήσεως, μεταφέρονται σε ένα πίνακα με δύο στήλες, με τίτλους αριστερά "Απασχολήσεις" και δεξιά "Πηγές". Οι απασχολήσεις σε μειώσεις των διαθέσιμων (-) και οι πηγές σε αυξήσεις (+).

Στις πηγές καταχωρούνται οι αρνητικές μεταβολές του ενεργητικού, διότι π.χ η πώληση ενός στοιχείου του ενεργητικού προκαλεί αύξηση των διαθέσιμων και οι θετικές μεταβολές, διότι, π.χ η ενσωμάτωση κερδών στα αποθεματικά ή το προϊόν ενός δανείου, έχουν επίσης αυξητική επίπτωση στα διαθέσιμα.

Στις απασχολήσεις καταχωρούνται οι θετικές μεταβολές του ενεργητικού, διότι, π.χ η απόκτηση νέων ακινητοποιήσεων ή συμμετοχή σε άλλη εταιρεία επιφέρουν μείωση των διαθέσιμων όπως και οι αρνητικές μεταβολές του παθητικού π.χ εξόφληση δανείου.

Η διάταξη των μεγεθών στον πίνακα χρηματοδοτήσεως γίνεται και στον ισολογισμό. Το επάνω μέρος καταλαμβάνουν οι πηγές μεγάλης διάρκειας και οι σταθερές απασχολήσεις, ενώ το κάτω μέρος καταλαμβάνουν οι βραχυπρόθεσμες πηγές και απασχολήσεις. Την εν λόγω διάταξη απεικονίζει ο ακόλουθος πίνακας:

**Πίνακας: Σχέδιο πίνακα χρηματοδοτήσεως**

<b>Απασχολήσεις(-)</b>	<b>Πηγές πόρων (+)</b>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Σταθερές απασχολήσεις (ΣΑ) Ε↑Ακινητοποιήσεις ενεργητικού Π↓Διαρκή κεφάλαια</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μακροπρόθεσμες πηγές (ΜΠ) Π↑Διαρκή κεφάλαια Ε↓Ακινητοποιήσεις ενεργητικού</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Βραχυπρόθεσμες απασχολήσεις (ΒΑ) Ε↑Κυκλοφορούν ενεργητικό Π↓Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Βραχυπρόθεσμες πηγές Π↑Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις Ε↓Κυκλοφορούν ενεργητικό</li> </ul>

Σημειώσεις: Τα (-) και (+) αντιστοιχούν στις μεταβολές των διαθεσίμων Ε= ενεργητικό και Π= παθητικό. Ε αύξηση ενεργητικού, Π μείωση παθητικού.

Επειδή στον ισολογισμό ισχύει πάντοτε  $E=Π$ , θα ισχύει η ισότητα και για τους δύο ισολογισμούς αρχής και τέλους της χρήσεως και κατά συνέπεια, το άθροισμα των πηγών θα ισούται προς το άθροισμα των απασχολήσεων, ήτοι  $ΣΑ+ΒΑ=ΜΠ+ΒΠ$ , οπότε  $ΒΑ-ΒΠ=ΜΠ-ΣΑ$ . (βλ. συμβολισμούς στον παραπάνω πίνακα.)

### Ενισχύσεις για την έρευνα και τεχνολογική ανάπτυξη

Το άρθρο 130 ΣΤ' & 2 της ΣΣΕ αναφέρει ότι:

« Η κοινότητα ενθαρρύνει στο σύνολό της τις επιχειρήσεις, συμπεριλαμβανομένων των **μικρομεσαίων επιχειρήσεων**, τα ερευνητικά κέντρα και τα πανεπιστήμια στις προσπάθειες τους στους τομείς έρευνας και τεχνολογικής ανάπτυξεως υψηλής ποιότητας. Ενισχύει τις προσπάθειες για συνεργασία, αποβλέποντας, ιδιαίτερα, στο να δίδεται στις επιχειρήσεις η ευκαιρία να εκμεταλλεύονται πλήρως τις δυνατότητες που παρέχει η εσωτερική αγορά, ιδίως μέσω του ανοίγματος των εθνικών δημόσιων συμβάσεων, του καθορισμού κοινών προτύπων και της εξαλείψεως των νομικών και φορολογικών εμποδίων στη συνεργασία αυτή». Ειδικότερα, η Κοινότητα αναλαμβάνει, συμπληρωματικά προς τις ενέργειες των Κρατών μελών τις ακόλουθες δραστηριότητες:

α) Εφαρμογή προγραμμάτων έρευνας, τεχνολογικής ανάπτυξεως και επιδείξεως, με προώθηση της συνεργασίας με τις επιχειρήσεις, τα ερευνητικά κέντρα και τα πανεπιστήμια, καθώς και της συνεργασίας μεταξύ των φορέων αυτών.

β) Διάδοση και αξιοποίηση των αποτελεσμάτων των δραστηριοτήτων στον τομέα της κοινοτικής έρευνας, τεχνολογικής ανάπτυξεως και επιδείξεως.

γ) Προώθηση της συνεργασίας με τις τρίτες χώρες και τους διεθνείς οργανισμούς, στον τομέα της κοινοτικής έρευνας, τεχνολογικής ανάπτυξεως και επιδείξεως.

δ) Προώθηση της κατάρτισεως και της κινητικότητας των ερευνητών της Κοινότητας.

## Οι ενισχύσεις προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις

Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή θεωρεί ως μικρομεσαία την επιχείρηση που δεν απασχολεί πλέον των 250 ατόμων, που δεν έχει κύκλο εργασιών μεγαλύτερο από 20 εκ. ECU και της οποίας 25% το πολύ του κεφαλαίου μπορεί να κατέχεται από μία ή περισσότερες επιχειρήσεις που δεν είναι κρατικές ή κεφαλαίου κινδύνου ή θεσμικών επενδυτών.

Η επιχείρηση θεωρείται ως μικρή, όταν δεν απασχολεί πλέον των 50 ατόμων, δεν έχει κύκλο εργασιών μεγαλύτερο των 5 εκ. ECU ή σύνολο ισολογισμού ανώτερο από 2 εκ. ECU και ισχύει ως ανώτερο το τρίτο κριτήριο (ΕΕΕΚ C 213/19-8-1992).

Στην Κοινότητα, μεταξύ των 11,6 εκ. επιχειρήσεων που απογράφηκαν το 1988 τα 93,3% απασχολούσαν λιγότερα των 20 ατόμων, τα 3,4% μεταξύ 20 και 200 ατόμων και περίπου 0,25% μεταξύ 200 και 500 ατόμων. Οι τρεις ομάδες εκπροσωπούσαν τα 70,2% της απασχολήσεως στην Κοινότητα. Αυτή τη σπουδαιότητα των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στην απασχόληση και στη στήριξη της οικονομικής αναπτύξεως ανεγνώρισε το Συμβούλιο Κορυφής της ΕΟΚ στο Εδιμβούργο (11-12 Δεκεμβρίου 1992) καλώντας το Συμβούλιο Υπουργών και την Επιτροπή "να πραγματοποιήσουν τη μείωση των δαπανών που πηγάζουν από την κοινοτική νομοθεσία και βαρύνουν τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και να προσφέρουν σ' αυτές πλήρεις πληροφορίες για τις κοινοτικές βοήθειες" (CCE, 1993 σελ. 1).

Για τη διοχέτευση στις επιχειρήσεις των κοινοτικών πληροφοριών η Επιτροπή ενθαρρύνει την ίδρυση και την ανάπτυξη των Ευρωπαϊκών Κέντρων Πληροφοριών (Euro Info Center = EIC), των οποίων ο αριθμός στο τέλος του 1992 έφθασε στα 211 με 2600 γραφεία στα 12 Κράτη μέλη. Για την προώθηση της συνεργασίας και της αναζητήσεως εταίρων η Επιτροπή χρηματοδοτεί δύο δίκτυα: το ένα, Γραφείο Προσεγγίσεως Επιχειρήσεων (BRE) και το δεύτερο, Δίκτυο Συνεργασίας Επιχειρήσεων (BC-NET) για την αναζήτηση συνεργατών αντίστοιχα μη εμπιστευτική ή εμπιστευτική. Με στόχο επίσης την ανάπτυξη των επιχειρήσεων και της συνεργασίας τους η Επιτροπή χρηματοδοτεί τα προγράμματα EUROPARTENARIAT, INTERPRISES, EUROMANAGNENT κ.α.

Εξ' άλλου, λόγω της δυσκολίας προσβάσεως των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων στα τραπεζικά δάνεια και στο

χρηματιστήριο (υψηλό κόστος) η Επιτροπή διάκειται ευνοϊκά στην ενθάρρυνση της αυτοχρηματοδότησεως μέσω των μειωμένων φορολογικών συντελεστών. Και στον τομέα των κρατικών βοηθειών προς τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις η Επιτροπή τηρεί ελαστικότερη στάση, επιβλέποντας απλά την αποφυγή διαταραχής του ανταγωνισμού μεταξύ των επιχειρήσεων. Τέλος, η Κοινότητα απεφάσισε την ίδρυση ενός δικτύου κέντρων μελέτης των μικρό-μεσαίων επιχειρήσεων, ώστε να γνωρίζει καλύτερα την υφιστάμενη κατάσταση και την αποτελεσματικότητα των μέτρων της και να προβαίνει σε περιοδικές αναθεωρήσεις των μέτρων.

## Κεφάλαιο 5<sup>ο</sup> (Νέοι τρόποι χρηματοδότησης)

### Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing)

#### Έννοια και εξέλιξη της μισθώσεως.

Η μίσθωση ( ενοικίαση) πραγμάτων, δηλαδή η συμβατική παραχώρηση σε τρίτους της χρήσεως για συγκεκριμένη διάρκεια έναντι μισθώματος χωρίς καμία μεταβολή στην ιδιοκτησιακή σχέση, είναι ένας αρχαίος τρόπος αντιμετώπισης των ανθρώπινων αναγκών. Προοδευτικά, με την ανάπτυξη των κοινωνιών και τον πολλαπλασιασμό των αναγκών, η παραδοσιακή μίσθωση διαφοροποιήθηκε ανάλογα με το αναπτυξιακό επίπεδο των χώρων. Η εξελεγκτική πορεία άρχισε στις ΗΠΑ από τα μέσα του 19<sup>ου</sup> αιώνα και επιταχύνθηκε στις χώρες της Δυτικής Ευρώπης κατά τις τρεις τελευταίες δεκαετίες. Η ανάπτυξη σημειώθηκε κυρίως προς την πλευρά των κινητών πραγμάτων. Μια σύγχρονη μορφή του θεσμού, η χρηματοδοτική μίσθωση, καθιερώθηκε στην Ελλάδα με το Ν 1665/1986, του οποίου τα κύρια σημεία συνοψίζονται υπό ειδικό τίτλο στη συνέχεια. Ως νέος θεσμός έγινε γνωστός με την ξενόγλωσση ονομασία του. Χρησιμοποιούνται οι όροι της αγγλικής γλώσσας Financial leasing για την χρηματοδοτική μίσθωση (Credit-bail στην γαλλική) και Rending ή Operating leasing για την παραδοσιακή ή λειτουργική μίσθωση. Το ενδιαφέρον προσελκύει η μορφή της χρηματοδοτικής μίσθωσης, η οποία παρέχει την δυνατότητα στον χρήστη, μετά την πολυετή εκμίσθωση ενός πράγματος, ν' αποκτήσει και την ιδιοκτησία του. Διευκρινίζεται ότι κατά τη διαδικασία της παραδοσιακής μισθώσεως εμφανίζονται ο ιδιοκτήτης του αντικειμένου ή ο εκμισθωτής και ο χρήστης του αντικειμένου ή μισθωτής, ο οποίος πληρώνει το μίσθωμα ή ενοίκιο του πράγματος (που αποκαλείται και μίσθιον). Στη χρηματοδοτική μίσθωση εμφανίζονται πάντα ο απαραίτητος χρήστης και η ειδική εταιρεία leasing, ως χρηματοδοτικός μεσάζων, ενώ πίσω απ' αυτή ενδέχεται να υπάρχει σειρά εναλλακτικών συνεργασιών, όπως περιγράφεται στη συνέχεια υπό ξεχωριστό τίτλο. Αυτοί οι τρίτοι συνεργάτες εγγυώνται την καλή κατασκευή του πράγματος και αναλαμβάνουν την παροχή σειράς υπηρεσιών προς τον χρήστη υπό πρόσθετους όρους.

Έναντι της παραδοσιακής μισθώσεως η χρηματοδοτική μίσθωση διαφέρει ως προς την ελευθερία του ενοικιαστή να

επιλέξει το πράγμα, που υποδεικνύει για εξαγορά στην εταιρεία μισθώσεως, από την οποία εν συνεχεία το ενοικιάζει. Η διάρκεια ενοικιάσεως καλύπτει συνήθως ολόκληρη την οικονομική ζωή του πράγματος, το δε ενοίκιο υπολογίζεται ως τοκοχρεολυτική δόση δανείου, που θα χρειαζόταν για την εξ' αρχής ιδιοκτησιακή απόκτηση του πράγματος. Έτσι, ο μιν χρήστης εξασφαλίζει αμέσως τη δυνατότητα χρησιμοποίησεως πράγματος της επιλογής του, χωρίς να δεσμεύσει το απαραίτητο κεφάλαιο εξαγοράς, που ίσως να μην διαθέτει ή να μην είναι δυνατή η εξεύρεση του, η δε εταιρεία ενοικιάσεως τοποθετεί εντόκως τα κεφάλαια της. Στο ενοικιαστήριο συμβόλαιο προβλέπεται το δικαίωμα επιλογής (Option) για την τελική εξαγορά του πράγματος από τον ενοικιαστή σε γνωστή από την έναρξη του συμβολαίου τιμή, για την παράταση της ενοικιάσεως με νέο συμβόλαιο ή για τη μη ανανέωση και επιστροφή του πράγματος.

### Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

Η σύμβαση χρηματοδοτικής μισθώσεως (ΣΥ.Χ.ΜΙ.) γίνεται μεταξύ ειδικευμένης εταιρείας και επιχειρήσεως ή επαγγελματία με σκοπό τη παραχώρηση έναντι μισθώματος στην επιχείρηση ή τον επαγγελματία της χρήσεως κινητού πράγματος και ταυτοχρόνως του δικαιώματος είτε αγοράς είτε ανανεώσεως της μισθώσεως για ορισμένο χρόνο.

#### Μερικές από τις μορφές μισθώσεως είναι:

α) **Ειδική μορφή μισθώσεως ( Master lease line).** Μεταξύ εταιρείας leasing και πελάτη μπορεί να υπογραφεί μια σύμβαση-πλαίσιο, η οποία να εφαρμόζεται κατά τη σταδιακή απόκτηση περισσότερων πραγμάτων.

β) **Συμμετοχική ή εξισορροπητική μίσθωση ( Leveraged leasing).** Η περίπτωση αυτή εφαρμόζεται σε πράγματα πολύ μεγάλης αξίας ( πλοία, αεροπλάνα, τρένα, κ.α) και προϋποθέτει την σύμπραξη τεσσάρων μερών: του πελάτη, του βιομηχανικού κατασκευαστή, μιας εταιρείας leasing και ενός τραπεζικού οργανισμού. Η τράπεζα διαθέτει αμέσως το τμήμα στη βιομηχανία και εισπράττει ένα μερίδιο των ενοικίων από την εταιρεία leasing, που δρα ως μεσάζων για την τοποθέτηση του εξοπλισμού.

γ) **Πώληση και επανεκμίσθωση ( Sell and lease back).** Ο ενοικιαστής αγοράζει το πράγμα και στην συνέχεια το πωλεί στην εταιρεία εκμίσθωσης, από την οποία το ενοικιάζει. Αυτός ο



τρόπος επιλέγεται για την αντιμετώπιση εκτάκτων αναγκών ρευστότητας εκ μέρους του ενοικιαστή.

δ) **Διασυνοριακή ή διεθνής μίσθωση ( Cross-border ή Off-shore leasing).** Η περίπτωση αυτή διαφοροποιείται έναντι των προηγούμενων κατά το στοιχείο της πληρωμής των μισθωμάτων σε συνάλλαγμα, γεγονός που περικλείει πρόσθετους κινδύνους. Πρόκειται για διαρκώς επεκτεινόμενη περίπτωση συναλλαγών.

### Πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μισθώσεως.

- Το κυριότερο πλεονέκτημα της ΣΥ.Χ.ΜΙ. είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησεως κατά 100% του νέου εξοπλισμού, χωρίς να απαιτείται πάντοτε η ίδια συμμετοχή.
- Η σχέση ιδίων προς ξένων κεφαλαίων δεν επιβαρύνεται, όπως συμβαίνει στην περίπτωση δανεισμού και η επιχείρηση μπορεί να συνάπτει τραπεζικά δάνεια.
- Το σύνολο του μισθώματος αποτελεί έξοδο που δεν φορολογείται, ενώ στον δανεισμό μόνο οι τόκοι δεν φορολογούνται.
- Η διαδικασία υπογραφής μίας ΣΥ.Χ.ΜΙ. είναι ταχύτερη και λιγότερο δαπανηρή έναντι της συμβάσεως μακροπρόθεσμου δανεισμού. Συνήθως δεν χρειάζονται προσημειώσεις, υποθήκες, κλπ., ενώ προβλέπονται μειωμένα συμβολαιογραφικά δικαιώματα και απαλλαγή από χαρτόσημο και άλλους φόρους (π.χ ΕΦΤΕ των δανειακών συμβάσεων).
- Ο μισθωτής μπορεί ευκολότερα να παρακολουθεί την τεχνολογική εξέλιξη του εξοπλισμού, εκμεταλλευόμενος τις δυνατότητες εποχιακής προσαρμογής των μισθωμάτων, ώστε αυτά να καταβάλλονται ως τμήμα των λειτουργικών εισπράξεων. Απαλλάσσεται δε από την αγωνία ρευστοποίησης της υπολειμματικής αξίας.
- Τα παρεχόμενα κίνητρα των αναπτυξιακών νόμων δεν θίγονται από την επιλογή επενδύσεως μέσω leasing.
- Για τα τραπεζικά συγκροτήματα το leasing αποτελεί μια τεχνική διευρύνσεως της πελατείας και των πολλαπλών

κερδών, αφού, εκτός των άλλων αποκτούν διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών και του εξοπλισμού και προσφέρουν πελατεία στις ασφαλιστικές εταιρείες.

- Οι εταιρείες leasing διασφαλίζονται από τον κίνδυνο πτωχεύσεως του μισθωτή, διότι διατηρούν την ιδιοκτησία του εξοπλισμού και επιπλέον απολαμβάνουν σοβαρά φορολογικά κίνητρα.( αποσβέσεις, σύσταση αφορολόγητου αποθεματικού).

### Μειονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

- Το φαινομενικό κόστος του leasing είναι υψηλότερο από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού. Η βαθύτερη διερεύνηση των φοροαπαλλαγών μετριάξει την πρώτη εντύπωση ή ακόμη μπορεί να δημιουργήσει πλεονεκτική κατάσταση.

- Διαφεύγει η ωφέλεια από τη φοροαπαλλαγή των αποσβέσεων στην περίπτωση ιδιόκτητου εξοπλισμού. Αυτή η ωφέλεια συμψηφίζεται μέχρι ενός βαθμού από την πλήρη φοροαπαλλαγή των μισθωμάτων.

- Παρά τη θετική σχέση ιδίων προς ξένων κεφαλαίων μπορεί να εκδηλωθεί δισταγμός των τραπεζών για χρηματοδότηση της επιχειρήσεως, όταν ο εξοπλισμός της στηρίζεται στη μέθοδο του leasing.

- Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά ή ανωτέρας βίας έναντι του εκμισθωτή και διατρέχει τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της συμβάσεως αν αθετήσει κάποιον από τους όρους της για σημαντικό χρονικό διάστημα. Τότε ο εκμισθωτής μπορεί να του αφαιρέσει τον εξοπλισμό και να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των μισθωμάτων μέχρι την λήξη της συμβάσεως. Επί πλέον, ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για τη διαπίστωση της καλής λειτουργικής καταστάσεως του εξοπλισμού ( Μαλακός, 1992, 35).

## Η εφαρμογή της χρηματοδοτικής μισθώσεως στην Ελλάδα.

Δικαίωμα συνάψεως συμβάσεως leasing έχουν οι επιχειρήσεις οποιασδήποτε νομικής μορφής και κάθε ελεύθερος επαγγελματίας. Ο ενδιαφερόμενος θα πρέπει να υποβάλλει προς την Ε.Χ.ΜΙ. της επιλογής του αίτηση και σειρά δικαιολογητικών που αποδεικνύουν την οικονομική κατάσταση και βιωσιμότητα, καθώς και ακριβείς πληροφορίες για την προς απόκτηση εξοπλισμού. Συνήθως απαιτείται ο εξοπλισμός να είναι παραγωγικά αυτοτελής και κατά το δυνατό όχι υπερβολικά εξειδικευμένος, ώστε να προσφέρεται για επαναμίσθωση από άλλον μισθωτή αν χρειασθεί.

Απαιτείται μια ελάχιστη επενδυτική αξία, συνήθως 5 εκ. δρχ. Η Ε.Χ.ΜΙ. προμηθεύει τον εξοπλισμό της απόλυτου επιλογής του πελάτη, εξοφλεί τους προμηθευτές και παραδίδει για χρήση με τριετές τουλάχιστον συμβόλαιο, ανάλογα με την οικονομική ζωή του και προκαταβολική πληρωμή του μισθώματος ανά μήνα ή τρίμηνο. Η σύμβαση προβλέπει τις δυνατότητες εξαγοράς του εξοπλισμού με τίμημα που δεν υπερβαίνει το 5% του αρχικού κόστους, παρατάσεως της μισθώσεως για ένα τουλάχιστον έτος ( με μίσθωμα σημαντικά χαμηλότερο) και επιστροφής του εξοπλισμού. Ο εξοπλισμός ασφαλίζεται στην εταιρεία και για τους κινδύνους που υποδεικνύει η Ε.Χ.ΜΙ.

Στο τέλος του 1992 υπήρχαν οι ακόλουθες τρεις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες χρηματοδοτικής μισθώσεως με την αντίστοιχη έκαστης χρηματιστηριακή αξία: Alpha leasing ( 37,5 δις. δρχ.) ETBA leasing (19 δις. δρχ.) και Πληροφοριακής εργασίας (1,35 δις. δρχ.) (Βλ. ετήσιο στατιστικό δελτίο ΧΑΑ, 1992, σελ. 73). Από τον απολογισμό για τη χρήση 1992 της Alpha leasing (έτος ιδρύσεως 1981) διαπιστώνεται ύπαρξη μισθωμένου εξοπλισμού στις 31/12/1992 αξίας κτήσεως 35,4 δις. δρχ. είναι αυξημένος κατά 52,1% έναντι του 1991. Τα καθαρά κέρδη προ προβλέψεων και φόρων ανήλθαν σε 6,15 δις δρχ. (+44,9 έναντι του 1991), τα δε διανεμητέα κέρδη ανήλθαν σε 3,48 δις δρχ. (+33,8% έναντι του 1991). Αξία μνείας είναι η αναφερόμενη ωφέλεια για την εταιρεία, που προέκυψε με τη μετατροπή του δανεισμού από δραχμές σε δολάρια και η οποία οδήγησε σε μείωση του χρηματοοικονομικού κόστους κατά 30,2% λόγω της πτώσεως των επιτοκίων στην ευρωπαϊκή αγορά. (Βλ. απολογισμός χρήσεως 1992, σελ. 4.).

Στην ETBA leasing (9έτος ίδρυσης 1987) τα έσοδα από εκμίσθωση εξοπλισμού κατά το 1992 ανήλθαν σε 6,3 δις δρχ. παρουσιάζοντας αύξηση 38% έναντι του 1991. τα καθαρά κέρδη

προ φόρων ύψους 3,23δισ δρχ. είναι αυξημένα κατά 56% έναντι εκείνων του 1991. (Βλ. απολογισμός χρήσεως 1992, σελ. 5).

Τα αποτελέσματα λειτουργίας των δύο εταιρειών αποδεικνύουν τον αξιόλογο δυναμισμό της αγοράς τους. Δεν είναι γνωστές εκτιμήσεις για τα περιθώρια και το ρυθμό της περαιτέρω αναπτύξεως της εν λόγω αγοράς.

## Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring)

### Περιεχόμενο και πρώτα βήματα στην Ελλάδα.

Η πρακτορεία των επιχειρηματικών απαιτήσεων, που είναι πιο γνωστή με τον αγγλοσαξονικό όρο Factoring, είναι μια τεχνική συναλλαγών, κατά την οποία ο προμηθευτής ή εκχωρητής μεταβιβάζει ορισμένα δικαιώματα του στον πράκτορα (Factor) επί αμοιβή και ο πράκτορας αναλαμβάνει να εξοφλήσει στον προμηθευτή τα δικαιώματα του κατά την κανονική λήξη ή να τα προεξοφλήσει, οπότε διενεργεί μια πιστωτική πράξη. Η τεχνική της πρακτορείας δεν αποτελεί νέα εφεύρεση, αφού ήταν γνωστή από τους αρχαίους μεσογειακούς λαούς. Συστηματοποιήθηκε όμως η τεχνική, κυρίως μετά το 1960, στα πλαίσια των προσπαθειών των Κυβερνήσεων για την ανάπτυξη του διεθνούς εμπορίου με την παροχή κινήτρων διασφάλισης έναντι των αλλοδαπών πελατών. Είναι ευνόητο πως η δραστηριότητα αυτή πρέπει να στηρίζεται σε οικονομικά ισχυρούς φορείς με πολυεθνική δικτύωση για τη διεκπεραίωση των πολύπλοκων και συχνά υψηλού κινδύνου καθηκόντων που αναλαμβάνουν. Η τεχνική αυτή διευκολύνει ιδιαίτερας τις μικρές και νέες επιχειρήσεις, που δεν έχουν την απαιτούμενη υποδομή για τις διεθνείς συναλλαγές.

Τα πλεονεκτήματα του Factoring για τις επιχειρήσεις πηγάζουν από το εύρος των καλυπτόμενων υπηρεσιών από τη σύμβαση μεταξύ προμηθευτή και πράκτορα και είναι η κάλυψη του κινδύνου των πωλήσεων επί πιστώσει, η πληροφόρηση για την φερεγγυότητα επιχειρήσεων, οπότε διευρύνονται οι δυνατότητες πωλήσεων, η διαχειριστική εξυπηρέτηση των εισπρακτέων απαιτήσεων κ.α. Η τεχνική δεν αναπτύχθηκε στο εσωτερικό της Ελλάδας, ενώ έχει διαδοθεί η εφαρμογή της στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ενώσεως. Για τις ελληνικές εξαγωγές καθιερώθηκε με τις ΠΔ/ΤΕ 959/10-3-1987 και 1117/30-7-1987. Τρία χρόνια αργότερα δημοσιεύθηκε ο ειδικός νόμος 1905/1990, του οποίου τα κύρια σημεία παρουσιάζονται στη συνέχεια υπό χωριστό τίτλο και

έτσι ο θεσμός απέκτησε το ρυθμιστικό πλαίσιο για την εσωτερική και εξωτερική αγορά.

Κατά την ΠΔ/ΤΕ 959/10-3-1987 " επιτρέπεται στις εμπορικές τράπεζες ή σε θυγατρικές ανώνυμες εταιρείες τους, που θα συσταθούν αποκλειστικά για τον σκοπό αυτό, να διενεργούν πράξεις αναδόχου εισπράξεως εμπορευματικών απαιτήσεων ελληνικών εξαγωγικών επιχειρήσεων". Οι τράπεζες αναλαμβάνουν την υποχρέωση να εξοφλήσουν το σύνολο των εξαγωγών που διενεργούνται με την μεσολάβηση τους και δύναται να προκαταβάλλουν μέρος της αξίας των εξαγωγών κατά τον χρόνο πραγματοποίησής τους. Έναντι των παρεχόμενων υπηρεσιών τους οι τράπεζες εισπράττουν κατά τη στιγμή της εξοφλήσεως του εξαγωγέα προμήθεια σε δραχμές επί της αξίας FOB του εξαγόμενου προϊόντος. Δικαιούνται επίσης οι τράπεζες να εκτοκίζουν το ποσόν της προκαταβολής με επιτόκιο LIBOR +2%.

Η ΠΔ/ΤΕ 1117/30-7-1987 επεκτείνει τις αρμοδιότητες των τραπεζών πέραν εκείνων της ΠΔ/ΤΕ 959/1987, επιτρέποντας την προσφορά και άλλων συναφών υπηρεσιών στα πλαίσια των θεσμών factoring/forfeiting.

### Το ελληνικό νομοθετικό πλαίσιο του factoring<sup>2</sup>

Κατά το άρθρο 1 του Ν 1905 η σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων (ΠΕΑ) καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ ενός κατά κύριο επάγγελμα προμηθευτή αγαθών ή υπηρεσιών και ενός πράκτορα επιχειρηματικών απαιτήσεων. Ο τελευταίος αναλαμβάνει να παρέχει στον προμηθευτή, για το διάστημα που συμφωνείται, έναντι αμοιβής, υπηρεσίες σχετικές με την παρακολούθηση και την είσπραξη μιας ή μέρους ή συνόλου των απαιτήσεων του προμηθευτή, ιδίως από συμβάσεις πωλήσεως αγαθών, παροχής υπηρεσιών σε τρίτους ή εκτέλεση έργων. Ειδικότερα, η πρακτορεία περιλαμβάνει μία ή περισσότερες από τις ακόλουθες δραστηριότητες:

- Εκχώρηση απαιτήσεων στον πράκτορα μετά ή άνευ δικαιώματος αναγωγής.
- Εξουσιοδότηση εισπράξεως απαιτήσεων.
- Χρηματοδότηση του προμηθευτή με προεξόφληση των απαιτήσεων.
- Λογιστική ή νομική παρακολούθηση των απαιτήσεων και διαχείριση τους.
- Ολική ή μερική κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου του προμηθευτή.

Η σύμβαση μπορεί να γίνει πριν ακόμη δημιουργηθούν οι απαιτήσεις και να καλύπτει απαιτήσεις εσωτερικού και εξωτερικού. Η ύπαρξη συμβάσεως πρακτορείας και οι απαιτήσεις στις οποίες αναφέρεται, αναγγέλλεται εγγράφως στον οφειλέτη. Είναι δε ισχυρότερη η εν λόγω σύμβαση έναντι των ενδεχομένων συμφωνιών μεταξύ προμηθευτή και οφειλέτη για το ανεκχώρητο των μεταξύ απαιτήσεων. Είναι ευνόητο πως για την ίδια απαίτηση δεν επιτρέπεται η σύναψη συμβάσεων με περισσότερους του ενός πράκτορες.

Το ρόλο του πράκτορα ασκούν μόνον οι τράπεζες και οι αποκλειστικές εξειδικεύσεως ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες συνιστώνται κατόπιν ειδικής άδειας της Τραπέζης Ελλάδος. Το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών αυτών δεν μπορεί να είναι χαμηλότερο από το ήμισυ του απαιτούμενου για την ίδρυση μιας τραπεζικής εταιρείας. Οι μετοχές των εταιρειών είναι ονομαστικές, η δε μεταβίβαση τους, όταν οδηγεί σε απόκτηση μεγαλύτερου από 10% τμήματος του μετοχικού κεφαλαίου, είναι άκυρη άνευ εγκρίσεως της Τραπέζης Ελλάδος.

Η τράπεζα της Ελλάδος ασκεί εποπτεία επί των εταιρειών και καθορίζει υποχρεωτικούς για τις εταιρείες συντελεστές φερεγγυότητας, ρευστότητας και συγκεντρώσεως κινδύνων. Τα ακαθάριστα έσοδα των πρακτόρων υπάγονται στο φόρο προστιθέμενης αξίας. (άρθρο 18, Ν 1642/4986).

### **Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του factoring.**

Με την ανάθεση των εισπράξεων στον πράκτορα η επιχείρηση απαλλάσσεται από τον κίνδυνο της αφερεγγυότητας των πελατών της και περιορίζει τις προβλέψεις για επισφαλείς πελάτες. Η λογιστική της απλοποιείται σημαντικά και η διαχείρισή διευκολύνεται, χάρη και στις συμβουλές του πράκτορα. Η προείσπραξη των ποσών εξασφαλίζει πόρους, απαλλάσσει από τόκους δανείων και ισχυροποιεί τη διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών πρώτων υλών κλπ. Γενικά, ολόκληρη η χρηματοοικονομική σύνθεση της επιχείρησης τροποποιείται και η επίπτωση αυτή είναι εμφανής στον ισολογισμό. Το σοβαρότερο μειονέκτημα είναι το υψηλό κόστος, το οποίο εξαρτάται βεβαίως από το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών. Επί πλέον, ο επιχειρηματίας περιορίζει τις άμεσες επαφές με τους πελάτες, ενώ ενδέχεται να προσκρούει και σε επιλεκτική πολιτική φερέγγυων πελατών από την πλευρά του πράκτορα.

## Οι προοπτικές του factoring.

Με την πλήρη απελευθέρωση του εμπορίου οι συνθήκες ανταγωνισμού γίνονται οξύτερες. Οι μικρές και μεσαίες προ πάντων επιχειρήσεις θα αισθανθούν πιο έντονα την ανάγκη εξαγωγικών δραστηριοτήτων για να επιβιώσουν. Αναπόφευκτα θα προσανατολισθούν στην υποστήριξη των τραπεζών μέσω της τεχνικής του factoring για άντληση κεφαλαίων και επιμερισμό των κινδύνων. Ασφαλώς, η προοπτική του ενιαίου νομίσματος διασφαλίζει από τον κίνδυνο της μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών για το εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ενώσεως. Ο συνδυασμός όμως του θεσμού με σειρά άλλων υπηρεσιών, που οι εκσυγχρονιζόμενες τράπεζες προσφέρουν στις επιχειρήσεις, θα αποτελέσουν την βάση ευρείας συνεργασίας και μάλιστα με πρωτοβουλία των τραπεζών. Η μεγάλη αγορά είναι απαιτητική στην ποικιλία και ποιότητα των προϊόντων και χρειάζονται πρόσθετες εμπορικές και χρηματοδοτικές προσπάθειες από τις επιχειρήσεις μέχρι να εισρεύσει ο κύκλος εργασιών στο ταμείο.

Ο κύκλος εργασιών του Factoring σε διεθνές επίπεδο κατά το 1991, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του σπουδαιότερου δικτύου Factor Chain International (συνδέει 95 factors σε 35 χώρες), έφθανε στα 266 δις δολ. (διπλασιασμός εντός πενταετίας) με επί κεφαλής την Ευρώπη (60%), ακολουθούμενη από Αμερική (28%), Ασία (10%) κλπ. Στον ευρωπαϊκό χώρο προηγείται η Ιταλία με 75 δις δολ. Και έπονται το Ενωμένο Βασίλειο (28,4 δις δολ.), Γαλλία (15,8 δις δολ.), Ολλανδία (11 δις δολ.), Γερμανία (10,6 δις δολ.) κ.ο.κ.

## Τι είναι το factoring.

Ένας από τους νέους θεσμούς που θα πρέπει να εφαρμοστεί ευρέως από τις τράπεζες για την καλύτερη και πληρέστερη εξυπηρέτηση των πελατών τους στον εξαγωγικό τομέα είναι και το **FACTORING**.

Το **FACTORING** είναι μια εναλλακτική και συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης, που δεν ανταγωνίζεται τον παραδοσιακό δανεισμό και συνοδεύεται συνήθως και από άλλες υπηρεσίες. Με το **FACTORING** επιτυγχάνεται η καλύτερη και αποτελεσματικότερη εξυπηρέτηση των εμπορικών συναλλαγών των επιχειρήσεων που διακανονίζονται προθεσμιακά. Οι επιχειρήσεις εκχωρούν στην ευθύνη είσπραξης των απαιτήσεων τους, σε ένα εξειδικευμένο φορέα τραπεζικού χαρακτήρα, από τον οποίο ο προμηθευτής-

εκχωρητής εισπράττει την αξία τους. Με άλλα λόγια, **FACTORING** είναι η εγγύηση είσπραξης ή προεξόφλησης των απαιτήσεων (τιμολογίων) εν' ονόματι τρίτων, έναντι προμήθειας.

Ο θεσμός του **FACTORING** είναι αναπτυξιακός, γιατί συμβάλλει ουσιαστικά τόσο στην ενίσχυση όσο και στον εκσυγχρονισμό του μηχανισμού προώθησης και διεκπεραίωσης των εξαγωγών και στην ενίσχυση των μικρομεσαίων και μεταποιητικών επιχειρήσεων από πλευράς χρηματοδότησης και διαχείρισης.

Το πλαίσιο των δραστηριοτήτων του **FACTORING** δεν περιορίζεται μόνο στην είσπραξη των τιμολογίων, αλλά αναπτύσσει δραστηριότητες στη χρηματοδότηση-προκαταβολή, στη διαχείριση (είσπραξη τιμολογίων, λογιστική παρακολούθηση των τιμολογίων, μηχανογράφηση κλπ.), στην ασφάλιση των απαιτήσεων του προμηθευτή κ.α.

## Ιστορική αναδρομή του factoring

### Οι πρώτες εμπειρίες.

Είναι άγνωστο πότε χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά η έννοια του όρου Factor, παρ' ότι αναφέρεται στην Αγγλική βιβλιογραφία από τον 15<sup>ο</sup> και 16<sup>ο</sup> αιώνα. Κατ' αρχήν, ο Factor ήταν αντιπρόσωπος, είχε τη μορφή του εμπορικού αντιπρόσωπου και διακινούσε προϊόντα με τη δική του επωνυμία και έχαιρε, συνήθως, μεγάλης εκτίμησης. Οι υπηρεσίες που πρόσφερε ο έμπορος αυτός ήταν πολλές και συνέβαλαν στην ανάπτυξη των εμπορικών συναλλαγών της χώρας του. Ιδιαίτερα –σε περιόδους αποικιοκρατίας. Ο έμπορος έπαιζε σπουδαίο ρόλο γιατί εισέπραττε τους λογαριασμούς των πελατών, κατόπιν εκχωρήσεως τους από τον προμηθευτή, διαμόρφωνε την πιστωτική πολιτική και έδινε προκαταβολές τοις

μετρητοίς πριν την πώληση των προϊόντων. Όλα αυτά γίνονται έξω από τα πλαίσια νόμων και δικαστικών αποφάσεων. Μια σειρά νόμων στις αρχές του 19<sup>ου</sup> αιώνα τόσο στην Αγγλία όσο και στις ΗΠΑ κατοχύρωσαν την εφαρμογή αυτών των εργασιών.

### Η ανάπτυξη του σύγχρονου FACTORING.

Με την οικονομική και βιομηχανική ανάπτυξη των ΗΠΑ, πριν από τον 1<sup>ο</sup> παγκόσμιο πόλεμο, σημειώθηκαν σημαντικές εξελίξεις



στον επιχειρηματικό χώρο. Με την ανάπτυξη όλων των εμπορικών δραστηριοτήτων από τους ίδιους τους βιομηχάνους, γιατί είχαν συμφέρον, οι Factors-αντιπρόσωποι απομακρύνθηκαν σιγά-σιγά από τη μέση. Ο Factor, δεν είχε πλέον να προσφέρει τίποτα στον βιομήχανο, οπότε άρχισε να δημιουργεί νέες εργασίες, να παρέχει υπηρεσίες στους επιχειρηματίες, εκεί ακριβώς που εκείνοι δεν μπορούσαν ή δεν τους συνέφερε, με αποτέλεσμα να δημιουργηθεί το σύγχρονο Factoring. Εκεί που είδαν ότι μπορούσαν να προσφέρουν τις υπηρεσίες τους ήταν οι χρηματοδοτήσεις και η κάλυψη πιστωτικών κινδύνων. Έτσι ο νέος Factor οργανώνεται σε σύγχρονο χρηματοδότη με πιστώσεις-προκαταβολές απαιτήσεων, ασφαλίσεις των εκχωρημένων τιμολογίων κ.α.

Με την πάροδο του χρόνου, εκτός από τις εταιρείες Factoring, δημιουργήθηκαν και πολλές εταιρείες χρηματοδοτήσεων που επεκτάθηκαν, προφανώς, στην χρηματοδότηση εμπορικών εργασιών, οι χρηματοδοτικές εταιρείες είχαν υψηλό κίνδυνο, αλλά ταυτόχρονα και υψηλή απόδοση. Μετά από τις εταιρείες χρηματοδοτήσεως, σε αυτό το χώρο εισχώρησαν οι τράπεζες και οι διάφοροι χρηματοδοτικοί οργανισμοί που έδειξαν ιδιαίτερη προθυμία σε χορηγήσεις εμπορικών δανείων, κάτι που δεν έκαναν τα προηγούμενα χρόνια.

Πριν από το 1960, ελάχιστες τράπεζες παρείχαν τις υπηρεσίες του Factoring. Οι πρώτες τράπεζες που ασχολήθηκαν σοβαρά με το Factoring, ήταν η FIRST NATIONAL BANK OF BOSTON, η BANK OF AMERICA και η TRUST COMPANY OF GEORGIA, στις αρχές της δεκαετίας του 1960.

Το 1963 άρχισαν να εμφανίζονται στον χώρο του Factoring και άλλες τράπεζες, όταν το Factoring εντάχθηκε (στις ΗΠΑ) με νόμο στις τραπεζικές εργασίες.

Έτσι, άλλες τράπεζες δημιούργησαν νέα τμήματα με δραστηριότητες Factoring, άλλες αγόρασαν ολόκληρες διευθύνσεις ή ακόμη και εταιρείες Factoring.

Στην αρχή, οι εργασίες του Factor απευθυνόταν, κυρίως σε επιχειρήσεις υφαντουργικές, επίπλων και στη συνέχεια επεκτάθηκαν σε βιομηχανίες υποδημάτων, χαλιών, παιχνιδιών, κ.α.

Η ανάπτυξη του Factoring τα τελευταία χρόνια, κυρίως στις ΗΠΑ, ήταν ραγδαία και στη συνέχεια επεκτάθηκε στην Ευρώπη, όπου πήρε ένα μεγάλο μερίδιο των παραδοσιακών μορφών χρηματοδότησης των επιχειρήσεων.

## Γενικά χαρακτηριστικά του θεσμού factoring

### Γενικά.

Το Factoring έχει αναπτυξιακό χαρακτήρα γιατί χρηματοδοτεί τόσο τις εξαγωγές όσο και τις μικρομεσαίες και κυρίως τις αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις. Αποτελεί μια εναλλακτική και συμπληρωματική μορφή χρηματοδότησης, όπως το Leasing το Forfaiting κ.α. και δεν είναι ανταγωνιστική με το παραδοσιακό δανεισμό.

Ακόμη μπορεί το Factoring να χρησιμοποιηθεί σαν μέσο προώθησης των πωλήσεων, για τη λογιστική παρακολούθηση των πωλήσεων καθώς επίσης και για την εμποροπιστωτική πολιτική, όταν οι τιμές είναι γνωστές και σταθερές.

Το Factoring λειτουργεί μέσα σε ένα ευρύ φάσμα δραστηριοτήτων, όπως αναφέρθηκε στην εισαγωγή και ανάλογα με τον προσανατολισμό και την έμφαση που δίνεται σε ορισμένες από αυτές τις δραστηριότητες διαμορφώνεται μια μορφή λειτουργίας του, ένα πλαίσιο μέσα στο οποίο αναπτύσσεται.

Έτσι, θα μπορούσαμε να διακρίνουμε πολλές μορφές Factoring και τομείς εφαρμογής του, για παράδειγμα, το εγχώριο Factoring, το εξαγωγικό Factoring, το Factoring με ή χωρίς αναγωγή, το Factoring το εμπιστευτικό και το μη εμπιστευτικό, κ.α.

### Factoring με ή χωρίς αναγωγή.

A) Με δικαίωμα αναγωγής (with recourse): Η περίπτωση με δικαίωμα αναγωγής είναι όταν ο Factor έχει το δικαίωμα να επιστρέφει τα απλήρωτα τιμολόγια στον προμηθευτή-εκχωρητή έναντι καταβολής του αντίστοιχου ποσού. Ο προμηθευτής αναλαμβάνει το «ρίσκο» των απλήρωτων τιμολογίων.

Αυτή η μορφή του Factoring αφορά, κυρίως, τις επιχειρήσεις που απλώς επιθυμούν την μείωση του κόστους είσπραξης μέρους ή του συνόλου των τιμολογίων μέσω του Factor και δεν τις ενδιαφέρουν άλλες δραστηριότητες του Factoring.

B) Χωρίς το δικαίωμα της αναγωγής (with out recourse): Η περίπτωση χωρίς το δικαίωμα αναγωγής είναι όταν ο Factor δεν έχει το δικαίωμα να επιστρέφει τα απλήρωτα τιμολόγια στον προμηθευτή-εκχωρητή, αναλαμβάνει το «ρίσκο» αυτών.

Σε αυτήν την περίπτωση υπάρχει η έννοια της υποκατάστασης του δικαιούχου της οφειλής προμηθευτή από τον Factor. Υπάρχουν όμως, και οι περιπτώσεις όπου ο Factor αναλαμβάνει την ευθύνη της είσπραξης των τιμολογίων μέχρι ενός ορίου που καθορίζει ο ίδιος κατά οφειλέτη χωρίς αναγωγή και πέραν αυτού του ορίου μπορεί να εισπράττει τιμολόγια με δικαίωμα αναγωγής.

Η φιλοσοφία του δικαιώματος της αναγωγής ή όχι βασίζεται στο ποιος θα αναλάβει το «ρίσκο» των απλήρωτων τιμολογίων, ο Factor ή ο προμηθευτής.

Συνήθως το Factoring αρχίζει με το δικαίωμα αναγωγής. Έτσι ο Factor ξεκινάει εκ του ασφαλούς και αργότερα, όταν έχει οργανώσει ικανοποιητικό δίκτυο πληροφόρησης, ώστε να αξιολογεί την φερεγγυότητα των πελατών προχωράει στο Factoring χωρίς το δικαίωμα αναγωγής.

### **Factoring εμπιστευτικό και μη εμπιστευτικό.**

A) Εμπιστευτικό (disclosed factoring): Στο εμπιστευτικό Factoring, ή συμφωνία γίνεται μεταξύ του Factor και του προμηθευτή και διατηρείται μυστική. Δεν ανακοινώνεται στον πελάτη (του προμηθευτή) παρά μόνο όταν αθετήσει τις υποχρεώσεις του στον Factor και στον προμηθευτή. Η συμφωνία γίνεται συνήθως για να προστατευθεί ο Factor από πελάτες που έχουν υψηλό «ρίσκο». Ο Factor έχει δικαίωμα να επιλέγει τους πελάτες του και να αναλαμβάνει ακόμη και μέρος των απαιτήσεων τους.

B) Μη εμπιστευτικό ( undisclosed factoring): Μη εμπιστευτικό Factoring έχουμε όταν ο πελάτης γνωρίζει την συμφωνία που έχει γίνει μεταξύ του προμηθευτή και του Factor. Οι δύο συμβαλλόμενοι (προμηθευτή-Factor) ενημερώνουν τον πελάτη τους. Αυτή η ενημέρωση γίνεται με διάφορους τρόπους. Ένας τρόπος είναι να σημειώνεται στα τιμολόγια ότι έχουν εκχωρηθεί (πωληθεί) στο Factor «X». άλλος τρόπος είναι να αναγγέλλουν και οι δύο συμβαλλόμενοι στον πωλητή το ύψος των τιμολογίων (οφειλή) τα οποία έχουν εκχωρηθεί στον Factor.

## Factoring χωρίς χρηματοδότηση (Maturity Factoring).

Το **Maturity Factoring** χρησιμοποιείται κυρίως από μικρές επιχειρήσεις σαν μια εναλλακτική επιλογή της ασφάλισης του πιστωτικού κινδύνου (της απαίτησης). Καλύπτει όλες τις διοικητικές δραστηριότητες των πωλήσεων, την λογιστική παρακολούθηση, την είσπραξη των τιμολογίων και την ασφάλιση του πιστωτικού κινδύνου. Ο διακανονισμός που γίνεται (μεταξύ προμηθευτή-Factor) είναι αυτός της πλήρους εξυπηρέτησης, αλλά χωρίς την προκαταβολή ή προπληρωμή του προμηθευτή από τον Factor και επιπλέον χωρίς την αύξηση του χρηματοδοτικού κόστους.

Οι πληρωμές των οφειλών του Factor στον προμηθευτή γίνονται:

Α) Μετά από μια σταθερή περίοδο που βασίζεται στις αναμενόμενες πληρωμές του μέσου όρου της πιστωτικής περιόδου που συμφωνεί ο οφειλέτης (debtor), τη γνωστή ως maturity περίοδο.

Β) Σύμφωνα με την ημερομηνία της μεταφοράς των χρεών στον Factor και της υποβολής αντιγράφου τιμολογίου, από τον προμηθευτή.

Γ) Σύμφωνα με την πληρωμή του Factor από τους οφειλέτες ή σε σχέση με τις αποδείξεις των χρεών ή σύμφωνα με την ρευστοποίηση των χρεών ή όπως άλλως συμφωνηθεί.

## Factoring μέσω αντιπροσώπου-πράκτορα (agency Factoring).

Το Factoring με την μορφή της πρακτόρευσης, μέσω εταιρειών ή γραφείων, αποτελεί μια μέθοδο ή διαδικασία με την οποία μπορεί να υπάρξει εμπιστευτική χρηματοδότηση έναντι πιστωτικού κινδύνου (bad debts). Χωρίς όμως άλλες διοικητικές υπηρεσίες. Υπάρχουν πολλοί διακανονισμοί με τους οποίους οι απαιτήσεις αναλαμβάνονται από μια εταιρεία για λογαριασμό του πελάτη και η εταιρεία ενεργεί ως μεσάζων για τον Factor. Η εταιρεία συνήθως ανήκει στην ιδιοκτησία του Factor. Η εταιρεία agency, στην οποία ο οφειλέτης είναι υποχρεωμένος να πληρώνει, διοικείται από τον Factor ή από τον προμηθευτή. Εξαρτάται από τον πελάτη, πάντως αν επιθυμεί να του παρέχονται και διοικητικές ή άλλες υπηρεσίες από τον Factor.

## Factoring μόνο για χρηματοδότηση (bulk factoring).

Αυτή η μορφή του Factoring συνιστάται στην χρηματοδότηση του ύψους των εισπρακτέων λογαριασμών του προμηθευτή-εκχωρητή χωρίς την εγγύηση της ρευστοποίησης ή εξασφάλισης της είσπραξης των τιμολογίων. Τα τιμολόγια λειτουργούν σαν εγγύηση, σαν ένα είδος εμπράγματης ασφάλειας. Είναι μια μορφή

χρηματοδότησης με ενέχυρο των εκχωρηθέντων για είσπραξη λογαριασμών. Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί χρησιμοποιούνται ως εγγύηση για την κάλυψη ενός τραπεζικού δανείου κλπ.

### Συνεργασία με τράπεζα.

Πολλές φορές οι εργασίες του Factoring διακανονίζονται μεταξύ του Factor, του πελάτη του Factor και μιας τράπεζας. Από την πλευρά της τράπεζας προβλέπονται οι χρηματοδοτικές ευκολίες οι οποίες παίρνουν τη μορφή της προκαταβολής ή προπληρωμής. Σε αυτή τη συνεργασία των τριών μερών, η τράπεζα δεν αναλαμβάνει το βάρος των εργασιών του Factoring είτε μέσα από τις υπηρεσίες της, είτε υπό τη μορφή ξεχωριστού φορέα (θυγατρικής εταιρείας κ.α). Η τράπεζα απλώς συμμετέχει σε μια τριμερή συνεργασία με σκοπό κυρίως την εξυπηρέτηση των πελατών της και όχι προωθώντας το Factoring, ως μια από τις εμπορικές και κερδοφόρες τραπεζικές δραστηριότητες.

## Μορφές λειτουργίας του συστήματος factoring

### Γενικά.

Οι διαφοροποιήσεις τόσο των αναγκών του προμηθευτή όσο και του Factor έχουν οδηγήσει την ανάπτυξη και την λειτουργία του **Factoring** σε πολλές μορφές. Πέραν της βασικής του μορφής με τους γνωστούς κανόνες. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι όλοι οι Factors δεν μπορούν να προσφέρουν όλες τις αναγκαίες υπηρεσίες στους προμηθευτές. Πράγμα το οποίο σημαίνει ότι ο προμηθευτής θα αναζητήσει συνεργασία, εφ' όσον είναι πληροφορημένος σωστά, για όλες τις δυνατές επιλογές, με περισσότερες από μια εταιρεία Factoring. Εάν, προφανώς, γνωρίζει ακριβώς σε ποιους τομείς χρειάζεται συνεργασία, μπορεί

να αναζητήσει τον κατάλληλο Factor που προσφέρει τις συγκεκριμένες υπηρεσίες.

### **Factoring μόνο για χρηματοδότηση-μη εμπιστευτικό και χωρίς το δικαίωμα αναγωγής.**

Πολλές επιχειρήσεις βλέπουν το θεσμό του Factoring μόνο ως μέσο επιπρόσθετης χρηματοδότησης. Γιατί, νομίζουν ότι τους προσφέρεται μια ευκαιρία να αναπτυχθούν και ιδιαίτερα οι υπανάπτυξη μικρομεσαίες επιχειρήσεις.

Είναι γεγονός ότι η αγορά του Factoring δεν εξειδικεύεται στις χρηματοδοτήσεις και γι' αυτό το λόγο με την πρώτη προσπάθεια ρευστοποίησης των οφειλών αυξάνεται το κόστος της χρηματοδότησης.

Έτσι ο Factor μπορεί να προβεί σε χρηματοδότηση κανονικά μέχρι το 80% των απαιτήσεων των τιμολογίων που έχουν αναληφθεί από αυτόν σε κάθε χρονική στιγμή και σωστά να υπολογίζεται από τους προμηθευτές ως χρηματοδότηση έναντι των τιμολογίων. Το υπόλοιπο 20% πληρώνεται είτε όταν ο πελάτης πληρώνεται (pay-as-paid) είτε με την ημερομηνία που συμφωνείται να πληρώνονται τα τιμολόγια, δηλαδή με την ληκτική ημερομηνία της χρονικής περιόδου.

Εφόσον τα τιμολόγια έχουν αναληφθεί από τους Factors, αυτή η χρηματοδότηση είναι γνωστή ως προκαταβολή ή προπληρωμή στους προμηθευτές, πριν από τη ληκτική ημερομηνία των τιμολογίων (maturity date ή πριν την πληρωμή των τιμολογίων από τους πελάτες). Ο Factor συνήθως καλύπτει τις προκαταβολές από τις επόμενες πληρωμές των πελατών του.

### **Το Factoring μόνο ως χρηματοδότηση-εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης.**

Η τραπεζική χρηματοδότηση είναι μοναδική σχεδόν μορφή χρηματοδότησης που προσφέρεται σήμερα στις επιχειρήσεις για το κεφάλαιο κίνησης εκτός από την πίστωση που του παρέχεται από τους προμηθευτές. Το Factoring, όπου λειτουργεί ως χρηματοδοτικός θεσμός, δεν αποσκοπεί στην αντικατάσταση της τραπεζικής χρηματοδότησης, αλλά στη συμπλήρωση της και στην κάλυψη αναγκών πέρα από αυτές που μπορεί η επιχείρηση μπορεί να καλύψει μέσω τραπεζικής χρηματοδότησης. Οι τράπεζες χρηματοδοτούν τις επιχειρήσεις στηριζόμενες στη γενική οικονομική τους κατάσταση, στην παραγωγική τους δυνατότητα και στην εμπορική τους ικανότητα.

Το Factoring στηρίζεται κατά κύριο λόγο στη φερεγγυότητα των πελατών της επιχείρησης που χρηματοδοτείται από τον Factor. Έτσι το Factoring προσφέρει χρηματοδότηση σε επιχειρήσεις που δεν χρηματοδοτούν οι τράπεζες και σε επιχειρήσεις που έχουν εξαντλήσει τα περιθώρια των παραδοσιακών χρηματοδοτήσεων από τις τράπεζες.

Στην πράξη ένα μεγάλο μέρος των πελατών των Factors τους συστήνεται από τις ίδιες τις τράπεζες οι οποίες μπορούν με τον τρόπο αυτό να εξυπηρετήσουν πληρέστερα τις ανάγκες των πελατών τους.

Οπωσδήποτε, όμως θα υπάρξει σε ορισμένες περιπτώσεις, κάποιος βαθμός επικάλυψης των υπηρεσιών του Factor και των τραπεζικών χρηματοδοτήσεων που ενδεχόμενα να δημιουργήσει κλίμα ανταγωνισμού, ιδιαίτερα σε περιόδους μεγάλης ρευστότητας στην χρηματαγορά

Το εξαγωγικό Factoring συνήθως δε λειτουργεί σαν εναλλακτικός τρόπος χρηματοδότησης των εξαγωγών γιατί οι περισσότερες χώρες προσφέρουν σχετικά άνετους όρους χρηματοδότησης στους εξαγωγείς. Το βασικό πλεονέκτημα του εξαγωγικού Factoring είναι ότι επιτρέπει στον εξαγωγέα να παρέχει ανταγωνιστικούς όρους διακανονισμού των εξαγωγών του και αποτελεί εναλλακτική λύση στις περιπτώσεις, όπου η πώληση δεν μπορεί να γίνει χωρίς την παροχή πίστωσης προς τον εισαγωγέα, λόγω έντονου ανταγωνισμού από άλλους εξαγωγείς. Οι δυσκολίες και οι κίνδυνοι που διατρέχει ο εξαγωγέας, όταν θέλει να πωλήσει με ανοικτό ή προθεσμιακό διακανονισμό είναι προφανείς. Μέσω του Factoring όμως ο εξαγωγέας μπορεί να προσφέρει στον υποψήφιο εισαγωγέα ανταγωνιστικούς όρους πληρωμής και να ακολουθήσει πιο επιθετική πολιτική χωρίς να διατρέχει τον κίνδυνο να μην πληρωθεί μετά από απρόβλεπτες καθυστερήσεις αφού ο Factor παράλληλα τον ασφαρίζει γι' αυτούς τους κινδύνους.

Στην πράξη συνηθίζεται η συνεργασία Factors και ασφαλιστικών εταιρειών ώστε ο Factor αναλαμβάνει την χρηματοδότηση, τη λογιστική παρακολούθηση και την είσπραξη της απαίτησης ενώ η ασφαλιστική εταιρεία καλύπτει τον πιστωτικό κίνδυνο και πιθανά άλλους κινδύνους. Η κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου από τον Factor ή τη συνεργαζόμενη ασφαλιστική εταιρεία είναι πλήρης που σημαίνει ότι αν δεν πληρώσει ο αγοραστής-εισαγωγέας, ο Factor ή ασφαλιστική εταιρεία πληρώνουν αμέσως χωρίς να περιμένουν την έκβαση των έννομων μέσων για την είσπραξη της απαίτησης.

## Εγχώριο (Domestic) Factoring.

Το εγχώριο Factoring δραστηριοποιείται στην εσωτερική αγορά, δηλαδή, στην ανάληψη της ευθύνης της είσπραξης των τιμολογίων που αφορούν τα προϊόντα και τις υπηρεσίες που διακινούνται στο εσωτερικό της χώρας.

Το εγχώριο Factoring μπορεί να εφαρμοστεί σε όλες τις επιχειρήσεις, αλλά κυρίως, στις Μικρομεσαίες και Μεταποιητικές επιχειρήσεις.

Αυτές οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν συνήθως προβλήματα διαχείρισης, χρηματοδότησης και πιστωτικού κινδύνου. Τα προβλήματα αυτά φαίνονται από το γεγονός ότι αυτές οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν υψηλό αριθμό μεταχρονολογημένων επιταγών που συνεπάγεται στενότητα ρευστότητας, έλλειψη σωστής λογιστικής διαχείρισης και παρακολούθησης (πολλές φορές γίνεται με την επίβλεψη κάποιου Partime λογιστή ή και με αυτόματο τηλεφωνικό σέρβις) και ακόμη έλλειψη σωστής αξιολόγησης της φερεγγυότητας των πελατών τους.

Το Factoring μπορεί να ενισχύσει αυτές τις επιχειρήσεις με χρηματοδότηση (μέσω της προβλεπόμενης προκαταβολής 80%), με την ανάληψη της λογιστικής διαχείρισης και παρακολούθησης των πωλήσεων-τιμολογίων (ολόκληρη την ευθύνη της ενημέρωσης των λογιστικών βιβλίων-αναλυτικό καθολικό- την έχει ο Factor), με τη μηχανογράφηση των εργασιών, με την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, με την ασφάλιση των απαιτήσεων και ακόμη με την καλύτερη αξιολόγηση της φερεγγυότητας των πελατών τους μέσω δικτύου πληροφόρησης που διαθέτουν οι Factors.

Το σύστημα του εγχώριου Factoring χρησιμοποιεί τρεις βασικούς παράγοντες τον προμηθευτή-εκχωρητή, τον Factor και τον πελάτη-αγοραστή των προϊόντων του προμηθευτή. Η συμφωνία μεταξύ του Factor και του προμηθευτή μπορεί να είναι μη εμπιστευτική, να είναι γνωστή στον πελάτη, μπορεί να είναι και εμπιστευτική, να μη την γνωρίζει ο πελάτης. Ακόμη το Factoring μπορεί να γίνει με ή χωρίς το δικαίωμα της αναγωγής ανάλογα με την συμφωνία.

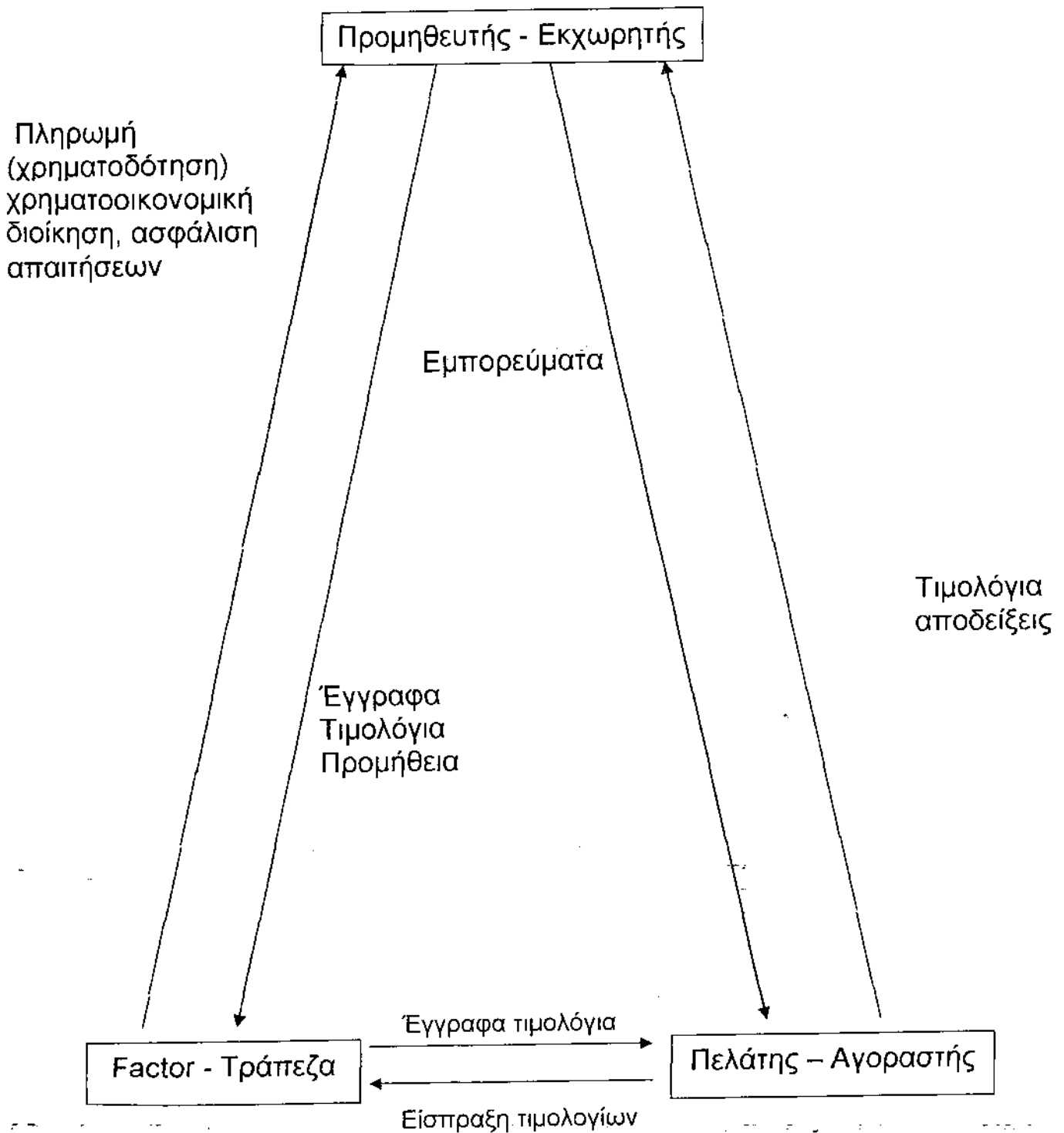
Το σύστημα του εγχώριου Factoring προϋποθέτει την ακολουθεί διαδικασία (βλέπε σχεδιάγραμμα).

1. Ο προμηθευτής-εκχωρητής στέλνει τα εμπορεύματα στον αγοραστή-πελάτη.
2. Ο προμηθευτής εκχωρεί τα τιμολόγια και οτιδήποτε άλλα έγγραφα στον Factor.

Ο Factor πληρώνει προκαταβολή συνήθως το 80% (χρηματοδότηση στον προμηθευτή).



## Λειτουργία εγχώριου Factoring



**Διαδικασία συνεχούς ροής προϊόντων – υπηρεσιών και πληρωμών ανάμεσα στον Factor – Προμηθευτή – Αγοραστή.**

## Άμεσο εισαγωγικό (Direct import) Factoring.

Στην περίπτωση του άμεσου εισαγωγικού Factoring συνηθίζεται από τους εξαγωγείς να επικοινωνούν και να συνεργάζονται άμεσα με τους Factors στις χώρες που βρίσκονται οι πελάτες τους, δηλαδή τους εισαγωγικούς Factors, παρακάμπτοντας τους εξαγωγικούς Factors. Συνήθως το άμεσο εισαγωγικό Factoring εφαρμόζεται πολύ από τις ΗΠΑ, χώρα στην οποία πολλοί εισαγωγικοί Factors εισπράττουν τα τιμολόγια των Ευρωπαϊκών εξαγωγών. Κυρίως κάνουν την είσπραξη των τιμολογίων και εγγυώνται έναντι επισφαλών απαιτήσεων.

Το άμεσο εισαγωγικό Factoring αντικατέστησε σταδιακά το agency factoring. Κατ' αρχήν οι εισαγωγικοί Factors λειτουργούσαν ως agents και εξελίχθηκαν σταδιακά σε εισαγωγικό Factoring. Συνήθως, σε αυτές τις περιπτώσεις, Factoring, προβλέπονται δύο εργασίες, όπως της είσπραξης των τιμολογίων και της ασφάλισης των εξαγωγικών πιστώσεων, δηλαδή, το maturity factoring, έκτος από την χρηματοδότηση.

Όταν οι εξαγωγείς μιας χώρας είναι τόσο μεγάλοι, που μπορούν να συνάπτουν συμφωνίες Factoring, σημαντικές για πωλήσεις στην άλλη χώρα, οι πελάτες μπορούν να προχωρήσουν σε maturity factoring (είσπραξη τιμολογίων και εγγύηση ασφάλισης απαιτήσεων), σε μια άμεση συμφωνία με έναν Factor σ' αυτή τη χώρα. Η παρέμβαση ενός εξαγωγικού Factor σε μια τέτοια περίπτωση δεν είναι και τόσο σημαντική, γιατί:

A) Με την έλλειψη της χρηματοδότησης, τα πιστωτικά κριτήρια για τον πελάτη δεν είναι απαραίτητα.

B) Με την έλλειψη κεφαλαίων που θα χρησιμοποιούνταν σε ριψοκίνδυνες περιπτώσεις δεν είναι απαραίτητο να επιβεβαιωθεί ότι η εκχώρηση δεν δεσμεύεται από τρίτο μέρος. Αυτή είναι μια αξίωση που προβλέπεται από το νόμο στη χώρα των εξαγωγών. Ακόμη, αν υπάρχουν χρέη που δεν έχουν πληρωθεί μπορούν να συναθροιστούν και να χρεωθούν στον εισαγωγικό Factor.

Τα πλεονεκτήματα του άμεσου εισαγωγικού Factoring είναι η άμεση και σύντομη επικοινωνία μεταξύ των ενδιαφερομένων μερών και η ευκολότερη και χαμηλότερο κόστος έμβαση (εμβάσματα), γιατί δεν έχουν να περάσουν από ένα τρίτο μέρος (export factor).

## Forfaiting.

Το **forfaiting** ορίζεται ως η πράξη πωλήσεως αξιόγραφων που λήγουν στο μέλλον, τα οποία απορρέουν από συναλλαγή προμήθειας αγαθών ή παροχής υπηρεσιών. Επί του σώματος του αξιόγραφου συμπληρώνεται η ρήτρα "χωρίς αναγωγή" με σκοπό την πλήρη μεταβίβαση κινδύνων και υποχρεώσεων εισπράξεως της απαιτήσεως από τον πωλητή στον αγοραστή-forfaiter (Σαπουντζάκης, 1963). Τα εμπλεκόμενα στη ρύθμιση forfaiting αξιόγραφα είναι οι συναλλαγματικές, τα γραμμάτια εις διαταγήν και ανέκκλητες πιστώσεις. Ο θεσμός έχει συνδεθεί με τις εξαγωγές και αποτελεί μια μέθοδο χρηματοδοτήσεως των εξαγωγικών επιχειρήσεων.

Για την κάλυψη του, έναντι των κινδύνων, που αναλαμβάνει, ο forfaiter παίρνει μια εγγύηση από διεθνή τράπεζα ή κρατικό οργανισμό, γεγονός που του επιτρέπει την επαναπώληση των αξιόγραφων και έτσι δημιουργείται μια δευτερογενής αγορά αυτών των τίτλων. Είναι δυνατή η δέσμευση εκχωρημένων αξιόγραφων για λόγους γοήτρου.

Βασική διαφορά μεταξύ factoring και forfaiting είναι ότι το πρώτο εφαρμόζεται στην προεξόφληση βραχυπροθέσμων απαιτήσεων (3-6 μήνες). Τα πλεονεκτήματα του forfaiting εντοπίζονται στην αξία του ως μέσου χρηματοδοτήσεως και μάλιστα άμεσου, στην ταχύτητα διεκπεραιώσεως της σχετικής διαδικασίας, στη μεταβίβαση των κινδύνων εισπράξεως και συναλλαγματικών διακυμάνσεων κ.α. το κύριο μειονέκτημα του είναι το υψηλό κόστος.

## Franchising

Πρόκειται για έμμεσο τρόπο χρηματοδοτήσεως μιας επιχειρήσεως, η οποία διαθέτει το δικαίωμα εκμεταλλεύσεως του ονόματος ή του σήματος της σε άλλες επιχειρήσεις έναντι πάγιας αμοιβής και ποσοστού επί των εισπράξεων. Ουσιαστικά είναι μια μέθοδος επεκτάσεως των πωλήσεων, αφού ο εντολέας αναλαμβάνει να παρέχει στον εντολοδόχο την τεχνική υποδομή και τις μεθόδους εκμεταλλεύσεως. Πλεονεκτήματα για τον εντολέα είναι η ταχεία εξάπλωση των προϊόντων του χωρίς πολύ μεγάλες επενδύσεις, διότι συμμετέχει και ο εντολοδόχος στα έξοδα εγκαταστάσεως (ζήτημα συμβολαίου) και η αύξηση των εσόδων. Μειονέκτημα αποτελεί η δυσκολία ελέγχου των εντολοδόχων, διότι αποτελούν ανεξάρτητες συνεργαζόμενες μέσω συμβολαίου

επιχειρήσεις. Για τον εντολοδόχο πλεονέκτημα είναι οι περιορισμένες επενδύσεις και τα σχετικά περιορισμένα έξοδα εκμεταλλεύσεως, καθώς και η ευρεία υποστήριξη, ενώ μειονέκτημα είναι η οικονομική εξάρτηση, πάρα την πλήρη νομική ανεξαρτησία της επιχείρησής του.

Πρόελευση του franchising η ΗΠΑ, με πρώτη εταιρεία που το εφάρμοσε στο δίκτυο διανομής της η SINGER (ραπτομηχανές), στο τέλος του 19<sup>ου</sup> αιώνα.

### **Ανταλλαγή χρεών (swaps)**

η ανταλλαγή χρεών αποτελεί ένα νέο χρηματοδοτικό μέσο. Σκοπός του είναι η αντιμετώπιση του κινδύνου που συνδέεται με την μεταβολή των ισοτιμιών των νομισμάτων και των επιτοκίων και η πρόσβαση σε μερικές κεφαλαιαγορές με χαμηλότερο κόστος. Μπορούν λοιπόν να διαχωριστούν σε δύο κατηγορίες: Swaps επιτοκίου (ανταλλαγή χρεών στο ίδιο νόμισμα, το ένα χρέος σε σταθερό επιτόκιο και τα άλλο σε μεταβλητό) και Swaps συναλλάγματος (ανταλλαγή χρεών σε διαφορετικά νομίσματα). Υπάρχουν βεβαίως και άλλοι τύποι Swaps, όπως ανταλλαγή στοιχείων ενεργητικού.

Η πλέον διαδεδομένη μορφή είναι τα Swaps επιτοκίου, με κύκλο εργασιών πολλαπλάσιο έναντι των Swaps συναλλάγματος.

## Κεφάλαιο 6ο

### Οδηγίες για τις διαδικασίες των χορηγήσεων μμε από τράπεζες

#### Γενικά

α) κάθε αίτημα μικρομεσαίας επιχείρησης για να εξετάζεται από το αρμόδιο κλιμάκιο της τράπεζας θα πρέπει, να συνοδεύεται από:

1. Ισολογισμούς των τριών τελευταίων ετών, νομοτύπως αποτυπωμένους ή άλλα οικονομικά στοιχεία, πάλι νομοτύπως αποτυπωμένα, από τα οποία να προκύπτει η πραγματική οικονομική εικόνα της εταιρείας.
2. Έρευνα δυσμενών στοιχείων για την επιχείρηση τους φορείς και τους τυχόν εγγυητές.
3. Πρόσφατο ισοζύγιο και η δυνατόν και το αντίστοιχο της προηγούμενης οικονομικής χρήσης.
4. Δήλωση τραπεζικών οφειλών συγκεκριμένης ημερομηνίας νομοτύπως υπογεγραμμένη.
5. Οποιοδήποτε άλλο στοιχείο θα βοηθούσε στην αντικειμενική αξιολόγηση της επιχείρησης.

β) Για την χορήγηση της έγκρισης για παράταση εγκεκριμένου ορίου από οποιοδήποτε εγκριτικό κλιμάκιο είναι απαραίτητη η βεβαίωση της τράπεζας για:

- Τη μη ύπαρξη ληξιπρόθεσμων οφειλών ή άλλου προβλήματος συνεργασίας με τον πιστούχο.
- Τη μη ύπαρξη δυναμικών στοιχείων εις βάρος του πιστούχου.
- Την τήρηση όλων των όρων και προϋποθέσεων και τη λήψη όλων των εξασφαλίσεων, όπως καθορίστηκαν από την εγκριτική απόφαση του αρμόδιου κλιμακίου.

γ) Για οποιαδήποτε πιστοδότηση που έχει εγκριθεί από το Α' και Β' Εγκριτικό κλιμάκιο (είτε αυτή αφορά σε χρηματοδότηση, είτε σε Ε/Ε ουσίας ή σε ενέγγυο πίστωση), θα λαμβάνεται απαραίτητα και η προσωπική εγγύηση ενός τουλάχιστον φερέγγυου εγγυητή, εξαιρουμένων των περιπτώσεων που ως ασφάλεια έχει ληφθεί μετρητό κάλυμμα, Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου (Ο.Ε.Δ.) ή Έντοκα Γραμμάτια Ελληνικού Δημοσίου (Ε.Γ.Ε.Δ.) ή Εγγυητικές Επιστολές (Ε/Ε) αναγνωρισμένης Τράπεζας εσωτερικού ή εξωτερικού ή εμπράγματα

εξασφάλιση και πάντοτε σύμφωνα με τις ειδικές οδηγίες της παρούσης Εγκυκλίου.

δ) Όλα τα Εγκριτικά Κλιμάκια:

1) Τηρούν αρχείο πρακτικών για τις εγκρίσεις που παρέχουν, στα οποία θα αναφέρεται το σκεπτικό της έγκρισης καθώς και οι όροι και εξασφαλίσεις που καθορίστηκαν.

2) Κοινοποιούν τις αποφάσεις τους στην αρμόδια Περιφερειακή Διεύθυνση και στη Διεύθυνση Χορηγήσεων.

ε) Εφιστάται η ιδιαίτερη προσοχή των Καταστημάτων για την έγκαιρη πάντοτε υποβολή των προτάσεων και εισηγήσεων τους για ανανέωση των εγκεκριμένων πάγιων ορίων πιστοδότησης των πιστούχων.

στ) Επισημαίνεται στα Καταστήματα ότι τα αιτήματα που θα υποβάλλονται, θα προκύπτουν μετά από διαπραγματεύσεις με τον πελάτη και θα πρέπει να καλύπτουν

τις πιστοληπτικές ανάγκες τους για ένα τουλάχιστον εξάμηνο προκειμένου να αποφεύγονται λάθη, φόρτος εργασίας για τα εγκριτικά κλιμάκια και εύλογα παράπονα για καθυστερήσεις.

ζ) Το υπερκείμενο του αρμόδιου για την έγκριση Εγκριτικό Κλιμάκιο δύναται να εγκρίνει:

1. Τη λήψη αξιόγραφων συγγενών επιχειρήσεων όχι όμως σε ποσοστό μεγαλύτερο του 20% και υπό την απαραίτητη προϋπόθεση ότι προέρχονται από εμπορική συναλλαγή.
2. Την υπέρβαση του ποσοστού διασποράς κατ' επωνυμία και μέχρι του ύψους κινδύνων που μπορεί να εγκρίνει μόνο με εγγύηση.

### Η διεύθυνση χορηγήσεων

Η Διεύθυνση Χορηγήσεων μπορεί να εγκρίνει:

1. Υπερβάσεις ορίων μέχρι 10% για τα εγκεκριμένα πάνω από το Γ' Εγκριτικό Κλιμάκιο όριο με τους αυτούς όρους της αρχικής έγκρισης.
2. Παράταση της ισχύος όλων των εγκεκριμένων παγίων ορίων ανεξαρτήτως κλιμακίου έγκρισης για (2) επιπλέον, του Περιφερειακού Διευθυντή, μήνες εφ' όσον δικαιολογείται πλήρως με ανώτατο όριο τους (4) συνολικά, μήνες. Για παράταση ισχύος έγκρισης πέρα των εν λόγω χρονικών ορίων, αρμοδιότητα έχει μόνο το

- Δ' Εγκριτικό Κλιμάκιο, ανεξάρτητα από το ύψος των κινδύνων και των ευχερειών που εγκρίθηκαν.
3. Τη μεταφορά πιστοδοτικού ορίου από Κατάστημα σε Κατάστημα, με τη σύμφωνη γνώμη των ενδιαφερομένων Καταστημάτων και των αρμόδιων Περιφερειακών Διευθυντών.
  4. Προσωρινή ή οριστική αναστολή πιστοδοτικών ορίων πελατών, εφ' όσον συντρέχουν ειδικοί λόγοι, με ταυτόχρονη ενημέρωση του αντίστοιχου Εγκριτικού Κλιμακίου.
  5. Εξάλειψη υποθηκών-προσημειώσεων σε πελάτες, με την προϋπόθεση ότι ουδείς πιστοδοτικός κίνδυνος υπάρχει.
  6. Την διασφάλιση ανειλημμένων κινδύνων με υποθήκη-προσημείωση πέρα της Α' σειράς εφ' όσον υπάρχει επαρκές διασφαλιστικό περιθώριο.
  7. Την παροχή εμπιστευτικών εμπορικών πληροφοριών σε Πιστωτικά Ιδρύματα του εσωτερικού ή του εξωτερικού για πελάτες της Τράπεζας μας.
  8. Τη ρύθμιση οφειλών που βρίσκονται σε προσωρινή καθυστέρηση και για συνολικό (ληξιπρόθεσμο και μη) υπόλοιπο μέχρι το ύψος των ευχερειών του Γ' Κλιμακίου ανεξάρτητα από τις υφιστάμενες εξασφαλίσεις. Η ρύθμιση παρέχεται για χρονικό διάστημα (3) τριών ετών.
  9. Τέλος, κάθε άλλο αίτημα με διαφορετικούς όρους και προϋποθέσεις που υποβάλλεται από οποιοδήποτε Κατάστημα.

### Χορηγήσεις ενυπόθηκες

Στις χορηγήσεις αυτές, εκτός από τις τυχόν λοιπές ασφάλειες, θα λαμβάνεται και προσημείωση επί ακινήτου. Η προσημείωση που θα εγγράφεται θα είναι υποχρεωτικά Α' σειράς:

1. Σε αστικά εξωεπιχειρηματικά ακίνητα και σε ποσοστό 180% επί του ύψους της χρηματοδότησης. Η άμεσα ρευστοποιήσιμη αξία του ακινήτου (μετά από εκτίμηση της Διεύθυνσης Τεχνικών Υπηρεσιών της Τράπεζας ή Μηχανικού της απόλυτου εμπιστοσύνης για τα καταστήματα της επαρχίας) θα είναι μεγαλύτερη από το ποσό της χρηματοδότησης κατά 40% τουλάχιστον.

{ Στην παράγραφο αυτή εντάσσονται και τα εξωεπιχειρηματικά μη αστικά εφ' όσον έχουν εκτιμηθεί από την Τεχνική Υπηρεσία της Τράπεζας.}

ή

2. Σε επιχειρηματικά ακίνητα σε ποσοστό 200% επί του ύψους των χρηματοδοτήσεων και υπό την απαραίτητη προϋπόθεση ότι άμεσα ρευστοποιήσιμη αξία του ακινήτου θα είναι μεγαλύτερη του ποσού της χρηματοδότησης τουλάχιστον κατά 80%

Τα προσημειούμενα ακίνητα θα ασφαλίζονται απαραίτητα στη θυγατρική ασφαλιστική εταιρεία της Τράπεζας "Ακμή Ασφαλιστική Α.Ε.", Το δε ασφαλιστήριο συμβόλαιο θα εκχωρείται στην Τράπεζα.

### Χορηγήσεις με κάλυψη αξιόγραφων (επιταγές & συναλλαγματικές) και απαιτήσεις από πιστωτικές κάρτες.

Τα αξιόγραφα τα οποία θα αναλαμβάνονται προς εξασφάλιση θα ενεχυριάζονται νομότυπα, θα καλύπτουν σε ποσοστό 115% τουλάχιστον τη χρηματοδότηση και θα πληρούν τους παρακάτω όρους:

- 1) Θα είναι απόλυτα ελεγμένης φερεγγυότητας. Αξιόγραφα των οποίων οι αποδέκτες / εκδότες παρουσιάζουν δυσμενής στοιχεία (διαμαρτυρήσεις, ακάλυπτες επιταγές, διαταγές πληρωμής, κατασχέσεις, πλειστηριασμούς, αγωγές κλπ.) δεν θα λαμβάνονται.
- 2) Θα είναι διάρκειας μέχρι επτά (7) μηνών, εξαιρούμενης της περίπτωσης που προέρχονται από πωλήσεις ειδών διάρκειας, αυτοκινήτων ή ακινήτων. Η ευχέρεια σε αυτές τις περιπτώσεις των Α' και Β' κλιμακίων θα εξαντλείται στους 36 μήνες και υπό την απαραίτητη προϋπόθεση ότι θα είναι "σειράς" σε τελικούς καταναλωτές.
- 3) Θα είναι πελατείας της επιχείρησης και θα προέρχονται από πραγματική εμπορική συναλλαγή. Απαγορεύεται ρητά η λήψη αξιόγραφων ευκολίας. Επίσης αξιόγραφα αντιπρόσωπων, πρακτόρων, συγγενών επιχειρήσεων και αξιόγραφα που διακανονίζεται κατά τη λήξη τους από τους πιστούχους και όχι από τους αποδεκτές ( συναλλαγματικές) η έκδοτες ( επιταγές) δεν θα



χρησιμοποιούνται. Παρέχεται η δυνατότητα όμως να λαμβάνονται σαν πρόσθετη ασφάλεια πιστοδότησης εφ' όσον με ευθύνη του καταστήματος δεν θα δημιουργεί πρόβλημα στην εξόφληση τους.

- 4) Θα είναι ευρείας διασποράς (μέγιστο ποσοστό κατ' επωνυμία 15%). Τα Εγκριτικά Κλιμάκια είναι σκόπιμο να εφαρμόζουν μικρότερα ποσοστά διασποράς κατ' επωνυμία, ανάλογα με το είδος των εργασιών των συναλλαγών, με το ύψος της πιστοδότησης, τον τρόπο πωλήσεων και αγορών κλπ.
- 5) Θα είναι έγκυρα, δηλαδή σωστά και νόμιμα συμπληρωμένα. Όταν τα αξιόγραφα είναι επιταγές ή συναλγματικές, με την φροντίδα των υπεύθυνων του καταστήματος θα πρέπει να περιέχουν όλα τα απαραίτητα στοιχεία που τα καθιστούν σύμφωνα με το νόμο έγκυρα ( ημερομηνία, ποσό αριθμητικώς και ολογράφως, τόπο πληρωμής ή έκδοσης, υπογραφή εκδότη και αποδέκτη. ΑΦΜ, διεύθυνση, σωστή οπισθογράφηση κ.λ.π)

Σημείωση: η έλλειψη των κατά νόμο τυπικών στοιχείων καθιστά τον τίτλο άκυρο σαν αξιόγραφο. Ιδιαίτερη προσοχή πρέπει να δίνεται στα στοιχεία των υπόχρεων ( αποδέκτη, εκδότη, οπισγράφου) καθώς και στις διευθύνσεις τους.

Χορηγήσεις με ενέχυρο καταθέσεις ε/ε, έντοκα γραμμάτια ελληνικού δημοσίου, ομόλογα ελληνικού δημοσίου, μετοχές, αμοιβαία κεφάλαια.

▪ Η ενεχυρίαση καταθέσεων δραχμών ή συναλλάγματος θα καλύπτει τη χρηματοδότηση σε ποσοστό 100%. Η ενεχυρίαση θα επεκτείνεται και στους τόκους των καταθέσεων.

▪ Οι Ε/Ε που θα λαμβάνουμε για εξασφάλιση θα καλύπτουν τη χρηματοδότηση σε ποσοστό 120% και θα είναι ανέκκλητες, ανεπιφύλακτες, απαιτητές σε πρώτη ζήτηση και θα προέρχονται από Τράπεζες του Εσωτερικού ή του Εξωτερικού Α' τάξεως. Ως προς κείμενο που λαμβάνεται απαραίτητως η έγκριση της Διεύθυνσης νομικών Υπηρεσιών και της Διεύθυνσης Εργασιών – καταστημάτων και μεγάλων επιχειρήσεων , ως προς δε τον ποιοτικό χαρακτηρισμό της τράπεζας που εκδίδει τις Ε/Ε θα

λαμβάνεται το «καλώς έχουν» της Διεύθυνσης Διαχειρίσεως Διαθεσίμων και Διεθνών Εργασιών.

- Τα έντοκα γραμμάτια του Ελληνικού Δημοσίου ή τα Ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου, θα καλύπτουν τη χρηματοδότηση σε ποσοστό 100% και θα υπολογίζονται με τιμή εκδόσεως.

- Οι μετοχές που θα ενεχυριάζονται θα προέρχονται αποκλειστικά από εταιρείες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών και παρουσιάζουν υψηλή εμπορευσιμότητα, θα είναι σε τίτλους σύμφωνα με τις καθορισμένες μονάδες διαπραγμάτευσης της μετοχής και θα καλύπτουν τη χρηματοδότηση σε ποσοστό 200%. Η αξία τους θα υπολογίζεται με μέση τιμή Χρηματιστηρίου του τελευταίου τριμήνου.

Οι χρηματοδοτήσεις αυτής της κατηγορίας θα αναθεωρούνται κάθε 6 μήνες υποχρεωτικά, λόγω της ρευστότητας που επικρατεί στη χρηματιστηριακή αγορά. Ευνόητο είναι ότι μετοχές προβληματικών επιχειρήσεων δεν θα λαμβάνονται. Τα αμοιβαία κεφάλια θα ενεχυριάζονται σε ποσοστό 120% και θα είναι «σταθερού εισοδήματος» ή «διαχειρίσεως διαθεσίμων», αποκλειόμενων των «δυναμικών».

- Διευκρινίζεται ότι οι χρημ/σεις με μετρητό κάλυμμα, ΟΕΔ, ΕΓΕΔ & Ε/Ε δεν συμπεριλαμβάνονται στην αιχμή χρημ/σεων που καθορίζεται για κάθε κλιμάκιο. Ήτοι, χορηγούνται πέραν αυτής.

### **Χορηγήσεις με εγγύηση**

Ο εγγυητής πρέπει να είναι φερέγγυο πρόσωπο και το ύψος των εγγυηθησόμενων πιστοδοτήσεων να είναι ανάλογο της δηλούμενης οικονομικής του επιφάνειας. Εφ' όσον δηλώνει ότι είναι και κάτοχος ακίνητης περιουσίας, θα γίνεται εξακρίβωση αυτής και θα λαμβάνεται υπόψη μόνο όταν υπάρχουν επαρκή διασφαλιστικά περιθώρια. Δεν θα έχει δυσμενή στοιχεία. Επίσης θα πρέπει να καταβάλλεται προσπάθεια από τα καταστήματα να λαμβάνονται περισσότεροι του ενός εγγυητές.

### **Εγγυητικές επιστολές- ενέγγυες πιστώσεις**

Για της πάσης φύσεως Εγγυητικές Επιστολές ουσίας η Ενέγγυες Πιστώσεις που θα εκδίδονται, θα καταβάλλεται προσπάθεια όπως λαμβάνονται, εκτός της υπογραφής του εντολέα

και της εγγύησης ενός τουλάχιστον φερέγγυου εγγυητή και άλλες εξασφαλίσεις ( αξιόγραφα, μετρητό κάλυμμα κλπ)

Στην περίπτωση που για κάλυψη των Ε/Ε ή των Ε/Π, λαμβάνουμε αξιόγραφα, θα καταβάλλεται προσπάθεια ώστε ο χρόνος ρευστοποίησης τους να είναι μικρότερος της ισχύος των Ε/Ε ή της ημερομηνίας πληρωμής των Ε/Π που ασφαλίζουν. Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δίδεται στη περίπτωση όπου οι Ε/Ε είναι «αόριστου χρόνου».

## ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ:

### ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ

Η βιομηχανία αυτή ιδρύθηκε πριν από 10 χρόνια με αντικείμενο την παραγωγή και εμπορία μεταλλικών οικοδομικών υλικών και ιδιαίτερα, είδη κιγκαλλεργίας και κλειδαριές κάθε μορφής, μεγέθους και χρήσεως. Διευθύνεται από τους δυο μετόχους της, Α.Β ( 52 ετών) και τον Γ.Δ ( 51 ετών).

Οι φορείς της, που έχουν ο καθένας το 50% των μετοχών της είναι έμπειροι και ικανοί στη εργασία τους και χαίρουν καλής φήμης για την συνέπεια στις συναλλαγές τους.

Διαθέτουν και ακίνητη περιουσία, ελεύθερη βαρών που εκτιμάται σε 400.000 για τον Α.Β και σε 640.000 για τον Γ.Δ. Από το Δελτίο Πληροφοριών βλέπουμε ότι δεν υπάρχουν δυσμενή στοιχεία ούτε διαμαρτυρήσεις. Απασχολούν 15 εργάτες στο εργοστάσιο και 4 υπαλλήλους στα γραφεία. Έχουν αποκτήσει ευρύ δίκτυο πελατείας – έμπορους οικοδομικών υλικών - στους οποίους πωλούν με πίστωση ανοικτού λογαριασμού 30 ημερών ή με γραμμάτια από 30 ως 60 μέρες.

Αγοράζουν την Α' ύλη καθώς και εξαρτήματα από 4 προμηθευτές με πίστωση 60 ημερών ή με γραμμάτια.

Κάνουν και σχετικά μικρές εισαγωγές μέσω του καταστήματος μας εξοφλώντας σε 30-40 μέρες.

Πέρσι έφεραν τα σχέδια νέων κλειδαριών για σύγχρονες κατοικίες από τη Ιταλία και προβλέπουν να αρχίσουν παραγωγή εφέτος αν και ο μηχανολογικός τους εξοπλισμός-είναι παλιός. Τα προϊόντα τους είναι ποιότητας και αρκετά ανταγωνιστικά προς τα εισαγόμενα που προέρχονται κυρίως από την Ιταλία και Ισπανία. Ο ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ έχει πάρει μακροπρόθεσμο δάνειο από την ΕΤΕ για πάγιες εγκαταστάσεις έναντι προσημειώσεως στα γήπεδα και κτίρια. Η συνεργασία μας άρχισε πριν από τέσσερα χρόνια και δεν παρουσίασε προβλήματα. Τους χορηγούμε δάνειο κεφαλαίου κινήσεως με ενέχυρο συναλγματικές πελατείας, πλέον περιθωρίου 10%. Έχουμε και τις προσωπικές εγγυήσεις των μετοχών. Τον Φεβρουάριο του 1984 το πάγιο όριο δανείου κεφαλαίου κινήσεως αυξήθηκε από 300.000 σε 500.000 με τις ίδιες εξασφαλίσεις. Το όριο εγγυητικών επιστολών Β και Γ κατηγορίας παρέμεινε στις 50.000. Τον Νοέμβριο του 1984 ζήτησαν μια εξάμηνη αύξηση του δανειακού ορίου σε 700.000 με παράλληλη αύξηση των προσωπικών εγγυήσεων. Δεν διέθεταν επαρκή γραμμάτια για πλήρη κάλυψη και περιθώρια. Έτσι ένα σημαντικό μέρος του

αυξημένου δανείου έμεινε ακάλυπτο. Είχαμε όμως την υπόσχεση τους ότι το όριο θα επανερχόταν στις 500.000 τον Μάιο του 1985. Τώρα που έφτασε ο καιρός ισχυρίζονται ότι ο κύκλος εργασιών τους αυξήθηκε σημαντικά, οι προοπτικές είναι πολύ καλές και δεν θα μπορέσουν να αντεπεξέλθουν στην ζήτηση χωρίς ένα πάγιο όριο 1.000.000 για το προσεχές δωδεκάμηνο. Οι εγγυητικές επιστολές θα παραμείνουν στα ίδια όρια των 50.000 και όσες εισαγωγές γίνουν – γύρω στις 150.000 σε 3 τεμάχια – θα περάσουν από το κατάστημά μας.

Τι κάνουμε;

- 1) Παίρνουμε τους Ισολογισμούς, Αποτελέσματα Χρήσεως και Διάθεση κερδών των Τριών, τουλάχιστον, τελευταίων ετών.
- 2) Παίρνουμε και το πιο πρόσφατο Ισοζύγιο. Στην περίπτωση μας ήταν εκείνο της 31<sup>ης</sup> Μαρτίου 1985.
- 3) Προβαίνουμε στην ανακατάταξη των ισολογισμών με τρόπο που να μπορούν να γίνουν εύκολα οι απαραίτητες συγκρίσεις.
- 4) Κάνουμε την βασική προεργασία που αναφέρθηκε με σκοπό
  - a. Να υπολογίσουμε το ίδιο Κεφάλαιο Κινήσεως
  - b. Να υπολογίσουμε την Ταμειακή Ροή
  - c. Να αφαιρέσουμε τυχόν πλασματικά στοιχεία και από το Ενεργητικό και από την Καθαρή θέση.

Τα αποτελέσματα της εργασίας αυτής φαίνεται ότι επόμενες σελίδες

**ΚΥΚΝΟΣ Ο.Ε.**  
**ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 31ης ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ**

	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
ΓΗΠΕΔΑ / ΚΤΙΡΙΑ	164.750	242.700	294.800	279.500
ΜΗΧΑΝΗΜΑΤΑ	253.000	383.050	321.850	291.250
ΛΟΙΠΑ ΠΑΓΙΑ	91.800	53.550	35.300	21.400
ΑΠΟΘΕΜΑΤΑ	382.500	573.750	956.250	1.549.200
ΠΕΛΑΤΕΣ	114.260	137.210	154.040	176.280
ΓΡΑΜΜ. ΕΙΣΠΡΑΚΤΕΑ	241.740	371.790	416.160	610.470
ΛΟΙΠΕΣ ΑΠΑΙΤΗΣΕΙΣ	980	4.312	1.002	3.213
ΤΑΜΕΙΟ / ΤΡΑΠΕΖΕΣ	76.500	114.750	56.250	38.250
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<b>1.325.530</b>	<b>1.881.112</b>	<b>2.235.652</b>	<b>2.969.563</b>
ΚΕΦΑΛΑΙΑ	588.500	750.000	750.000	750.000
ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΑ	264.850	305.732	435.782	512.282
ΜΕΣΟΠΡ. ΔΑΝΕΙΟ	214.750	204.150	240.500	232.300
ΤΡΑΠΕΖΕΣ	34.000	160.000	284.250	685.500
ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΕΣ	59.300	115.668	249.862	403.701
ΓΡΑΜΜ. ΠΛΗΡΩΤΕΑ	29.797	67.932	133.008	291.040
ΦΟΡΟΙ / ΑΣΦΑΛ.	79.313	189.130	114.040	72.760
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ	54.500	84.500	26.010	16.140
ΛΟΙΠΕΣ ΟΦΕΙΛΕΣ	520	4.000	2.200	5.840
<b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>	<b>1.325.530</b>	<b>1.881.112</b>	<b>2.235.652</b>	<b>2.969.563</b>
ΙΔΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΕΩΣ	558.550	580.582	774.332	902.432
ΛΟΓ/ΣΜΟΙ ΤΑΞΕΩΣ	29.000	47.000	31.000	40.000

**ΚΥΚΝΟΣ Ο.Ε.**  
**ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΧΡΗΣΕΩΣ (12 ΜΗΝΕΣ)**

	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
ΠΩΛΗΣΕΙΣ	3.876.973	4.972.500	5.163.750	5.912.495
ΚΟΣΤΟΣ ΠΩΛΗΘΕΝΤΩΝ		3.978.000	4.131.000	4.741.026
ΜΙΚΤΑ ΚΕΡΔΗ		994.500	1.032.750	1.171.469
ΓΕΝΙΚΑ ΕΞΟΔΑ		300.677	442.681	562.608
ΕΞΟΔΑ ΔΙΑΘΕΣΗΣ		88.500	121.219	167.311
ΧΡΗΜ/ΚΑ ΕΞΟΔΑ		59.700	102.100	197.350
ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ		163.435	106.650	89.800
ΚΕΡΔΗ ΧΡΗΣΗΣ		373.188	260.100	154.400
ΦΟΡΟΙ/ΟΓΑ		179.130	104.040	61.760
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ		194.058	156.060	92.640

**ΔΙΑΘΕΣΗ ΚΕΡΔΩΝ**

	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
ΚΑΘΑΡΑ ΚΕΡΔΗ ΠΡΟΣ ΔΙΑΘΕΣΗ		194.058	156.000	92.640
ΤΑΚΤΙΚΟ ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ		20.000	16.000	9.000
ΜΕΡΙΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΦΟΡΟΙ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ		84.500	26.010	16.140
ΥΠΟΛΟΙΠΟ ΣΕ ΝΕΟ (ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ)		89.558	114.050	67.500
ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ		272.993	236.700	166.300

## Ισοζύγιο 31<sup>ης</sup> Μαρτίου 1985

Πωλήσεις	: 1.840.000
Γραμμ. Εισπρακτέα	: 820.000
Μακρ. Δάνειο Ε.Τ.Ε	: 232.300
Βραχ. Δάνειο Τραπ. Κρήτης	: 690.000

- Σημείωση: (1) Το υπόλοιπο του Βραχυπροθέσμου Δανείου στις 30-4-85 ήταν 640.000
- (2) Οι πωλήσεις του πρώτου τριμήνου του 1984 ήταν 1.370.000

Σκοπός μας τώρα είναι να διαπιστώσουμε, αν η εταιρεία έχει την δυνατότητα να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της και να κάνουμε προβλέψεις για την πορεία των εργασιών της και της χρηματοοικονομικής της εξέλιξης.

Ήδη όμως αντιμετωπίζουμε το αίτημα να μην επιμείνουμε στην επιστροφή των 200.000 αλλά να αυξήσουμε το όριο από 700.000 σε 1.000.000.

Τι συμβαίνει; Μήπως επενεργούν τα γνωστά αίτια που οδηγούν στην οικονομική αποτυχία; Μήπως οι εξωτερικοί παράγοντες, η οικονομική συγκυρία και πιο συγκεκριμένα, ο κλάδος της οικοδομής αντιμετωπίζει προβλήματα σοβαρά από πέρσι; Ή μήπως τα κέρδη των τελευταίων ετών είναι ανεπαρκή για να στηρίξουν την εξέλιξη της εταιρείας;

Για την κακή διαχείριση δεν συζητούμε. Είναι γνωστή η ικανότητα και ενεργητικότητα των δύο μετόχων και διευθυντών.

Μήπως δεν αποθεματοποιούν αρκετά; Ή μήπως έχει εξασθενήσει η καθαρή θέση οδηγώντας τους σε υπέρμετρη εξάρτηση από εξωτερικές, δαπανηρές πηγές χρηματοδότησης. Με σύμπτωμα το νέο τους αίτημα;

Και τέλος, μήπως τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας, πάγια αποθέματα, απαιτήσεις και διαθέσιμα παρουσιάζουν σοβαρές δυσαναλογίες; Υπέρμετρη αύξηση αποθεμάτων; Βραδύτητα στην είσπραξη απαιτήσεων;

Όλα αυτά τα ερωτήματα πρέπει να βρουν απάντηση μέσα από την κατάλληλη διαγνωστική διαδικασία που θα εντοπίσει το ή τα κυριότερα προβλήματα καθώς και τυχόν δευτερεύοντα.



Το τελικό ερώτημα φυσικά είναι αν προβούμε στην χρηματοδότηση, θα τους καταστήσει άραγε, ικανούς να αυξήσουν την χρηματική τους ροή ώστε να είναι σε θέση να πληρώσουν τόκους και κεφάλαιο στις προθεσμίες τους; Και να βγάλουν κέρδη;

Θα κάνουμε λοιπόν συγκρίσεις των μεγεθών των λογαριασμών τους και συγκρίσεις, διαχρονικές, της εξέλιξης των κυριότερων αριθμοδεικτών.

Θα προβούμε σε μια στοιχειώδη ανάλυση πηγής και χρήσης κεφαλαίων και ύστερα θα διερευνήσουμε την ύπαρξη πηγών εσωτερικής χρηματικής ροής που ίσως μένουν αχρησιμοποίητες. Αυτή θα είναι η διάγνωση που θα γίνει με την ελπίδα να εντοπισθούν τα προβλήματα και η φύση τους.

Κατόπιν, σε συνεργασία με τους κύριους ΑΒ και ΓΔ με τις πληροφορίες που θα μας δώσουν θα συντάξουμε έναν πίνακα προβλεπόμενης ταμειακής ροής, για το επόμενο δωδεκάμηνο, με σκοπό να δούμε, κατά προσέγγιση έστω, την τυχόν ανάγκη μεγαλύτερων δανειακών κεφαλαίων ή την τυχόν ύπαρξη ταμειακών πλεονασμάτων. Και έπειτα θα αποφασίσουμε.

1. Αρχίζουμε με την σύγκριση εξελίξεων στα μεγέθη του λογαριασμού Αποτελεσμάτων Χρήσεως.

	<u>1981</u>	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
α) <u>Πωλήσεις</u>	3.876.973	4.972.500	5.163.750	5.912.495

Αυξάνονται κάθε χρόνο αλλά με διαφορετικό ρυθμό. Από το 1981 στο 1982 αυξήθηκαν κατά 28,3% ύστερά αυξήθηκαν μόνο κατά 3,95 αλλά το 1984 έδειξε βελτίωση ή αυξητική πορεία που έφτασε το ποσοστό του 14,55

Κρίνοντας από το ισοζύγιο του Μαρτίου 1985 και συγκρίνοντας το με το αντίστοιχο του 1984 όπου οι πωλήσεις πρώτου τριμήνου ήταν 1.370.000 σε σύγκριση τις πωλήσεις του 1985 1.840.0009 αύξηση 34,3%) και έχοντας υπ' όψη ότι οι περισσότερες πωλήσεις γίνονται την Άνοιξη και το Καλοκαίρι, τείνουμε να πιστέψουμε την πεποίθηση των φορέων ότι οι συνολικές πωλήσεις του 1983 θα φθάσουν και μάλλον θα ξεπεράσουν τα 7.500.000.

Συμπερασματικά λοιπόν για το 1983 και 1984 οι πωλήσεις ήταν πολύ πιο κάτω από τον ρυθμό του πληθωρισμού, δηλαδή ουσιαστικά μειώθηκαν. Υπάρχουν βάσιμες ελπίδες ότι θα σημειωθεί πραγματική αύξηση στο προσεχές έτος. Θα συνεχισθεί όμως και το 1986 και αργότερα;

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
(β) <u>Μικτά κέρδη</u>	994.500	1.032.750	1.171.469

Παρατηρούνται τα ίδια σχεδόν ποσοστά αύξησης με εκείνα των πωλήσεων. Πολύ χαμηλά δηλαδή σε πληθωριστικό περιβάλλον.

Το παρήγορο όμως είναι η σταθερότητα των ποσοστών που σημαίνει καλό έλεγχο στο κόστος πωληθέντων (α' ύλες, εργατικά) όπως θα δούμε πιο κάτω στους δείκτες αποδοτικότητας.

(γ) Κέρδη Χρήσεως προ αποσβέσεων και τόκων

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
	596.323	468.850	441.550

Η πτώση είναι πολύ αισθητή και οφείλεται κυρίως στην σημαντική αύξηση των Γενικών εξόδων και των Εξόδων Διαθέσεως που αφαιρέθηκαν από τα Μικτά Κέρδη που, και αυτά με την σειρά τους, εμφάνισαν πολύ μικρή άνοδο. Έκλεισε η ψαλίδα. Ευτυχώς που ο ρυθμός πτώσεως μειώθηκε το 1984 (5,8%).

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
(δ) <u>Κέρδη Χρήσεως</u>	373.188	260.100	154.400

Εδώ η πτώση είναι δραματική, 30,3% από το 1982 στο 1983 και ακόμη χειρότερη, 40,6%, από το 1983 στο 1984

Εκτός από την περιορισμένη αύξηση των πωλήσεων και μικτών κερδών, η άλλη αιτία η επικίνδυνη διόγκωση των χρηματοοικονομικών εξόδων (υπερτριπλασιασμός από το 1982) που αντανακλά μεγάλη και επικίνδυνη και δαπανηρή αύξηση της εξωτερικής χρηματοδότησης της εταιρείας.

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
(ε) <u>Καθαρά Κέρδη</u>	194.058	156.060	92.640

Η ίδια θλιβερή ιστορία.

Βέβαια, παρήγορο είναι ότι υπάρχουν κέρδη ακόμη αλλά αν δεν αντιστραφεί δυναμικά ο ρυθμός μείωσης και με δεδομένη την ακατάσχετη αύξηση των χρηματοοικονομικών εξόδων – αφού ζητούν πρόσθετο δάνειο – πολύ σύντομα ο ΚΥΚΝΟΣ θα εμφανίσει ζημιές.

**2. Ο πίνακας Διαθέσεως Κερδών** δείχνει την πρόθεση των φορέων της εταιρείας για αυτοχρηματοδότηση. Τα μερίσματα

αποτελούν σχετικά μικρό ποσοστό και μάλιστα στα δύο τελευταία, πιο δύσκολα, χρόνια, το ποσοστό μειώθηκε σημαντικά.

Έτσι το ποσοστό αποθεματοποίησης καθαρών κερδών αυξήθηκε από 56% το 1982 σε 83% το 1983 και παρέμεινε στο ίδιο επίπεδο το 1984. Σε απόλυτους αριθμούς οι αποθεματοποιήσεις μειώθηκαν. Ταυτόχρονα μειώθηκαν και οι αποσβέσεις μια και δεν έγιναν επενδύσεις ανανέωσης μηχανολογικού εξοπλισμού.

Έτσι η ταμειακή ροή εξελίχθηκε, πτωτικά ως εξής:

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Αποθεματοποιημένα Κέρδη	109.558	130.050	76.500
Αποσβέσεις	<u>163.435</u>	<u>106.650</u>	<u>89.800</u>
Ταμειακή Ροή	272.993	236.700	166.300

Η μείωση της από το 1982 στο 1984 είναι της τάξεως του 39%.

### 3. Οι αριθμοδείκτες ρευστότητας.

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Κυκλοφοριακή Ρευστότητα	139,5%	195,7%	161,2%
Άμεση Ρευστότητα	101,1%	77,5%	56,2%

Πτωτικοί και οι δύο, έντονα πτωτικός ο δεύτερος πράγμα που γεννά το ερώτημα μήπως συμβαίνει υπεραποθεματοποίηση.

### 4. Οι δείκτες διάρθρωσης.

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Κεφαλαιακή Διάρθρωση	78,2%	88,5%	135,3%
<u>Ταμειακή Ροή</u>	53,9%	31,4%	11,6%

Βραχυπ. Υποχ. – Διαθέσιμα

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
Ταμειακή Ροή	38,4%	23,8%	9,9%
Σύνολο Υποχ.- Διαθέσιμα			

Επικίνδυνη επιδείνωση όλων των δεικτών και μάλιστα πολύ απότομα. Προφανώς, η υπεραποθεματοποίηση χρηματοδοτήθηκε από εξωτερικές πηγές, (με σύμπτωμα την αύξηση του δείκτη διάρθρωσης) πολύ δαπανηρότερες. (μείωση κερδών χρήσεως και καθαρών κερδών και επομένως μείωση ταμειακής ροής με ταυτόχρονη αύξηση υποχρεώσεων).

#### 4. Πηγές και Χρήσεις Κεφαλαίων.

Ο πίνακας που ακολουθεί είναι μια σύμπτυξη των ισολογισμών του 1982 και του 1984 στον οποίο αφαιρούμε τα μεγέθη του 1982 από εκείνα του 1984 για να δούμε από πού προήλθε η χρηματοδότηση και πως διατέθηκε στο ενεργητικό.

	<u>1982</u>	<u>1984</u>	<u>1982-1984</u>	<u>%</u>
Πάγιο	679.300	592.150	(87.150)	(8,0%)
Αποθέματα	573.750	1.549.200	975.450	98,6%
Απαιτήσεις	513.312	789.963	276.651	25,4%
Ταμείο % Τράπεζες	114.750	38.250	(76.500)	(7,0%)
<b>ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ</b>	<u>1.881.112</u>	<u>2.969.563</u>	<u>1.088.451</u>	<u>100,0%</u>
Τράπεζα	160.000	685.500	525.500	48,3%
Βραχυπ. Υποχ.	461.230	789.481	328.251	30,2%
Μακροπ. Υποχ.	204.150	232.300	28.150	2,5%
Καθαρή Θέση	1.055.732	1.262,282	206.550	19,0%

Βλέπουμε ότι το μεγαλύτερο ποσοστό χρηματοδότησης προήλθε από την τράπεζα και τους πιστωτές. Το μεγαλύτερο μέρος της διατέθηκε δυσανάλογα σε αποθέματα και σε μικρότερο βαθμό, σε πελάτες.

Η συνεισφορά από ίδια κεφάλαια ήταν:

Αύξηση Καθαρών Κέρδη	19,0%(Αποθεματοποιήσεις)
Αύξηση Αποσβέσεων	8,0%

Μείωση Ταμειακών	<u>7,0%</u>
Σύνολο	34,0%

Αυτό σημαίνει ότι η αύξηση του ενεργητικού από 1.881.112 σε 2.969.563, δηλαδή κατά 1.088.451 χρηματοδοτήθηκε από εσωτερικές πηγές κατά 34% και από εξωτερικές πηγές κατά 66%.

Το χειρότερο όμως είναι η μεγάλη δυσαναλογία των πόρων που απορρόφησαν τα αποθέματα. Ίσως αυτό να εξηγείται από το χαμηλό ποσοστό αύξησης των πωλήσεων με αποτέλεσμα την δυσκινησία των αποθεμάτων που αντί να χρηματοδοτηθούν από ίδια κεφάλαια (αύξηση μετοχικού κεφαλαίου) στηρίχθηκαν κυρίως στον δαπανηρό τραπεζικό δανεισμό με θλιβερές επιπτώσεις στα κέρδη χρήσεως (βλέπε Αποτελέσματα Χρήσεως.).

Μήπως τα προϊόντα της εταιρείας δεν είναι πλέον ανταγωνιστικά;

### 5. Οι δείκτες διαχείρισης.

	1982	1983	1984
(α) Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Παγίων	732%	792%	
998%			
(β) Κυκλοφοριακή ταχυτ. Ενεργητικού	264%	231%	
199%			

Η πτωτική εξέλιξη του (β) σε σύγκριση με την ανοδική πορεία του (α) δηλώνει ότι η αύξηση του Ενεργητικού σημειώθηκε στο Κυκλοφορούν και όπως είδαμε προηγουμένως στα αποθέματα, κυρίως, και στους πελάτες.

(γ) Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων

$$\frac{1982}{\text{μέρες}} \frac{3.978.000}{(382.500+573750) \times 1/2} = 8,32 \text{ ή } 365/8,32 = 44$$

$$\frac{1983}{\text{μέρες}} \frac{4.131.000}{(573.750+956.250) \times 1/2} = 5,40 \text{ ή } 365/5,4 = 68 \text{ μέρες}$$

$$\frac{1984}{\text{μέρες}} \frac{4.741.026}{\text{...}} = 3,78 \text{ ή } 365/3,78 = 97 \text{ μέρες}$$

$$(956.250+549.200) \times 1/2$$

Και δείκτες και οι ημέρες επιβεβαιώνουν την δυσκινησία των αποθεμάτων.

(δ) Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων

$$\underline{1982.} \frac{4.972.500}{(356.000+509.000) \times 1/2} = 11,5 = 365/11,5 = 32 \text{ μέρες}$$

$$\underline{1983.} \frac{5.163.750}{(509.000+570.200) \times 1/2} = 9,57 = 365/9,57 = 38 \text{ μέρες}$$

$$\underline{1984.} \frac{5.912.495}{(570.200+786.750) \times 1/2} = 8,71 = 365/8,71 = 42 \text{ μέρες}$$

Παρόμοια αν και όχι τόσο σοβαρή δυσκινησία, δηλαδή, βραδύτητα είσπραξης, παρατηρείται και με τους πελάτες.

(ε) Συνολική ανακύκλωση (σε μέρες).

	<u>1982</u>	<u>1983</u>	<u>1984</u>
ανακύκλωση αποθεμάτων	44	68	97
ανακύκλωση απαιτήσεων	32	38	42
Συνολική ανακύκλωση	<u>76</u>	<u>106</u>	<u>139</u>

Η αρνητική αυτή εξέλιξη σημαίνει ότι ενώ, το 1982, μόνο 76 μέρες (2 ½ μήνες) περνούσαν από την ημέρα που οι πρώτες ύλες έμπαιναν στην αποθήκη ως την ημέρα που πληρωνόντουσαν, τα προϊόντα πια, από τους πελάτες της, δύο χρόνια αργότερα, το διάστημα αυτό αυξήθηκε σε 139 μέρες (πάνω από 4 ½ μήνες). Πρέπει να σημειωθεί ότι οι αριθμοί αυτοί εκφράζουν μέσους όρους (ταχύτητας, ημερών ανακύκλωσης).

Οι 139 αυτές μέρες πρέπει να χρηματοδοτηθούν είτε από Ίδια Κεφάλαια, είτε από τους Προμηθευτές (και άλλους Πιστωτές), είτε από την Τράπεζα.

Οι διευθυντές του ΚΥΚΝΟΥ ΟΕ μας πληροφορούν ότι το κόστος των Α' υλών είναι περίπου το 60% των πωλήσεων.

Αυτή η πληροφορία μας επιτρέπει να υπολογίσουμε την

(στ) Κυκλοφοριακή ταχύτητα Προμηθευτών

$$\underline{1982.} \quad \frac{2.983.500}{(89.097+183.600) \times 1/2} = 21,88 \text{ ή } 365/21,88=17 \text{ μέρες}$$

$$\underline{1983.} \quad \frac{3.098.250}{(183.600+382.870) \times 1/2} = 10,94 \text{ ή } 365/10,94=33 \text{ μέρες}$$

$$\underline{1984.} \quad \frac{3.547.497}{(382.870+694.741) \times 1/2} = 6,58 \text{ ή } 365/6,58=55 \text{ μέρες}$$

Η εταιρεία αργεί να πληρώσει τους προμηθευτές της. Μπορεί και να χάνει εκπτώσεις και ευκαιρίες αγοράς σε καλύτερες τιμές, τοις μετρητοίς ή με μεκρή πίστωση.

Ας δούμε τώρα την,

(ζ) Καθαρή ανακύκλωση (σε μέρες)

	1982	1983	1984
ανακύκλωση αποθεμάτων	44	68	97
ανακύκλωση απαιτήσεων	32	38	42
<b>Συνολική ανακύκλωση</b>	<u>76</u>	<u>106</u>	<u>139</u>
<b>Μείον: ανακύκλωση προμηθ.17</b>		33	55
<b>Καθαρή ανακύκλωση (μέρες)</b>	<u>59</u>	<u>73</u>	<u>84</u>

Παρά τις προσπάθειες επιβράδυνσης της πληρωμής των Προμηθευτών, οι μέρες που απαιτούν χρηματοδότηση αυξήθηκαν, το 1984, στις 84, σχεδόν τρεις μήνες, που πρέπει να καλυφθούν από Ίδια Κεφάλαια ή από άλλους Πιστωτές, όπως το Δημόσιο (Φόροι κλπ.), οι Μέτοχοι (Μερίσματα) ή από την Τράπεζα. Όπως ακριβώς και έγινε, με όλες τις συνέπειες στην διάρθρωση και στην αποδοτικότητα της εταιρείας.

Πριν όμως προχωρήσουμε στην σύγκριση των αριθμοδεικτών αποδοτικότητας θα διερευνήσουμε την ύπαρξη πηγών εσωτερικής χρηματικής ροής που ίσως μένουν αχρησιμοποίητες.

### Εσωτερική χρηματική ροή.

Η απότομη πτώση του δείκτη άμεσης ρευστότητας, το 1984, που σημαίνει εξίσου απότομη αύξηση αποθεμάτων. Η δυσανάλογη χρήση κεφαλαίων για αποθεματοποίηση που μας δείχνει ο πίνακας πηγών χρήσεων κεφαλαίων στη σελ. 197 και τέλος η υπέρμετρη αύξηση των ημερών ανακύκλωσης αποθεμάτων δεν αφήνουν καμία αμφιβολία ότι το κύριο πρόβλημα που αντιμετωπίζει ο ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ είναι η υπεραποθεματοποίηση και το δεύτερο, ίσως, η χαλάρωση του ελέγχου των Πελατών της.

Μεγάλη συσσώρευση αποθεμάτων μπορεί να γίνει για κερδοσκοπικούς λόγους. Οι φορείς όμως της εταιρείας δεν μας έχουν συνηθίσει σε τέτοιου είδους επιχειρήματα. Απεναντίας, διακρίνονται για την συντηρητικότητα της διαχείρισης και την προσεκτική αποφυγή κινδύνων, όπως άλλωστε μαρτυρεί το ασήμαντο ποσοστό διαμαρτυρήσεων πελατών τους.

Το πιθανότερο αίτιο, λοιπόν, της συσσώρευσης αυτής είναι οι ανεπαρκείς πωλήσεις. Αγόρασαν αποθέματα πρώτων υλών αλλά οι πωλήσεις δεν έγιναν για να τα απορροφήσουν. --

Ίσως να υπάρχει αντίσταση της αγοράς, όχι στην ποιότητα, αλλά στις τιμές, που μπορεί να είναι συγκριτικά ψηλές, γιατί το κόστος μονάδος προϊόντος είναι ψηλό. Ίσως, σε αυτό να φταίει ο παλιός μηχανολογικός εξοπλισμός. Οπωσδήποτε όμως φταίει και η μεγάλη χρηματοοικονομική δαπάνη, συνάρτηση και αυτή του ψηλού τραπεζικού δανεισμού στον οποίο προσέφυγε η εταιρεία, τα δύο τελευταία χρόνια, για να συντηρήσει αυξημένα αποθέματα. Φαύλος Κύκλος.

Στο άμεσο μέλλον δεν μπορούν να γίνουν πολλά πράγματα με τον μηχανολογικό εξοπλισμό.

Μπορεί όμως κάτι να γίνει με τα Αποθέματα και τους Πελάτες με σκοπό να απελευθερωθεί ένα μέρος των κεφαλαίων που είναι αιχμαλωτισμένα στα δύο αυτά μεγέθη.

Η σκέψη μας είναι η εξής:



Ο Μέσος Όρος ανακύκλωσης των αποθεμάτων το 1984 είναι, ή μάλλον ήταν, 3,78 φορές, ή 97 μέρες.

Κάθε μέρα όμως του 1984, ο ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ δημιούργησε αποθέματα αξίας:

$$\frac{\text{Κόστος Πωληθέντων}}{365} = \frac{4.741.026}{365} = 12.989$$

Στις 31/12/84 ο ισολογισμός δείχνει να έχουν σχηματιστεί αποθέματα αξίας 1.549.200 που σημαίνουν, συσσώρευση δημιουργίας με συχνότητα ανακύκλωσης:

$$\frac{1.549.200}{12.989} = 119 \text{ ημερών, σημαντικά περισσότερες από τον μέσο όρο του έτους.}$$

Αν μπορούσε να ρευστοποιηθεί ένα μέρος των αποθεμάτων σε τιμή κόστους σχεδόν, ας πούμε τα αποθέματα 29 ημερών, τότε θα απελευθερώνονταν:

$$29 \times 12.989 = 376.681$$

Ενώ η ανακύκλωση αποθεμάτων θα κατέβαινε στο πιο λογικό επίπεδο των 90 ημερών. Με την ίδια λογική, κάθε μέρα του 1984, η εταιρεία δημιουργούσε απαιτήσεις αξίας:

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{365} = \frac{5.912.495}{365} = 16.199$$

Στο τέλος του έτους είχαν συσσωρευτεί απαιτήσεις αξίας 786.750 που σημαίνουν συχνότητα ανακύκλωσης πελατών:

$$\frac{786.750}{16.199} = 49 \text{ ημερών}$$

Αν και εδώ, αυτό το 49 μπορούσε, με κάποια πίεση, να περιοριστεί στο 40 (ας μην ξεχνάμε ότι η πίστωση ανοικτού λογαριασμού του ΚΥΚΝΟΥ ΟΕ, είναι 30 ημέρες) θα απελευθερωνόταν:  $9 \times 16.199 = 145.791$

Υπάρχει λοιπόν ένα ποσό  $376.681 + 145.791 = 522.472$  που θα μπορούσε να αναδυθεί μέσα από την ίδια την εταιρεία, με την άσκηση πιο αυστηρού ελέγχου διαχείρισης.

Αντί να αναγκάζεται να ζητά να δανεισθεί, με ψηλά επιτόκια, άλλες 500.000 (την υπέρβαση των 200.000 και την αύξηση των 300.000).

Αυτά για να υπογραμμιστεί η τεράστια σημασία αυτού που αποκαλούμε « **νοικοκυρεμένη** » διαχείριση.

### Οι δείκτες αποδοτικότητας

	1982	1983	1984
(α) Μικτά Κέρδη			
<hr/>			
Πωλήσεις	20,0%	20,0%	20,0%
(β) Κέρδη Χρήσεως προ Αποσβ. Και τόκων			
<hr/>			
Πωλήσεις	12,0%	9,1%	7,5%
(γ) Κέρδη Χρήσεως			
<hr/>			
Πωλήσεις	7,5%	5,0%	2,6%
(δ) Κέρδη Χρήσεως			
<hr/>			
Καθαρή Θέση	35,4%	21,9%	12,2%
(ε) Κέρδη Χρήσεως			
<hr/>			
Σύνολο Ενεργητικού	19,8%	11,6%	5,2%
(στ) Καθαρά Κέρδη			
<hr/>			
Καθαρή Θέση	18,4%	13,2%	7,3%
(ζ) Καθαρά Κέρδη			
<hr/>			
Σύνολο Ενεργητικού	10,3%	7,0%	3,1%

Με την μόνη εξαίρεση του πρώτου, όλοι οι άλλοι δείχνουν σχεδόν κάθετη πτώση για λόγους που έχουν γίνει πια προφανείς.

## **8. Ανακεφαλαίωση**

Ήδη ειπώθηκαν τα περισσότερα. Ο ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ, ζητά αύξηση του παγίου ορίου κεφαλαίου κινήσεως στο 1.000.000.

Εμείς, ύστερα από την διεξοδική διαγνωστική ανάλυση που κάναμε καταλήξαμε στο συμπέρασμα ότι, ασφαλώς τα χρειάζεται αλλά και ότι προτιμότερο θα ήταν να απελευθερωνόταν δικά της χρήματα που παραμένουν αιχμάλωτα σε βραδυκίνητα αποθέματα και απαιτήσεις. Δεν έχουμε βέβαια αμφιβολία ότι και αν προβούμε στην δανειοδότηση, τα χρήματα θα χρησιμοποιηθούν αποκλειστικά για την αγορά πρώτων υλών για να αντιμετωπιστεί η αυξημένη ζήτηση που ευτυχώς άρχισε να εκδηλώνεται.

Πρέπει όμως να ξεπουλήσει το παλαιότερο απόθεμα σε μειωμένες τιμές και με μικρή πίστωση. Θα δούμε τώρα τι θα παρουσιάσει ο πίνακας πρόβλεψης Ταμειακής Ροής.

### **Η πρόβλεψη ταμειακής ροής**

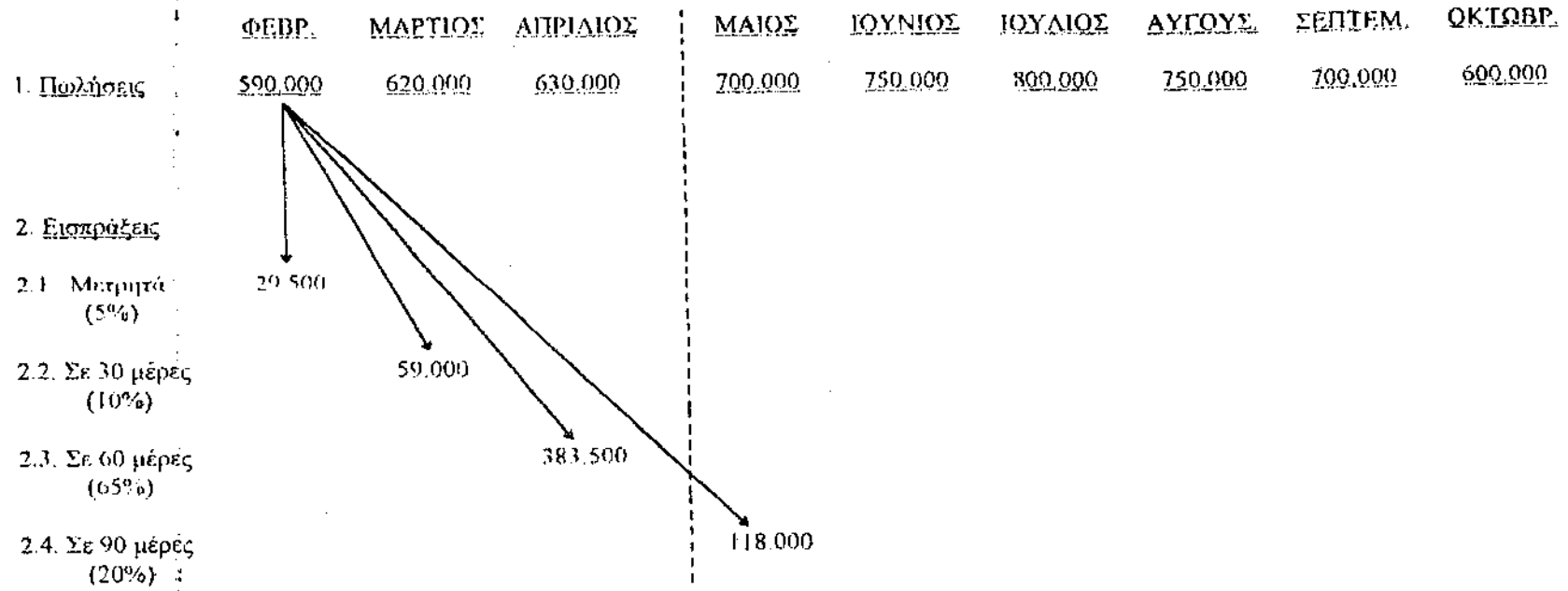
Είμαστε στα αρχές Μαΐου. Έχουμε το Ισοζύγιο του Μαρτίου και γνωρίζουμε ότι τα υπόλοιπα τους (χρεωστικά) στην Τράπεζα ήταν 640.000 στις 30 Απριλίου.

Στην επόμενη σελίδα βλέπουμε την πρόβλεψη των μηνιαίων πωλήσεων που πιστεύει ότι θα επιτύχει ο ΚΥΚΝΟΣ ΟΕ. Ο πίνακας αυτός είναι το θεμέλιο όλων όσων θα ακολουθήσουν. Η διακεκομμένη κάθετη γραμμή χωρίζει το παρών από το μέλλον.

Παρακάτω εμφανίζονται οι εισπράξεις που πραγματοποιεί η εταιρεία.

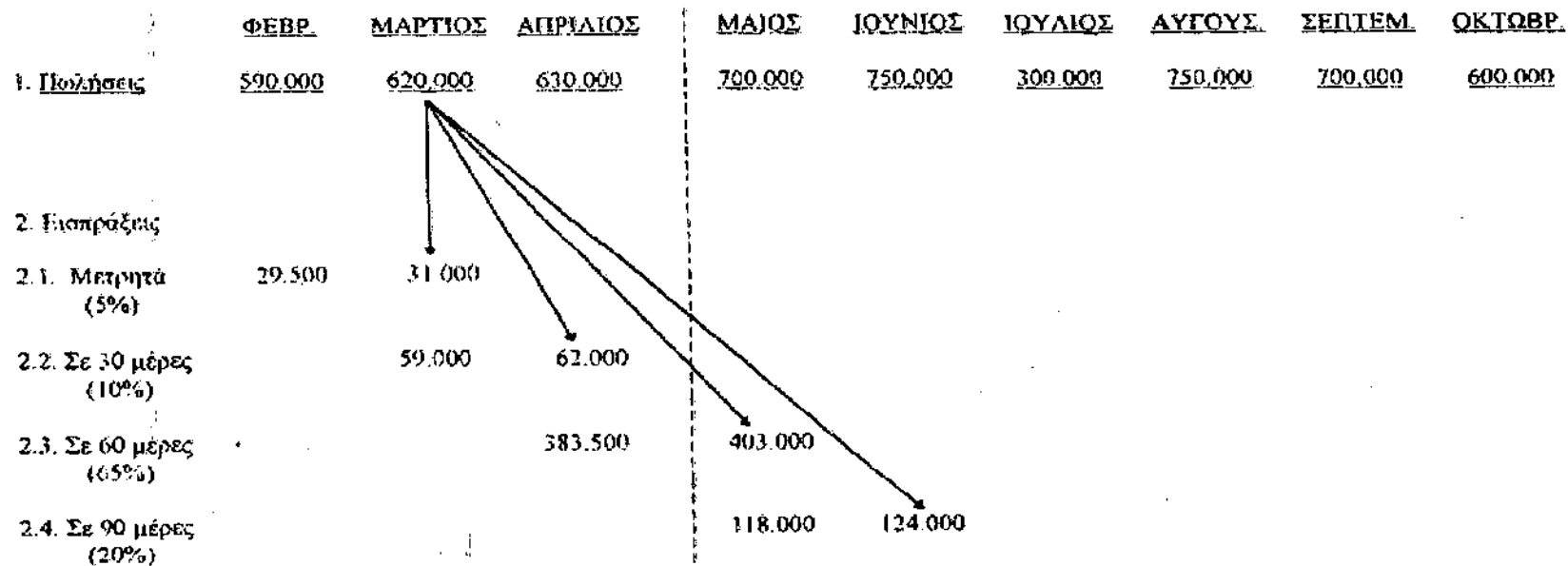
Αρχίσαμε από τον Φεβρουάριο γιατί οι πωλήσεις του μηνός αυτού εισπράττονται, σταδιακά, μέχρι τον Μάιο με τον ρυθμό που δηλώνουν τα ποσοστά.

## ΚΥΚΛΟΣ ΟΕ



κι έπειτα ακολουθούν με τον ίδιο τρόπο οι πωλήσεις του Μαρτίου.

## ΚΥΚΛΟΣ ΟΕ



ΠΡΟΒΛΕΨΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗΣ ΡΟΗΣ

ΚΥΚΛΟΣ ΟΕ

<u>ΑΠΡΙΛΙΟΣ</u>	<u>ΜΑΙΟΣ</u>	<u>ΙΟΥΝΙΟΣ</u>	<u>ΙΟΥΛΙΟΣ</u>	<u>ΑΥΓΟΥΣ.</u>	<u>ΣΕΠΤΕΜ.</u>	<u>ΟΚΤΩΒΡ.</u>
2. Εισπράξεις	<u>619.000</u>	<u>641.000</u>	<u>696.000</u>	<u>745.000</u>	<u>780.000</u>	<u>747.000</u>
4. Μείον: Πληρωμή Α' Υλών	378.000	420.000	450.000	480.000	450.000	420.000
Εργατικά	140.000	150.000	200.000	150.000	150.000	150.000
Γενικά Έξοδα	55.000	56.000	56.000	57.000	57.000	57.000
Έξοδα Διαθέσεως	16.000	17.000	12.000	12.000	11.000	9.000
Δόσεις Δανείων	--	12.000	--	--	--	--
Τόκοι / Προμήθειες	1.500	1.000	37.500	800	1.200	30.100
Αγορά Μηχανήματος					10.000	
Φόροι / Ασφαλιστικά	59.000	3.000	3.000	3.000	3.000	3.000
5. Ταμειακή Ροή Μηνός (έλλειμμα)	(30.500)	(18.000)	(62.500)	(42.200)	(97.800)	(77.900)
6. Υπόλοιπο τραπεζ. Λ/σμών στο τέλος του προηγούμενου μηνός (έλλειμμα)	(640.000)	(670.500)	(688.500)	(751.000)	(708.800)	(611.000)
7. Υπόλοιπο τραπεζ. Λ/σμών στο τέλος του μηνός (έλλειμμα)	(67.500)	(688.500)	(751.000)	(708.800)	(611.000)	(533.100)

## Συμπέρασμα:

Η πρόβλεψη Ταμειακής Ροής εμφανίζει ένα μέγιστο έλλειμμα 751.000 στο τέλος του Ιουλίου. Ύστερα αρχίζει να μειώνεται.

Απαντά στο ερώτημα, ΠΟΣΑ ΖΗΤΕΙΣ; Με τρόπο αδιαφιλονίκητο.

Με βάση την πρόβλεψη που κάναμε θα διατυπώσουμε πρόταση αύξησης του παγίου ορίου κεφαλαίου κινήσεως στις 800.000 με κάλυψη γραμματίων πελατείας τουλάχιστον 100% και τις προσωπικές εγγυήσεις των μετόχων.

Θα ζητήσουμε να προβούν στην κάλυψη παλαιων αποθεμάτων, με βραχύχρονη πίστωση και θα αναθεωρήσουμε το όριο, τον Ιανουάριο του 1986, για να δούμε αν πραγματοποιήσαν το πρόγραμμα εξυγίανσης της εταιρείας.

Αν δεν εφαρμοστεί το πρόγραμμα αυτό, πριν σημειωθεί η επόμενη κυκλική ύφεση του κλάδου οικοδομών, ο ΚΥΚΝΟΣ Ο.Ε., θα οδηγηθεί σε οικονομικό αδιέξοδο με σοβαρούς κινδύνους για τους τραπεζίτες της.



## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

1. Ρουσάκης Ε.: Factoring: Η ανάπτυξη και ο ρόλος του στις εμπορικές χρηματοδοτήσεις. Ένωση ελληνικών τραπεζών
2. Συμεωνίδης Δημήτρης: Leasing and factoring, δύο νέοι χρηματοδοτικοί θεσμοί
3. Χασσίδ Ιωσήφ: Κίνητρα επενδύσεων και επενδυτική συμπεριφορά, Αθήνα 1993
4. Παντελής Γ. Πεχλιβανίδη (Καθηγητής ΑΣΟΕΕ) Στοιχεία βραχυχρόνιας χρηματοδότησης των επιχειρήσεων
5. Γεώργιος Π. Παπούλιας (Καθηγητής ΑΣΟΕΕ) Διοίκηση και πολιτική – financial management and policy
6. Ιωάννης Αποστολόπουλος (Στέλεχος ΕΤΒΑ) Ειδικά θέματα χρηματοδοτικής διοικήσεως
7. Δημήτρης Παπαδόπουλος (Καθηγητής β' έδρας ιδιωτικής Οικονομικής Στην Ανωτάτη Βιομηχανική Σχολή Θεσ/νίκης) Ειδικά προβλήματα στην χρηματοδότηση επιχειρήσεων
8. Τσαγκλακάνος (Καθηγητής Α.Π.Θ.) Χρηματοδότηση και αξιολόγηση των επενδύσεων
9. Γιάννης Μητσιόπουλος (οικονομολόγος) Factoring
10. Τριαντάφυλλος Ράφτης Θεωρία και πολιτική του χρήματος

