

Τ.Ε.Ι ΠΑΤΡΑΣ  
ΣΧΟΛΗ : ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ  
ΤΜΗΜΑ : ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

## ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΘΕΜΑ: ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ – ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ  
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΕ ΣΧΕΣΗ ΜΕ  
ΤΟΥΣ ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΥΣ «41, 42, 45, 50, 51, 52, 66, 85»

ΣΠΟΥΔΑΣΤΗΣ  
ΤΣΑΓΓΑΡΑΤΟΣ ΠΑΝΑΓΙΩΤΗΣ  
Α.Μ. 4834

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ  
ΣΩΤΗΡΟΠΟΥΛΟΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

ΙΟΥΝΙΟΣ 2008



## **ΠΡΟΛΟΓΟΣ**

Στην παρακάτω εργασία γίνεται αναφορά στο πως μια επιχείρηση μπορεί να χρηματοδοτείται είτε βραχυπρόθεσμα είτε μακροπρόθεσμα με βοήθo την λογιστική, όπως και με νέες μεθόδους. Η εργασία αυτή χωρίζεται σε πέντε μέρη. Στην εισαγωγή γίνεται αναφορά γενικά στις επιχειρήσεις και στην χρηματοδότηση αυτών και στον ρόλο της λογιστικής όσον αφορά αυτά τα δύο. Στο πρώτο κεφάλαιο αναφέρονται οι τρόποι που δύναται η επιχείρηση να χρηματοδοτείται βραχυπρόθεσμα και αφορά τους λογαριασμούς 50, 51 και 52 της λογιστικής. Στο δεύτερο κεφάλαιο γίνεται αναφορά και ανάλυση των τρόπων που μπορεί να χρηματοδοτηθεί η επιχείρηση μακροπρόθεσμα και συνδέονται με τους λογαριασμούς 41, 42, 45, 66 και 85 της λογιστικής. Στο τρίτο κεφάλαιο αναφέρονται σύγχρονοι τρόποι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων, οι οποίοι είναι θεσμοί που εισήγαγε το τραπεζικό σύστημα τα τελευταία χρόνια αλλά και το Franchising. Τέλος στο τέταρτο κεφάλαιο έχουμε το παράδειγμα μιας συγκεκριμένης βιομηχανίας που πέτυχε την χρηματοδότηση της εταιρείας της με την αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου.

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ : ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

|   |   |
|---|---|
| 0.1 ΟΡΙΣΜΟΣ – ΣΚΟΠΟΣ – ΠΛΑΙΣΙΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .... | 1 |
| 0.2 ΟΙ ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΚΑΤΑ ΤΙΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΘΕΩΡΙΕΣ....  | 1 |
| 0.3 ΤΑ ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΙΔΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....                           | 1 |
| 0.4 ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟ ΚΕΡΔΟΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑ.....                        | 2 |
| 0.5 ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ.....                    | 3 |
| 0.6 Ο ΡΟΛΟΣ ΤΗΣ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ.....    | 3 |
| 0.7 Η ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΩΣ ΒΑΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ....    | 4 |

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1 : ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

|  |    |
|--|----|
| 1.1 ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ.....   | 6  |
| 1.1.1 ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΟΙ.....   | 7  |
| 1.1.2 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΚΑΘΑΡΗΣ ΠΙΣΤΩΣΗΣ.....                                   | 8  |
| 1.1.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ<br>ΩΣ ΠΗΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ..... | 8  |
| 1.1.4 Η ΣΗΜΑΣΙΑ ΠΟΥ ΕΧΟΥΝ ΟΙ ΚΑΛΕΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΕΣ ΣΧΕΣΕΙΣ.....                 | 9  |
| 1.2 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ.....                | 10 |
| 1.3 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....                               | 10 |
| 1.3.1 ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΡΑΠΕΖΩΝ.....  | 13 |

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2 : ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

|   |    |
|---|----|
| 2.1 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ 41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ – ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ<br>ΚΑΙ 42 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ.....  | 16 |
| 2.1.1 ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΤΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....  | 16 |
| 2.1.2 Η ΑΝΑΓΚΑΙΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΣΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ... ..  | 19 |
| 2.1.3 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΩΝ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....  | 20 |
| 2.1.4 Η ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....   | 20 |
| 2.1.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ<br>ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ.....   | 21 |
| 2.1.6 ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΙ CASH FLOW.....  | 21 |
| 2.1.7 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....  | 22 |
| 2.2 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ 45 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ.....  | 24 |
| 2.2.1 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΝΟΣ ΔΑΝΕΙΟΥ.....  | 24 |
| 2.2.2 ΤΟΚΟΣ ΚΑΙ ΕΠΙΤΟΚΙΟ.....   | 25 |
| 2.2.3 ΤΡΟΠΟΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΩΣ ΔΑΝΕΙΩΝ.....  | 26 |
| 2.2.4 ΕΦ΄ΑΠΑΞ ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΔΑΝΕΙΟΥ.....  | 26 |
| 2.2.5 ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΔΑΝΕΙΟΥ ΜΕ ΙΣΕΣ ΔΟΣΕΙΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....   | 27 |
| 2.2.6 ΕΠΙΣΤΡΟΦΗ ΔΑΝΕΙΟΥ ΜΕ ΙΣΕΣ ΤΟΚΟΧΡΕΟΛΥΤΙΚΕΣ ΔΟΣΕΙΣ –<br>ΠΡΟΟΔΕΥΤΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ.....  | 27 |
| 2.2.7 ΠΑΡΑΤΑΣΗ ΕΞΟΦΛΗΣΕΩΣ.....  | 27 |
| 2.2.8 ΕΠΙΣΠΕΥΣΗ ΕΞΟΦΛΗΣΕΩΣ ΔΑΝΕΙΟΥ.....   | 27 |
| 2.2.9 ΤΑ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ.....   | 27 |
| 2.2.10 ΤΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ.....   | 28 |
| 2.2.11 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ.....  | 30 |
| 2.3 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ 66 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΕΝΣΩΜΑΤΩΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ<br>ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΙ 85 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΜΗ ΕΝΣΩΜΑΤΩΜΕΝΕΣ ΣΤΟ<br>ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ..... | 33 |
| 2.3.1 ΟΙ ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ.....  | 33 |

|   |    |
|---|----|
| 2.3.2 ΠΕΡΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....  | 35 |
| 2.3.3 ΤΑ ΔΙΑΦΟΡΑ ΕΙΔΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....   | 35 |
| 2.3.4 ΤΑ ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ<br>ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΗΣ ΜΕΛΕΤΗΣ.....                          | 36 |
| 2.3.5 ΟΙ ΕΠΕΝΔΥΣΕΙΣ ΩΣ ΠΡΟΒΛΗΜΑ ΕΠΙΛΟΓΗΣ.....   | 38 |
| 2.3.6 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ<br>ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΗΣ ΑΞΙΑΣ..... | 39 |
| 2.3.7 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΧΩΡΙΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΠΑΡΟΥΣΗΣ ΑΞΙΑΣ.....   | 42 |
| 2.3.8 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΕΠΕΝΔΥΟΜΕΝΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....   | 43 |
| 2.3.9 Ο ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΩΝ ΚΙΝΔΥΝΩΝ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ<br>ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ.....                  | 43 |
| 2.3.10 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ.....  | 44 |
| 2.3.11 ΑΜΟΙΒΑΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....   | 44 |
| 2.3.12 ΤΡΟΠΟΙ ΒΕΛΤΙΩΣΗΣ ΤΗΣ ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ..  | 52 |

### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3 : ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

|   |    |
|---|----|
| 3.1 LEASING.....  | 54 |
| 3.1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ LEASING.....   | 54 |
| 3.1.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ LEASING.....   | 55 |
| 3.1.3 ΤΡΟΠΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ LEASING ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΗΣ<br>ΠΟΥ ΚΑΛΥΠΤΟΥΝ.....  | 56 |
| 3.1.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ<br>ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ LEASING.....  | 59 |
| 3.1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ.....   | 60 |
| 3.1.6 Η ΕΜΦΑΝΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ<br>ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ.....  | 61 |
| 3.1.7 Ο ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΜΙΣΘΩΜΑΤΟΣ.....   | 61 |
| 3.1.8 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ.....  | 61 |
| 3.1.9 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1994-2203.....   | 62 |
| 3.2 FACTORING.....  | 63 |
| 3.2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ FACTORING.....   | 63 |
| 3.2.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ FACTORING.....   | 64 |
| 3.2.3 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΟΥ FACTORING.....  | 65 |
| 3.2.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ FACTORING..   | 67 |
| 3.2.5 ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ<br>ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ FACTORING.....   | 68 |
| 3.2.6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ.....   | 69 |
| 3.2.7 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ FACTORING.....  | 69 |
| 3.3 VENTURE CAPITAL.....  | 70 |
| 3.3.1 ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL.....   | 70 |
| 3.3.2 ΣΕ ΠΟΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΠΕΥΘΥΝΕΤΑΙ ΤΟ VENTURE CAPITAL  | 71 |
| 3.3.3 ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL.....   | 71 |
| 3.3.4 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ<br>ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ<br>ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ..... | 72 |
| 3.4 FORFAITING.....   | 73 |
| 3.5 FRANCHISING.....  | 74 |
| 3.5.1 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ FRANCHISING ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ.....  | 74 |
| 3.5.2 ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ FRANCHISING.....   | 75 |
| 3.5.3 ΜΟΡΦΕΣ FRANCHISING.....   | 75 |

|   |    |
|---|----|
| 3.5.4 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ FRANCHISING ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....       | 75 |
| 3.5.5 ΤΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ.....            | 76 |
| 2.5.6 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ FRANCHISING.. | 76 |

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4 : ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ**

|   |    |
|---|----|
| 4.1 Η ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΤΗΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗΣ<br>ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑΣ ΖΑΧΑΡΕΩΣ (ΕΒΖ) Α.Ε..... | 79 |
|---|----|

# ΕΙΣΑΓΩΓΗ

## ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

### 0.1 Ορισμός – Σκοπός – Πλαίσιο λειτουργίας της επιχείρησης

Ο συνδυασμός κεφαλαίου, στόχων, τεχνικής εμπειρίας, εργασίας και πρώτων υλών, υπό τη διεύθυνση μιας εξουσίας αποτελεί την επιχείρηση ως οικονομική μονάδα. Κεφάλαιο και εξουσία συνήθως ανήκουν στα ίδια πρόσωπα, ενώ οι άλλοι συντελεστές μπορούν ν' αναζητηθούν σε ευρύτερο κύκλο. Ο κύριος στόχος, που επιδιώκει η εξουσία της επιχείρησης είναι η δημιουργία πλούτου, δηλαδή η αύξηση και ο πολλαπλασιασμός του αρχικώς διατεθέντος κεφαλαίου.

Η επιχείρηση αποτελεί δημιούργημα της ιδιωτικής πρωτοβουλίας μελών της κοινωνίας τα οποία συνεισφέρουν το αρχικό κεφάλαιο. Επιδιώκει την κάλυψη, έναντι αμοιβής, αναγκών ποικίλων μορφών μεγάλου αριθμού μελών της κοινωνίας. Η κοινωνία θεωρείται ευνοούμενη και ελεύθερη, με την έννοια της ισονομίας και ελευθερίας των πολιτών και του αλληλοσεβασμού δικαιωμάτων και υποχρεώσεών τους. Σ' αυτήν την κοινωνία ανήκουν οι ιδρυτές της επιχειρήσεως και οι πελάτες, οι εργαζόμενοι και οι προμηθευτές της. Όλοι τους δραστηριοποιούνται στα πλαίσια της αγοράς αγαθών και υπηρεσιών που διαμορφώνει ο ελεύθερος ανταγωνισμός με τον ρυθμιστικό ρόλο της προσφοράς και της ζήτησης.

### 0.2 Οι στόχοι της επιχείρησης κατά τις οικονομικές θεωρίες

Η κλασσική οικονομική θεωρία της επιχείρησης θεωρούσε την μεγιστοποίηση του κέρδους ως τον μοναδικό στόχο της επιχείρησης. Επιτυγχάνεται ο στόχος αυτός, όταν τα οριακά έσοδα εξισώνονται με το οριακό κόστος της επιχείρησης.

Διάφοροι ερευνητές πρότειναν και άλλους στόχους για την επιχείρηση όπως α) την επίτευξη ενός ικανοποιητικού κέρδους, ώστε οι διευθύνοντες να διατηρούν τον έλεγχο της επιχείρησης, β) την μεγιστοποίηση του κύκλου εργασιών και γ) την μεγιστοποίηση της ωφελιμότητας της επιχείρησης (μισθοί, επενδύσεις) αλλά αυτοί οι στόχοι ουσιαστικώς απέβλεπαν στην μεγιστοποίηση μιας μεταβλητής υπό ορισμένους περιορισμούς. Τελικώς φαίνεται να κερδίζει έδαφος η άποψη των θεωρητικών για τον στόχο της μεγιστοποίησης της αξίας της επιχείρησης. Η αξία προσδιορίζεται μέσω των χρηματιστηριακών συναλλαγών, όπου λαμβάνονται υπόψη η αποδοτικότητα και ο κίνδυνος. Το χρηματιστήριο χρησιμεύει ως οδηγός αναφοράς και για τις μη εισηγμένες σε αυτό επιχειρήσεις.

### 0.3 Τα διάφορα είδη επιχειρήσεων

Οι επιχειρήσεις δύνανται να καταταγούν σε διάφορα είδη με βάση σειράς κριτηρίων, όπως τα ακόλουθα:

- 1) Το είδος και ο αριθμός των μετοχών.
- 2) Η νομική μορφή της επιχειρήσεως.
- 3) Η εξειδίκευση της επιχειρηματικής δραστηριότητας.
- 4) Το μέγεθος των επιχειρήσεων.
- 5) Η φάση λειτουργίας των επιχειρήσεων.

#### 0.4 Επιχειρηματικό κέρδος και χρήμα

Την ζωοφόρο πνοή στην επιχείρηση αποτελεί η επιδίωξη αυξημένης αμοιβής στα κεφάλαια του επιχειρηματία. Το κέρδος αποτελεί την 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 τον ρόλο του κέρδους. Ίσως η αντίθεσή τους να επηρεάζεται περισσότερο από τον τρόπο διανομής του κέρδους, παρά από την αντικειμενική εκτίμηση της συμβολής των φορέων αποκτήσεώς του. Η πράξη έδειξε πάντως ότι το επιχειρηματικό κέρδος 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 Ο.Δ. της Γερμανίας H. Schmidt. Παρά την πολιτική σκοπιμότητα της φράσεως και τις παρατηρήσεις που μπορεί να προκύψουν κατά την διερεύνησή της υπό το φως της οικονομικής θεωρίας, η φράση επέσυρε την προσοχή του ευρέως κοινού στην σημασία των επενδύσεων με αυτοχρηματοδότηση.

Με την προσδοκία του μεγαλύτερου δυνατού κέρδους η επιχείρηση αναπτύσσει και διευρύνει τις δραστηριότητές της, ενώ ταυτοχρόνως επιτελεί 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 εργαζόμενους, ενισχύει το Κράτος και την τοπική αυτοδιοίκηση με την πληρωμή των φόρων και των διαφόρων εισφορών και γενικώς συμβάλλει στην ισχυροποίηση και σταθεροποίηση του κοινωνικού ιστού.

Το κέρδος λοιπόν, συμβάλλει στην συνεχή, από χρόνο σε χρόνο, διαστολή της εθνικής οικονομίας και στην γενική οικονομική και κοινωνική ανάπτυξη. Αν δεν υπήρχε η επιθυμία του αυξημένου επιχειρηματικού κέρδους, στο οποίο συμβάλλουν και τα τραπεζιτικά κ.λ.π. δάνεια, δεν θα υπήρχε η δυνατότητα των απεριόριστων εντόκων τραπεζιτικών καταθέσεων αποταμιευτών.

Για την επίτευξη της κερδοφορίας η επιχείρηση καταρτίζει προγράμματα και 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 αποτελεί η κυκλοφορία του χρήματος στο ένα από τα δύο ρεύματα. Το χρήμα είναι το κοινό μέτρο για όλες τις οικονομικές δραστηριότητες του ανθρώπου και συνεπώς παίζει πρωταγωνιστικό ρόλο στην ζωή της επιχείρησης.

Τις ανάγκες των επιχειρήσεων σε δάνεια επενδύσεων καλύπτουν κατά κύριο λόγο οι τράπεζες, με την διαχείριση των κεφαλαίων των καταθέσεων. Χορηγούν και δάνεια κινήσεως, αλλά σ' αυτόν τον τομέα είναι επίσης έντονη η παρουσία των διεπιχειρησιακών πιστώσεων.

## 0.5 Επιχείρηση και χρηματική διαχείριση

Ο υποψήφιος επιχειρηματίας αντιμετωπίζει τα ακόλουθα βασικά ερωτήματα :

1. Ποια δραστηριότητα πρέπει να επιλέξει ;
2. Ποιες επενδύσεις πρέπει να κάνει ;
3. Που και πώς θα αντλήσει τα απαραίτητα κεφάλαια ;

Οι απαντήσεις που θα επιλέγουν θ' αποτελέσουν μακροχρόνιες δεσμεύσεις για την επιχείρηση. Ο χρόνος, όμως, εμπεριέχει το στοιχείο της αβεβαιότητας ως προς την επαλήθευση των προβλέψεων και συνεπώς, αβεβαιότητα και κίνδυνος συνοδεύουν τις χρηματιστικές αποφάσεις. Η επιλογή της δραστηριότητας είναι κυρίως υποκειμενική υπόθεση και επηρεάζεται από την ενδεχόμενη εμπειρία, την διάθεση σχετικής μορφής κεφαλαίου, την συγκυρία κ.ά.

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. Στην συνέχεια επιζητεί την γονιμοποίηση για τα ιδικά του κεφάλαια συνεργασία των ξένων κεφαλαίων. Αν δεν προσδοκούσε ωφέλεια, δεν θα υπήρχε λόγος να δραστηριοποιηθεί επιχειρηματικός και να χρεωθεί. Εκείνοι όμως που δανείζουν τα κεφάλαια δεν συμμερίζονται τους ξένους κινδύνους και δανείζουν με την προοπτική να επανεισπράξουν στις συμφωνημένες προθεσμίες τα κεφάλαια και τους τόκους.

Στην επιχείρηση επιζητείται η ισορροπία μεταξύ ιδίων και ξένων πόρων. Η διαρκής ενσωμάτωση των κερδών στην επιχείρηση ευνοεί την ανάπτυξή της, αλλά δυσαρεστεί τους μετόχους. Από το άλλο μέρος, η υπέρμετρη προσφυγή στον εξωτερικό δανεισμό θέτει σε κίνδυνο την ανεξαρτησία της επιχείρησης έναντι των δανειστών της.

## 0.6 Ο ρόλος της λογιστικής στην χρηματιστική διαχείριση

Η λογιστική είναι η βασική και επίσημη πηγή πληροφοριών κάθε επιχείρησης για τρίτους, μεταξύ των οποίων και το Κράτος με τις φορολογικές υπηρεσίες του. Και για την ίδια την επιχείρηση, βεβαίως, η λογιστική έχει πρωτεύουσα σημασία, αλλά δεν αποτελεί την αποκλειστική πηγή πληροφοριών.

Παρά την εναρμόνιση του ελληνικού ΓΛΣ προς τις σχετικές Οδηγίες της ΕΟΚ και την τήρηση σειράς βασικών αρχών (ιστορικού κόστους, σταθερότητας λογιστικών μεθόδων αποτιμής, προνοητικότητας και ειλικρίνειας, αυτοτέλειας των χρήσεων, πλήρους απογραφής και πιστής απεικόνισης της επιχειρήσεως κ.λ.π.) υπάρχουν μεγάλα περιθώρια υποκειμενικών χειρισμών και κριτικής.

Ευαίσθητα σημεία για την λογιστική είναι οι αποσβέσεις, οι προβλέψεις, η αποτίμηση των αποθεμάτων κατά την απογραφή λήξεως, η ακριβής κατανομή δαπανών κατά χρήση, η δυνατότητα μεταφοράς δαπανών μιας χρήσεως ως αποσβεσίμων στο ενεργητικό κ.ο.κ.

Σημαντική, επίπτωση στην εμφάνιση των αποτελεσμάτων χρήσεως ασκεί η ημερομηνία κλεισίματος της λογιστικής χρήσεως. Αυτό συμβαίνει ιδιαίτερος στις επιχειρήσεις με έντονη εποχικότητα των δραστηριοτήτων τους.

Με τις εκκρεμότητες που αφήνει η λογιστική καταγραφή των οικονομικού περιεχομένου δραστηριοτήτων της επιχειρήσεως, χωρίς να υπάρχει δυνατότητα γενικευμένης αντιμετώπισής τους, γίνεται φανερό η ανάγκη υποδοχής των ετησίων λογιστικών καταστάσεων από τους εξωτερικούς χρηματιστικούς αναλυτές με επιφυλακτικότητα. Ο ισολογισμός και οι καταστάσεις που τον συνοδεύουν, συμπεριλαμβανομένου και του πιστοποιητικού των ορκωτών ελεγκτών, πρέπει να θεωρούνται ως μία γενική εικόνα της επιχειρήσεως και χρήζουν περαιτέρω επεξεργασίας και μελέτης. Η χρησιμοποίηση σειράς ετησίων καταστάσεων οδηγεί στην παρακολούθηση της διαχρονικής εξελίξεως πολλών μεγεθών και στην διατύπωση χρήσιμων συμπερασμάτων για την βιωσιμότητα, τον δυναμισμό και την αξία της επιχειρήσεως.

## 0.7 Η λογιστική ως βάση της χρηματοδοτήσεως επιχειρήσεων

Στην συστηματική επιχείρηση “τίποτε δεν μετράει, αν δεν περνάει μέσα από την λογιστική.

Η Λογιστική αποτελεί την αδιάλειπτη και παράλληλη προς τα επιχειρηματικά γεγονότα τεχνική συστηματικής καταγραφής και ταξινομήσεως των βασικών στοιχείων των γεγονότων αυτών, με κατάληξη, πάντοτε, την έκφρασή τους στην ενιαία γλώσσα της αριθμητικής του χρήματος. Πέραν της καταγραφής και ταξινομήσεως, η λογιστική προχωρεί, κατά τακτά χρονικά διαστήματα και οπωσδήποτε κατά δωδεκάμηνο, στην επεξεργασία, ανάλυση και ερμηνεία του συνόλου των συγκεντρωμένων πληροφοριών του έτους, με την μορφή αποτελεσμάτων, σε τυποποιημένους πίνακες, δημοσιεύσιμους και χρήσιμους στο εσωτερικό της επιχειρήσεως.

Δεν περιορίζεται συνεπώς η σύγχρονη λογιστική μόνον στην συγκέντρωση των οικονομικών πληροφοριών για την επιχείρηση, αλλά προχωρεί στην επεξεργασία, ανάλυση και ερμηνεία των πληροφοριών αυτών. Σήμερα, χωρίς την στήριξη στο βασικό εργαλείο της λογιστικής είναι αδιανόητος ο έλεγχος της αποτελεσματικής διαχειρίσεως, η επιλογή των παραγωγικών κατευθύνσεων και

των αναγκαίων επενδύσεων, ο καθορισμός του όγκου της παραγωγής και ο προσδιορισμός του κόστους παραγωγής, η μέτρηση και αξιολόγηση του ετήσιου αποτελέσματος λειτουργίας κ.ο.κ.

Η χρήση των λογιστικών στοιχείων αποβλέπει στην μελέτη της συνθέσεως και εξελίξεώς τους, με εντοπισμό των διαφόρων αιτιών και του ρυθμού μεταβολής τους. Η χρήση της γλώσσας των αριθμών επιτρέπει διάφορες αριθμητικές πράξεις, ενώ η ανάγκη παρακολουθήσεως των εξελίξεων στον χρόνο επιβάλλει τις συγκρίσεις. Συγκρίσεις χρειάζεται να γίνουν όχι μόνον στο εσωτερικό της επιχειρήσεως, αλλά και μεταξύ μονάδων της ίδιας επιχειρηματικής κατευθύνσεως, δηλαδή συγκρίσεις σε έκταση και στον χρόνο. Αριθμητικές πράξεις και συγκρίσεις, σύμφωνος προς τους στοιχειώδεις κανόνες της αριθμητικής, απαιτούν ομοιογένεια και συγκρισιμότητα των στοιχείων. Προκύπτει έτσι η ανάγκη της τυποποιημένης, δηλαδή με ενιαίο (σε επίπεδο χώρας) και συνεπή τρόπο (από έτος σε έτος) τηρήσεως των λογιστικών πληροφοριών και παρουσιάσεως των ανακεφαλαιωτικών ετήσιων στοιχείων. Την απάντηση σ' αυτήν την ανάγκη δίδει η εφαρμογή του Γενικού Λογιστικού Σχεδίου σε επίπεδο χώρας.

Λογαριασμοί του Ε.Γ.Λ.Σ. οι οποίοι έχουν σχέση με τη χρηματοδότηση επιχειρήσεων είναι οι λογαριασμοί : 41 Αποθεματικά – Διαφορές αναπροσαρμογής, 42 Αποτελέσματα εις νέο, 45 Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, 50 Προμηθευτές, 51 Γραμμάτια πληρωτέα, 52 Τράπεζες λογαριασμοί βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων, 66 Αποσβέσεις ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος και 85 Αποσβέσεις μη ενσωματωμένες στο λειτουργικό κόστος. Οι άνω λογαριασμοί βοηθούν στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων είτε βραχυπρόθεσμα, που αφορά υποχρεώσεις της επιχείρησης μέχρι ενός έτους είτε μακροπρόθεσμα που αφορά υποχρεώσεις της επιχειρήσεως πάνω από ένα έτος. Παρακάτω γίνεται ανάλυση των λογαριασμών και πως λειτουργούν στην χρηματοδότηση των επιχειρήσεων.

# ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

## ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

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

Η βραχυπρόθεσμη πίστωση είναι η δανειακή υποχρέωση που από την αρχή έχει προγραμματιστεί για εξόφληση μέσα σε διάστημα ενός χρόνου. Οι τρεις κύριες πηγές κεφαλαίων βραχείας λήξης, με φθίνουσα τάξη μεγέθους από την άποψη του όγκου των χορηγούμενων πιστώσεων, είναι : (1) οι εμπορικές πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων, (2) τα γραμμάτια πληρωτέα και (3) ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός.

### 1.1 Εμπορικές πιστώσεις

Στην παραγωγική και εμπορική διαδικασία των επιχειρήσεων οι προμηθευτές παίζουν πρωτεύοντα ρόλο. Από χρηματιστική άποψη απαιτούν ιδιαίτερη προσοχή οι σχετικές ομάδες εγγραφών στο παθητικό (προμηθευτές, γραμμάτια πληρωτέα, προκαταβολές πελατών). Η κίνηση των σχετικών λογαριασμών χαρακτηρίζει την ακολουθούμενη διαχειριστική πολιτική και επηρεάζει ευθέως το αποτέλεσμα της χρήσεως. Η διαταραχή στην ομαλή διεκπεραίωση των σχέσεων της επιχείρησης με τους προμηθευτές της μπορεί να οδηγήσει σε δυσάρεστες καταστάσεις, όπως η απώλεια της πλειοψηφίας των μετοχών ή ακόμη και η χρεοκοπία της επιχείρησης.

Επιδίωξη των επιχειρήσεων είναι ν'αγοράζουν με πίστωση και να πωλούν τους μετρητοίς. Αυτή η τακτική δεν είναι πολύ συχνή. Επιδιώκεται τότε να είναι μεγαλύτερη η προθεσμία εξοφλήσεως των προμηθευτών έναντι εκείνης των πελατών, ώστε οι επιχειρήσεις ν'ανταποκρίνονται ευχερώς στην πληρωμή των υποχρεώσεών τους.

Στη συνηθισμένη πορεία των εργασιών της, μια επιχείρηση αγοράζει ύλες και υλικά της από άλλες επιχειρήσεις με πίστωση, καταχωρώντας τη δανειακή υποχρέωση ως << λογαριασμούς πληρωτέους >>. Οι πληρωτέοι λογαριασμοί ή οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν την μεγαλύτερη κατηγορία βραχυπρόθεσμων πιστώσεων καλύπτοντας το 40% περίπου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων των μη χρηματιστικών ανώνυμων εταιριών. Το ποσοστό αυτό είναι κάπως μεγαλύτερο στην περίπτωση των μικρών επιχειρήσεων, και αυτό γιατί οι μικρές

επιχειρήσεις, επειδή ίσως δεν είναι δυνατό να χρηματοδοτηθούν από άλλες πηγές, εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τις εμπορικές πιστώσεις.

Οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν αυτόματη πηγή χρηματοδότησης επειδή προέρχονται από τις συνηθισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες.

### 1.1.1 Πιστωτικοί Όροι

Οι όροι των πωλήσεων ή πιστωτικοί όροι περιγράφουν την υποχρέωση εξόφλησης του αγοραστή. Η συζήτηση που ακολουθεί περιγράφει τους τέσσερις βασικούς παράγοντες που επηρεάζουν τη διάρκεια ή τους όρους μιας πίστωσης: Την οικονομική φύση του προϊόντος, τις συνθήκες του πωλητή, τις συνθήκες του αγοραστή και τις εκπτώσεις για αγορές μετρητοίς.

Οικονομική φύση του προϊόντος: Οι πιστωτικοί όροι για εμπορεύματα με μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα πωλήσεων είναι σχετικά βραχυπρόθεσμοι. Οι αγοραστές μεταπουλούν τα εμπορεύματα αυτά γρήγορα, δημιουργώντας έτσι ρευστά διαθέσιμα που τους επιτρέπουν να εξοφλήσουν τους προμηθευτές. Μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα παρατηρείται στα τρόφιμα, όπου μεγάλο ρόλο παίζει η φθαρτότητα. Οι πιστώσεις που χορηγούνται στην περίπτωση φρέσκων φρούτων και λαχανικών έχουν διάρκεια από πέντε ως δέκα ημέρες, ενώ στην περίπτωση των κονσερβοποιημένων φρούτων και λαχανικών οι πιστώσεις κυμαίνονται από δεκαπέντε ως τριάντα ημέρες. Οι όροι που χορηγούνται για προϊόντα με χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα λιανικών πωλήσεων όπως τα κοσμήματα, μπορούν να είναι έξη μήνες ή και περισσότερο.

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

Συνθήκες του αγοραστή: Οι οικονομικά εύρωστοι λιανοπωλητές που πραγματοποιούν πωλήσεις με πίστωση μπορούν, σε γενικές γραμμές, να ζητήσουν από τους προμηθευτές τους πιστώσεις για σχετικά μεγαλύτερα χρονικά διαστήματα. Σε ορισμένες κατηγορίες λιανοπωλητών, που θεωρούνται ότι πραγματοποιούν πωλήσεις σε τομείς με ιδιαίτερο κίνδυνο (όπως π. χ. ο τομέας

ένδυσης) χορηγούνται πιστώσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα, ταυτόχρονα όμως τους προσφέρονται και μεγάλες εκπτώσεις με σκοπό την ενθάρρυνση μιας πρόωρης εξόφλησης.

Εκπτώσεις για πληρωμές μετρητοίς: Η έκπτωση για πληρωμή μετρητοίς αντιστοιχεί με τη μείωση της τιμής, αν η εξόφληση πραγματοποιηθεί μέσα σε μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο. Το κόστος της μη ανάληψης τέτοιων εκπτώσεων συχνά υπερβαίνει το επιτόκιο με το οποίο μπορεί να δανειστεί ο αγοραστής. Συνεπώς μια επιχείρηση πρέπει να είναι προσεκτική στη χρησιμοποίηση των εμπορικών πιστώσεων ως πηγής χρηματοδότησης, γιατί η πηγή αυτή μπορεί να είναι αρκετά δαπανηρή. Στην περίπτωση που η επιχείρηση δανείζεται για να αναλάβει την έκπτωση, μειώνεται το χρονικό διάστημα κατά το οποίο οι πληρωτέοι λογαριασμοί παραμένουν στα βιβλία της επιχείρησης. Έτσι το πραγματικό χρονικό διάστημα της πίστωσης επηρεάζεται από το ύψος των προσφερόμενων εκπτώσεων. Συνήθως οι πιστωτικοί όροι αναφέρουν το ύψος της έκπτωσης για πληρωμές μετρητοίς και την ημερομηνία λήξης της καθώς και την τελική ημερομηνία πληρωμής.

### 1.1.2 Η έννοια της καθαρής πίστωσης

Οι εμπορικές πιστώσεις έχουν διπλή σημασία για την επιχείρηση. Είναι πηγή πιστωτικών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των αγορών της και χρήση κεφαλαίων στον βαθμό που η επιχείρηση χρηματοδοτεί τις αγορές των πελατών της που έγιναν με πίστωση.

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

### 1.1.3 Πλεονεκτήματα των εμπορικών πιστώσεων ως πηγής χρηματοδότησης

Οι εμπορικές πιστώσεις, που αποτελούν συνηθισμένη πρακτική στη δραστηριότητα πολλών βιομηχανικών κλάδων, είναι βολικές και άτυπες. Μια επιχείρηση που δεν ανταποκρίνεται στα δανειοδοτικά πρότυπα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος μπορεί να πάρει εμπορικές πιστώσεις, επειδή ο πωλητής έχει πειστεί για την φερεγγυότητα του πελάτη του από τις επαφές που είχε μαζί του στο παρελθόν. Ο πωλητής γνωρίζει την εμπορική πρακτική του

κλάδου και είναι συνήθως σε θέση να κρίνει την επιχειρηματική ικανότητα του πελάτη καθώς και τον κίνδυνο από την πώληση με πίστωση. Το ύψος των εμπορικών πιστώσεων μεταβάλλεται ανάλογα με τις αγορές του πελάτη, αλλά κάτω από τους περιορισμούς που θέτουν τα πιστωτικά όρια που ισχύουν.

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

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

#### 1.1.4 Η Σημασία που έχουν οι Καλές Πιστωτικές Σχέσεις

Στη διάρκεια του παρατεταμένου πληθωρισμού και των επαναλαμβανόμενων περιόδων νομισματικών περιορισμών της τελευταίας δεκαετίας, οι πωλητές έχουν περιορίσει τα κριτήρια με τα οποία χορηγούν πιστώσεις στους πελάτες τους. Επειδή η εκκαθάριση των εισπρακτέων λογαριασμών αποτελεί ένα τρόπο επίτευξης καλύτερης ρευστότητας, οι προμηθευτές έχουν γίνει πιο επιλεκτικοί στη χορήγηση πιστώσεων. Γι' αυτό και έχει μεγάλη σημασία για μια επιχείρηση να αποκτήσει την εμπιστοσύνη των προμηθευτών της. Αυτό μπορεί να γίνει με την παρουσίαση καλών χρηματοοικονομικών δεικτών και με την έγκαιρη εξόφληση των υποχρεώσεων της. Ακόμη όμως και στην περίπτωση που οι δείκτες δεν είναι ευνοϊκοί, η

επιχείρηση ίσως είναι σε θέση να πετύχει τη χορήγηση εμπορικών πιστώσεων με την υποβολή ρεαλιστικών προγραμμάτων για την βελτίωση της κατάστασης.

Είναι δυνατό για μια επιχείρηση να εξακολουθεί να χρησιμοποιεί εμπορικές πιστώσεις ακόμη και κάτω από αντίξοες συνθήκες, όταν η πιστωτική σχέση λειτουργεί με το σωστό τρόπο.

## 1.2 Βραχυπρόθεσμη Χρηματοδότηση από Εμπορικές Τράπεζες

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

## 1.3 Βραχυπρόθεσμος Τραπεζικός Δανεισμός

Θεωρητικά οι πιστώσεις είναι ανοικτές σ' οποιονδήποτε εκπληρώνει τα κριτήρια: κερδοφορία – ασφάλεια – ρευστότητα, που τοποθετούνται από τις τράπεζες για τη χορήγηση δανείων, χωρίς άνωθεν περιορισμούς στο ύψος των πιστώσεων και την κατηγορία των πελατών.

Οι εμπορικές τράπεζες θεωρούν ιδιαίτερα κερδοφόρες τις χορηγήσεις βραχυπρόθεσμων δανείων για παραγωγικούς ή εμπορικούς σκοπούς. Τα δάνεια αυτά είναι πράγματι αυτορευστοποιούμενα, με την έννοια ότι τα ενεργητικά που αγοράζονται από τους δανειζόμενους, μέσω της παραγωγικής διαδικασίας και του εμπορίου, πωλούνται και δημιουργούν εισροή μετρητών που είναι μεγαλύτερη του ύψους του δανείου και των τόκων, ικανή να εξοφλήσει αυτό σε σύντομο χρονικό διάστημα. Σε περιόδους υψηλών πληθωριστικών τάσεων οι τράπεζες προτιμούν τη χορήγηση βραχυπρόθεσμων δανείων έναντι των μακροπρόθεσμων, επικαλούμενες ως επιχείρημα ότι επειδή τα περισσότερα των κεφαλαίων τους λαμβάνονται από καταθέσεις λογαριασμών όψεως που πρέπει με την πρώτη ζήτηση να πληρώνονται, δεν θα ήταν σωστό να έχουν δεσμεύσει τα κεφάλαιά τους με μακρόχρονες χορηγήσεις.

Αντίθετα, οι δανειζόμενοι επιδιώκουν ακριβώς το αντίστροφο.

Οι εμπορικές τράπεζες προβαίνουν σε μεγάλη ποικιλία δανείων κυρίως για χρηματοδότηση πωλήσεων επί πιστώσει, εξομάλυνση εποχιακών διακυμάνσεων



στο εμπόριο, αλλά και για ν' αντιμετωπίσουν οι επιχειρήσεις συνεχείς ανάγκες και όχι μόνο εποχιακές και σ' αυτή την περίπτωση οι τράπεζες για εξασφάλισή τους ζητούν παροχή εγγυήσεως βασιζόμενη σε περιουσιακά στοιχεία. Στην τελευταία αυτή περίπτωση στην πράξη η Τράπεζα παρέχει μέσο ή ακόμη και μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση στην εταιρεία.

Είναι δυνατόν οι Τράπεζες (clearing banks) να παραχωρούν για τις συνεχείς ανάγκες των επιχειρήσεων, βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε μορφή <<ανοικτού λογαριασμού>> μέχρι κάποιο ύψος χορήγησης, με το δικαίωμα όμως να το ανακαλέσουν μετά από σύντομη προειδοποίηση. Εκτός από τη χρηματοδότηση ενός συγκεκριμένου συμβολαίου που παρουσιάζει μια επιχείρηση και η πραγματοποίηση του οποίου θα φέρει εισροή μετρητών στην επιχείρηση, οι Τράπεζες δανειοδοτούν εμπορικές ή και βιομηχανικές επιχειρήσεις δεσμεύοντας ως ενέχυρο (πίστωση έναντι φορτωτικών εγγράφων, ή ενέγγυος πίστωση), είτε τα αγορασθέντα εμπορεύματα ή πρώτες ύλες ή τα είδη υπάρχοντα αποθέματα στις επιχειρήσεις. Επίσης, οι τράπεζες μπορεί να ζητήσουν υποθήκες επί παγίων ενεργητικών στοιχείων της επιχείρησης και σε περίπτωση ομόρρυθμων εταιρειών να έχουν εγγυήσεις επί της προσωπικής περιουσίας των εταίρων.

Ειδικότερα για την Πίστωση έναντι φορτωτικών εγγράφων λόγω της ιδιαίτερης σημασίας που αυτή έχει στις συναλλαγές αναφερόμεθα διεξοδικότερα.

Η εργασία αυτή κατατάσσεται μεταξύ των πιο λεπτομερών, περισσότερο πολύμορφων και ίσως από τις περισσότερες ενδιαφέρουσες τραπεζικές εργασίες. Η εργασία αυτή παράλληλα, αποτελεί την αφετηρία ανάπτυξης του κύκλου εργασιών των Τραπεζών, με τη δημιουργία και άλλων, εξαρτημένων από αυτήν, συναλλαγών τόσο με τους εντολείς των πιστώσεων (π. χ. αποθήκευση αφιχθέντων εμπορευμάτων, δάνεια με ενέχυρο αυτών κ.ά.) , όσο και με τους δικαιούχους των πιστώσεων (χρηματοδότηση αυτών για την προετοιμασία των παραγγελιών των πελατών τους κ.ά.). Επίσης εμφανίζονται ως εξαρτημένες αυτής και η αγοραπωλησία συναλλάγματος, η μεταφορά κεφαλαίων εσωτερικού και εξωτερικού και άλλες τραπεζικές εργασίες.

Στη συναλλαγή της πιστώσεως μετέχουν τρία, τουλάχιστον, πρόσωπα:

- ο εντολέας της πιστώσεως (αγοραστής – παραλήπτης του εμπορεύματος),
- η εντολίδα ή εκδότρια ή πιστώτρια Τράπεζα που συμβάλλεται με τον αγοραστή (εντολέα) για το άνοιγμα της πιστώσεως
- ο δικαιούχος της πιστώσεως (πωλητής) και πιθανώς
- το Υποκατάστημα ή ο ανταποκριτής της Τράπεζας, που συνήθως μεσολαβεί μεταξύ της εντολίδας Τράπεζας και του δικαιούχου της πιστώσεως, που διαμένει σε άλλη πόλη ή χώρα, με το σκοπό της απλής ανακοινώσεως μόνο ή και της βεβαιώσεως (μεσολαβούσα Τράπεζα).

Το κόστος της τραπεζικής δανειοδότησης σε μια επιχείρηση εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου, το γενικό επίπεδο των επιτοκίων στην αγορά και από τις παρεχόμενες στην επιχείρηση από την Τράπεζα συνολικές υπηρεσίες, ύψος συναλλαγών.

Το κόστος δανεισμού θα πρέπει να το υπολογίσουμε σε πραγματικές τιμές, δηλαδή σε τιμές αποπληθωρισμένες.

Επομένως είναι ευνόητο ότι, σε περιόδους υψηλού πληθωρισμού η χρηματοδότηση γίνεται για μεν το δανειζόμενο λιγότερο οδυνηρά (κοστίζει λιγότερο), ενώ για τον δανείζοντα γίνεται λιγότερο επικερδής λόγω του πληθωρισμού. Ενώ το επιτόκιο στα δάνεια με <<ανοικτό λογαριασμό>> κυμαίνεται ανάλογα με το επιτόκιο βάσης, αυτό δεν συμβαίνει με τα συγκεκριμένα επιτόκια που δίνονται σε άλλους τύπους δανείων βραχυπρόθεσμων ή μεσοπρόθεσμων, τα οποία εξοφλούνται με δόσεις σε συγκεκριμένη περίοδο.

Τα μειονεκτήματα στο δανεισμό <<με ανοικτό λογαριασμό>> είναι:

- Η πιθανή άνοδος των επιτοκίων.
- Ο κίνδυνος να ζητηθεί από την τράπεζα η επίσπευση ή η άμεση επιστροφή του δανείου.
- Το δάνειο έχει συναφθεί με την εταιρεία και αυτή πρέπει να το αποπληρώσει μη μπορώντας να μεταβιβάσει απαιτήσεις της.

Επειδή στις ελληνικές τράπεζες υπερισχύει ο σκοπός από την τιμή για την διάθεση των κεφαλαίων τους, φυσικά μέχρι κάποιου ορίου, ο βραχυπρόθεσμος τραπεζικός δανεισμός κοστίζει συνήθως περισσότερο σε μια επιχείρηση απ' οποιαδήποτε άλλη μορφή χρηματοδότησης (πλην της περίπτωσης των εξαγωγικών επιτοκίων τα οποία επιδοτούντο στο παρελθόν και για τα οποία δάνεια υπήρχε και η εγγύηση του Ελληνικού Δημοσίου).

Αντίθετα στο εξωτερικό, οι Τράπεζες επιβαρύνουν τους πελάτες τους με διαφορετικά επιτόκια, όχι ανάλογα με την κατηγορία της δραστηριότητάς τους, αλλά ανάλογα με την πιστοληπτική τους επιφάνεια.

Οι τράπεζες εισπράττουν τον τόκο των δανείων με τρεις τρόπους:

α) κατά τη λήξη

β) κατά τη χορήγηση και

γ) κατά τη διάρκεια του δανείου, ανά ορισμένο χρονικό διάστημα.

Ο τόκος καταβάλλεται στο τέλος κάθε ημερολογιακής εξαμηνίας ή τριμηνίας. Η προμήθεια υπολογίζεται κατά ημερολογιακό μήνα, λογιζόμενος αδιαίρετος επί του ανώτατου χρεωστικού υπολοίπου. Επιτρέπεται επίσης ο υπολογισμός 0,5 % προμήθειας αδράνειας επί του αχρησιμοποίητου υπολοίπου της πίστωσης.

Ακόμη οι τράπεζες, κατά περίπτωση, απαιτούν από τον πελάτη την κατάθεση σε (άτοκο) λογαριασμό όψεως, ελάχιστου ποσού που πρέπει να βρίσκεται σε κάποια αναλογία με το απαιτούμενο ύψος του δανείου, συνήθως 15% του plafond του δανείου. Συνήθως παρακρατούν το ποσό αυτό από το χορηγηθέν δάνειο και μ' αυτό τον τρόπο εξασφαλίζουν μια εγγύηση επί του χορηγηθέντος δανείου.

Το τελευταίο έχει ως συνέπεια για τον πελάτη να αυξάνει το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού του.

Στη χώρα μας αύξηση του επιτοκίου του δανείου επέρχεται και με την επιβάρυνση του πελάτη με την εισφορά του 0,1% του Ν. 128/75 και του ΕΦΤΕ επί των τόκων.

### 1.3.1 Επιλογή τραπεζών

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

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

πίεση στους πελάτες τους να εξοφλήσουν τα δάνειά τους, όταν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι δυσοίωνες, ενώ άλλες συμπαραστέκονται στην επιχείρηση και καταβάλλουν προσπάθειες για την βελτίωση της κατάστασης.

4. Ένα άλλο σημείο στο οποίο διαφέρουν οι τράπεζες είναι ο βαθμός σταθερότητας των καταθέσεων. Η αστάθεια δημιουργείται όχι μόνο από τις διακυμάνσεις στο επίπεδο των καταθέσεων αλλά και από τη σύνθεσή τους. Οι καταθέσεις μπορεί να είναι καταθέσεις όψεως που διακινούνται με επιταγές ή καταθέσεις προθεσμίας όπως καταθέσεις ταμειωτηρίου, αποδεικτικά καταθέσεων προθεσμίας. Το ύψος των καταθέσεων είναι πιο σταθερό όταν το μεγαλύτερο τμήμα τους αποτελείται από προθεσμιακές καταθέσεις. Οι διαφοροποιήσεις στη σταθερότητα των καταθέσεων εξηγούν αρκετά τις διακρίσεις που υπάρχουν στον βαθμό κατά τον οποίο οι τράπεζες είναι πρόθυμες ή είναι σε θέση να βοηθήσουν τους δανειζόμενους να υπερπηδήσουν τις δυσχέρειες ή ακόμα και τις κρίσεις που αντιμετωπίζουν.
5. Οι τράπεζες διαφοροποιούνται έντονα και στο βαθμό εξειδίκευσης των δανείων που χορηγούν. Οι μεγαλύτερες τράπεζες διαθέτουν ξεχωριστά τμήματα που εξειδικεύονται σε διαφορετικούς τύπους δανείων, όπως κτηματικά, δάνεια που εξοφλούνται με δόσεις και πολύ βραχυπρόθεσμα εμπορικά δάνεια. Ακόμη και μέσα στις μεγάλες αυτές κατηγορίες μπορεί να υπάρχει εξειδίκευση κατά κλάδο, όπως π.χ. για τη χαλυβουργία, τον κλάδο παραγωγής μηχανημάτων ή τα κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα. Οι μικρότερες τράπεζες κατά κανόνα αντικατοπτρίζουν τη φύση των δραστηριοτήτων και του οικονομικού περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιούνται. Οι τράπεζες αυτές εξειδικεύονται σε συγκεκριμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες, όπως στη βιομηχανία πετρελαίου, στις οικοδομικές κατασκευές ή στο γεωργικό τομέα. Ο δανειζόμενος μπορεί να πετύχει μια περισσότερο δημιουργική συνεργασία και να βρει πιο δραστήρια υποστήριξη από την τράπεζα που διαθέτει μεγαλύτερη πείρα και γνώση για την συγκεκριμένη δραστηριότητα. Συνεπώς ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος πρέπει να επιλέξει την τράπεζα με προσοχή. Μια τράπεζα που μπορεί να είναι εξαιρετική για μια επιχείρηση, ίσως δεν είναι ικανοποιητική για μια άλλη.
6. Σημαντικό χαρακτηριστικό μπορεί να αποτελεί επίσης και το μέγεθος της τράπεζας. Επειδή το μέγιστο ύψος του δανείου που μπορεί να χορηγήσει μια τράπεζα σε κάθε επιμέρους πελάτη περιορίζεται, γενικά, στο 10% των κεφαλαίων της (μετοχικό κεφάλαιο συν παρακρατηθέντα κέρδη) δεν είναι προς όφελος των μεγάλων επιχειρήσεων να δημιουργήσουν πιστωτικές σχέσεις με μικρές τράπεζες.
7. Η όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει προκαλέσει αύξηση της επιθετικότητας των τραπεζών. Οι σύγχρονες εμπορικές τράπεζες προσφέρουν σήμερα μεγάλη ποικιλία χρηματοοικονομικών και

επιχειρηματικών υπηρεσιών. Οι περισσότερες μεγάλες τράπεζες διαθέτουν σήμερα ειδικά τμήματα ανάπτυξης επιχειρήσεων που δίνουν συμβουλές στις επιχειρήσεις και παίζουν το ρόλο του μεσολαβητή σε πολλά θέματα που απασχολούν τους πελάτες τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

### ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

#### 2.1 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ 41 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ – ΔΙΑΦΟΡΕΣ ΑΝΑΠΡΟΣΑΡΜΟΓΗΣ ΚΑΙ 42 ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΕΙΣ ΝΕΟ

Οι άνω λογαριασμοί αποτελούν ίδια κεφάλαια των επιχειρήσεων και είναι αναγκαία για την χρηματοδότηση επιχειρήσεων. Στο σχέδιο ισολογισμού του ΕΓΛΣ τα ίδια κεφάλαια αναλύονται σε 4 ομάδες συστατικών στοιχείων με τους εξής υπότιτλους:

- α) Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιον
- β) Διαφορές αναπροσαρμογής – επιχορηγήσεις επενδύσεων
- γ) Αποθεματικά κεφάλαια και
- δ) Αποτελέσματα εις νέο.

##### 2.1.1 Περιγραφή των στοιχείων των ιδίων κεφαλαίων

###### α) Η διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο

Κατά τις διαδοχικές αυξήσεις του μετοχικού κεφαλαίου δι' εισφοράς χρήματος, οι νέες μετοχές, που έχουν την αυτήν ονομαστική αξία με τις παλαιές, αγοράζονται σε υψηλότερη τιμή από την ονομαστική αξία, για να διασφαλισθούν τα δικαιώματα των παλαιών μετόχων επί των αποθεματικών και υπεραξιών του ενεργητικού.

Η απόκτηση των νέων μετοχών προϋποθέτει την εξαγορά των αναγκαίων δικαιωμάτων προτιμήσεως, τα οποία διαθέτουν οι παλαιοί μέτοχοι. Είναι δυνατή η παραίτηση των παλαιών μετόχων από τα δικαιώματα προτιμήσεως, κατόπιν αποφάσεως της γενικής συνελεύσεως, στην οποία εκπροσωπείται ολόκληρο το μετοχικό κεφάλαιο.

Τον διπλασιασμό του μετοχικού κεφαλαίου δύναται ν' αποφασίσει το διοικητικό συμβούλιο της εταιρίας, ενώ την αύξηση μέχρι πενταπλασιασμού αποφασίζει η γενική συνέλευση, πάντοτε εντός της πενταετίας από την ίδρυση (άρθρο 13 Ν 2190/1920).

Το ύψος της υπέρ το άρτιο διαφοράς εκδόσεως μετοχών καθορίζεται από την εταιρεία με βάση τα κριτήρια της αγοράς. Η νομοθεσία απαγορεύει μόνο την έκδοση μετοχών υπό το άρτιο. Το ποσό εκ της υπέρ το άρτιο διαφοράς καταχωρείται στον ισολογισμό υπό την ειδική εγγραφή και δεν διανέμεται για πληρωμή μερισμάτων.

###### Β) Διαφορές αναπροσαρμογής παγίων περιουσιακών στοιχείων.

Η αναπροσαρμογή της αξίας των γηπέδων και κτιρίων των επιχειρήσεων, οι οποίες τηρούν υποχρεωτικώς βιβλία Γ' κατηγορίας του ΚΒΣ, απεφασίσθη με τα άρθρα 20 έως 27 του Ν 2065/1992 (ΦΕΚ Α' 113) να γίνεται ανά τετραετία, με έναρξη από το 1992. Η νέα αξία προσδιορίζεται δι' εφαρμογής ειδικών σειρών συντελεστών για τα γήπεδα και τα κτίρια, αναλόγως του έτους κτήσεως, για να ενσωματωθεί η επίπτωση του πληθωρισμού. Η διαφορά εκ της αναπροσαρμογής της αξίας, μετά την αφαίρεση μεταφερομένων ζημιών και την φορολόγηση με συντελεστές 5% και 8% αντιστοίχως για της υπεραξίες γηπέδων και κτιρίων, ενσωματώνεται στο μετοχικό κεφάλαιο, με την έκδοση, εντός διετίας για τις ΑΕ, νέων μετοχών της υφισταμένης ονομαστικής αξίας (ή με αύξηση της ονομαστικής αξίας χωρίς έκδοση νέων μετοχών) και με την έκδοση νέων εταιρικών μεριδίων για τις ΕΠΕ. Οι νέοι τίτλοι διανέμονται δωρεάν στους παλαιούς μετόχους. Μέχρι την ολοκλήρωση της διαδικασίας διανομής των δωρεάν μετόχων, η σχετική υπεραξία εμφανίζεται στον ισολογισμό με την εγγραφή "Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας λοιπών περιουσιακών στοιχείων". Άνωθεν αυτής της εγγραφής καταχωρείται στο παθητικό, υπό τον τίτλο "Διαφορές από αναπροσαρμογή αξίας συμμετοχών και χρεογράφων" το ποσό που αναλογεί στην αξία δωρεάν μετοχών από εταιρείες συμμετοχής, όπου έγινε η αναπροσαρμογή της αξίας κ.ο.κ.

Σημειώνεται ότι σε ευρωπαϊκό επίπεδο η περιοδική αναπροσαρμογή της αξίας των παγίων εφαρμόζεται σε χώρες με υψηλή πληθωριστική πίεση (Ιταλία-νόμοι των ετών 1975, 1982, 1990, 1991, Ισπανία-νομός του 1983 και 1991, Γαλλία-νομός του 1978, Ελλάδα- η πρώτη εφαρμογή έγινε με τον ΑΝ 148/1967, ο οποίος έδιδε περιθώριο 5 ετών, την δε νέα αξία καθόριζε επιτροπή του α 9 του Ν 2190/1920). Αντιθέτως, σε χώρες χωρίς πληθωριστική πίεση, όπως η Γερμανία και η Αυστρία, κυριαρχεί με αυστηρότητα η αρχή του ιστορικού κόστους. Στον σεβασμό αυτής της αρχής, άλλωστε, δίδει ιδιαίτερα σημασία η IV κοινοτική οδηγία, η οποία δεν επιτρέπει την απομάκρυνση παρά μόνον σε εξαιρετικές περιπτώσεις για να διασφαλισθεί η αληθής και ακριβής εικόνα (True and Fair View) της επιχειρήσεως. Ανακύπτει λοιπόν πρόβλημα συγκρισιμότητας των λογιστικών στοιχείων μεταξύ των ευρωπαϊκών, το οποίο είναι κατανοητό στην περίπτωση διορθώσεως της επιπτώσεως του πληθωρισμού, αλλά θεωρείται απαράδεκτο στην περίπτωση επεμβάσεως για βελτίωση της λογιστικής εικόνας της επιχειρήσεως. Τις "καλλωπιστικές" επεμβάσεις στον ισολογισμό διενεργούν ενίοτε εισηγμένες εταιρείες στο χρηματιστήριο, που αντιμετωπίζουν σοβαρές δυσκολίες ή υποψήφιες για πώληση ή συγχώνευση επιχειρήσεις.

Τέλος, επισημαίνεται ότι με την αναπροσαρμογή της αξίας δεν εισρέει στην επιχείρηση νέο χρήμα. Υπάρχει βεβαίως πραγματικό αντίκρισμα στα γήπεδα και κτίρια, αλλά εν συνεχεία υπολογίζονται αποσβέσεις για τις αναπροσαρμοσμένες αξίες.

Γ)Επιχορηγήσεις επενδύσεων.

Πρόκειται για εξωτερικούς πόρους που χορηγεί το Κράτος προς επιχειρήσεις, στα πλαίσια εφαρμογής μιας επενδυτικής πολιτικής. Οι επιχορηγήσεις δεν επιστρέφονται στον χορηγό.

Η λογιστική εμφάνιση των επιχορηγήσεων ποικίλλει από χώρα σε χώρα στην Ευρωπαϊκή Ένωση. Είναι δυνατή η ισόποση μείωση της αξίας των ακινητοποιήσεως, η καταχώρησή τους στους λογαριασμούς τάξεως ή ακόμη σε ειδικό αποθεματικό. Στην τελευταία περίπτωση, μέσω των αποσβέσεων της σχετικής επενδύσεως, καταχωρούνται σταδιακά στον λογαριασμό των αποτελεσμάτων ως έκτακτα έσοδα.

#### Δ) Τα αποθεματικά

Το τακτικό αποθεματικό συγκροτείται με επιβαλλομένη δια του νόμου (α 44 Ν2190/1920) κράτηση τουλάχιστον 5% επί των ετησίων καθαρών κερδών, μετά την αφαίρεση των ζημιών προηγούμενων χρήσεων και του φόρου εισοδήματος. Η υποχρέωση εισφοράς στο τακτικό αποθεματικό παύει να υπάρχει, όταν αυτό εξισωθεί με το 1/3 του μετοχικού κεφαλαίου. Μοναδικός σκοπός του τακτικού αποθεματικού είναι η κάλυψη ζημιών. Εκτός από το τακτικό αποθεματικό είναι δυνατή η συγκρότηση και άλλων αποθεματικών, προβλεπομένων από το καταστατικό ή αποφασιζομένων από την γενική συνέλευση. Τέλος την σύσταση αφορολογητών αποθεματικών εντός ορισμένης προθεσμίας προβλέπουν οι διαδοχικοί αναπτυξιακοί νόμοι, υπό την προϋπόθεση πραγματοποίησης νέων επενδύσεων.

Τα αποθεματικά, πλην του τακτικού, είναι δυνατό να διανεμηθούν ή να κεφαλαιοποιηθούν, υπό την προϋπόθεση τακτοποίησης ενδεχομένης φορολογικής εκκρεμότητας. Όλα βεβαίως συγκροτούνται για λόγους προνοητικής αντιμετώπισης δυσχερειών και κυρίως για επενδύσεις (πλην του τακτικού πάλι).

Εκτός από τα καταχωρημένα αποθεματικά υπάρχουν και λανθάνοντα ή συγκεκαλυμμένα αποθεματικά, τα οποία δύναται να διακρίνει ένας εξασκημένος παρατηρητής. Αυτά καλύπτονται κάτω από υπερβολικές αποσβέσεις, από υποτιμώμενα αποθέματα, από εμφάνιση εκτελουμένων εργασιών σε κατώτερο του κόστους επίπεδο κ.ο.κ.

#### ε) Τα αποτελέσματα εις νέον.

Πρόκειται για το κέρδος ή το μέρος του κέρδους μιας ή περισσοτέρων προηγούμενων χρήσεων, το οποίο δεν διενεμήθη στους μετόχους ή δεν κατενεμήθη στα αποθεματικά κεφάλαια. Έχει βεβαίως εξ αυτού, κατά το αναλογούν μερίδιο, τροφοδοτηθεί το τακτικό αποθεματικό και έχουν πληρωθεί οι αναλογούντες φόροι. Ευνόητο ότι από χρήση σε χρήση μεταφέρονται και οι συσσωρευμένες ζημίες, μέχρις ότου συμψηφισθούν από τα θετικά αποτελέσματα μιας ή περισσότερων χρήσεων. Αν και θα έπρεπε οι μεταφερόμενες ζημίες να



καταχωρούνται στο ενεργητικό, διότι αντιπροσωπεύουν την χειρότερη απασχόληση των κεφαλαίων της επιχειρήσεως, καταχωρούνται αφαιρετικώς στο παθητικό, πλησίον του μετοχικού κεφαλαίου και των αποθεματικών.

### 2.1.2 Η αναγκαιότητα των ιδίων κεφαλαίων στην επιχείρηση

Τα ίδια κεφάλαια έχουν ως πρώτιστο σκοπό την διασφάλιση της φερεγγυότητας. Αποτελούν <<ένα απόθεμα ασφαλείας>> έναντι των εξωγενών κρίσεων για τους μετόχους, τους δανειστές και τους προμηθευτές της επιχειρήσεως. Τα ίδια κεφάλαια επιτρέπουν την ελάττωση των κραδασμών στην επιχείρηση εξ αιτίας της χρεοκοπίας σημαντικών πελατών και απωλειών της αγοράς ή γενικότερων συγκυριακών κρίσεων.

Η επιχείρηση με σημαντικά ίδια κεφάλαια δύναται, σε περίοδο κρίσεως, να μεταθέσει σε μεταγενέστερες χρήσεις την αμοιβή των ιδιοκτητών των κεφαλαίων της. Αντιθέτως, η επιχείρηση με σημαντικά δανειακά κεφάλαια οφείλει να εκπληρώνει τις συμβατικές υποχρεώσεις της προς τους δανειστές, ανεξαρτήτως της υπάρξεως ή μη κερδοφόρων αποτελεσμάτων.

Εξ άλλου, κατά την αναζήτηση τραπεζιτικών δανείων για επενδύσεις απαιτείται πάντοτε ένα ελάχιστο όριο συμμετοχής στην επένδυση με ίδια κεφάλαια. Γενικότερα δε, όταν μία επιχείρηση διαθέτει αξιόλογα ίδια κεφάλαια, εξευρίσκει ανετότερα δανειακά κεφάλαια. Τα ίδια κεφάλαια είναι αναγκαία προ πάντων στις νέες επιχειρήσεις, διότι κατά την εκκίνησή τους δεν διαθέτουν επαρκείς εγγυήσεις για προσφυγή σε εξωτερικά κεφάλαια. Παρόμοιο πρόβλημα υφίσταται και στις ΜΜΕ. Προς αντιμετώπιση των δυσχερειών προσφυγής στον δανεισμό, εκ μέρους των προηγούμενων εταιρειών, ιδρύθηκαν σε πολλά Κράτη οι παράλληλες χρηματιστηριακές αγορές και οι εταιρείες κεφαλαίου υψηλού επιχειρηματικού κινδύνου, ώστε να διευρύνεται ο κύκλος των μετόχων.

Τα ίδια κεφάλαια, ως υποβαλλόμενα στην δοκιμασία του επιχειρηματικού κινδύνου, δεν προσφέρουν, εξ ορισμού, μία εκ των προτέρων διασφαλισμένη αμοιβή. Ούτε είναι υποχρεωτική η επιστροφή τους σε προκαθορισμένη προθεσμία ή η τμηματική απόσβεσή τους. Γι' αυτό, όπως προαναφέρθη, οι επιχειρήσεις με σημαντική αναλογία ιδίων κεφαλαίων ανθίστανται περισσότερο σε περιόδους κρίσεων, σε σύγκριση προς τις επιχειρήσεις με σημαντικό δανεισμό. Στις τελευταίες, τα δανειακά κεφάλαια, ως κεφάλαια εκτός κινδύνου, προστατεύονται από τις δανειστικές συμβάσεις έναντι των κρίσεων κατά προτεραιότητα προς όφελος της δανείστριας επιχειρήσεως. Το αντιστάθμισμα βεβαίως στον αυξημένο κίνδυνο των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί η συνδεδεμένη προς αυτά δύναμη της εξουσίας των ιδιοκτητών επί της επιχειρήσεως και η προσδοκία δημιουργίας περιουσιακών στοιχείων πολλαπλάσιας αξίας σε σύγκριση προς την αρχική και τις μεταγενέστερες εισφορές.

Σημειώνεται ότι τα ίδια κεφάλαια της επιχειρήσεως έχουν διπλή προέλευση: Τους ιδιωτικούς πόρους των μετόχων (εισφορά χρήματος) και τους εσωτερικούς

πόρους της επιχειρήσεως (αυτοχρηματοδότηση). Στην τελευταία περίπτωση παρουσιάζεται κατά κανόνα η αντίρροπη τάση μεταξύ διευθυνόντων την επιχείρηση και ιδιοκτητών της, όπου οι μεν πρώτοι θεωρούν ως φυσική εξέλιξη την επανεπένδυση των κερδών στην επιχείρηση, οι δε άλλοι φροντίζουν και το επίπεδο αμοιβής των συμμετοχών τους στο κεφάλαιο.

### 2.1.3 Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων

Η εκτίμηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων είναι δυσκολότερη σε σύγκριση προς τον υπολογισμό του κόστους των δανειακών κεφαλαίων, ο οποίος στηρίζεται στο επιτόκιο δανεισμού. Οι μέτοχοι, με την τοποθέτηση των κεφαλαίων τους στην επιχείρηση, προσδοκούν μία απόδοση, η οποία αποτελεί το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό το κόστος, όμως, δεν είναι αμέσως παρατηρήσιμο και ο υπολογισμός του συναντά δυσκολίες, διότι η διάρκεια ζωής μιας μετοχής είναι συνήθως απροσδιόριστη και επί πλέον το μέρισμα δεν είναι προκαθορισμένο.

Μία προσέγγιση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων γίνεται με την αντιμετώπισή του ως “κόστος ευκαιρίας”, που σημαίνει ποια αμοιβή θ’ απεκόμιζαν οι μέτοχοι, αν τοποθετούσαν τα κεφάλαιά τους σε άλλες υφιστάμενες επενδυτικές ευκαιρίες, τις οποίες όμως δεν επιλέγουν, λόγω προτιμήσεως της επιχειρήσεώς τους.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι μαθηματικού υπολογισμού του κόστους των ιδίων κεφαλαίων, μεταξύ των οποίων μνημονεύεται το μοντέλο των M. Gordon – E.Shapiro.

### 2.1.4 Η αυτοχρηματοδότηση των επιχειρήσεων

Με τον όρο “αυτοχρηματοδότηση επιχειρήσεως” εννοείτε η προμήθεια στην επιχείρηση εσωτερικών πόρων, όπως τα κέρδη της, για πραγματοποίηση επενδύσεων κ.λπ. Διαφέρει λοιπόν η αυτοχρηματοδότηση από την χρηματοδότηση με εξωτερικούς πόρους, όπως τα δάνεια ή η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Η αυτοχρηματοδότηση εμφανίζεται στο παθητικό του ισολογισμού ως πηγή πόρων και ταυτοχρόνως στο ενεργητικό ως νέα επένδυση ή ως κυκλοφορούσα αξία.

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

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

### 2.1.5 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα της αυτοχρηματοδότησεως

Παρά τις αντιθέσεις εκτιμάται ότι η αυτοχρηματοδότηση εξασφαλίζει τα ακόλουθα πλεονεκτήματα στις επιχειρήσεις :

Ενισχύει την αυτοδυναμία και ανεξαρτησία έναντι των εξωτερικών δανειστών (τράπεζες, προμηθευτές ). Αποτελεί μάλιστα μοναδικό τρόπο χρηματοδότησεως στην περίπτωση των μικρών και μεσαίων επιχειρήσεων, οι οποίες δεν έχουν εύκολη πρόσβαση στην αγορά των πιστώσεων και προ παντός των μεσο-μακροπροθέσμων.

Επιτρέπει ευρύτητα επιλογών στην εξεύρεση προσθέτων εξωτερικών κεφαλαίων υπό ευνοϊκούς όρους, με συνέπεια την ελάφρυνση των χρηματιστικών επιβαρύνσεων και την διαμόρφωση των τιμών σε πλέον ανταγωνιστικά επίπεδα.

Επιτρέπει την άσκηση επιθετικής εμπορικής πολιτικής μέσω χορηγουμένων διευκολύνσεων εξοφλήσεως.

Διευκολύνει τις επενδυτικές επιλογές, χωρίς τούτο να σημαίνει ότι δεν πρέπει να υπολογίζεται ένα κόστος για τα ίδια κεφάλαια.

Μετριάζει τις επιπτώσεις μιας γενικής οικονομικής κρίσεως, την οποία συνοδεύουν, κατά κανόνα, μέτρα περιορισμού των πιστώσεων.

Προσαυξάνει την καθαρή θέση της επιχειρήσεως και βελτιώνει την λογιστική αξία της μετοχής, γεγονός που έχει ιδιαίτερα σημασία στις εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρείες.

Εκ των μειονεκτημάτων σημειώνονται :

Η δυσανασχέτηση των μετόχων (ιδιαίτερος των μειοψηφούντων), των μισθωτών και των καταναλωτών (οι τελευταίοι ενδέχεται ν' αντισταθμίζουν την δυσαρέσκεια με την ικανοποίηση από την βελτίωση της ποιότητας).

Η υπερβολική αύξηση των τιμών, ιδιαίτερος σε περίπτωση μονοπωλιακών καταστάσεων (στην περίπτωση των κρατικών μονοπωλίων οι μισθωτοί τους, μέσω των συνδικαλιστικών πιέσεων, μεταβιβάζουν συνήθως στους καταναλωτές ολόκληρο το βάρος της αυξημένης αυτοχρηματοδότησεως).

Η ενδεχομένη ανάληψη επενδύσεων χωρίς ενδελεχή μελέτη πάντοτε του κόστους και των ωφελειών.

Η αποστέρηση εκ των κερδοφόρων επιχειρήσεων του γονιμοποιού ρόλου των δανείων (φαινόμενο μοχλού).

Η αποστέρηση χρηματικών μαζών από τους καταναλωτές (οι πάγιες μηνιαίες εισφορές που επιβάλλονται στις συνδέσεις ηλεκτρικού ρεύματος ή τηλεφώνου στους συνταξιούχους του ΟΓΑ ή άλλων κρατικοδίαιτων ταμείων αποστερούν απ' αυτούς ένα σημαντικό ποσοστό της πενιχρής καταναλωτικής δυνάμεώς τους . . .).

### 2.1.6 Αυτοχρηματοδότηση και Cash flow

Η αυτοχρηματοδότηση, όπως προκύπτει από την προηγούμενη ανάλυση, είναι το σύνολο των εσωτερικών πόρων που τίθενται οριστικώς στην διάθεση της επιχειρήσεως κατά το κλείσιμο της λογιστικής χρήσεως. Αυτό το ποσό είναι προϊόν της λογιστικής και δεν αντιστοιχεί υποχρεωτικώς σε υφιστάμενο πλεόνασμα στο ταμείο. Ένα μέρος του μπορεί να οφείλεται από τους πελάτες και να καταβληθεί εντός της επομένης 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 αγγλοσαξωνικού όρου Cash flow. Η σύγχυση προκλήθηκε στις ΗΠΑ και μεταφέρθηκε στις άλλες χώρες με την διάδοση του όρου. Τον περιορισμό της εισηγήθηκε το 1963 ο διευθυντής ερευνών του Αμερικανικού Ινστιτούτου Λογιστών προτείνοντας : Η χρήση του όρου Cash flow ή άλλης αναλόγου εκφράσεως θα πρέπει ν' αποφεύγεται κατά την προετοιμασία της ετήσιας εκθέσεως μιας ανωνύμου ή άλλης επιχείρησης. Οι στατιστικές του cash flow ή του cash flow ανά μετοχή δεν πρέπει να παρουσιάζονται. Αναλυτικότερη εισήγηση έκανε μία επιτροπή των Security Analysts το 1964. Μία γενική και σταθερή ανησυχία εμφανίσθηκε σχετικώς προς την χρήση στοιχείων επί του cash flow και του cash flow ανά μετοχή (το cash earnings ανά μετοχή είναι συνώνυμο) στις ετήσιες εκθέσεις των εταιρειών και στις δημοσιεύσεις των γραφείων των χρηματιστικών αναλυτών. Το cash flow που χρησιμοποιείται εκεί σημαίνει, γενικώς, το καθαρό κέρδος πλέον τις αποσβέσεις. Μπορεί ή όχι να συμπεριλαμβάνει τις προβλέψεις για ετεροχρονισμένους φόρους, καθώς και για δαπάνες μη αμέσως καταβλητέες. Υπάρχουν λοιπόν σοβαρές διακυμάνσεις στον ορισμό του cash flow, που απεικονίζουν τις διαφορές λογιστικής πολιτικής από μία επιχείρηση στην άλλη και επίσης τις διαφορές στις μεθόδους υπολογισμού από τον ένα αναλυτή στον άλλο.

<< Το cash flow, που ορίζεται μ' αυτόν τον τρόπο, αντιστοιχεί γενικώς στην χρηματιστική ανάλυση σε ένα και μόνο τμήμα ενός πίνακα χρηματοδοτήσεως. Στο τμήμα του, που μπορεί να ονομαστεί "πηγές προερχόμενες από την λειτουργία της επιχειρήσεως" >>.

Το cash flow είναι το εσωτερικό ρεύμα χρήματος (flow of cash), που προκαλείται από τις εισπράξεις και τις πληρωμές στην διάρκεια ορισμένης χρονικής περιόδου. Είναι η ροή του διαθέσιμου χρήματος. Δεν είναι το ποσό που μένει διαθέσιμο στο τέλος του έτους, ούτε το σύνολο του καθαρού κέρδους και των αποσβέσεων.

Η ανάλυση του cash flow είναι μια ενδεδειγμένη ανάλυση της κινήσεως κεφαλαίων (funds flows). Συνιστάται στην παρακολούθηση των εισπράξεων και πληρωμών στην διάρκεια π.χ. μιας χρήσεως (δοσοληψίες εκμεταλλεύσεως και εκτός εκμεταλλεύσεως) και εν συνεχεία σύνταξη ενός πίνακα χρηματοδοτήσεως.

### 2.1.7 Αξιολόγηση της πολιτικής αυτοχρηματοδοτήσεως

Συχνά τίθεται το ερώτημα: Ποιο ποσοστό των κερδών πρέπει να κρατεί η επιχείρηση ως αυτοχρηματοδότηση και ποιο πρέπει να επιστρέφει στους μετόχους της. Κατ' αρχήν προβάλλονται οι δύο ακραίες απόψεις, οι οποίες είναι:

- Η κατακράτηση όλων των κερδών, οπότε εξασφαλίζεται σχετική ανεξαρτησία, άνοδος των τιμών των μετοχών, δημιουργία υπεραξιών λόγω των συνεχών επενδύσεων και ανάγκη περιοδικών εκποιήσεων περιουσιακών στοιχείων.
- Η διανομή όλων των κερδών, οπότε θα χρειασθεί η εν καιρώ μερική ή ολική επιστροφή τους για επενδύσεις.

Ασφαλώς, η ενδιάμεση οδός αποτελεί την προσφορότερη επιλογή, αλλά δεν υπάρχει γενική συνταγή για την αρίστη λύση, η οποία να καλύπτει το σύνολο των επιχειρήσεων.

Βασικό κριτήριο για την ανάλυση μιας πολιτικής αυτοχρηματοδότησεως είναι η αποδοτικότητα των επανεπενδυομένων κερδών. Θα πρέπει να υπερβαίνει τουλάχιστον το κόστος του κεφαλαίου στην επιχείρηση. Αλλιώς, είναι προτιμότερη η διανομή των κερδών στους μετόχους. Υπάρχουν όμως και άλλοι λόγοι που επιβάλλουν αύξηση των ιδίων κεφαλαίων και έτσι μετριάζεται κάπως η αυστηρότητα του κριτηρίου της αποδοτικότητας.

## 2.2 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΣ 45 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ

Ως μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις λογίζονται οι υποχρεώσεις αυτές οι οποίες λήγουν μετά τη λήξη της επόμενης του ισολογισμού χρήσεως. Τα κονδύλια των κατηγοριών αυτών απεικονίζονται στον λογαριασμό 45 και τους υπολογαριασμούς του. Τέτοιου είδους υποχρεώσεις είναι κάθε είδους δανείου από τράπεζες και ταμειυτήρια, τα ομολογιακά δάνεια και γενικότερα κάθε είδους υποχρέωση της επιχείρησης που έχει διάρκεια πάνω από το ένα έτος.

### 2.2.1 Τα χαρακτηριστικά στοιχεία ενός δανείου

Κατά τον Αστικό Κώδικα το δάνειο αποτελεί μεταβίβαση από τον δανειστή στον οφειλέτη χρημάτων ή άλλων αντικαταστατών πραγμάτων, υπό λεπτομερώς καθοριζόμενους όρους επιστροφής κλπ στην μεταξύ των δύο μερών σύμβαση.

Στην πράξη η λέξη δάνειο χρησιμοποιείται συνήθως για διάρκεια δανεισμού μεγαλύτερη του ενός έτους, ενώ για μικρότερα χρονικά διαστήματα, κυρίως κατά τον δανεισμό μεταξύ επιχειρήσεων ή κατά την χορήγηση κεφαλαίου κινήσεως από τις τράπεζες, γίνεται χρήση του όρου πίστωση.

Τα δάνεια είναι άτοκα (σπανίως) ή έντοκα και διακρίνονται αναλόγως προς το πλήθος των δανειστών, σε ενιαία (δανειστής ένα πρόσωπο) και σε ομολογιακά (δανειστές πολλά πρόσωπα). Διακρίνονται επίσης σε πάγια (πολύ μεγάλης διάρκειας, κυρίως μεταξύ Κρατών, με κύριο χαρακτηριστικό την ετήσια πληρωμή των τόκων χωρίς ταυτόχρονη επιστροφή τμήματος του κεφαλαίου) και σε εξοφλητέα. Τα τελευταία, που χορηγούνται κυρίως από τράπεζες, αποτελούν το αντικείμενο του παρόντος κεφαλαίου.

Το βασικό στοιχείο του δανείου είναι η ονομαστική αξία του. Η ανάληψη του δανείου είναι δυνατό να γίνει εφ' άπαξ ή κατά τμήματα, ιδιαιτέρως σε περιπτώσεις επενδύσεων, όπου η εκταμίευση του δανείου συνδέεται με την πρόοδο των επενδυτικών εργασιών. Επισημαίνεται ότι η ονομαστική αξία του δανείου δεν επιβαρύνεται μόνον με τους τόκους, αλλά προσαυξάνεται από σειράν εξόδων (προμήθειες, φόροι κ.λ.π.), τα οποία καταλογίζονται στην φάση της συνάψεως του δανείου (υπογραφή συμβάσεως). Εκτός από την ονομαστική αξία του δανείου χαρακτηριστικά στοιχεία του είναι η διάρκεια δανεισμού, το επιτόκιο (ποσόν και χρονική περίοδος αναφοράς), η χρονική περίοδος ανατοκισμού και ο τρόπος αποσβέσεώς του.

Η διάρκεια δανεισμού συνδέεται με τον κίνδυνο που αναλαμβάνει ο δανειστής και με τις ζητούμενες διασφαλίσεις, ενώ επηρεάζει αμέσως το ύψος του επιτοκίου και των συνολικών τόκων, όταν υπεισέρχεται ανατοκισμός. Στην λογιστική τα δάνεια διακρίνονται σε πολυετή (μεσο-μακροπρόθεσμα δάνεια) και σε διαρκείας μέχρι ενός έτους (βραχυπρόθεσμα), οπότε αντιστοίχως καταχωρούνται σε κεντρική ή χαμηλότερη θέση του παθητικού στον ισολογισμό των επιχειρήσεων.

Το επιτόκιο αποτελεί την αμοιβή της χρηματικής μονάδας ή των 100 χρηματικών μονάδων επί ένα έτος ή επί μικρότερο του έτους διάστημα. Το ποσόν του επιτοκίου και ο χρόνος αναφοράς του είναι τα δύο απαραίτητα στοιχεία για τον προσδιορισμό του. Σε μίαν ελεύθερη κεφαλαιαγορά το επιτόκιο δανεισμού είναι δυνατό να συμφωνηθεί μεταξύ των συμβαλλομένων σταθερό για όλη την διάρκεια δανεισμού ή μεταβαλλόμενο. Το σταθερό επιτόκιο προσφέρει την δυνατότητα του άμεσου υπολογισμού του πίνακα αποσβέσεως του δανείου, αλλά αποδεικνύεται δαπανηρό για τον δανειζόμενο, αν στην αγορά σημειωθεί πτώση επιτοκίων. Στην περίπτωση ανόδου των επιτοκίων ο δανειζόμενος ωφελείται. Για τον προσδιορισμό του μεταβαλλόμενου επιτοκίου χρησιμοποιούνται ως βάση αναφοράς διάφορα γνωστά επιτόκια, όπως π.χ. τα επιτόκια των ομολόγων και έντοκων γραμματίων του Δημοσίου, με τις επί πλέον συμφωνούμενες προσαρμογές ( εκατοστιαίες μονάδες και κλάσματά τους).

Η χρονική περίοδος ανατοκισμού επιδρά αντιστρόφως αναλόγως στην συσσώρευση των τόκων, δηλαδή στο ύψος του τελικώς επιστρεπτέου ποσού. Πρόκειται για ένα χαρακτηριστικό των δανείων, που δεν πολυδιαφημίζεται από τους δανειστές. Καταχωρείται συνήθως με μικρά γράμματα στην δανειστική σύμβαση και επιφέρει αύξηση του διατυμπανιζομένου ως χαμηλού ετησίου επιτοκίου δανεισμού, όταν ισούται με μικρή κλασματική του έτους περίοδο, όπως θα επεξηγηθεί κατωτέρω.

Η απόσβεση (εξόφληση) του δανείου είναι δυνατό να γίνει με πολλούς τρόπους κατόπιν συμφωνίας κατά την σύναψη του δανείου. Ενδεικτικώς αναφέρονται εδώ η καταβολή ολοκλήρου του κεφαλαίου με τους τόκους στο τέλος της περιόδου δανεισμού (δάνειο in fine), η επιστροφή σταθερών τμημάτων του ονομαστικού δανείου με όλους τους τόκους του ανεξόφλητου κατά τακτά χρονικά διαστήματα και η καταβολή σταθερών, ετησίων συνήθως, τοκοχρεολυτικών δόσεων.

Ενίοτε συμφωνείται η επιβράδυνση κατά ένα, δύο ή περισσότερα έτη στην έναρξη επιστροφής του δανείου, για ν' αντιμετωπισθεί η έλλειψη εσόδων, κατά την διάρκεια υλοποίησης της επενδύσεως, από τον δανειζόμενο. Η επιβράδυνση αυτή αποκαλείται περίοδος χάριτος και γίνεται με το αζημίωτο για τον δανειστή.

### 2.2.2 Τόκος και επιτόκιο

Ο τόκος αποτελεί βασική έννοια για την χρηματοδότηση επιχειρήσεων. Συνοδεύει το χρήμα ως στοιχείο κόστους. Το δε χρήμα έχει πάντοτε στην επιχείρηση ένα κόστος και συχνά το κόστος της σπανιότητας, λόγω των κινδύνων που το περιβάλλουν.

Κατά την εξελισσόμενη οικονομική θεωρία ο τόκος εκφράζει την αποζημίωση των ιδιοκτητών του χρήματος, επειδή δεν το καταναλώνουν αμέσως μετά την απόκτησή του, αλλά το διαθέτουν ως δάνειο στους τρίτους. Εκφράζει επίσης το δικαίωμα ανταμοιβής των δανειστών, διότι, με την ένταση του κεφαλαίου στην παραγωγική διαδικασία, επιτυγχάνεται μεγαλύτερη παραγωγή

σε σύγκριση με την προγενέστερη άνευ αυτού κατάσταση. Εκφράζει ακόμη την αμοιβή υπό σχετική σπανιότητα κεφαλαίου στην κατάσταση ισορροπίας μεταξύ της προσφοράς και της ζήτησής του, εντός μιας οικονομίας που λειτουργεί με πλήρη και τέλειων ανταγωνισμών. Επί πλέον, πολλοί υπεστήριξαν ότι ο τόκος αποτελεί την αναγκαία κάλυψη της διαφοράς μεταξύ της παρούσης και της μελλοντικής αξίας (χαμηλοτέρας) ενός αγαθού. Το επιτόκιο είναι η μονάδα μετρήσεως του τόκου και εκφράζει την αμοιβή της δανειζόμενης χρηματικής μονάδας στην μονάδα του χρόνου. Ως κλασματικό μέγεθος της χρηματικής μονάδας, το επιτόκιο είναι δεκαδικός αριθμός (με μηδενικό ακέραιο μέρος) και μ' αυτήν την μορφή υπηρεύεται στις αριθμητικές πράξεις. Όταν, ως μοναδιαίο χρηματικό ποσό λαμβάνεται το εκατονταπλάσιο της νομισματικής μονάδας (π. χ. 100 δραχμές), τότε το επιτόκιο εκφράζεται ως ποσοστό επί τοις εκατό (%) και περιλαμβάνει κατά την γραφή του ακέραιο και δεκαδικό μέρος, ακολουθούμενο από το σύμβολο %. Αυτή η διατύπωση είναι συνήθης στον προφορικό λόγο και κατά την χρησιμοποίησή της στις αριθμητικές πράξεις δεν πρέπει να λησμονείται η μεταφορά του συμβόλου % στον παρονομαστή με την μορφή του 100.

Η μονάδα του χρόνου εμφανίζει μεγάλη ποικιλία (έτος, εξάμηνο, τετράμηνο, τρίμηνο, δίμηνο, μήνας κλπ) και απαιτείται ιδιαίτερα προσαρμογή του επιτοκίου κατά τους υπολογισμούς, όταν η χρονική μονάδα αναφοράς του επιτοκίου διαφέρει από την χρονική περίοδο ανατοκισμού. Όταν δεν προσδιορίζεται η χρονική μονάδα αναφοράς του επιτοκίου, υπονοείται συνήθως το έτος. Το ύψος του επιτοκίου επηρεάζουν, ασφαλώς, το μέγεθος του κεφαλαίου και η διάρκεια δεσμεύσεώς του (είτε πρόκειται για κατάθεση είτε για δανεισμό), οι προσφερόμενες εγγυήσεις από τον δανειζόμενο, αλλά και μακροοικονομικά μεγέθη, όπως ο πληθωρισμός ή τα δημόσια ελλείμματα.

### 2.2.3 Τρόποι αποσβέσεως δανείων

Ο τρόπος αποσβέσεως ενός δανείου έχει ιδιαίτερη σημασία για την επιχείρηση, η οποία ενδιαφέρεται να γνωρίζει τις ετήσιες εκ του δανείου υποχρεώσεις της, ώστε να προγραμματίζει τις πληρωμές της. Η επιχείρηση πρέπει να διακρίνει στην κάθε χρήση ποια ποσά πληρώνει για επιστροφή κεφαλαίου και ποια ποσά για τόκους και συναφή έξοδα, λόγω της διαφορετικής φορολογικής αντιμετώπισεως των κονδυλίων αυτών.

### 2.2.4 Εφ' άπαξ επιστροφή δανείου

Στην πρώτη περίπτωση το δανειζόμενο ποσό επιστρέφεται στο τέλος της περιόδου δανεισμού (ο τρόπος αυτός αποκαλείται διεθνώς εξόφληση *in fine*) και απομένει να συμφωνηθεί ο τρόπος πληρωμής των τόκων. Αν πρόκειται για δάνειο μικρής χρονικής διάρκειας, οι απλοί τόκοι ή παρακρατούνται κατά την στιγμή του δανεισμού ή καταβάλλονται κατά την επιστροφή του κεφαλαίου. Αν η διάρκεια του δανείου είναι σημαντική (π.χ. μεγαλύτερη του έτους), μπορεί οι



τόκοι να καταβάλλονται κατά τακτά χρονικά διαστήματα (π.χ. μήνα, τρίμηνο, εξάμηνο, έτος).

#### 2.2.5 Επιστροφή δανείου με ίσες δόσεις κεφαλαίου

Στην δεύτερη περίπτωση καταβάλλονται, π.χ. κατ' έτος, η σταθερή δόση κεφαλαίου και επί πλέον οι ετήσιοι τόκοι του ανεξόφλητου μέρους του κεφαλαίου. Οι τόκοι βαίνουν μειούμενοι, οπότε επηρεάζεται αναλόγως και το συνολικώς επιστρεφόμενο ετήσιο ποσό.

#### 2.2.6 Επιστροφή δανείου με ίσες τοκοχρεολυτικές δόσεις-Προοδευτικό σύστημα

Στην Τρίτη περίπτωση ο δανειζόμενος καταβάλλει ένα σταθερό ποσό, υπό την μορφή σταθερής τοκοχρεολυτικής δόσεως, συνήθως στο τέλος της περιόδου ανατοκισμού και μέχρι λήξεως της διάρκειας δανεισμού. Η σταθερή τοκοχρεολυτική δόση συντίθεται από αυξανόμενο μερίδιο κεφαλαίου (το χρεολύσιο) και από παραλλήλως μειούμενο μερίδιο τόκων. Το μερίδιο των τόκων περιλαμβάνει τους απλούς τόκους του ανεξόφλητου στην αρχή εκάστης περιόδου ανατοκισμού τμήματος του δανείου, όπως και στην προαναφερθείσα δεύτερη περίπτωση.

#### 2.2.7 Παράταση εξοφλήσεως

Οι περιπτώσεις επιχειρήσεων που αδυνατούν ν' ανταποκριθούν στις δανειακές υποχρεώσεις τους πληθαίνουν, ιδιαιτέρως κατά τις περιόδους υψηλών επιτοκίων. Πριν οδηγηθούν στην χρεοκοπία, είναι δυνατό να γίνουν προσπάθειες αποφυγής της με αναδιαπραγμάτευση των χρεών προς τις τράπεζες.

#### 2.2.8 Επίσπευση εξοφλήσεως δανείου

Σε αντίθεση προς την προηγούμενη περίπτωση είναι δυνατή η επίσπευση εκ μέρους μιας επιχειρήσεως της εξοφλήσεως δανείου της. Αυτό συμβαίνει σε περιόδους υποχωρήσεως των επιτοκίων και εξαρτάται από τους όρους της δανειακής συμβάσεως (πρόβλεψη ρητρών).

#### 2.2.9 Τα ομολογιακά δάνεια

Τα ομολογιακά δάνεια αποτελούσαν, παγκοσμίως, τον παραδοσιακό τρόπο δανεισμού του Κράτους και των μεγάλων κρατικών επιχειρήσεων. Μετά το 1980 οι μεγάλες ιδιωτικές επιχειρήσεις άρχισαν την συστηματικότερη προσφυγή σ' αυτήν την μορφή δανείων, η οποία απαιτεί γενικώς χαμηλότερα έξοδα έναντι του κοινού τραπεζιτικού δανεισμού.

Τα ομολογιακά δάνεια είναι μακροπρόθεσμα και σημαντικού ύψους δάνεια. Ως εκ τούτου, προς επιμερισμό του υψηλού κινδύνου που υπάρχει στην περίπτωση μοναδικού δανειστή, απαιτείται η συνεργασία πολλών δανειστών για την συγκέντρωση του μεγάλου ποσού. Το δάνειο υποδιαιρείται σε μικρότερα τμήματα, αποκαλούμενα ομολογίες, οι οποίες είναι διαπραγματεύσιμοι τίτλοι. Εντοπίζεται εδώ ουσιαστική διαφορά έναντι των κοινών, αδιαιρέτων δανείων, όπου είναι σταθερή η σύνδεση μεταξύ δανειστού και δανειζόμενου, καθ' όλη την διάρκεια του δανεισμού.

Ουσιαστική διαφορά υπάρχει επίσης μεταξύ των δύο κατηγοριών διαπραγματεύσιμων τίτλων των επιχειρήσεων, των μετοχών και των ομολογιών. Ο ομολογιακός δανειστής δεν έχει τα δικαιώματα συμμετοχής στην διαχείριση και στα κέρδη. Βασική προϋπόθεση για την ανάπτυξη των ομολογιακών δανείων των επιχειρήσεων είναι η ύπαρξη δευτερογενούς αγοράς ομολογιών, ώστε οι μικροί δανειστές να δύνανται, ανά πάσα στιγμή, να ρευστοποιήσουν τους κατεχόμενους τίτλους.

Οι κίνδυνοι, που αντιμετωπίζουν οι ομολογίες, είναι σχετικοί προς την αδυναμία του εκδότη να εκπληρώσει εμπροθέσμως τις υποχρεώσεις του (καταβολή τόκων, εξόφληση τίτλων) και προς την μεταβολή του επιτοκίου, η οποία, αναλόγως της φοράς της, θίγει τον εκδότη ή τον αγοραστή.

#### 2.2.10 Τα χαρακτηριστικά των ομολογιακών δανείων

Ένα ομολογιακό δάνειο ορίζεται από μια σειρά χαρακτηριστικών στοιχείων του, σχετικό με το συνολικό ποσό και τον αριθμό των υποδιαιρέσεών του, αλλά και τις διάφορες αξίες τους, τον χρόνο και το ύψος αμοιβής τους, τον τρόπο εξοφλήσεως κ.ά. Απαριθμούνται στην συνέχεια τα κύρια χαρακτηριστικά ενός ομολογιακού δανείου, με απόδοση διακριτικών συμβόλων, ώστε να χρησιμεύουν κατά τους επακόλουθους υπολογισμούς.

- ο Στοιχεία χρηματικών αξιών :
  - Συνολικό ποσό δανείου
  - Αριθμός ομολογιών, που το απαρτίζουν
  - Ονομαστική αξία ομολογιών
  - Αξία εκδόσεως (πωλήσεως) ομολογιών
  - Αξία εξοφλήσεως ομολογιών
- ο Στοιχεία αμοιβής ομολογιών:
  - Ονομαστικό επιτόκιο, ως % επί της ονομαστικής αξίας
  - Απόκομμα ομολογίας με τόκους ανά προθεσμία
  - Τρέχον απόκομμα, με τόκους τρεχούσης περιόδου
- ο Στοιχεία χρόνου:
  - Διάστημα εγγραφών στο ομολογιακό δάνειο
  - Διάρκεια του δανείου

- Ωριμότητα (Maturity): Η διάρκεια από δεδομένη ημερομηνία μέχρι εξοφλήσεως του δανείου.
  - Ημερομηνία ενάρξεως εκτοκισμού (Date de jouissance)
- ο Λοιπά στοιχεία.:
- Εδώ κατατάσσονται οι σχετικές πληροφορίες ως προς τον τρόπο τοποθέτησεως του δανείου δι' ιδιωτικής ή δια δημοσίας προσφοράς, προς την πώληση ή την εξόφληση στο άρτιο (= η τιμή πώλησεως ή εξοφλήσεως είναι ίση προς την ονομαστική αξία της ομολογίας), υπέρ ή υπό το άρτιο, προς την σταθερότητα ή μη του ονομαστικού επιτοκίου, προς τον τρόπο εξοφλήσεως των ομολογιών (εφ' άπαξ in fine ή κατά σειρές, δια κληρώσεως), προς την ύπαρξη δικαιώματος προώρου εξαγοράς και δικαιώματος ανακλήσεως, προς το είδος των προσφερομένων εγγυήσεων στους δανειστές.

Η εξόφληση των ομολογιών διενεργείται:

- Προοδευτικώς, κατ' αυξανόμενο αριθμό, όταν εφαρμόζονται ίσες τοκοχρεολυτικές δόσεις.
- Κατά ίσες σειρές.
- Συγκεντρωτικώς, κατά την λήξη του δανείου (εξόφληση in fine)
- Άνευ χρονικού προσδιορισμού, στην περίπτωση των παγίων ομολογιακών δανείων, αποκαλουμένων διεθνώς ως “διαρκών ράντων” (Rentes perpetuelles).

Το δικαίωμα της προώρου εξαγοράς συνιστάται στην συμβατική δυνατότητα του εκδότη ν' αγοράζει στο χρηματιστήριο τις ομολογίες του, όταν ανέρχονται τα επιτόκια, οπότε η τιμή αγοράς των ομολογιών ελαττώνεται. Έτσι, κερδίζει την διαφορά έναντι της σταθερής τοκοχρεολυτικής δόσεως. Στην περίπτωση μείωσης του επιτοκίου της αγοράς, οι ομολογίες ακριβαίνουν στο χρηματιστήριο και ο εκδότης τους δεν έχει ενδιαφέρον ν' αγοράσει, πλην του ενδεχομένου της αγοράς τίτλων μακράς διάρκειας, ώστε να συντημηθεί η διάρκεια δανεισμού. Εξυπνοείται ότι τα συμφέροντα εκδότη και επενδυτών είναι αντίρροπα.

Το δικαίωμα της ανακλήσεως του δανείου διαφέρει του προηγουμένου, διότι η τιμή εξαγοράς καθορίζεται από ρήτρα του συμβολαίου και δεν επιλέγεται ελευθέρως στο χρηματιστήριο, όπως προηγουμένως. Η ελευθερία επιλογής συνιστάται στην επιλογή του χρόνου και στην άσκηση του δικαιώματος είτε από τον εκδότη είτε από τους επενδυτές.

Τα κλειστά, ως προς τον τρόπο διαθέσεως, ομολογιακά δάνεια, καλύπτονται από την μεσολαβούσα τράπεζα ή από συνεργαζόμενο μ' αυτήν δίκτυο τραπεζών και δεν πωλούνται στο ευρύ επενδυτικό κοινό, όπως συμβαίνει στην περίπτωση των ανοικτών δανείων. Οι όροι εκδόσεως ενός κλειστού δανείου είναι κατά κανόνα αυστηρότεροι, εις βάρος του εκδότη.

Η έκδοση ενός ομολογιακού δανείου απαιτεί την προσκόμιση εγγυήσεων επί περιουσιακών στοιχείων και ως προς το σημείο αυτό ασκείται έλεγχος από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Αν επί ήδη υποθηκευμένων στοιχείων του ενεργητικού εκδοθεί νέο ομολογιακό δάνειο, αυτό καλείται ανοικτό. Τέλος, είναι δυνατή η σύναψη ομολογιακού δανείου άνευ εγγυήσεων, κυρίως από επιχειρήσεις μεγάλης πιστωτικής επιφάνειας.

### 2.2.11 Είδη ομολογιακών δανείων

#### α) Ομολογίες σταθερού επιτοκίου

Το επιτόκιο καθορίζεται κατά την στιγμή εκδόσεως, ως σταθερό ποσοστό της ονομαστικής αξίας της ομολογίας. Επιτόκιο 10% επί ονομαστικής αξίας ομολογίας 1 εκ. δρχ. σημαίνει ετήσια αποκόμματα (κουπόνια) των 100.000 δρχ. Η διαπραγματεύσιμη τιμή της ομολογίας ανέρχεται, όταν το επιτόκιο αγοράς πέσει π.χ. στο 8%, διότι τότε η ομολογία αποτελεί αποδοτικότερη επένδυση.

Αντιθέτως, στην περίπτωση ανόδου του επιτοκίου της αγοράς π.χ. στο 12%, η τιμή της ομολογίας κατέρχεται σε χαμηλότερα επίπεδα της ονομαστικής αξίας της.

Ένα ομολογιακό δάνειο σταθερού επιτοκίου είναι δυνατόν να μετατραπεί σε δάνειο μεταβλητού επιτοκίου και αντιστρόφως, αν προβλεφθεί η σχετική ρήτρα στο συμβόλαιο εκδόσεως του δανείου.

#### Β) Ομολογίες μεταβλητού ή αναθεωρήσιμου επιτοκίου

Το επιτόκιο προσδιορίζεται δια συνθέσεως του προς ένα δείκτη αναφοράς. Τούτο συμβαίνει στις περιπτώσεις οικονομικών κρίσεων, κατά τις οποίες τα επιτόκια μεταβάλλονται αισθητώς, ακόμη και από μέρα σε μέρα. Για να προστατευθούν οι επενδυτές ορίζεται κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου ο δείκτης αναφοράς, ο οποίος δύναται να είναι :

- Η μέση απόδοση των μακροπροθέσμων κρατικών ομολογιακών δανείων σταθερού επιτοκίου.
- Το μέσο μηνιαίο ή ετήσιο επιτόκιο διατραπεζικού δανεισμού.
- Το ποσοστό μεταβολής ενός χρηματιστηριακού δείκτη ή της τιμής του χρυσού κ.ο.κ.

#### γ) Ομολογίες με αποκόμματα δικαιωμάτων

Πρόκειται για ομολογίες, οι οποίες φέρουν ορισμένα αποκόμματα με σαφώς προσδιορισμένα δικαιώματα, προς απόκτηση, μεταγενεστέρως, είτε παρομοίων ομολογιών είτε μετοχών της εκδότριας εταιρείας. Τα πρόσθετα κίνητρα δημιουργούν για τις επιχειρήσεις συνθήκες παρατεταμένης προσφυγής στον εξωτερικό δανεισμό και οι δανειστές δύνανται να αποκτήσουν ταυτόχρονα και την ιδιότητα του μετόχου.

Ενίοτε οι ομολογίες αποκαλούνται συμμετοχικοί τίτλοι. Το προϊόν του δανείου ενσωματώνεται στα ίδια κεφάλαια, χωρίς να προσδιορίζεται μία προβλέψιμη προθεσμία εξοφλήσεως. Οι δανειστές αμείβονται κατά τους συμβατικούς όρους, χωρίς να εξομοιώνονται με τους μετόχους. Οι συμμετοχικοί τίτλοι είναι ελευθέρως διαπραγματεύσιμοι και μεταβιβάσιμοι.

Η ύπαρξη των αποκομμάτων δικαιωμάτων δεν αποκαθιστά βεβαίως τον ρόλο των κανονικών αποκομμάτων, αλλά υπάρχει αλληλεπίδραση.

#### Δ) Ομολογίες μετατρέψιμες σε μετοχές

Ομολογιακά δάνεια σταθερού επιτοκίου είναι δυνατόν να περιέχουν την ρήτρα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές, υπό σαφώς προδιαγεγραμμένους όρους.

Ο κάτοχος των μετατρέψιμων ομολογιών επωφελείται των πλεονεκτημάτων ανόδου της τιμής της συνδεδεμένης μετοχής, διότι ανέρχεται αναλόγως και η τιμή διαπραγματεύσεως των ομολογιών, ενώ, κατά την πτώση της τιμής της μετοχής, οι ομολογίες αμείβονται με το σταθερό επιτόκιο τους.

#### Ε) Ομολογίες “με παράθυρα”

Πρόκειται για μεγάλης διάρκειας ομολογίες, π.χ. 20 ετών, με δυνατότητα εξοφλήσεως σε ορισμένες ενδιάμεσες προθεσμίες, κατά την βούληση του δικαιούχου, αλλά με ταυτόχρονη πρόβλεψη περιορισμού των αρχικώς παρεχομένων πλεονεκτημάτων. Αυτή η προεξόφληση αποτελεί την προστατευτική δικλείδα για τους επενδυτές, σε περίπτωση ανόδου των επιτοκίων, οπότε επανατοποθετούν τα κεφάλαιά τους υπό ευνοϊκότερους όρους.

#### Στ) Ομολογίες χωρίς αποκόμματα

Η αναζήτηση τρόπων ελαφρύνσεως ή αποφυγής της φορολογίας επί των τόκων οδήγησε στην έκδοση ομολογιών χωρίς αποκόμματα, δηλαδή χωρίς την πρόβλεψη πληρωμής τόκων. Σ’ αυτήν την περίπτωση η αποζημίωση του δανειστή επιτυγχάνεται μέσω μιας υψηλότερης τιμής εξοφλήσεως κατά την λήξη, έναντι της τιμής εξαγοράς των τίτλων κατά την έκδοση. Επειδή εξελίσσεται και η φορολογική νομοθεσία, οι εκδότες προσπαθούν να επωφεληθούν από τις ασάφειες ή τα κενά των νόμων και δημιουργούν νέες παραλλαγές ομολογιακών δανείων.

## Z) Πάγια ομολογιακά δάνεια ή ράντες

Πολλές φορές κατά το παρελθόν διάφορα Κράτη σε περιόδους οικονομικών ή άλλων κρίσεων εξέδωσαν ομολογιακά δάνεια άνευ χρονολογίας επιστροφής. Πρόκειται για τα αποκαλούμενα πάγια δάνεια ή ατελεύτητες ράντες, τα οποία δύναται ο εκδότης να μετατρέψει σε εξοφλητέα, όταν βελτιωθούν οι οικονομικές συνθήκες.

Από τα πλέον διάσημα πάγια είναι τα πρωτοεκδοθέντα από το αγγλικό Κράτος για την χρηματοδότηση των Ναπολεόντειων πολέμων.

## H) Ευρωομολογίες

Πρόκειται για πολύ μεγάλα δάνεια, εκδιδόμενα σε άλλο νόμισμα και όχι σε εκείνο της χώρας του εκδότη τους. Η διάρκεια και το επιτόκιο τους είναι χαμηλότερα από τα αντίστοιχα μεγέθη ιδιωτικών επιχειρήσεων και κατά κανόνα απαλλάσσονται των φορολογικών επιβαρύνσεων. Συνάπτονται συνήθως από Κράτη ή μεγάλες κρατικές επιχειρήσεις και τα επιτόκια ποικίλλουν αναλόγως της βαθμολογίας των Κρατών στην κλίμακα του πιστοληπτικού κινδύνου.

## Θ) Λαχειοφόρο ομολογιακό δάνειο

Όταν μερικές ομολογίες κατά την κλήρωσή τους κερδίζουν επιπλέον ένα προκαθορισμένο ποσό, τότε λέμε ότι το ομολογιακό δάνειο είναι λαχειοφόρο.

Το χορηγούμενο λαχείο είναι ένα μέσο προσέλκυσης των δανειστών και χορηγείται με σκοπό να καλυφθεί πιο εύκολα το δάνειο. Υπάρχουν πολλές μορφές λαχειοφόρων ομολογιακών δανείων. Η μορφή όμως που εφαρμόζεται στην πράξη είναι εκείνα τα δάνεια στα οποία όλες οι ομολογίες παίρνουν τόκο στη διάρκεια του δανείου και σε κάθε κλήρωση οι ομολογίες που κληρώνονται με λαχείο παίρνουν το ποσό του λαχείου, ενώ αυτές που κληρώνονται στο άρτιο παίρνουν την τιμή εξόφλησης.

## 2.3 ΛΟΓΑΡΙΑΣΜΟΙ 66 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΕΝΣΩΜΑΤΩΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ ΚΑΙ 85 ΑΠΟΣΒΕΣΕΙΣ ΜΗ ΕΝΣΩΜΑΤΩΜΕΝΕΣ ΣΤΟ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΚΟ ΚΟΣΤΟΣ

Στον λογαριασμό 66 καταχωρούνται οι αποσβέσεις στοιχείων του παγίου ενεργητικού που ενσωματώνονται στο λειτουργικό κόστος της οικονομικής μονάδας, δηλαδή στο λογαριασμό αυτό καταχωρούνται οι τακτικές αποσβέσεις που προβλέπονται από την νομοθεσία που ισχύει κάθε φορά, ενώ στον λογαριασμό 85 οι αποσβέσεις δεν ενσωματώνονται στο λειτουργικό κόστος δηλαδή στο λογαριασμό αυτό καταχωρούνται οι πρόσθετες επιταχυνόμενες αποσβέσεις που προβλέπονται από την νομοθεσία που ισχύει κάθε φορά.

### 2.3.1 Οι αποσβέσεις

Οι αποσβέσεις δεν αποτελούν άμεσο αντικείμενο εκτιμήσεως, αλλά αντικείμενο υπολογισμού. Μπορεί όμως, λόγω ανατιμήσεων, ν' αλλάξει η βάση υπολογισμού, οπότε επηρεάζεται αμέσως και το ύψος των αποσβέσεων.

Η απόσβεση είναι η λογιστική αναγνώριση της απώλειας αξίας των ακινητοποιήσεων της επιχειρήσεως, λόγω φθοράς από την χρησιμοποίηση, λόγω χρονικής παλαιώσεως και τεχνολογικής απαξιώσεως. Υπολογίζεται κατά κανόνα επί των αγαθών πολυετούς διάρκειας ζωής, η οποία είναι αναγκαίο να προσδιορίζεται με την είσοδό τους στην επιχείρηση (έναρξη λειτουργίας).

Αποτελεί το αντιστάθμισμα της βραδείας κατ' έτος καταναλώσεως των αγαθών. Μ' αυτήν την μορφή η απόσβεση υπολογίζεται ως στοιχείο του κόστους παραγωγής. Εδώ ακριβώς εντοπίζεται και μία σοβαρή ιδιομορφία της: Η απόσβεση δεν αντιστοιχεί σε πραγματική εκταμίευση χρήματος κατά τον χρόνο υπολογισμού της.

Επειδή η απώλεια αξίας των αγαθών επέρχεται με την πάροδο του χρόνου, ακόμη και στην περίπτωση που δεν χρησιμοποιούνται παραγωγικώς (αργούν), η απόσβεση είναι μόνιμη επιβάρυνση και υπολογίζεται υποχρεωτικά, έστω και αν δεν υπάρχουν κέρδη (μειωμένοι οι συντελεστές αποσβέσεως σε περίπτωση μη λειτουργίας της επιχειρήσεως).

Η απόσβεση είναι προφανώς μία ανταγωνιστική κίνηση προς την διανομή κερδών και την είσπραξη φόρων από το Κράτος. Αυτό όμως έχει βραχυπρόθεσμο χαρακτήρα, διότι μακροπροθέσμως συμβαίνει ακριβώς το αντίθετο. Η απόσβεση εγγυάται, με την ανανέωση του εξοπλισμού που διασφαλίζει, την μακροχρόνια διατήρηση των κερδών και των φόρων.

Συχνά το Κράτος επιδιώκει, επιτρέποντας ταχύτερους ρυθμούς αποσβέσεως (επιταχυνόμενες αποσβέσεις), την ενθάρρυνση των επενδύσεων. Κατά κανόνα τα προς απόσβεση αγαθά έχουν ορισμένη διάρκεια ζωής και καθορισμένα από την φορολογική νομοθεσία ποσοστά αποσβέσεως (ανώτερα και κατώτερα όρια). Πάντοτε όμως υπάρχουν περιθώρια εξατομικευμένων αντιμετώπισεων, γεγονός που επιτρέπει σοβαρή διακύμανση στα εμφανιζόμενα κέρδη της χρήσεως ή

ακόμη στο όριο της αυτοχρηματοδοτήσεως της επιχειρήσεως. Τα περιθώρια εντοπίζονται στις δυνατότητες διαφοροποιημένης εκτιμήσεως της υπολειμματικής αξίας και της διάρκειας ωφέλιμης ζωής. Έτσι, είναι δυνατή η παρατεταμένη χρήση αποσβεσμένων στοιχείων, χωρίς την εμφάνιση των στοιχείων κόστους των αποσβέσεων. Άλλο παράδειγμα επηρεασμού του ετησίου αποτελέσματος μέσω αποσβέσεων είναι η εξομοίωση με ετήσια δαπάνη του κόστους αγοράς ανταλλακτικών μηχανής, που της εξασφαλίζουν πολυετή βιωσιμότητα.

Επισημαίνεται η ιδιομορφία της αποσβέσεως, η οποία, ενώ αποτελεί πηγή χρηματοδοτήσεως της επιχείρησης, δεν εμφανίζεται στο παθητικό του ισολογισμού. Επί πλέον, σε μερικές ακινητοποιήσεις, όπως οι άσχετες προς τις κατασκευές βελτιώσεις σε οικόπεδα και οι υπό εκτέλεση ακινητοποιήσεις, δεν υπολογίζεται απόσβεση. Τέλος πρόβλημα υπάρχει στην γεφύρωση μεταξύ της φορολογικώς αναγνωρισμένης αποσβέσεως και της πραγματικής παλαιώσεως του αγαθού. Αν η απόσβεση είναι πολύ μικρή, το αποτέλεσμα της χρήσεως εμφανίζεται διογκωμένο, αλλά η επιχείρηση θα δυσκολευθεί ν' αντικαταστήσει τις παλαιές ακινητοποιήσεις της. Αν πάλι η απόσβεση είναι σημαντική, το αποτέλεσμα εμφανίζεται συρρικνωμένο, αλλά υπάρχει άνεση στην ανανέωση του εξοπλισμού.

Τα ποσά των αποσβέσεων καταχωρούνται αθροιστικώς σε κάθε κατηγορία ακινητοποιήσεων του ενεργητικού και ταυτοχρόνως καταχωρούνται η ολική αξία των ακινητοποιήσεων και το αναπόσβεστο τμήμα της, ώστε οι αποσβέσεις να εμφανίζονται ως η διαφορά τους. Αυτή η αναλυτική εγγραφή στον ισολογισμό αποτελεί αξιόλογη πηγή πληροφοριών και προσελκύει το ενδιαφέρον του εξωτερικού αναλυτή. Αν έχουν αποσβεσθεί σε μεγάλη αναλογία τα περιουσιακά στοιχεία, σύντομα η επιχείρηση θα αντιμετωπίσει την ανάγκη χρηματοδοτήσεως της ανανέωσης εξοπλισμού και προς αυτήν την επιλογή ίσως οδηγηθεί, λόγω μειωμένης παραγωγικότητας.

Υπάρχουν διάφοροι τρόποι υπολογισμού των αποσβέσεων:

- ο Γραμμική ή σταθερή απόσβεση. Από την αρχική αξία κτήσεως ή την αναπροσαρμοσμένη αξία λόγω βελτιώσεως ή ανατιμήσεως αφαιρείται η υπολειμματική αξία και το υπόλοιπο κατανέμεται σε ίσες ετήσιες δόσεις. Η γραμμική απόσβεση εφαρμόζεται κατά κανόνα στην Ελλάδα. Οι ανώτατοι συντελεστές της καθορίζονται νομοθετικώς.

- ο Μεταβλητή απόσβεση. Δύναται να είναι αύξουσα, δηλαδή ν' αυξάνει το ετήσιο ποσό με την πάροδο των ετών, με την αιτιολογία ότι κατά τα πρώτα έτη λειτουργίας ο ρυθμός φθοράς είναι μικρός. Δύναται, αντιθέτως, να είναι φθίνουσα με τον υπολογισμό υψηλής υποτιμήσεως κατά τα πρώτα χρόνια λειτουργίας, ώστε να επιτυγχάνεται ο εκσυγχρονισμός (ευνοεί την επιχείρηση, διότι εξασφαλίζει αυξημένη φοροαπαλλαγή). Η Γαλλία εισήγαγε το 1959 την



φθίνουσα απόσβεση, για να ενισχύσει την ανταγωνιστικότητα των επιχειρήσεών της στην νεότευκτη ΕΟΚ. Η Γερμανία την εφήρμοζε από παλαιότερα. Στην περίπτωση της φθίνουσας αποσβέσεως εφαρμόζεται σταθερός συντελεστής στην εκάστοτε υπολειμματική αξία ή φθίνων συντελεστής επί της σταθερής αξίας κτήσεως. Συνήθης στην τελευταία περίπτωση είναι η μέθοδος SOFTY, όπου οι φθίνοντες κλασματικοί συντελεστές αποσβέσεως έχουν αριθμητή τα απομένοντα χρόνια ζωής, μετρούμενα από την αρχή της κάθε λογιστικής χρήσεως και παρονομαστή το άθροισμα των ψηφίων των ετών ολικής διάρκειας.

ο Πρόσθετες αποσβέσεις. Οι αναπτυξιακοί νόμοι προβλέπουν αυξημένα ποσοστά αποσβέσεων, αναλόγως προς την ζώνη επενδύσεως και τον ρυθμό εντατικής χρησιμοποίησης του εξοπλισμού, με σκοπό την φορολογική ελάφρυνση.

Από τα άνω συμπεραίνουμε ότι ο λογαριασμός 66 λειτουργεί ως μέσο μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης της επιχείρησης χρησιμοποιώντας ίδια κεφάλαια ενώ ο λογαριασμός 85 λειτουργεί περισσότερο σαν ενθαρρυντικό για επενδύσεις. Παρακάτω θα δούμε για τις επενδύσεις πως χρησιμοποιούνται ως μέσο χρηματοδότησης.

### 2.3.2 Περί επενδύσεων

Ως επένδυση ορίζεται η απόκτηση ενός αγαθού, από το οποίο προσδοκείται ωφέλεια μεγάλης διάρκειας. Η διάρκεια της ωφελείας διακρίνει την επένδυση από την κατανάλωση, στην οποία η ωφέλεια είναι μικράς διάρκειας και χαρακτηρίζεται από την τακτική επαναληψιμότητα. Υπάρχουν επενδύσεις παραγωγικές (η κατασκευή ενός υδροηλεκτρικού φράγματος, ενός τυροκομείου, η αγορά ενός αλυσσοπρίονου, κ.ο.κ.) και επενδύσεις μη παραγωγικές (τουλάχιστον αμέσως, όπως η κατασκευή σύγχρονων γραφείων διοικήσεως μιας χαλυβουργίας).

### 2.3.3 Τα διάφορα είδη επενδύσεων

Οι επενδύσεις των επιχειρήσεων μπορεί να αναφέρονται σε απόκτηση ακινήτων (π.χ. οικόπεδα, κτίρια), χρηματιστικών τίτλων (π.χ. μετοχές άλλων εταιρειών) και ενσωμάτων ή ασωμάτων στοιχείων ενεργητικού, που χρησιμοποιούνται στην βιομηχανική ή εμπορική λειτουργία τους. Η τελευταία κατηγορία, αναλόγως προς την πολιτική των επιχειρήσεων, μπορεί να περιλαμβάνει επενδύσεις εκσυγχρονισμού, επεκτάσεως, συμπληρώσεως και βελτιώσεως της διαδικασίας εκμεταλλεύσεως ή στρατηγικές επενδύσεις, που γίνονται για οικονομικούς σκοπούς (π.χ. αγορά μιας επιχείρησης για επέκταση

της γεωγραφικής παρουσίας), για κοινωνικούς σκοπούς (π.χ. παιδικός σταθμός για τα παιδιά των εργαζομένων) κλπ. Οι στρατηγικές επενδύσεις, επειδή εξυπηρετούν την γενική πολιτική της επιχειρήσεως, δεν υπόκεινται στον έλεγχο της αποδοτικότητας, μία διαδικασία που πρέπει να τηρείται σχολαστικός για τις άλλες μορφές επενδύσεων.

Μία επένδυση απαιτεί μακρά φάση προετοιμασίας, διότι χρειάζεται μελέτη των εμπορικών συνθηκών, των τεχνικών δυνατοτήτων, των φορολογικών, νομικών, κοινωνικών και προ παντός των χρηματιστικών χαρακτηριστικών. Η τελευταία μελέτη που συνθέτει, αξιολογεί και μεταφράζει σε χρήμα τις προτάσεις και τα πορίσματα των άλλων μελετών και, επί πλέον, που σταθμίζει τις μελλοντικές προσδοκίες από την επένδυση, θα προσδιορίσει την αποδοτικότητα και θα εισηγηθεί την υλοποίηση ή την απόρριψη της επενδύσεως.

#### 2.3.4 Τα θεμελιώδη στοιχεία της οικονομικής και χρηματιστικής μελέτης

**Ο προϋπολογισμός του κόστους της επενδύσεως.** Το συνολικό κεφάλαιο Ε, που είναι αναγκαίο για την ολοκλήρωση μιας νέας επενδύσεως μέχρι την έναρξη της λειτουργίας της, προκύπτει από την άθροιση τριών στοιχείων:

- Των δαπανών αποκτήσεως οικοπέδων, κτηρίων, μηχανολογικού και λοιπού εξοπλισμού χωρίς ΦΠΑ.
- Των συναφών δαπανών θέσεως των προηγούμενων σε λειτουργική κατάσταση (π.χ. μεταφορικά, ασφαλιστικά, τόκοι εκτελεστικής περιόδου, δαπάνη εκπαίδευσής προσωπικού).
- Του αναγκαίου διαρκούς κυκλοφοριακού κεφαλαίου.

Ο ρόλος του τελευταίου συχνά δεν εκτιμάται στις ορθές διαστάσεις (ελάχιστο απόθεμα και πίστωση στην πελατεία), με αποτέλεσμα σοβαρές δυσχέρειες κατά την έναρξη της λειτουργίας.

Σημειώνεται πως είναι ανάγκη να συνεκτιμάται στο επενδυόμενο ποσό και η αξία των ήδη υφισταμένων στην επιχείρηση αγαθών, που χρησιμοποιούνται, διότι υπάρχει το εναλλακτικό κριτήριο της πωλήσεώς τους, οπότε θ'αποφέρουν αμέσως πόρους. Επίσης, πρέπει να μειωθεί το επενδυόμενο ποσό κατά τις καθαρές εισπράξεις, που θα προκύψουν από την ενδεχόμενη εκποίηση του αντικαθισταμένου εξοπλισμού. Σε μερικές χώρες (π.χ. ΗΠΑ, Γαλλία), με σκοπό την ενθάρρυνση της ανανεώσεως του εξοπλισμού των επιχειρήσεων, μειώνεται η φορολόγηση των κερδών κατά το έτος εγκαταστάσεως, π.χ. κατά 10%, υπό τον όρο εξαντλήσεως της νομίμου διάρκειας ζωής στην επιχείρηση. Αυτή η έκπτωση φόρου, όταν υπάρχει, πρέπει να αφαιρείται από το αρχικώς επενδυόμενο ποσό.

Για τα αποσβέσιμα αγαθά πρέπει να καταρτισθεί ένας ιδιαίτερος προϋπολογιστικός πίνακας, διότι τα ετήσια ποσά των αποσβέσεων, είναι απαραίτητα στους υπολογισμούς της αποδοτικότητας του επενδυτικού σχεδίου.

**Η διάρκεια ζωής της επενδύσεως.** Ενδιαφέρει η διάρκεια αποδοτικής λειτουργίας, που εξαρτάται από την τεχνολογική πρόοδο και την εμπορική συγκυρία και όχι ιδιαιτέρως η φυσική αντοχή των αγαθών. Ενίοτε γίνεται λόγος για την ελάχιστη διάρκεια ζωής μιας επενδύσεως. Πρόκειται για την διάρκεια λειτουργίας, μετά το πέρας της οποίας, αν εγκαταλειφθεί ή αντικατασταθεί η επένδυση, δεν προκαλείται απώλεια χρήματος.

**Οι ετήσιες καθαρές εισπράξεις.** Προκύπτουν από την διαφορά εσόδων-εξόδων κατά την διάρκεια της οικονομικής ζωής της επενδύσεως, η οποία περιλαμβάνει τα έτη της αποδοτικής λειτουργίας της ( η τεχνολογική απαξίωση οδηγεί σε μη αποδοτική λειτουργία, ακόμη και διατηρούμενες σε καλή κατάσταση επενδύσεις). Χρήσιμο είναι να καταρτισθούν δύο χρονολογικές σειρές ετησίων καθαρών εισπράξεων, οι οποίες ν' αντιστοιχούν στα δύο ενδεχόμενα για την επιχείρηση, της υλοποίησεως και μη, της επενδύσεως. Σκόπιμο είναι, επίσης, επειδή πρόκειται για προβλεπόμενες εισπράξεις, να καταρτισθούν αισιόδοξες και απαισιόδοξες σειρές προβλέψεων.

Στην πράξη, λόγω των πιστώσεων που συνοδεύουν τις αγορές και τις πωλήσεις, υπάρχει διαφοροποίηση μεταξύ των λογιστικών κερδών και των πραγματικών εκροών ή εισροών χρήματος. Επί πλέον, οι δοσοληψίες εκτείνονται σε ολόκληρη την διάρκεια της λογιστικής χρήσεως, οπότε θα έπρεπε να χρησιμοποιηθεί συντελεστής υπολογισμού παρούσης αξίας για μικρότερη του έτους περίοδο π.χ. ανά τρίμηνο. Προς αποφυγή αυτών των δυσχερειών υποτίθεται, πως όλες οι αγορές και πωλήσεις γίνονται τοις μετρητοίς και συγκεντρωμένες στο τέλος της λογιστικής χρήσεως.

Ιδιαίτερη προσοχή απαιτείται στο χειρισμό των κονδυλίων των αποσβέσεων. Καθώς δεν αποτελούν πραγματική εκταμίευση, δεν προσμετρούνται με τις δαπάνες. Η προσμέτρησή τους άλλωστε, θα οδηγούσε σε διπλή επιβάρυνση της επενδύσεως. Η έκπτωση όμως των αποσβέσεων από το φορολογητέο αποτέλεσμα δημιουργεί μία πρόσθετη ωφέλεια για την επιχείρηση. Αυτή η ωφέλεια πρέπει να συνυπολογισθεί στις προβλεπόμενες ετήσιες εισπράξεις του επενδυτικού σχεδίου.

Οι ετήσιες καθαρές εισπράξεις, λοιπόν, αποτελούν το άθροισμα του καθαρού πλεονάσματος εκμεταλλεύσεως μετά τους φόρους, αλλά πριν τις αποσβέσεις και της φορολογικής ωφέλειας εκ των αποσβέσεων. Δεν γίνεται λόγος για φορολογική ωφέλεια εκ των χρηματιστικών επιβαρύνσεων, διότι η επένδυση πρέπει να κρίνεται ως αποδοτική, ανεξαρτήτως του τρόπου χρηματοδοτήσεώς της.

Δεν εξαντλήθηκαν όμως οι παράγοντες που επηρεάζουν τις ετήσιες καθαρές εισπράξεις. Είναι γνωστό, ότι ο υπολογισμός της παρούσης αξίας οδηγεί σε ασθενή στάθμιση των απομακρυσμένων χρονικώς κονδυλίων. Συνεπώς, η εφαρμοζόμενη μέθοδος αποσβέσεως (γραμμική, φθίνουσα) έχει επίπτωση στο οικονομικό αποτέλεσμα της λογιστικής χρήσεως και κατ' επέκταση στην καθαρή παρούσα αξία του επενδυτικού σχεδίου. Εξάλλου, το κλείσιμο χρήσεως με ζημία

διαταράσσει την ομαλή εξέλιξη των υπολογισμών. Σε μερικές μάλιστα χώρες (ΗΠΑ, Γερμανία, Ολλανδία) αντιμετωπίζεται η σχετική δυσχέρεια χάρη στην δυνατότητα συμψηφισμού των ζημιών με προγενέστερα κέρδη και όχι αποκλειστικώς μέσω μεταφοράς στην επόμενη χρήση.

**Η υπολειμματική αξία.** Ορίζεται από το άθροισμα της αξίας εκποίησης των ακινητοποιήσεων της επενδύσεως (με εκτίμηση ενδεχομένων υπεραξιών ή υποτιμήσεων) και του διαρκούς κυκλοφοριακού κεφαλαίου, μετά την εκπνοή της διάρκειας οικονομικής ζωής της επενδύσεως. Λόγω των δυσκολιών εκτίμησης ενίοτε η αξία των στοιχείων αυτών θεωρείται αμελητέα. Άλλοτε, η επίπτωσή τους προσαυξάνει κατά ένα ποσοστό την τελευταία ετήσια δόση.

**Ο συντελεστής επικαιροποίησης ή απορρίψεως.** Είναι ένας σημαντικός συντελεστής, που υπεισέρχεται στον υπολογισμό της παρούσης αξίας των επενδύσεων και των καθαρών εισπράξεων κατά την διάρκεια εκμεταλλεύσεως των επενδυτικών σχεδίων, ώστε, κατά την αξιολόγησή τους, ν' αντιμετωπίζεται το εμπόδιο της διαχρονικής μεταβολής της αξίας του χρήματος. Συνήθως θεωρείται ίσος προς το σταθμισμένο κόστος του κεφαλαίου της επιχειρήσεως. Ο ειδικός τίτλος του συντελεστή απορρίψεως χρησιμοποιείται από μία μέθοδο αξιολογήσεως επενδυτικών σχεδίων, η οποία απαιτεί για την υλοποίησή τους αποδοτικότητα υψηλότερη από τον εν λόγω συντελεστή.

### 2.3.5 Οι επενδύσεις ως πρόβλημα επιλογής

Οι διαρκείς προσπάθειες των επιχειρήσεων για διεύρυνση των δραστηριοτήτων τους, προς την ίδια παραγωγική κατεύθυνση ή προς διαφοροποιημένους άξονες, εκφράζουν την φυσιολογική εξέλιξή τους σε μία ανταγωνιστική οικονομία. Η ανάπτυξη αποτελεί αναγκαιότητα επιβιώσεως. Εδώ ενδιαφέρει η προγραμματισμένη ανάπτυξη, που αποφασίζεται ύστερα από μελέτη των προοπτικών πωλήσεως κατ' αρχήν και των δυνατοτήτων παραγωγής στην συνέχεια. Οι δύο αυτές λειτουργίες υλοποιούνται μέσω ενός προγράμματος επενδύσεων, στο οποίο οι επιχειρήσεις καταλήγουν ύστερα από επιλογή μεταξύ διαφόρων εναλλακτικών σχεδίων.

Για κάθε σχέδιο επενδύσεως καταρτίζεται ένα διάγραμμα ροής χρήματος, που καλύπτει το χρονικό διάστημα υλοποίησεως και εκμεταλλεύσεως της νέας επενδύσεως. Στο διάγραμμα σημειώνονται τα ετήσια έξοδα (επενδύσεων, εκμεταλλεύσεως) και έσοδα (πωλήσεων), καθώς και το καθαρό ετήσιο αποτέλεσμα. Καλείται δε η διοίκηση να επιλέξει εκείνο το σχέδιο, που θα αποφέρει τα καλύτερα αποτελέσματα, για να διασφαλισθεί το μέλλον της επιχειρήσεως.

Σημειώνεται πως στην επιλογή ενός σχεδίου επενδύσεως παίζουν ρόλο πολλοί παράγοντες, όπως οικονομικοί, πολιτικοί, κοινωνικοί, ψυχολογικοί κ.α. Είναι μάλιστα δυνατό να υλοποιηθεί μία καινούργια επένδυση, χωρίς να έχει

ακριβώς προσδιορισθεί η αποδοτικότητά της, αλλά με βάση άλλα κριτήρια. Μία επιλογή αυτής της μορφής πρέπει να θεωρείται, ότι αποτελεί σπάνια και ίσως επικίνδυνη εξαίρεση.

Τίθεται, έτσι, το πρόβλημα της καθιερώσεως κριτηρίων αξιολογήσεως και επιλογής. Χωρίς αμφιβολία, προτιμότερο θα ήταν να οδηγούν τα κριτήρια στον υπολογισμό ενός και μόνου αριθμού κατά εναλλακτικό σχέδιο επενδύσεως, ώστε με απλή σύγκριση να λαμβάνεται η ορθή απόφαση. Χρήσιμο, επίσης, θα ήταν, να υπήρχε μία απλή μέθοδος γενικής και ταχείας εφαρμογής. Δηλαδή, ένα καλό κριτήριο θα έπρεπε:

- Να συνοψίζει σε ένα αριθμό όλες τις απαραίτητες πληροφορίες για την λήψη μιας ορθής απόφασης.
- Να εφαρμόζεται σε οποιοδήποτε τύπο επενδυτικού σχεδίου.
- Να είναι απλό και ταχύ στον υπολογισμό.

Δυστυχώς, δεν έχει επιτευχθεί ακόμη αυτή η πρόοδος και στην πράξη δοκιμάζονται διάφοροι μέθοδοι, που αποκαλούνται συνήθως κριτήρια αξιολογήσεως και επιλογής επενδύσεων. Στην συνέχεια θ' αναπτυχθούν μερικά κριτήρια, στηριζόμενα στον έλεγχο της αποδοτικότητας. Τα επενδυτικά σχέδια διερευνώνται εδώ μόνο από την οικονομική άποψη της συγκρίσεως εσόδων και εξόδων. Δεν εξετάζονται οι άλλοι παράγοντες, όπως κοινωνικοί, πολιτικοί, συνθήκες ασφαλείας ή γοήτρου, οι οποίοι ασφαλώς επηρεάζουν την τελική επιλογή μιας επένδυσης. Υποτίθεται ότι πρόκειται για επενδυτικά σχέδια της αυτής χρονικής διάρκειας και εφαρμογής υπό καθεστώς βεβαιότητας.

### 2.3.6 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΣΧΕΔΙΩΝ, ΒΑΣΙΖΟΜΕΝΑ ΣΤΟΝ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΤΗΣ ΠΑΡΟΥΣΗΣ ΑΞΙΑΣ

#### § Το κριτήριο της Καθαρής Παρούσης Αξίας (ΚΠΑ)

Βασική προϋπόθεση για την πραγματοποίηση ενός επενδυτικού σχεδίου είναι η διασφάλιση του επενδυτή, ότι θα επανεισπράξει τα κεφάλαιά του και μάλιστα προσαυξημένα. Άλλως, δεν υπάρχει λόγος να προβεί στην επένδυση. Λόγω της διαχρονικής μεταβολής της αξίας του χρήματος, ένα ευρώ, που επενδύεται σήμερα, δεν αναπληρώνεται επακριβώς (στην αγοραστική δύναμή της) από ένα ευρώ, που αποφέρει η επένδυση ύστερα από μερικά χρόνια.

Το πρόβλημα της διαχρονικής συγκρίσεως της αξίας του χρήματος αντιμετωπίζεται με την μέθοδο υπολογισμού της παρούσης αξίας των διαφόρων μελλοντικών ποσών. Δυσκολία παρουσιάζει ο καθορισμός του επιτοκίου, που θα χρησιμοποιηθεί για τον υπολογισμό της παρούσης αξίας. Αυτό θα πρέπει, κατά κανόνα, να είναι υψηλότερο από το κοινό επιτόκιο  $E$  των καταθέσεων ή των πιστωτικών τίτλων του Κράτους και συμβολίζεται με το  $\Theta$ . Επισημαίνεται ότι η επιλογή ενός υψηλού ποσοστού επικαιροποιήσεως  $\Theta$  οδηγεί σε ταχεία συρρίκνωση των ονομαστικών μελλοντικών ποσών, ενώ ένα χαμηλό  $\Theta$  επιτρέπει την διατήρηση σημαντικής βαρύτητας στα μελλοντικά ποσά.

Επιπλέον, η εφαρμογή της μεθόδου της επικαιροποίησης προϋποθέτει την ύπαρξη μιας τέλειας αγοράς κεφαλαίου, στην οποία ισχύουν οι ακόλουθες δύο προϋποθέσεις:

- Η προσφορά και η ζήτηση κεφαλαίων διαμορφώνει, ανά πάσα στιγμή ένα ενιαίο επιτόκιο, το οποίο ισχύει για τον δανειστή και τον δανειζόμενο (δηλαδή επικρατεί ταύτιση επιτοκίου καταθέσεων και δανειοδοτήσεων), αφού οι πράξεις δανεισμού είναι άμεσες, χωρίς την μεσολάβηση μεσαζόντων.
- Είναι δυνατός ο δανεισμός ή η τοποθέτηση όλων των αναγκαίων ή διαθέσιμων ποσών με το ενιαίο επιτόκιο της αγοράς.

Τέλος, υποτίθεται ακόμη, για την εφαρμογή της επικαιροποίησης, ότι το μέλλον είναι τελείως γνωστό (πράγμα απίθανο) και συνεπώς είναι δυνατή η κατάρτιση πλήρων καταλόγων εσόδων – εξόδων με τις προθεσμίες τους. Επιπλέον, απαιτείται τα συγκρινόμενα επενδυτικά σχέδια, να έχουν την αυτή διάρκεια ζωής. Αν οι διάρκειες είναι άνισες, η αξιολόγηση γίνεται για μία κοινή διάρκεια σε όλα, η οποία είναι το Ελάχιστο Κοινό Πολλαπλάσιο των επί μέρους διαρκειών. Εδώ θεωρείται ότι έκαστο σχέδιο πραγματοποιείται περισσότερες φορές υπό τους ίδιους ακριβώς όρους και έτσι επιτυγχάνεται η κοινή χρονική βάση συγκρίσεως.

Υπό τις προηγούμενες προϋποθέσεις και χωρίς να ληφθεί υπ' όψη ο παράγων κίνδυνος, είναι λογικό να επιλέγει το προαναφερθέν ενιαίο επιτόκιο της αγοράς ως επιτόκιο επικαιροποίησης. Σ' αυτήν την περίπτωση το να δανείσει μία επιχείρηση χρήματα καταλήγει σε μηδενική ωφέλεια (αφού οι τόκοι της επικαιροποίησης με το αυτό επιτόκιο εξουδετερώνονται, ενώ προαναφερθεί η έλλειψη κινδύνου). Υπάρχει, λοιπόν, ενδιαφέρον να τοποθετηθούν τα κεφάλαια σε άλλα επενδυτικά σχέδια, περισσότερο αποδοτικά έναντι του απλού δανεισμού. Αυτά τα επενδυτικά σχέδια θεωρούνται συμβιβάσιμα μεταξύ τους (δηλαδή η υλοποίηση ενός δεν αποκλείει την ταυτόχρονη υλοποίηση και άλλων ή όλων) και ανεξάρτητα (η υλοποίηση του ενός δεν προϋποθέτει την υλοποίηση και ενός ή περισσότερων άλλων).

**§ Το κριτήριο της προθεσμίας ανακτήσεως επικαιροποιημένου του επενδυόμενου ποσού (ΠΑΕΕΠ)**

Το κριτήριο αυτό στηρίζεται στον προσδιορισμό και σύγκριση του χρόνου που απαιτείται για την ανάκτηση των επενδυόμενων ποσών στα διάφορα επενδυτικά σχέδια. Θα προτιμηθεί εκείνο το σχέδιο, που αποδίδει εντός βραχυτέρου χρονικού διαστήματος το ποσό της αρχικής επενδύσεως. Το κριτήριο αυτό αποτελεί περίπτωση μερικής εφαρμογής του κριτηρίου της ΚΠΑ, αφού υπολογίζεται η κάλυψη του επενδυόμενου ποσού με διαδοχικές αθροίσεις των ετησίων επικαιροποιημένων καθαρών εισπράξεων.

Διευκρινίζεται ότι ο χρόνος ανακτήσεως του επενδεδυμένου ποσού διαφέρει από την ελάχιστη διάρκεια ζωής της επενδύσεως. Κατά τον υπολογισμό της

παρούσης αξίας για την ελάχιστη διάρκεια ζωής λαμβάνονται υπ' όψη και επιπτώσεις εκ της παύσεως της λειτουργίας, όπως αποζημιώσεις απολύμενου προσωπικού, πώληση αποθεμάτων σε μειωμένες τιμές (εκπτώσεις διαλύσεως), υπολειμματική αξία κ.ά.

Το κριτήριο της ΠΑΕΕΠ είναι εύκολο στον υπολογισμό και χρησιμοποιείται στις περιπτώσεις πιστωτικής στενότητας και όταν η μεγάλη διάρκεια επιστροφής περικλείει σοβαρούς κινδύνους (π.χ. πληροφορική). Δεν λαμβάνει υπ' όψη την συνολική διάρκεια ζωής ενός επενδυτικού σχεδίου ούτε τα αποτελέσματα της επενδύσεως μετά την επίτευξη του χρόνου επιστροφής, γεγονός που μπορεί να οδηγήσει στην πρόκριση σχεδίων μικρού προϋπολογισμού ή στον αποκλεισμό σχεδίων, που αποδίδουν περισσότερο μετά τα πρώτα έτη λειτουργίας. Η ταχύτητα ανακτήσεως είναι βεβαίως μία ενδιαφέρουσα από χρηματιστική άποψη έννοια, αλλά, εξ αιτίας των προηγούμενων ατελειών, δεν επιτρέπει την εκτίμηση της πραγματικής αποδοτικότητας του επενδυτικού σχεδίου.

#### § Το κριτήριο του δείκτη της αποδοτικότητας

Ο δείκτης αποδοτικότητας (ΔΑ) ορίζεται ως το πηλίκο της συνολικής παρούσης αξίας των καθαρών εσόδων των ετών λειτουργίας της επενδύσεως δια του ποσού των δαπανών υλοποιήσεώς της.

#### § Το κριτήριο του αριθμοδείκτη ωφέλεια / κόστος

Εκφράζεται από την κλασματική σχέση καθαρών εισπράξεων μείον κόστος επενδύσεως στον αριθμητή, δια του κόστους επενδύσεως στον παρονομαστή ή δια του αθροίσματός του με τις δαπάνες εκμεταλλεύσεως. Όλα τα ποσά τοποθετούνται με τις παρούσες αξίες τους.

Πλεονεκτήματα του κριτηρίου είναι το ότι εκφράζει την ωφέλεια, η οποία προκύπτει από την επένδυση ανά νομισματική μονάδα κόστους. Μεταξύ πολλών σχεδίων επιλέγεται εκείνο, στο οποίο αντιστοιχεί ο μεγαλύτερος δείκτης. Δεν υπάρχει όμως η δυνατότητα διακρίσεως μεταξύ μικρών ή μεγάλων σχεδίων, οπότε υπάρχει κίνδυνος να προκριθεί κάποιο μικρό σχέδιο.

#### § Το κριτήριο των σταθερών ετησίων εξόδων και εσόδων

Το κόστος της επενδύσεως και οι καθαρές ετήσιες εισπράξεις, αφού μετατραπούν σε παρούσα αξία, κατανέμονται σε ίσες ετήσιες δόσεις, ωσάν να επρόκειτο για ίσες τοκοχρεολυτικές δόσεις δανείου. Στην συνέχεια, υπολογίζεται η διαφορά τους και ο πολλαπλασιασμός αυτής της διαφοράς με τον αριθμό ετών εκμεταλλεύσεως της επενδύσεως δίδει την ΚΠΑ.

Αν υπάρχει υπολειμματική αξία, ανάγεται σε παρούσα αξία και στην συνέχεια κατανέμεται σε ίσες δόσεις, αθροιζόμενες σ' εκείνες των καθαρών

εισπράξεων, ή, είναι δυνατό να ενσωματωθεί στις καθαρές εισπράξεις του τελευταίου έτους.

Η μέθοδος αυτή δεν παρουσιάζει κάποια ιδιαίτερη χρησιμότητα και είναι πολυπλοκότερη από την μέθοδο της ΚΠΑ.

### 2.3.7 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΧΩΡΙΣ ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟ ΠΑΡΟΥΣΗΣ ΑΞΙΑΣ

#### § Το κριτήριο της μέσης αποδόσεως της επενδύσεως

Η διαίρεση του συνόλου των καθαρών εισπράξεων δια του επενδεδυμένου ποσού δίδει την απόδοση της κάθε επενδεδυμένης νομισματικής μονάδας. Στην περίπτωση αυτή το πέραν της μονάδας ποσό του πηλίκου αποτελεί την καθαρή απόδοση, ενώ ολόκληρο το πηλίκο παρουσιάζει την μικτή απόδοση.

#### § Το κριτήριο της λογιστικής αποδοτικότητας

Η εφαρμογή του κριτηρίου απαιτεί την κατάρτιση ενός προϋπολογιστικού πίνακα γενικής εκμεταλλεύσεως του επενδυτικού σχεδίου, στον οποίο να εμφανίζονται τα ετήσια έσοδα και έξοδα, οι αποσβέσεις και οι φόροι. Στην συνέχεια υπολογίζονται το μικτό κέρδος, το κέρδος μετά τις αποσβέσεις και το καθαρό κέρδος μετά τις αποσβέσεις και τους φόρους, σε ετήσιο και μέσο ετήσιο επίπεδο για ολόκληρη την διάρκεια εκμεταλλεύσεως της επενδύσεως. Για να διευκολύνεται η σύγκριση μεταξύ πολλών επενδυτικών σχεδίων υπολογίζεται για το καθένα το ποσοστό της μέσης ετήσιας λογιστικής αποδοτικότητας. Αυτό προκύπτει από την διαίρεση του μέσου καθαρού ετησίου κέρδους δια της μέσης ετήσιας λογιστικής αξίας της επενδύσεως. Θα επιλεγεί τελικώς το σχέδιο επενδύσεως με την μεγαλύτερη αποδοτικότητα, ενώ η αποδοτικότητα του επιλεγέντος θα πρέπει να υπερβαίνει κάποιο προκαθορισμένο ως ικανοποιητικό όριο.

Πλεονέκτημα του κριτηρίου είναι η στήριξή του σε μία μεθοδολογία, προς την οποία είναι εξοικειωμένα τα λογιστικά στελέχη της επιχειρήσεως. Μειονέκτημά του είναι η δυσκολία προϋπολογισμού του ετησίου καθαρού κέρδους μέσα από τα στοιχεία της γενικής λογιστικής. Χρειάζονται αρκετές υποθέσεις για την κατανομή των γενικών εξόδων και των εμμέσων δαπανών, καθώς και για τις αποσβέσεις. Καλύτερη προσέγγιση επιτυγχάνεται με στήριξη σε στοιχεία της αναλυτικής λογιστικής. Μειονέκτημα του κριτηρίου είναι και ο μη υπολογισμός της διαχρονικής αξίας του χρήματος, αφού στηρίζεται στις λογιστικές αξίες των μεγεθών. Τέλος, το όριο αποδοτικότητας, που χρησιμεύει ως βάση προκρίσεως ή απορρίψεως, επηρεάζεται από τις υποκειμενικές εκτιμήσεις.

#### § Το κριτήριο της προθεσμίας ανακτήσεως



Ο υπολογισμός των απαιτούμενων ετών για την ανάκτηση του ποσού της επενδύσεως γίνεται με την χρησιμοποίηση των καθαρών ετήσιων εισπράξεων σε τρέχουσες αξίες. Το κριτήριο αυτό χρησιμοποιείται για την σύγκριση επενδυτικών σχεδίων μικρής διάρκειας, κατά την οποία είναι δυνατή πρόβλεψη των πιθανών κινδύνων και ευνοεί την ρευστότητα της επιχειρήσεως. Αυτό είναι τι κύριο πλεονέκτημά του, αλλά ταυτοχρόνως δύναται να μεταφρασθεί και σε μειονέκτημα, διότι αγνοούνται οι μετά την ανάκτηση καθαρές εισπράξεις, οι οποίες ενδέχεται να είναι ελκυστικές στα απορριπτόμενα σχέδια. Λόγω της ευκολίας υπολογισμού το κριτήριο της ανακτήσεως (Pay back) είναι το συνηθέστερο στην πράξη για τα μικρά σχέδια.

### 2.3.8 Το κόστος του επενδύομένου κεφαλαίου

Κάθε πηγή κεφαλαίου, που υπεισέρχεται στην σύνθεση του προϋπολογισμού υλοποίησης και λειτουργίας ενός επενδυτικού σχεδίου, έχει το κόστος της. Πρέπει συνεπώς, αναλόγως προς την προέλευση των κεφαλαίων (αυτοχρηματοδότηση, αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, δάνεια), να γίνει η κατάλληλη στάθμιση και να υπολογισθεί το μέσο κόστος κεφαλαίου. Το τελευταίο, προσαυξημένο κατά την επίπτωση του επιχειρηματικού κινδύνου, ως επίσης και κατά την επίπτωση ενδεχομένων μη αυτονόμως αποδοτικών επενδύσεων, αντιπροσωπεύει το συνολικό κόστος κεφαλαίου για την επιχείρηση. Αυτό το συνολικό κόστος πρέπει να χρησιμοποιηθεί για την σύγκριση με τον βαθμό εσωτερικής αποδόσεως (BEA) μιας νέας επενδύσεως και ν' απορριφθεί το σχέδιο, αν ο BEA είναι χαμηλότερος.

Κατά την αξιολόγηση των επενδύσεων ενδιαφέρει το μελλοντικό κόστος του κεφαλαίου, το οποίο θεωρείται συνήθως σταθερό για την διευκόλυνση των πράξεων, χωρίς ν' αποκλείεται και το ενδεχόμενο μεταβολής του. Το κόστος κεφαλαίου ποικίλλει, αναλόγως προς την πηγή προελεύσεώς του. Στην περίπτωση των ιδίων κεφαλαίων μία προσέγγιση του κόστους αποτελεί ο υπολογισμός της παρούσης αξίας της σειράς των μελλοντικών ετησίων μερισμάτων.

### 2.3.9 Ο υπολογισμός των κινδύνων κατά την αξιολόγηση των επενδυτικών σχεδίων

Η ανάπτυξη των προηγούμενων κριτηρίων έγινε με τις υποθέσεις πλήρους γνώσεως των μελλοντικών συνθηκών στους τομείς συντελεστών παραγωγής, όγκου παραγωγής και τιμών προϊόντων. Έτσι καθίστατο δυνατός ο καθορισμός των καθαρών ετησίων εισπράξεων επί σειρά ετών και στηρίζονται μέσω του υπολογισμού των παρούσων αξιών, οι αποφάσεις επιλογής των αποδοτικότερων επενδυτικών σχεδίων. Οι προηγούμενες υποθέσεις σπανίως συναντώνται στην πράξη.

Στην οικονομία της αγοράς το κόστος των παραγωγικών συντελεστών και οι αποδόσεις συνδέονται πάντοτε με τον κίνδυνο, δηλαδή η μελλοντική εξέλιξή του<sup>3</sup> είναι άγνωστη και αβέβαιη. Ασφαλώς, καταβάλλονται προσπάθειες προβλέψεως των πιθανών εξελίξεων, με βάση σειρά υποθέσεων, αλλά και οι προβλέψεις επηρεάζονται εκτός των άλλων και από την ποιότητα αποτυπώσεως των παρελθόντων γεγονότων. Παρά τις τελειοποιήσεις των τεχνικών προβλέψεως, η αβεβαιότητα ως προς τις μελλοντικές εξελίξεις υφίσταται.

Είναι δυνατή η κατάταξη των συνδεδεμένων με την αβεβαιότητα του μέλλοντος κινδύνων και σφαλμάτων σε τρεις ομάδες:

- Η πρώτη περιλαμβάνει κινδύνους, των οποίων η έκβαση δύναται να συνδέεται με ένα γνωστό συντελεστή πιθανότητας, όπως π.χ. η καταστροφή μιας ηττημένης εσοδείας μήλων από χαλαζόπτωση ή μιας εσοδείας πορτοκαλιών από παγετό.
- Η δεύτερη περιλαμβάνει κινδύνους μη συνδεδεμένους με γνωστούς συντελεστές πιθανότητας, αλλ' εξαρτωμένους από ένα ή περισσότερα συγκεκριμένα μελλοντικά γεγονότα, όπως το εκλογικό αποτέλεσμα, η έκβαση μιας διαπραγματεύσεως, μία επιστημονική ανακάλυψη, η συμπεριφορά του Προέδρου μιας μεγάλης χώρας κ.ο.κ.
- Η τρίτη ομάδα περιλαμβάνει κινδύνους ή σφάλματα εκτιμήσεων τιμών, ζητήσεως, κόστους κλπ κατά την κατάρτιση ενός επενδυτικού σχεδίου.

### 2.3.10 Η χρηματοδότηση των επενδύσεων

Το πρόβλημα της επιλογής του τρόπου χρηματοδότησεως ενός επενδυτικού σχεδίου είναι εξίσου πολύπλοκο προς εκείνο της επιλογής ενός σχεδίου μεταξύ πολλών προτεινόμενων. Η πηγή και η σύνθεση της χρηματοδότησεως, με τις επιπτώσεις πληθωρισμού και φορολογίας, πρέπει να εκτιμηθούν και αξιολογηθούν για την μακροπρόθεσμη διάρκεια λειτουργίας της επενδύσεως.

### 2.3.11 Αμοιβαία Κεφάλαια

Το Αμοιβαία Κεφάλαιο είναι ομάδα περιουσίας που αποτελείται από κινητές αξίες και μετρητά, της οποίας τα επί μέρους στοιχεία ανήκουν εξ αδιαιρέτου σε περισσότερα πρόσωπα. Το αμοιβαίο αυτό κεφάλαιο, ύστερα από άδεια συστάσεως που χορηγείται με απόφαση της επιτροπής της κεφαλαιαγοράς, καθίστανται αντικείμενο διαχειρίσεως Ανωνύμου Εταιρείας Διαχειρίσεως Αμοιβαίων Κεφαλαίων, σύμφωνα με τις διατάξεις του Νόμου 1969/91 που αντικατέστησε και συμπλήρωσε το Ν.Δ. 608/1970. Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν αποτελεί νομικό πρόσωπο. Οι μεριδιούχοι εκπροσωπούνται δικαστικώς και εξωδίκως από την Α.Ε. Διαχειρίσεως. Η συμμετοχή στο αμοιβαίο κεφάλαιο αποδεικνύεται με ονομαστικό

τίτλο, που εκδίδεται από την Α.Ε. Διαχειρίσεως και προσυπογράφεται από το θεματοφύλακα (τίτλος μεριδίου).

Το μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Διαχειρίσεως, που μπορεί να διαχειρίζεται και περισσότερα του ενός αμοιβαία κεφάλαια, καταβάλλεται σε μετρητά και έχει ελάχιστο ύψος 50 εκατ. δρχ. που καταβάλλονται ολοσχερώς κατά τη σύσταση της εταιρείας.

Το παραπάνω ποσό μπορεί να αυξάνεται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς. Σε περίπτωση αυξήσεως του κατώτατου ορίου του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε. Διαχειρίσεως, για τον υπολογισμό του ελάχιστου αναγκαίου ύψους του μετοχικού κεφαλαίου των Α.Ε. Διαχειρίσεων που λειτουργούν, λαμβάνονται υπόψη τα ίδια κεφάλαια των εταιρειών αυτών. Τα 2/5 τουλάχιστον του μετοχικού κεφαλαίου της Α.Ε. Διαχειρίσεως πρέπει να ανήκουν σε ανώνυμη εταιρεία, που έχει ελάχιστο ολοσχερώς καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο 500 εκατ. δρχ. ή το ισόποσό τους σε ξένο νόμισμα. Απαγορεύεται σε φυσικό πρόσωπο να συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο της Α.Ε. Διαχειρίσεως με ποσοστό που να υπερβαίνει το ήμισυ αυτού. Το ενεργητικό του αμοιβαίου κεφαλαίου κατατίθεται προς φύλαξη σε τράπεζα που λειτουργεί νόμιμα στην Ελλάδα, η οποία ασκεί καθήκοντα θεματοφύλακα.

Το αμοιβαίο κεφάλαιο δεν επιτρέπεται να αποκτά μερίδια αμοιβαίου κεφαλαίου, που διαχειρίζεται η ίδια η Α.Ε. Διαχειρίσεως ή Α.Ε. Διαχειρίσεως, που είναι συνδεδεμένη με την Α.Ε. Διαχειρίσεως του πρώτου αμοιβαίου κεφαλαίου, εκτός μόνο εάν είναι εξειδικευμένο σε συγκεκριμένο γεωγραφικό ή οικονομικό τομέα.

Η Α.Ε. Διαχειρίσεως επιτρέπεται να συνάπτει δάνεια για λογαριασμό του αμοιβαίου κεφαλαίου αποκλειστικώς από τράπεζες, μέχρι ποσού ίσου προς το 1/10 της καθαρής αξίας του αμοιβαίου κεφαλαίου και μόνο για την ικανοποίηση αιτήσεως εξαγοράς μεριδίων, όταν κρίνεται ως μη συμφέρουσα η πώληση κινητών αξιών. Μπορεί επίσης να συνάπτει δάνεια με τράπεζες μέχρι ποσού ίσου προς το 15% των ιδίων κεφαλαίων της για απόκτηση ακινήτων, που είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της.

Ανά τρίμηνο συντάσσεται έκθεση που είναι στη διάθεση κάθε ενδιαφερόμενου. Εάν μέσα σε ένα διαχειριστικό έτος η συνολική καθαρή αξία του αμοιβαίου κεφαλαίου μειωθεί κατά 6/10, η επιτροπή κεφαλαιαγοράς μπορεί να συγκαλέσει Συνέλευση μεριδιούχων, με σκοπό τη διάλυση του αμοιβαίου κεφαλαίου.

Οι τίτλοι μεριδίων δύνανται να ενεχυριασθούν για εξασφάλιση απαιτήσεως. Η ενεχυρίαση ισχύει κατά της Α.Ε. Διαχειρίσεως, αφ' ότου αυτή ανακοινωθεί στην τελευταία από τον ενεχυρούχο δανειστή. Όπως αναφέραμε προηγούμενα το Αμοιβαίο Κεφάλαιο είναι η κοινή περιουσία πολλών επενδυτών, διαιρημένη σε ισόποσα ονομαστικά μερίδια, τα οποία δεν διαπραγματεύονται στο Χρηματιστήριο. Ο αριθμός των μεριδίων μπορεί να αυξάνεται με την έκδοση νέων ή να μειώνεται με την εξαγορά παλαιών.

Η εταιρεία που διαχειρίζεται την περιουσία του Αμοιβαίου Κεφαλαίου έχει την υποχρέωση να δημοσιεύει καθημερινά στον Τύπο τον αριθμό των μεριδίων που

βρίσκονται σε κυκλοφορία, την αξία του καθαρού ενεργητικού, τον αριθμό των μεριδίων του, την αξία του μεριδίου, η οποία υπολογίζεται βάσει των τιμών κλεισίματος των μετοχών που κατέχει, την τιμή διάθεσης και την τιμή εξαγοράς του.

Τιμή διάθεσης είναι η τιμή στην οποία πωλείται το μερίδιο από την εταιρεία διαχειρίσεως αμοιβαίου κεφαλαίου, ενώ τιμή εξαγοράς είναι η τιμή στην οποία ο επενδυτής πωλεί το μερίδιό του στην εταιρεία. Τα χρήματα του Αμοιβαίου Κεφαλαίου επενδύονται σε ένα ευρύ φάσμα αξιογράφων (μετοχές, ομολογίες, ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου, ξένους τίτλους κ.ά.) και τα μερίδιά του αποδίδουν είτε από τους τόκους και τα μερίσματα των τίτλων αυτών, είτε από την άνοδο της αξίας τους πραγματοποιώντας κέρδη κεφαλαίου. Πάντως κατά την είσπραξη μερισμάτων ή τόκων ή κερδών κεφαλαίου δεν παρακρατείται μέχρι σήμερα (Νοέμβριος '96) κανένας φόρος ή άλλο βάρος (επιφυλάσσεται το άρθρο 21 του Ν. 1921/1991).

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς αναγνωρίζοντας την ανάγκη για πληρέστερη και ακριβέστερη πληροφόρηση του επενδυτικού κοινού που τοποθετεί τις αποταμιεύσεις του σε μερίδια αμοιβαίων κεφαλαίων.

Έτσι, τα Α/Κ κατατάσσονται σε κατηγορίες, ώστε να υπάρχει αντιστοιχία ονομασίας του Α/Κ με το σκοπό που αναφέρονται στον κανονισμό του και τη σύνθεση του ενεργητικού του, όπως εμφανίζονται στον πίνακα παρακάτω. Η έκφραση «κυρίως» που αναγράφεται στον πίνακα αντιπροσωπεύει ποσοστό τουλάχιστον 65% του συνολικού ενεργητικού του Α/Κ, το οποίο θα ισχύει κατά μέσο όρο τριμηνίας και θα πρέπει να είναι επενδεδυμένο στην αντίστοιχη κατηγορία τίτλων.

Εάν υπάρξει παρέκκλιση από το ποσοστό αυτό σε δύο συνεχείς τριμηνίες η ΑΕΔΑΚ υποχρεούται να εξηγήσει τους λόγους παρέκκλισης στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία κατά την κρίση της είναι δυνατόν να ζητήσει αλλαγή του σκοπού ή της ονομασίας του Α/Κ.

Οι ΑΕΔΑΚ υποχρεούνται επίσης να προμηθεύουν τα δίκτυα πώλησής τους ανά τρίμηνο με ενημερωτικά έντυπα, στα οποία θα εμφανίζεται η ποσοστιαία σύνθεση των επενδύσεων του κάθε Α/Κ κατά κατηγορία, ενημερώνοντας παράλληλα και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς.

Οι διακρίσεις των Α/Κ γίνονται συνήθως με βάση το είδος των επενδύσεων στις οποίες προβαίνουν και τον χαρακτήρα των επιμέρους εθνικών αγορών. Έτσι έχουμε κατατάξεις Α/Κ κατά:

- συγκεκριμένα είδη επενδυτικών προϊόντων, όπως Α/Κ ομολογιών, μετοχών, πολύτιμων μετάλλων, ακινήτων, έργων τέχνης, παραγώγων χρηματοοικονομικών προϊόντων.
- Συγκεκριμένων γεωγραφικών περιοχών, όπως Α/Κ ΗΠΑ, Ευρωπαϊκά, Άπω Ανατολής.
- Συγκεκριμένων τομέων βιομηχανικής δραστηριότητας όπως Εξειδικευμένα (Ε.Α.Κ.) Α/Κ βιοτεχνολογίας, ηλεκτρονικών υπολογιστών κ.ά.

Ο τύπος αυτός των συλλογικών επενδύσεων εκτιμάται ότι θα αυξηθεί για τους εξής λόγους:

- α) Την εμπειρία άλλων χωρών της Ευρώπης και της Αμερικής.
- β) Τις σημαντικές αλλαγές ή προσθήκες στο νομικό πλαίσιο και το επιχειρησιακό περιβάλλον.
- γ) Την πληθώρα των πλεονεκτημάτων που συγκεντρώνουν τα Α/Κ σε σχέση με συναφείς επενδυτικές ευκαιρίες.

Αναλυτικότερα τα πλεονεκτήματα αυτά είναι:

- Χαμηλό κόστος διαχείρισης.

Όσο μεγαλύτερη είναι η συγκέντρωση κεφαλαίων στις εταιρείες επενδύσεως, τόσο ευνοϊκότερους όρους προμηθειών και αποδόσεων επιτυγχάνουν σε σχέση με τους μεμονωμένους επενδυτές.

- Επιστημονική και επαγγελματική διαχείριση.

Η διαχείριση των κεφαλαίων γίνεται με βάση τις αποφάσεις που λαμβάνει η επενδυτική επιτροπή του Α/Κ. Τα μέλη της επιτροπής έχουν σημαντική εμπειρία και επιστημονική κατάρτιση στην διαχείριση χαρτοφυλακίων. Παράλληλα, η άρτια μηχανοργάνωση των εταιρειών αυτών τους επιτρέπει τη χρησιμοποίηση εξειδικευμένων χρηματιστηριακών προγραμμάτων για την επαγγελματική διαχείριση του χαρτοφυλακίου τους.

- Διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου.

Με τη διαφοροποίηση που επιδιώκουν στα χαρτοφυλάκιά τους οι εταιρίες επενδύσεων επιτυγχάνουν διασπορά του κινδύνου, μειώνοντας έτσι το συνολικό κίνδυνο.

- Πλησιέστερη και αμεσότερη πληροφόρηση.

Οι εταιρίες επενδύσεων, αφενός είναι σε θέση να χρηματοδοτήσουν έρευνες για την επιλογή συγκεκριμένης επενδυτικής πολιτικής, αφετέρου συνδέονται με διεθνή και ελληνικά δίκτυα παροχής αξιόπιστων πληροφοριών από τα οποία ενημερώνονται άμεσα για τις αναμενόμενες εξελίξεις.

- Απλοποίηση της επενδυτικής διαδικασίας.

Οι μεριδιούχοι ή μέτοχοι των εταιρειών επενδύσεων σε σχέση με τον μεμονωμένο επενδυτή αποφεύγουν πολλές χρονοβόρες και εξειδικευμένες διαδικασίες και το κόστος που αυτές συνεπάγονται, όπως: συνεχή ενημέρωση για

τους τίτλους μετοχών που κατέχουν στο χαρτοφυλάκιο τους σχετικά με τις τιμές που διαμορφώνονται ημερήσια, τα μερίσματα, τη διανομή δωρεάν μετοχών, τις τυχόν αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου των εταιρειών του χαρτοφυλακίου τους ή μη, εντός συγκεκριμένων προθεσμιών, νέες εγγραφές σε νέο- εισερχόμενες εταιρείες στο Χ.Α.Α.

Αλλά και η είσπραξη μερισμάτων και τόκων απαιτεί χρόνο, ενώ η δημιουργία ενός ταμειακού προγράμματος όπου θα εμφανίζονται όλες οι εισροές- εκροές ρευστών και τίτλων, απαιτεί ειδικές γνώσεις και χρόνο.

- Πλήρης ενημέρωση και διαφάνεια.

Καθημερινά οι ημερήσιες εφημερίδες δημοσιεύουν υποχρεωτικά τη συνολική αξία των Α/Κ (ενεργητικό), το συνολικό αριθμό των μεριδίων καθώς και την καθαρή τιμή, την τιμή διάθεσης και την τιμή εξαγοράς. Τέλος, οι εταιρείες επενδύσεων στο τέλος κάθε ημερολογιακού τριμήνου είναι υποχρεωμένες να παρουσιάζουν αναλυτική κατάσταση του χαρτοφυλακίου των.

- Φορολογικές απαλλαγές.

Οι μεριδιούχοι και μέτοχοι των εταιρειών επενδύσεων διευκολύνονται από κάθε φορολογική επιβάρυνση (φόρο, εισφορά, τέλος ή χαρτόσημο) και η μεταβίβαση των τίτλων μεριδίων συγγενών α' και β' βαθμού γίνεται αφορολόγητα. Σύμφωνα όμως με ερμηνευτική εγκύκλιο αριθμού 1089083/10505/Β0012/22.8.1996 του Υπουργείου Οικονομικών, το τυχόν ποσό υπεραξίας που προκύπτει από την εξαγορά των μεριδίων, φορολογείται με 15%.

Πιο συγκεκριμένα, η ερμηνευτική εγκύκλιος θεωρεί έσοδα από τόκους τα κέρδη κεφαλαίου από την αγοραπωλησία ομολόγου του Ελληνικού Δημοσίου, χωρίς τα προσαρτημένα Τοκομερίδια και κατά συνέπεια τα φορολογεί με συντελεστή 15%. Παράλληλα, χαρακτηρίζει ως έσοδο από τόκους και το οποίο επίσης φορολογεί με τον ίδιο συντελεστή, τη μεταβίβαση τοκομεριδίων, το γνωστό στην αγορά των Αμοιβαίων Κεφαλαίων coupon stripping, μολονότι χαρακτηρίζει το τοκομερίδιο αυτό καθ' αυτό ως ξεχωριστό αξιόγραφο. Από την πλευρά τους οι εταιρείες Αμοιβαίων Κεφαλαίων χαρακτηρίζουν την αγοραπωλησία μεριδίων έσοδο ή έξοδο και την χρεώνουν ή την πιστώνουν σε ξεχωριστό λογαριασμό, χωρίς να παρακρατούν φόρους.

- Υψηλή εμπορευσιμότητα.

Τα μερίδια των Α/Κ είναι άμεσα ρευστοποιήσιμα, αλλά και οι μετοχές των συλλογικών Εταιρειών Επενδύσεων Χαρτοφυλακίου μέσω του Χρηματιστηρίου, επίσης μπορούν να ρευστοποιηθούν εύκολα.

- Διανομή κερδών.

Κάθε χρόνο σημαντικό τμήμα των προσόδων των Α/Κ υποχρεωτικά διανέμεται στους μεριδιούχους, ως μέρισμα. Γενικά οι Εταιρείες συλλογικών Επενδύσεων παρουσιάζουν μια σχετικά υψηλή μερισματική απόδοση σε σχέση με τις άλλες εταιρείες· όπου η απόδοση αυτή εξαρτάται και από τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου τους.

- Επανεπένδυση των μερισμάτων.

Τα μερίσματα που διανέμονται από τα Α/Κ είναι δυνατόν να επανεπενδύονται αυτόματα στο τέλος κάθε έτους σε προνομιακή τιμή. Τέλος,

- Έκδοση τίτλων σε κοινό λογαριασμό.

Ο Νόμος 1969/1991 δίνει τη δυνατότητα να αγοραστούν ονομαστικοί τίτλοι μεριδίων σε κοινό λογαριασμό με πρόσωπα της επιλογής του μεριδιούχου.

Συνοψίζοντας τα προηγούμενα καταλήγουμε:

Από άποψη λειτουργίας στην κεφαλαιαγορά, τα μεν αμοιβαία κεφάλαια κατατάσσονται στις εταιρίες συλλογικών επενδύσεων ανοικτού τύπου (open-end), οι δε εταιρίες χαρτοφυλακίου κατατάσσονται στις εταιρείες συλλογικών επενδύσεων κλειστού τύπου (close-end). Στις ανοικτού τύπου, όπως ήδη εξηγήσαμε έχουμε καθημερινές μεταβολές του αμοιβαίου κεφαλαίου τους, τόσο στον αριθμό των κυκλοφορούντων μεριδίων (αγορά- πώληση μεριδίων) όσο και στο ύψος του ενεργητικού τους, καθόσον αυτό υπολογίζεται καθημερινά με βάση τις τρέχουσες χρηματιστηριακές τιμές των αξιογράφων που περιλαμβάνονται στο χαρτοφυλάκιο τους με συνέπεια τα μερίδια που αποτελούν το αμοιβαίο κεφάλαιο, να προσφέρονται καθημερινά με την πραγματική τρέχουσα αξία τους (καθαρή τιμή). Αντίθετα στις κλειστού τύπου εταιρείες συλλογικών επενδύσεων το μετοχικό κεφάλαιο δεν μεταβάλλεται, ενώ η χρηματιστηριακή τιμή τους μπορεί να είναι σε discount ή premium σε σχέση με την εσωτερική τους αξία. Επίσης, εάν κάποιος μέτοχος μιας εταιρείας επενδύσεων χαρτοφυλακίου κλειστού τύπου θελήσει να μεταβιβάσει τις μετοχές σε κάποιον τρίτο, δεν μεταβάλλεται το μετοχικό κεφάλαιο της εταιρείας. Αντίθετα, εάν ένας μεριδιούχος μιας εταιρείας επενδύσεων ανοικτού τύπου αποχωρήσει εισπράττοντας την αξία του μεριδίου του ισόποσα μειώνοντας το συνολικά κεφάλαια του Α/Κ.

Επαναλαμβάνουμε δε ότι ενώ οι εταιρείες επενδύσεων, ως κανονικές ανώνυμες εταιρείες, έχουν μετοχές εισηγμένες στο Χρηματιστήριο, τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν.

Πριν κλείσουμε το κεφάλαιο πάνω στη Διοίκηση των προσωρινών επενδύσεων θα θέλαμε να τονίσουμε το σημαντικό ρόλο που παίζει η ξένη κεφαλαιαγορά στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Αντίθετα με το τι συμβαίνει στην Ελλάδα, τα χρηματιστήρια στο εξωτερικό είναι ο τόπος όπου οι ιδιωτικές αποταμιεύσεις και τα

πλεονάσματα των κεφαλαίων των επιχειρήσεων συναντώνται και διοχετεύονται στη χρηματοδότηση άλλων επιχειρήσεων κατευθείαν, δηλ. μέσα από το χρηματιστήριο με αγορά μετοχών. Έτσι ο τραπεζικός δανεισμός δεν αποτελεί το κύριο μέσο χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αλλά συμπληρωματικό. Με τη δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων από την κεφαλαιαγορά οι χρηματοδοτούμενες επιχειρήσεις εξασφαλίζουν το καλύτερο δυνατό χρηματοδοτικό σχήμα, ενώ οι χρηματοδοτούσες επιχειρήσεις ή άτομα προσπαθούν να επιτύχουν υψηλότερες αποδόσεις, κινούμενες μέσα στα πλαίσια που υπαγορεύει η αντισταθμιστική σχέση κινδύνου- απόδοσης.

Τέλος, επειδή θεωρείται σκόπιμο τα απαιτούμενα κεφάλαια για επένδυση σε πάγια να αντλούνται από τη κεφαλαιαγορά, με την έκδοση μετοχών και ομολογιών, διότι δεν συμφέρει η συγκέντρωση μετρητών, εφ' όσον δεν πρόκειται να χρησιμοποιηθούν επί σειρά ετών, συνιστάται το υπόλοιπο των μετρητών, μετά τη διατήρηση κάποιου κεφαλαίου γι' απρόβλεπτες εκροές, να διανέμεται στους μετόχους.



Ονοματολογική κατάταξη των Αμοιβαίων κεφαλαίων

|                   | <b>Μετοχικό</b>                             | <b>Ομολογιακό</b>   | <b>Διαθεσίμων</b>   | <b>Μικτό</b>   | <b>Ειδικού Τύπου</b>  |
|-------------------|---|---|---|--|---|
|                   | Επενδύει κυρίως σε μετοχές                  | Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές | Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδήματος και όχι άνω του 10% σε μετοχές | Συνδυασμός επενδύσεων προηγούμενων κατηγοριών                  | Επενδύει κυρίως σε ειδικού τύπου επενδ. προϊόντα και τουλαχ. 10% σε τίτλους σταθ. εισοδήματος |
| <b>Εσωτερικού</b> | Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτερικού       | Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτερικού                          | Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδήματος εσωτερικού                     | Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εσωτερικό       | Επενδύει κυρίως σε επενδυτικό προϊόν εσωτερικού   |
| <b>Εξωτερικού</b> | Επενδύει κυρίως σε μετοχές εξωτερικού       | Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδ. εξωτερικού                          | Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδήματος εξωτερικού                     | Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εξωτερικό       | Επενδύει κυρίως σε επενδυτικό προϊόν εξωτερικού   |
| <b>Διεθνή</b>     | Επενδύει κυρίως σε μετοχές εσωτ.-εξωτερικού | Επενδύει κυρίως σε μακροχρόνιους τίτλους σταθ. εισοδ. εσωτ.-εξωτερικού                    | Επενδύει κυρίως σε προϊόντα (μέσα, τίτλους) χρηματαγοράς, δευτερευόντως σε τίτλους σταθ. εισοδήματος εσωτ.-εξωτερικού               | Επενδύει κατά κύριο λόγο το ενεργητικό του στο εσωτ.-εξωτερικό | Επενδύει κυρίως σε επενδυτικό προϊόν εσωτ.-εξωτερικού   |

### 2.3.12 Τρόποι βελτίωσης της Ρευστότητας μιας Επιχείρησης

Με βάση την προηγούμενη ανάλυση θα εξετάσουμε μερικές από τις ενέργειες στις οποίες μπορεί να προβεί η διοίκηση μιας εταιρείας για να βελτιώσει τη ρευστότητα της επιχείρησης χωρίς όμως να προσπαθήσει να λάβει χρηματοδότηση απ' έξω, αφού προηγούμενα έχει εξαντλήσει όλες τις προσπάθειες για την ελαχιστοποίηση του κόστους παραγωγής και διάθεσης για κάποιο επίπεδο παραγωγής.

Ένας τρόπος είναι να προσπαθήσει ν' αυξήσει την ταχύτητα ανακύκλωσης των αποθεμάτων της. Η επιτάχυνση της ταχύτητας ανακύκλωσης των αποθεμάτων μπορεί να γίνει, είτε με αύξηση των εσόδων από τις πωλήσεις ή με την ελάττωση του επιπέδου των υπαρχόντων αποθεμάτων. Για να αυξηθούν όμως τα έσοδα από τις πωλήσεις θα απαιτηθεί ίσως να μειωθεί η τιμή πώλησης. Συνήθως εταιρείες με υψηλή ανακύκλωση αποθεμάτων ή ανακύκλωση άλλων ενεργητικών, δουλεύουν με χαμηλότερα περιθώρια κέρδους παρά εταιρείες με χαμηλή ανακύκλωση αποθεμάτων.

Πρώτη συνέπεια από την χαλάρωση της τιμής θα είναι να ενταθούν οι ταμειακές εισροές καθώς τα αποθέματα των έτοιμων προϊόντων θα πωληθούν γρηγορότερα απ' ότι εάν οι τιμές είχαν διατηρηθεί υψηλές. Έχοντας υπόψη την αρχική αυτή ώθηση στις ταμειακές εισροές αναμένεται ότι θα βελτιωθεί έτσι η ρευστότητα της επιχείρησης.

Εάν τώρα θα υπάρξει μακρόχρονη επίδραση, θα εξαρτηθεί από άλλους παράγοντες όπως, το ύψος των αποθεμάτων και την εφαρμοζόμενη πιστωτική πολιτική της επιχείρησης.

Υψηλότερος όγκος πωλήσεων σημαίνει υψηλότερο επίπεδο παραγωγής, το οποίο είναι δυνατό να εξουδετερώσει οποιαδήποτε θετική επίδραση στη ρευστότητα. Φυσικά το επιχείρημα δεν είναι ότι χαλαρώνοντας την τιμή αναμένονταν να αυξηθούν τα κέρδη, αλλά μόνο ότι εάν η τιμή του προϊόντος είναι ελαστική, θα αυξηθούν τα έσοδα από τις πωλήσεις, τα οποία για μια περίοδο χρόνου θα επιταχύνουν την ροή των κεφαλαίων μέσα στην επιχείρηση. Δεν είναι απίθανο με την αύξηση του όγκου των πωλήσεων να αυξηθούν τα κέρδη, αλλά αυτό θα εξαρτηθεί από την συμπεριφορά των δαπανών στις αλλαγές των επιπέδων παραγωγής (οικονομίες ή αντιοικονομίες κλίμακας). Με άλλα λόγια, κατά πόσο η ελάττωση τις τιμής είναι μεγαλύτερη ή μικρότερη από την ελάττωση του κατά μονάδα κόστους (κόστος παραγωγής+ αποθέματα). Παρ' όλα αυτά, χαμηλώνοντας την τιμή δεν σημαίνει αυτόματα ότι οδηγούμεθα σε μεγαλύτερα έσοδα από πωλήσεις. Τα πάντα εξαρτώνται από την αύξηση της ζήτησης που θα προέλθει από τη μείωση της τιμής. Επομένως πριν εφαρμόσουμε την συγκεκριμένη αυτή πολιτική για να βελτιώσουμε τη ροή των κεφαλαίων μας προς την επιχείρηση, η διοίκηση πρέπει να είναι σίγουρη ότι η χαμηλότερες τιμές πώλησης θα αυξηθούν πραγματικά τα έσοδα από τις πωλήσεις. Ακόμη με την αύξηση της ανακύκλωσης των αποθεμάτων, χαμηλώνει το επίπεδο του δεσμευμένου κεφαλαίου σε αποθέματα, τα οποία με τη σειρά τους αποδεσμεύουν κεφάλαια και κατά συνέπεια αυξάνουν τη

ρευστότητα. Εάν τώρα αυτό μπορεί να επιτευχθεί χωρίς να γίνει περικοπή του επιπέδου των πωλήσεων, εξαρτάται από τη δυνατότητα βελτίωσης του υπάρχοντος συστήματος ελέγχου των αποθεμάτων. Ακόμη και εάν η επιχείρηση εργάζεται με το βέλτιστο όριο αποθέματος, επειδή αυτή αντιμετωπίζει τώρα προβλήματα ρευστότητας, που στην πραγματικότητα σημαίνει ότι έχει αυξηθεί το κόστος του κεφαλαίου της, θα πρέπει να αναζητηθεί ένα νέο βέλτιστο επίπεδο αποθέματος για την επιχείρηση. Τέλος, όπως αναφέραμε στην διοίκηση των χρηματικών διαθεσίμων υπάρχουν δύο ακόμα τρόποι που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για να βελτιώσουν τη ρευστότητα της επιχείρησης, χωρίς εξωτερική χρηματοδότηση. Η επιχείρηση μπορεί να καθυστερεί τις πληρωμές στους πιστωτές της και μπορεί να επισπεύσει τη διαδικασία συλλογής των οφειλών των πελατών της. Συλλογή των απαιτήσεων μιας επιχείρησης μπορεί να επιταχυνθεί ξοδεύοντας περισσότερο χρόνο στον έλεγχο και συλλογή των λογαριασμών, με την επανειλημμένη υπενθύμιση και συνεχή ενόχληση των καθυστερημένων να πληρώσουν πελατών, την ταχύτερη έκδοση των οριστικών τιμολογίων ή με την επιπλέον αύξηση κάποιας αμοιβής για ενωρίτερη εξόφληση των πελατών. (π.χ. επιπλέον έκπτωση). Η χρησιμοποίηση ηλεκτρονικών υπολογιστών διευκολύνει και επιταχύνει σημαντικά τις παραπάνω εργασίες.

Τα προηγούμενα είναι εσωτερικοί τρόποι με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί ν' αυξήσει τη ρευστότητά της. Το τελευταίο δεν σημαίνει απαραίτητα ότι θα αυξηθούν και τα κέρδη της επιχείρησης. Υψηλότερες εκπτώσεις μπορεί να σημαίνουν ότι οι πελάτες θα εξοφλήσουν γρηγορότερα, αλλά με κάποιο κόστος που επιβαρύνεται η επιχείρηση και κατά συνέπεια ελαττώνει τα κέρδη της. Διαπιστώνεται ότι είναι μια εκτίμηση κόστους- ωφέλειας, όπου εξισορροπούνται τα μειονεκτήματα που αντιμετωπίζει η επιχείρηση με το να μην έχει ρευστότητα, με το κόστος το να βελτιώσει τη ρευστότητά της, το κόστος των επιπλέον εκπτώσεων, απώλεια πιθανόν της καλής φήμης και πελατείας της και περικοπή των αποθεμάτων της, πιθανό και κάτω του αποθέματος ασφάλειας που συνοδεύεται όμως με αυξημένες πιθανότητες απώλειας πωλήσεων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

### ΣΥΓΧΡΟΝΟΙ ΤΡΟΠΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Οι υπηρεσίες που παρέχουν οι τράπεζες στις επιχειρήσεις καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα αναγκών τους. Ιδιαίτερη σημασία για την οικονομική ανάπτυξη έχει η κάλυψη των χρηματοδοτικών αναγκών των επιχειρήσεων για την πραγματοποίηση επενδύσεων και την εξυπηρέτηση της παραγωγικής διαδικασίας τους.

Στις επιχειρήσεις που πραγματοποιούν επενδύσεις για την απόκτηση ή ανανέωση των παγίων στοιχείων τους, το τραπεζικό σύστημα παρέχει μεσομακροπρόθεσμο δανεισμό, προσαρμοσμένο ως προς το ύψος, τη διάρκεια και τους λοιπούς όρους στις ανάγκες και προοπτικές τους.

Ο δανεισμός αυτός μπορεί να συνδυαστεί με τα οφέλη που προκύπτουν από την υπαγωγή της επένδυσης στον αναπτυξιακό νόμο, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζονται από αυτόν.

Για την κάλυψη των αναγκών που ανακύπτουν κατά την παραγωγική δραστηριότητα των επιχειρήσεων, το τραπεζικό σύστημα παρέχει το αναγκαίο κεφάλαιο κίνησης, με όρους προσαρμοσμένους στις πραγματικές ανάγκες τους.

Η προβλεπόμενη μείωση των επιτοκίων στα επίπεδα των ευρωπαϊκών χωρών, αναμένεται να κάνει προσιτό και ελκυστικό τον τραπεζικό δανεισμό.

Πέρα από αυτά όμως το τραπεζικό σύστημα εισήγαγε, τα τελευταία χρόνια, θεσμούς οι οποίοι καλύπτουν τις ανάγκες των επιχειρήσεων με περισσότερο εξειδικευμένους και αποτελεσματικούς τρόπους.

Οι τρεις σημαντικότεροι από τους θεσμούς αυτούς, είναι:

1. Η χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing)
2. Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring)
3. Το κεφάλαιο επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture Capital)

#### **3.1 LEASING** – Χρηματοδοτική Μίσθωση

Ένας συμφέρων τρόπος για την πραγματοποίηση επενδύσεων από επιχειρήσεις και ελεύθερους επαγγελματίες.

##### 3.1.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ LEASING

Η χρηματοδοτική μίσθωση (leasing) καθιερώθηκε στην Ελλάδα με το Ν. 1665/1986, ως μία σύγχρονη μέθοδο μεσομακροπρόθεσμης χρηματοδότησης επιχειρήσεων και επαγγελματιών για την απόκτηση παγίων στοιχείων (δηλαδή εξοπλισμού και ακινήτων) για επαγγελματική χρήση. Χρησιμοποιούνται οι όροι

της αγγλικής γλώσσας Financial leasing για τη χρηματοδοτική μίσθωση (Crédit-bail στα Γαλλικά) και Rending ή Operating leasing για την παραδοσιακή ή λειτουργική μίσθωση.

Το ενδιαφέρον προσελκύει η μορφή της χρηματοδοτικής μίσθωσης, η οποία παρέχει τη δυνατότητα στο χρήστη, μετά την πολυετή εκμίσθωση ενός πράγματος, να αποκτήσει και την ιδιοκτησία του.

Κατά τη διαδικασία της παραδοσιακής μίσθωσης εμφανίζονται ο ιδιοκτήτης του πράγματος (εκμισθωτής) και ο χρήστης του πράγματος (μισθωτής) ο οποίος πληρώνει το μίσθωμα ή ενοίκιο του πράγματος (μίσθιο).

Στη χρηματοδοτική μίσθωση εμφανίζονται ο πάντοτε απαραίτητος χρήστης και η ειδική εταιρεία leasing, ως χρηματοδοτικός μεσάζων, ενώ πίσω από αυτήν ενδέχεται να υπάρχει σειρά εναλλακτικών συνεργασιών.

Αυτοί οι τρίτοι συνεργάτες, εγγυώνται την καλή κατασκευή του πράγματος και αναλαμβάνουν την παροχή σειράς υπηρεσιών προς το χρήστη υπό πρόσθετους όρους. Έναντι της παραδοσιακής μίσθωσης, η χρηματοδοτική μίσθωση διαφέρει ως προς την ελευθερία του ενοικιαστή να επιλέξει το πράγμα, που υποδεικνύει για εξαγορά στην εταιρεία μισθώσεως, από την οποία στη συνέχεια το ενοικιάζει.

Η διάρκεια ενοικίασης καλύπτει συνήθως ολόκληρη την οικονομική ζωή του πράγματος, το δε ενοίκιο υπολογίζεται ως τοκοχρεολυτική δόση δανείου, που θα χρειαζόταν για την εξαρχής ιδιοκτησιακή απόκτηση του πράγματος. Έτσι, ο μισθωτής εξασφαλίζει αμέσως τη δυνατότητα χρησιμοποίησης πράγματος της επιλογής του, χωρίς να δεσμεύσει το απαραίτητο κεφάλαιο εξαγοράς, που ίσως και να μην διαθέτει ή να μην είναι δυνατή η εξεύρεσή του, η δε εταιρεία ενοικιάσεως τοποθετεί εντόκως τα κεφάλαιά 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.

### 3.1.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ LEASING

Η σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης γίνεται μεταξύ ειδικευμένης εταιρείας και επιχείρησης ή επαγγελματία με σκοπό την παραχώρηση έναντι μισθώματος στην επιχείρηση ή τον επαγγελματία της χρήσης κινητού πράγματος και ταυτόχρονα του δικαιώματος είτε αγοράς είτε ανανέωσης της μίσθωσης για ορισμένο χρόνο.

Οι ειδικευμένες εταιρείες στις συμβάσεις leasing ιδρύονται με αυτό τον αποκλειστικό σκοπό και κατόπιν ειδικής άδειας της Τράπεζας της Ελλάδος, άδεια η οποία είναι απαραίτητη και στην περίπτωση εγκατάστασης στην Ελλάδα παρόμοιων αλλοδαπών εταιρειών. Το καταβεβλημένο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών leasing απαιτείται να είναι ίσο προς το κεφάλαιο σύστασης ανώνυμης τραπεζικής εταιρείας (4 δις δρχ. ή 12 εκ. €) ή προς το ήμισυ αυτού, όταν την

πλειοψηφία του κατέχουν μία ή περισσότερες τράπεζες. Τέλος, οι μετοχές των εταιρειών αυτών είναι ονομαστικές, ενώ την εποπτεία επί των εταιρειών αυτών ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος.

Η σύμβαση leasing καταρτίζεται εγγράφως και καταχωρείται στο βιβλίο του άρθρου 5 του ΝΔ 1038/1949 (ΦΕΚ Α 149) του Πρωτοδικείου της κατοικίας ή της έδρας του μισθωτή και του Πρωτοδικείου Αθηνών και η διάρκειά της είναι πάντοτε ορισμένη και ποτέ μικρότερη των τριών ετών.

Καθ' όλη τη διάρκεια της μίσθωσης το πράγμα ασφαρίζεται κατά κινδύνων τυχαίας καταστροφής ή χειροτερεύσεως, ενώ, τρίτα πρόσωπα δεν μπορούν να ασκήσουν κυριότητα ή άλλο εμπράγματο δικαίωμα επί του αντικειμένου της.

Για τον καθορισμό του μισθώματος και του τιμήματος αγοράς του πράγματος από το μισθωτή, επιτρέπεται η συνομολόγηση ρητρών επιτοκίου ή είδους ή αξίας συναλλάγματος ή συνδυασμός των τριών.

Σε περίπτωση αγοράς του μισθίου πριν παρέλθει διετία από την έναρξη της μίσθωσης, ο μισθωτής οφείλει να καταβάλλει όλους τους φόρους και τις επιβαρύνσεις υπέρ του Δημοσίου κ.λπ., που αντιστοιχούν στην απόκτηση καινούργιων πραγμάτων.

Απαλλάσσονται από κάθε φόρο και εισφορά πλην του φόρου εισοδήματος και του ΦΠΑ τα μισθώματα και το τίμημα πώλησης των μισθωμένων πραγμάτων, τα δικαιώματα των συμβολαιογράφων για την κατάρτιση των συμβάσεων προσδιορίζονται στα κατώτατα όρια, ενώ, τα μισθώματα που καταβάλλονται προς τις εταιρείες leasing θεωρούνται λειτουργικές δαπάνες και εκπίπτουν από τα ακαθάριστα έσοδα του μισθωτή.

Οι εταιρείες leasing έχουν δικαίωμα να διενεργούν αποσβέσεις στα μίσθια ίσες προς τις αποσβέσεις που θα είχε δικαίωμα να υπολογίσει ο μισθωτής, εάν προέβαινε στην αγορά τους ως καινούργιων.

Φορολογικές εκπτώσεις για τον εξοπλισμό που χρησιμοποιείται με συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης προβλέπονται στο Ν 1262/82 και στους αναπτυξιακούς νόμους 1892/1990 (άρθρο 19), στον 2601/1998 και στον 3219/2004, υπό τον όρο διάρκειας της σύμβασης leasing από 10 έτη και άνω και όταν η κυριότητα θα περιέρχεται στον μισθωτή μετά τη λήξη της σύμβασης.

Από κάθε φόρο ή τέλος απαλλάσσονται οι συμβάσεις δανεισμού από τράπεζες των εταιρειών leasing καθώς και οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης μεταξύ των εταιρειών αυτών και ξένων προμηθευτών τους.

Οι εταιρείες leasing επιτρέπεται να καταρτίζουν ειδικό αποθεματικό κάλυψης επισφαλών απαιτήσεων με την κράτηση από τα καθαρά έσοδα ποσού που αντιστοιχεί στο 2% των ανείσπρακτων στο τέλος κάθε έτους μισθωμάτων.

### 3.1.3 ΤΡΟΠΟΙ ΕΦΑΡΜΟΓΗΣ ΤΟΥ LEASING ΚΑΙ ΑΝΑΓΚΕΣ ΠΟΥ ΚΑΛΥΠΤΟΥΝ

Η δυνατότητα επιλογών στις διαδοχικές φάσεις διεκπεραίωσης μίας πράξης χρηματοδοτικής μίσθωσης διαμορφώνει τα ακόλουθα σχήματα εφαρμογής της:

## I. ΑΜΕΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (DIRECT LEASING)

Πρόκειται για τεχνική μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων, που χρησιμοποιείται με σκοπό την προώθηση των πωλήσεων τους, ενώ τη ρύθμιση του χρηματοδοτικού σκέλους την αναλαμβάνει εξειδικευμένη θυγατρική εταιρεία τους. Στην περίπτωση αυτή, ο κατασκευαστής αναλαμβάνει συνήθως και την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών, όπως λ.χ. τη συντήρηση, την εκπαίδευση του προσωπικού κ.α. Είναι μια σύγχρονη τεχνική που προσφέρει τη δυνατότητα στις επιχειρήσεις και τους ελεύθερους επαγγελματίες να αποκτήσουν:

### α. Κινητό Εξοπλισμό

Καινούριο ή μεταχειρισμένο εξοπλισμό από την Ελλάδα ή το εξωτερικό, όπως: μηχανήματα κάθε είδους, οχήματα επιβατηγά και φορτηγά, έπιπλα, ηλεκτρονικό εξοπλισμό, τηλεφωνικά κέντρα και δίκτυα, κλιματιστικά, εξοπλισμό ιατρείων, ξενοδοχείων και εστιατορίων, αγροτικά και οδοποιητικά μηχανήματα κ.λπ.

### β. Επαγγελματική στέγη

Γραφεία, καταστήματα, βιομηχανικά και βιοτεχνικά κτίρια, εμπορικά και εκθεσιακά κέντρα, αποθήκες και άλλα ακίνητα για επαγγελματική χρήση. Η επαγγελματική στέγη μπορεί να αποτελείται από αυτοτελή ακίνητα, αλλά και οριζόντιες ή κάθετες ιδιοκτησίες.

Έτσι οι επιχειρήσεις και οι ελεύθεροι επαγγελματίες αποκτούν τα μέσα για την άσκηση της δραστηριότητάς τους και συγχρόνως εκμεταλλεύονται όλα τα φορολογικά και λοιπά πλεονεκτήματα της χρηματοδοτικής μίσθωσης, χωρίς να δεσμεύουν πλέον σημαντικά ίδια κεφάλαια.

## II. ΜΙΣΘΩΣΗ ΜΕ ΠΑΡΟΧΗ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ (SERVICE LEASING)

Είναι η περίπτωση που προαναφέρθηκε και κατά την οποία ο κατασκευαστής αναλαμβάνει συνήθως και την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών, όπως λ.χ. τη συντήρηση, την εκπαίδευση του προσωπικού κ.α. Αυτή η περίπτωση συνήθως εντάσσεται στη σύμβαση άμεσης χρηματοδοτικής μίσθωσης, μπορεί όμως να αποτελεί και αυτοτελή σύμβαση.

## III. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ – ΠΩΛΗΣΗ (VENDOR LEASING)

Είναι μία τεχνική προώθησης των πωλήσεων, κατά την οποία ένας προμηθευτής εξοπλισμού υπογράφει μία σύμβαση-πλαίσιο με μία εταιρεία

leasing και στη συνέχεια προσκομίζει πελάτες για τελική αγορά μέσω της μακροπρόθεσμης ενοικίασης, που προσφέρει η εταιρεία leasing. Από την εταιρεία αυτή ο προμηθευτής εισπράττει ολόκληρο το τίμημα κατά την υπογραφή της σύμβασης ενοικίασης με τον πελάτη.

Διάφοροι όροι υπεισέρχονται στην τελική σύμβαση, ανάλογα με τις επιθυμίες των πελατών, οπότε γίνεται λόγος για μίσθωση κατά παραγγελία (λ.χ. εποχιακή διακύμανση, ανάλογα με τις πωλήσεις του τελικού προϊόντος, στην πληρωμή των ενοικίων κ.α.)

Η συνεργασία μεταξύ της εταιρείας leasing και του προμηθευτή εξοπλισμού, με διάφορα σχήματα, συμβάλλει στην αύξηση των πωλήσεων και των δύο μερών.

#### IV. ΕΙΔΙΚΗ ΜΟΡΦΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ (MASTER LEASE LINE)

Μεταξύ εταιρείας leasing και πελάτη μπορεί να υπογραφεί μία σύμβαση-πλαίσιο, η οποία να εφαρμόζεται κατά τη σταδιακή απόκτηση περισσότερων προγραμμάτων.

#### V. ΣΥΜΜΕΤΟΧΙΚΗ ή ΕΞΙΣΟΡΡΟΠΗΤΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ (LEVERAGED LEASING)

Η περίπτωση αυτή εφαρμόζεται σε πράγματα πολύ μεγάλης αξίας (πλοία, αεροπλάνα, τραίνα κ.α.) και προϋποθέτει τη σύμπραξη τεσσάρων μερών: του πελάτη, του βιομηχανικού κατασκευαστή, της εταιρείας leasing και ενός τραπεζικού οργανισμού.

Η τράπεζα διαθέτει αμέσως το τίμημα στη βιομηχανία και εισπράττει ένα μερίδιο των ενοικίων από την εταιρεία leasing, η οποία δρα ως μεσάζων για την τοποθέτηση του εξοπλισμού.

#### VI. ΠΩΛΗΣΗ ΚΑΙ ΕΠΑΝΑΜΙΣΘΩΣΗ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ (SALE&LEASE BACK)

Ο ενοικιαστής αγοράζει το πράγμα και στη 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.

Επίσης, δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να βελτιώσει την εικόνα του ισολογισμού της μέσω της εξόφλησης τυχόν βραχυχρόνιου δανεισμού της που χρηματοδότησε την απόκτηση των παγίων.

Οι ελεύθεροι επαγγελματίες δεν επιτρέπεται να πωλήσουν στην εταιρεία leasing τα επαγγελματικά τους ακίνητα και στη συνέχεια να τα μισθώσουν, επιτρέπεται όμως να πωλήσουν τον εξοπλισμό τους.



## VII. ΔΙΑΣΥΝΟΡΙΑΚΗ ή ΔΙΕΘΝΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗ (CROSS-BORDER ή OFF-SHORE LEASING)

Η περίπτωση αυτή διαφοροποιείται από τις προηγούμενες κατά το στοιχείο της πληρωμής των μισθωμάτων σε συνάλλαγμα, γεγονός που περικλείει πρόσθετους κινδύνους.

### 3.1.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΤΟΥ LEASING

#### Πλεονεκτήματα:

Η χρήση του leasing παρέχει στον επενδυτή μια σειρά σημαντικών πλεονεκτημάτων, όπου τα κυριότερα είναι τα εξής:

- Το κυριότερο πλεονέκτημα του leasing είναι η εξασφάλιση της χρηματοδότησης του νέου εξοπλισμού/ακινήτου κατά 100%, η άμεση χρησιμοποίηση αυτού του εξοπλισμού/ακινήτου και χωρίς να απαιτείται πάντοτε η ίδια συμμετοχή.
- Τα μισθώματα που καταβάλλονται στην εταιρία leasing για τον εξοπλισμό και το τμήμα των μισθωμάτων που αφορά σε κτίριο θεωρούνται δαπάνες και μειώνουν το φορολογικό εισόδημα.
- Η διαδικασία υπογραφής μίας σύμβασης leasing είναι ταχύτερη και λιγότερο δαπανηρή έναντι της σύμβασης μακροπρόθεσμου δανεισμού. Συνήθως δεν χρειάζονται προσημειώσεις, υποθήκες κ.λπ., ενώ προβλέπονται μειωμένα συμβολαιογραφικά δικαιώματα και απαλλαγή από διάφορα τέλη και φόρους.
- Ο επενδυτής μπορεί να επιτύχει καλύτερους όρους προμήθειας εξοπλισμού ή απόκτησης επαγγελματικού ακινήτου, καθώς η αξία τους εξοφλείται άμεσα τοις μετρητοίς.
- Η διάρκεια της μίσθωσης και το ύψος του μισθώματος ορίζονται σύμφωνα με τις οικονομικές δυνατότητες της επιχείρησης, αφού ληφθούν υπόψη και τυχόν εποχικοί παράγοντες.
- Η πραγματοποίηση επένδυσης σε καινούριο εξοπλισμό μέσω leasing από νέες ή υφιστάμενες επιχειρήσεις μπορεί να συνδυαστεί με τα οφέλη που προκύπτουν από την υπαγωγή της στον αναπτυξιακό νόμο, εφόσον συντρέχουν οι προϋποθέσεις που ορίζονται από αυτόν.
- Μετά τη λήξη της μισθωτικής περιόδου ο επενδυτής αποκτά την κυριότητα του παγίου έναντι προσυμφωνημένου (συνήθως συμβολικού) τμήματος. Η απόκτηση του ακινήτου είναι απαλλαγμένη από το φόρο μεταβίβασης.
- Ο επενδυτής προστατεύεται από την τεχνολογική απαξίωση του εξοπλισμού του, τον οποίο μπορεί να ανανεώνει χωρίς να δεσμεύει τα διαθέσιμα κεφάλαιά του.

- Βελτιώνεται η εικόνα του ισολογισμού της επιχείρησης και της κεφαλαιακής της διάρθρωσης.
- Η μισθώτρια επιχείρηση, διατηρεί τα κίνητρα των Αναπτυξιακών Νόμων και των Προγραμμάτων της Ε.Ε.
- Για τα τραπεζικά συγκροτήματα το leasing αποτελεί μία τεχνική διεύρυνσης της πελατείας τους και πολλαπλών κερδών, αφού, εκτός των άλλων αποκτούν διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών του εξοπλισμού και προσφέρουν πελατεία στις ασφαλιστικές εταιρείες.
- Οι εταιρείες leasing διασφαλίζονται από τον κίνδυνο πτώχευσης του μισθωτή, διότι διατηρούν την ιδιοκτησία του εξοπλισμού και επιπλέον απολαμβάνουν σοβαρά φορολογικά κίνητρα (αποσβέσεις, σύσταση αφορολογήτου αποθεματικού).

#### Μειονεκτήματα:

Η χρήση, όμως, του leasing περιέχει και ορισμένα μειονεκτήματα, όπως:

- Το φαινομενικό κόστος του leasing είναι υψηλότερο από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού. Η βαθύτερη διερεύνηση των φοροαπαλλαγών μετριάξει την πρώτη εντύπωση, συνήθως, μάλιστα, δημιουργεί πλεονεκτική κατάσταση.
- Διαφεύγει η ωφέλεια από τη φοροαπαλλαγή των αποσβέσεων στην περίπτωση του ιδιόκτητου εξοπλισμού, ωφέλεια που συμψηφίζεται μέχρι ενός βαθμού από την πλήρη φοροαπαλλαγή των μισθωμάτων.
- Παρά τη θετική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, μπορεί να εκδηλωθεί δισταγμός των τραπεζών για χρηματοδότηση μίας επιχείρησης, όταν ο εξοπλισμός της τελευταίας στηρίζεται στη μέθοδο του leasing.
- Ο μισθωτής αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους από τυχαία περιστατικά ή ανωτέρα βία έναντι του εκμισθωτή και διατρέχει τον κίνδυνο της έκτακτης καταγγελίας της σύμβασης αν αθετήσει κάποιον όρο της για σημαντικό διάστημα. Στην περίπτωση αυτή, ο εκμισθωτής μπορεί να του αφαιρέσει τον εξοπλισμό και να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των μισθωμάτων μέχρι τη λήξη της σύμβασης.
- Ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για τη διαπίστωση της καλής λειτουργικής κατάστασης του εξοπλισμού.

#### 3.1.5 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

Οι διαδικασίες συνεργασίες μεταξύ του επενδυτή και της εταιρίας leasing είναι απλές και το κόστος αποτελεί αντικείμενο διαπραγμάτευσης. Η έγκριση μιας σύμβασης leasing εξαρτάται από την πιστοληπτική ικανότητα του μισθωτή και το είδος της επένδυσης, αξιολογείται δε με τραπεζικά κριτήρια.

Η σύμβαση leasing για εξοπλισμό δεν επιβαρύνεται με χαρτόσημο.

Η σύμβαση για ακίνητο καταρτίζεται με συμβολαιογραφική πράξη. Τα ισχυρά φορολογιστικά πλεονεκτήματα που χαρακτηρίζουν το leasing, το καθιστούν μια ιδιαίτερα ελκυστική μορφή χρηματοδότησης.

Επιπλέον, η προβλεπόμενη αποκλιμάκωση των επιτοκίων θα επηρεάσει ευνοϊκά και προς όφελός των μισθωτών leasing τη διαμόρφωση των μισθωμάτων.

### 3.1.6 Η ΕΜΦΑΝΙΣΗ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ ΣΤΟΝ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟ

Οι υποχρεώσεις μίας επιχείρησης από χρηματοδοτική μίσθωση καταχωρούνται στους λογαριασμούς τάξεως, επειδή δεν έχει αποκτηθεί η κυριότητα επί των σχετικών πάγιων στοιχείων.

Για το λόγο αυτό, τα αντικείμενα της χρηματοδοτικής μίσθωσης δεν περιλαμβάνονται στα περιουσιακά στοιχεία και δεν αποσβένονται.

### 3.1.7 Ο ΥΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΤΟΥ ΜΙΣΘΩΜΑΤΟΣ

Για τον υπολογισμό του μισθώματος που θα καταβάλλεται στο τέλος κάθε προσυμφωνημένης περιόδου, χρησιμοποιείται ο εξής τύπος:

Όπου:  $K\chi$  = μίσθωμα,

$P\tau\chi$  = αξία αγοράς μετρητοίς του εξοπλισμού (παρούσα αξία)

$\chi$  = πλήθος περιόδων

$E$  = επιτόκιο περιόδου

Στην περίπτωση που υπάρχει μία υπολειμματική αξία (συνήθως ίση προς το 5% της αξίας του καινούργιου εξοπλισμού), αυτή η αξία θα πρέπει πρώτα να μετατραπεί σε παρούσα αξία, να αφαιρεθεί από τη συνολική παρούσα αξία του εξοπλισμού και στη συνέχεια να υπολογιστεί το μίσθωμα, βάση του πιο πάνω τύπου.

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί ότι, τα μισθώματα επιβαρύνονται με ΦΠΑ 18% και μαζί με το πρώτο μίσθωμα καταβάλλονται και τα λεγόμενα διαχειριστικά έξοδα (συνήθως το 1% της τιμολογιακής αξίας του εξοπλισμού).

### 3.1.8 ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Για να διαπιστωθεί εάν το κόστος απόκτησης ενός εξοπλισμού με χρηματοδοτική μίσθωση είναι μικρότερο από το αντίστοιχο κόστος απόκτησής του με δάνειο (leasing συμφερότερο του δανεισμού) θα πρέπει να προκύπτει θετική καθαρή παρούσα αξία (ΚΠΑ) της ταμειακής ροής του μισθωτηρίου συμβολαίου, υπό τις προϋποθέσεις ένταξης στην ταμειακή ροή των επιπτώσεων των φοροαπαλλαγών και του υπολογισμού της ΚΠΑ με το κατόπιν φόρων επιτόκιο δανεισμού.

Συνήθως, καταβάλλεται προσπάθεια από τις εταιρείες leasing για να μηδενιστεί η αρνητική διαφορά στην ΚΠΑ με την παροχή δωρεάν υπηρεσιών, όπως εκπαίδευση προσωπικού, συντήρηση εξοπλισμού κ.α.

Ο ρόλος, όμως, των φοροαπαλλαγών είναι σαφώς ο σημαντικότερος για να επιλέξει κάποιος τη μέθοδο της χρηματοδοτικής μίσθωσης έναντι άλλων μεθόδων επιχειρηματικής χρηματοδότησης.

### 3.1.9 Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ ΣΤΗΝ ΠΕΡΙΟΔΟ 1994–2003

Κατά την τελευταία δεκαετία, οι ιδιωτικές επιχειρήσεις ανέπτυξαν σαφές ενδιαφέρον για το συγκεκριμένο χρηματοδοτικό εργαλείο, με αιχμή το 1999, οπότε και επετράπη το leasing ακινήτων.

Αναλυτικότερα:

Τη χρήση 1994 το ύψος των συνολικών επενδύσεων με leasing διαμορφώθηκε σε 153 εκατ.€

Το 1995 αυξήθηκε κατά 5,19% και ανήλθε σε 201,3 εκατ.€

Το 1996 διατήρησε τους ίδιους ρυθμούς ανάπτυξης –ποσοστό 5,13%– καθώς ανήλθε σε 253,1 εκατ.€ Οι επενδύσεις με leasing σε μηχανολογικό εξοπλισμό απορρόφησαν 145 εκατ.€ και τα υπόλοιπα αφορούσαν κυρίως οχήματα.

Το 1997 ανήλθαν σε 349,8 εκατ.€ ποσοστό 6,42% επί των συνολικών ιδιωτικών επενδύσεων. Οι επενδύσεις με leasing σε μηχανολογικό εξοπλισμό απορρόφησαν 195 εκατ.€ και οχημάτων 296,4 εκατ.€

Το 1998 σε 418 εκατ.€ ή ποσοστό 5,99% επί των ιδιωτικών επενδύσεων. Οι επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό μέσω leasing απορρόφησαν 239 εκατ.€

Την επόμενη χρονιά, το 1999, το ποσοστό επενδύσεων σε κινητά με leasing αυξήθηκε αισθητά και διαμορφώθηκε σε 8,36% επί των συνολικών ιδιωτικών επενδύσεων.

Έτσι, επενδύσεις ύψους 610 εκατ.€ χρηματοδοτήθηκαν με leasing, ενώ τη χρονιά αυτή «εγκαινιάστηκε» το leasing ακινήτων, που επέφερε στις εταιρείες συνολικά έσοδα 121 εκατ.€ αυξάνοντας τη συνολική παραγωγή τους σε 721 εκατ.€

Το 2000, η συνολική παραγωγή των εταιρειών leasing ανήλθε σε 1,03 δισ.€ εκ των οποίων τα 340,7 εκατ.€ αφορούσαν επενδύσεις σε ακίνητα, ενώ από τα υπόλοιπα 736 εκατ.€ τα 409 εκατ.€ κατευθύνθηκαν στη χρηματοδότηση μηχανημάτων και τα υπόλοιπα σε οχήματα.

Το 2001 κατά 26,2% αυξήθηκε η αξία των νέων συμβάσεων που διαμορφώθηκε σε 1,35 εκατ.€ Η συνολική εκμίσθωση ακινήτων μέσω leasing αντιπροσωπεύει το 25,74% της συνολικής αξίας των νέων συμβάσεων του 2001, δηλαδή 334,78 εκατ.€

Τα επαγγελματικά οχήματα απορρόφησαν τα 229,8 εκατ.€ ή ποσοστό 17,67%. Υποχώρηση, ωστόσο, παρουσίασε ο τομέας του εξοπλισμού γραφείου, καθώς οι νέες συμβάσεις διαμορφώθηκαν σε 91,8 εκατ.€ και το μερίδιο επί του

συνόλου διαμορφώθηκε σε 7,06%, ενώ ποσοστό 8,98% ή 116,8 εκατ.€ προήλθε από συμβάσεις επιβατικών αυτοκινήτων.

Το 2002 παρατηρήθηκε επιβράδυνση στους ρυθμούς ανάπτυξης, δεδομένης της αναμονής για την ψήφιση της απαλλαγής του ΦΜΑ επί των συμβάσεων sale and leaseback που τελικά ψηφίστηκε στο τέλος του έτους. Έτσι, η αξία των νέων συμβάσεων leasing αυξήθηκε κατά 18,5% και ανήλθε σε 1,536 εκατ.€

Χρηματοδοτήσεις ύψους 528,2 εκατ.€ ή ποσοστό 34,4% αφορούσαν μηχανολογικό εξοπλισμό, ενώ η συνολική εκμίσθωση ακινήτων αντιπροσωπεύει το 28,22% δηλαδή 433,58 εκατ.€

Οι συμβάσεις leasing σε επαγγελματικά οχήματα ανήλθαν σε 248,2 εκατ.€ ή ποσοστό 16,15%.

Ο τομέας του εξοπλισμού γραφείου με συμβάσεις 86,8 εκατ.€ αντιπροσωπεύει ποσοστό 5,65%, ενώ ένα ποσοστό 9,51% ή 146,1 εκατ.€ προήλθε από συμβάσεις επιβατικών αυτοκινήτων.

Γίνεται λοιπόν αντιληπτό ότι, η ελληνική αγορά του leasing προβλέπεται να παρουσιάσει σημαντικό ρυθμό ανάπτυξης η οποία θα οφείλεται τόσο στο γενικό πλαίσιο ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας όσο και στις συνθήκες του κλάδου.

Η ένταξη της χώρας στην ΟΝΕ, το πρόγραμμα σύγκλισης, η μείωση του πληθωρισμού και η λειτουργία της ελληνικής οικονομίας μέσα στο σταθερό περιβάλλον της ΟΝΕ, θέτουν τις βάσεις της οικονομικής ανάπτυξης της χώρας και δημιουργούν μεγάλες προοπτικές για επενδύσεις.

**3.2 FACTORING** – Πρακτορεία Επιχειρηματικών Απαιτήσεων Δέσμη υπηρεσιών προς επιχειρήσεις που πωλούν τα εμπορεύματα ή τις υπηρεσίες τους με βραχυπρόθεσμη πίστωση

### 3.2.1 Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ FACTORING

Η πρακτορεία των επιχειρηματικών απαιτήσεων (γνωστή με τον αγγλοσαξονικό όρο Factoring), είναι μία τεχνική συναλλαγών, κατά την οποία ο προμηθευτής ή εκχωρητής μεταβιβάζει ορισμένα δικαιώματά του στον πράκτορα (Factor) επί αμοιβή και ο πράκτορας αναλαμβάνει να εξοφλήσει στον προμηθευτή τα δικαιώματά του κατά την κανονική λήξη ή να τα προεξοφλήσει, οπότε διενεργεί μια πιστωτική πράξη.

Η τεχνική συστηματοποιήθηκε κυρίως μετά το 1960, στα πλαίσια των προσπαθειών των Κυβερνήσεων για 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 κυρίως 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 τη φερεγγυότητα επιχειρήσεων, η διαχειριστική εξυπηρέτηση των εισπρακτέων απαιτήσεων κ.α.

Το Factoring δεν έχει αναπτυχθεί στο εσωτερικό της Ελλάδας όσο έχει διαδοθεί η εφαρμογή του στις άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

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 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 το 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 τη μεσολάβησή τους και δύνανται να προκαταβάλλουν μέρος της αξίας των εξαγωγών κατά το χρόνο πραγματοποιήσεώς τους.

Έναντι των παρεχόμενων υπηρεσιών τους οι Τράπεζες εισπράττουν κατά τη στιγμή της εξοφλήσεως του εξαγωγέα προμήθεια σε δραχμές επί της αξίας FOB του εξαγομένου προϊόντος.

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.

### 3.2.2 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΟΥ FACTORING

Κατά το άρθρο 1 του Ν.1905/90, η σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων καταρτίζεται εγγράφως μεταξύ ενός κατά κύριο επάγγελμα 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 είσπραξη μιας ή μέρους ή του συνόλου των απαιτήσεων του προμηθευτή, ιδίως από συμβάσεις πωλήσεως αγαθών, παροχής υπηρεσιών σε τρίτους ή εκτέλεση έργων.

Ειδικότερα, η πρακτορεία (Factoring) 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 διαχείρισή 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 σύμβασης 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 τους 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 αποκλειστικής εξειδικεύσεως ανώνυμες εταιρείες, οι οποίες συνιστώνται κατόπιν ειδικής αδείας της Τραπεζικής 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 μεταβίβασή τους, όταν οδηγεί σε απόκτηση μεγαλύτερου από 10% τμήματος του μετοχικού κεφαλαίου, είναι άκυρη άνευ εγκρίσεως της Τραπεζικής Ελλάδος.

Η Τράπεζα της Ελλάδος ασκεί εποπτεία επί των εταιρειών και καθορίζει υποχρεωτικούς για τις εταιρείες συντελεστές φερεγγυότητας, ρευστότητας και συγκεντρώσεως κινδύνου, τα ακαθάριστα έσοδα, δε, των πρακτόρων υπάγονται σε ΦΠΑ 18%.

### 3.2.3 ΤΑ ΕΙΔΗ ΤΟΥ FACTORING

Το factoring αποτελεί δέσμη χρηματοοικονομικών υπηρεσιών, οι οποίες καλύπτουν ανάγκες επιχειρήσεων που πωλούν προϊόντα ή παρέχουν υπηρεσίες με βραχυπρόθεσμη πίστωση σε πελάτες με επαναληπτική/αγοραστική συμπεριφορά και διακρίνεται σε:

- I. Εγχώριο Factoring
- II. Εξαγωγικό Factoring και
- III. Εισαγωγικό Factoring

Το εγχώριο Factoring καλύπτει ανάγκες της επιχείρησης στην εγχώρια αγορά, ενώ το Εξαγωγικό Factoring και το Εισαγωγικό Factoring καλύπτουν ανάγκες της στη διεθνή αγορά.

#### IV. ΕΓΧΩΡΙΟ FACTORING

Η δέσμη των παρεχόμενων υπηρεσιών είναι η εξής:

- Χρηματοδότηση της επιχείρησης.

- Εάν η επιχείρηση επιθυμεί τη μετατροπή των εισπρακτέων τιμολογίων της σε μετρητά για να αποκτήσει ρευστότητα, η εταιρεία factoring χορηγεί προκαταβολή της τάξης του 80%-85% της αξίας τους.
- Αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών. Η εταιρεία factoring αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα των πελατών της επιχείρησης, τόσο αυτών που έχουν ενταχθεί στο πελατολόγιό της κατά την έναρξη της συνεργασίας όσο και των προσελκυόμενων μεταγενέστερα.
- Διαχείριση, Λογιστική Παρακολούθηση και Είσπραξη των τιμολογίων.

Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει:

- Όλες τις πράξεις διαχείρισης των τιμολογίων, όπως: υπενθυμιστικές ενέργειες προς τον οφειλέτη, εξώδικες και δικαστικές ενέργειες (σε συνεννόηση πάντα με την επιχείρηση). Στις περιπτώσεις που η επιχείρηση επιθυμεί ειδική μεταχείριση του αγοραστή, η εταιρεία factoring ακολουθεί τις οδηγίες της.
- Τη λογιστική παρακολούθηση των λογαριασμών του αναλαμβανομένου πελατολογίου με συνεχή παροχή σχετικών πληροφοριών στην επιχείρηση.
- Την είσπραξη των τιμολογίων πώλησης και την αντίστοιχη πίστωση της επιχείρησης.
- Ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου.

Η εταιρεία factoring αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο κάτω από προϋποθέσεις και εφόσον αυτό ζητηθεί από τη συνεργαζόμενη επιχείρηση.

Ο αναλαμβανόμενος πιστωτικός κίνδυνος αφορά την οικονομική αδυναμία του οφειλέτη να καταβάλει την αξία των σχετικών τιμολογίων και όχι την άρνησή του να τα εξοφλήσει λόγω διαφορών που ανακύπτουν μεταξύ πωλητή και αγοραστή.

## II. ΕΞΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING

Το εξαγωγικό factoring παρέχει στην εξαγωγική επιχείρηση αντίστοιχες υπηρεσίες με το εγχώριο factoring. Η εκχώρηση όμως στην εταιρεία factoring των απαιτήσεων της επιχείρησης έναντι των αγοραστών-εισαγωγέων γίνεται κατά κανόνα χωρίς δικαίωμα επιστροφής στην επιχείρηση των ανείσπρακτων τιμολογίων και επομένως η εταιρεία factoring αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο.

### ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΞΑΓΩΓΙΚΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ:

Η χρήση των υπηρεσιών του εξαγωγικού factoring αποφέρει στην επιχείρηση σωρευτικά όλες τις ωφέλειες του εγχώριου factoring.

Συμπληρωματικά σημειώνονται τα εξής:



- Η αξιολόγηση της– πιστοληπτικής ικανότητας των αγοραστών, η διαχείριση κινδύνων στο εξωτερικό και η είσπραξη απαιτήσεων απαιτεί πολύπλοκους χειρισμούς, από τους οποίους απαλλάσσεται η εξαγωγική επιχείρηση.
- Οι παραδοσιακές εξαγωγικές διαδικασίες– υποκαθίστανται από την ευέλικτη και αποτελεσματική διαχείριση των εξαγωγών μέσω ανοικτού λογαριασμού, που βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα της εξαγωγικής επιχείρησης και συμβάλλει στην επιτυχή διεξόδυσή της στη διεθνή αγορά.

### III. ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ FACTORING

Η εισαγωγική επιχείρηση απαλλάσσεται από τις παραδοσιακές διαδικασίες των εισαγωγών και αγοράζει προθεσμιακά με ανοικτό λογαριασμό, γεγονός που της επιτρέπει να βελτιώνει την αγοραστική δύναμή της, τους όρους αγорών και την ανταγωνιστικότητά της.

#### ΠΟΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΕΝΔΕΙΚΝΥΤΑΙ ΝΑ ΚΑΝΟΥΝ ΧΡΗΣΗ ΤΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ FACTORING

Οι επιχειρήσεις που ενδείκνυται να κάνουν χρήση των υπηρεσιών factoring έχουν τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

- § Παρουσιάζουν αναπτυσσόμενη και κερδοφόρα δραστηριότητα.
- § Πραγματοποιούν πωλήσεις με βραχυπρόθεσμη πίστωση.
- § Έχουν ευρύ αριθμό πελατών με επαναληπτική και καλή αγοραστική συμπεριφορά.
- § Εκδίδουν τιμολόγια με σημαντική μέση αξία.

#### 3.2.4 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ FACTORING

##### Πλεονεκτήματα:

- 1) 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.
- 2) Η λογιστική της απλοποιείται σημαντικά και η διαχείριση διευκολύνεται, χάρη και στις συμβουλές του πράκτορα.
- 3) Η προείσπραξη των ποσών εξασφαλίζει πόρους, απαλλάσσει από τόκους δανείων και ισχυροποιεί τη διαπραγματευτική δύναμη έναντι των προμηθευτών πρώτων υλών κλπ.
- 4) Ολόκληρη, γενικά, η χρηματοοικονομική σύνθεση της επιχείρησης τροποποιείται και η επίπτωση αυτή είναι εμφανής στον ισολογισμό.

##### Μειονεκτήματα:

- 1) Το σοβαρότερο μειονέκτημα είναι το υψηλό κόστος που έχει το Factoring, το οποίο εξαρτάται βεβαίως από το εύρος των παρεχόμενων υπηρεσιών.
- 2) Επί πλέον, ο επιχειρηματίας περιορίζει τις άμεσες επαφές με τους πελάτες, ενώ ενδέχεται να προσκρούσει και σε επιλεκτική πολιτική φερέγγυων πελατών από την πλευρά του πράκτορα.

### 3.2.5 ΩΦΕΛΕΙΕΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΑΠΟ ΤΗ ΧΡΗΣΗ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ FACTORING

Οι ωφέλειες για την επιχείρηση είναι πολλαπλές και ιδιαίτερα σημαντικές για την παραγωγική και αποδοτική ανάπτυξή της.

Κυριότερες θεωρούνται οι εξής:

§ Η αξιολόγηση από την εταιρεία factoring της πιστοληπτικής ικανότητας των υφιστάμενων και νέων αγοραστών εξυγιαίνει το πελατολόγιο της επιχείρησης και δημιουργεί συνθήκες καλής εισπραξιμότητας των σχετικών τιμολογίων. Έτσι, η επιχείρηση αναπροσαρμόζει έγκαιρα την πιστωτική της πολιτική και συγκεντρώνεται απερίσπαστη στην ανάπτυξη των εργασιών της.

§ Η ανάληψη από την εταιρεία factoring της είσπραξης των τιμολογίων βελτιώνει τη συμπεριφορά των οφειλετών σε ό,τι αφορά την εξόφληση των υποχρεώσεών τους, με αποτέλεσμα την έγκαιρη ρευστοποίηση των εισπρακτέων τιμολογίων του προμηθευτή.

§ Η ανάθεση της διαχείρισης και λογιστικής παρακολούθησης των εμπορικών απαιτήσεων στην εταιρεία factoring μειώνει σημαντικά τα λειτουργικά κόστη της συνεργαζόμενης επιχείρησης.

§ Η χρηματοδότηση της επιχείρησης από την εταιρεία factoring στηρίζεται στο αξιολογημένο πελατολόγιό της κι έτσι δεν απαιτείται παροχή πρόσθετων ασφαλειών.

§ Η χρηματοδότηση της επιχείρησης συνδέεται απόλυτα με τον κύκλο εργασιών της εταιρείας factoring και μπορεί να αυξάνεται ανάλογα με αυτόν, κάτι που εξασφαλίζει συνεχή ρευστότητα, η οποία αποτελεί ισχυρό διαπραγματευτικό “χαρτί” για επίτευξη ευνοϊκών συμφωνιών με τους προμηθευτές της.

§ Η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από την εταιρεία factoring διασφαλίζει την πληρωμή των τιμολογίων και την αποφυγή επισφαλειών, γεγονός που διευκολύνει τον οικονομικό σχεδιασμό της επιχείρησης, εγγυάται την ανάπτυξή της, ενώ παράλληλα βελτιώνει την εικόνα του ισολογισμού της και την πιστοληπτική ικανότητά της, δεδομένου ότι η λαμβανόμενη προκαταβολή έναντι της αξίας των τιμολογίων δεν εμφανίζεται στις υποχρεώσεις της.

Γενικότερα η χρήση των υπηρεσιών factoring δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να εκλογικεύσει την οργανωτική και λειτουργική δομή της, να περιορίζει το κόστος της, να βελτιώνει την ανταγωνιστικότητά της και να επικεντρώνει την προσοχή και δράση της στη συνεχή ανάπτυξή της.

### 3.2.6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΕΣ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ

Η συμφωνία με την εταιρεία factoring και η παροχή του κατάλληλου κατά περίπτωση μίγματος υπηρεσιών διαμορφώνει και το κόστος συνεργασίας, το οποίο αναφέρεται:

§ Στην προμήθεια, το ύψος της οποίας εξαρτάται από την αναλαμβανόμενη ομάδα των αγοραστών-πελατών, τον αριθμό και τη μέση αξία των τιμολογίων, καθώς και τη διάρκεια της μέση πιστωτικής περιόδου. Για την κάλυψη και του πιστωτικού κινδύνου η προμήθεια προσαυξάνεται.

§ Στο επιτόκιο που εφαρμόζεται επί των χορηγήσεων (αντίστοιχο των τραπεζικών για κεφάλαιο κίνησης) χωρίς επιβάρυνση ΕΦΤΕ και με εισφορά του Ν.128/75 στο 0,12%. Οι προκαταβολές του εξαγωγικού factoring πραγματοποιούνται στο νόμισμα του τιμολογίου, με εφαρμογή επιτοκίου LIBOR πλέον περιθωρίου.

### 3.2.7 ΟΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ FACTORING

Με την πλήρη απελευθέρωση του εμπορίου οι συνθήκες ανταγωνισμού γίνονται οξύτερες.

Οι μικρές και μεσαίες προ πάντων επιχειρήσεις, αισθάνονται πιο έντονα την ανάγκη εξαγωγικών δραστηριοτήτων για να επιβιώσουν.

Αναπόφευκτα θα προσανατολιστούν στην υποστήριξη των τραπεζών μέσω της τεχνικής factoring για άντληση κεφαλαίων και επιμερισμό των κινδύνων.

Ασφαλώς, το Ευρώ (€) διασφαλίζει από τον κίνδυνο της μεταβολής των συναλλαγματικών ισοτιμιών για το εσωτερικό της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Ο συνδυασμός όμως του θεσμού με σειρά άλλων υπηρεσιών, που οι εκσυγχρονιζόμενες τράπεζες προσφέρουν στις επιχειρήσεις, αποτελούν τη 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.

Ενδεικτικά, αναφέρονται ορισμένα στατιστικά στοιχεία της περιόδου 1986 - 1991, της περιόδου δηλαδή που το factoring άρχισε να γίνεται γνωστό και στην Ελλάδα.

Ο κύκλος εργασιών του Factoring σε διεθνές επίπεδο κατά το 1991, σύμφωνα με στοιχεία του σπουδαιότερου δικτύου Factor Chain International, έφτανε στα 266 δισ.\$ (διπλασιασμός εντός πενταετίας) με επικεφαλής την Ευρώπη (60%), ακολουθούμενη από Αμερική (28%), Ασία (10%) κλπ.

Το ίδιο διάστημα, στον ευρωπαϊκό χώρο προηγείται η Ιταλία με 75δισ.\$ και έπονται Ενωμένο Βασίλειο (28,4 δισ.\$), Γαλλία (15,8δισ.\$), Ολλανδία (11 δισ.\$), Γερμανία (10,6 δισ.\$), κ.ο.κ.

### 3.3 VENTURE CAPITAL - Κεφάλαιο Επιχειρηματικών Συμμετοχών Κεφαλαιακή ενίσχυση δυναμικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων.

#### 3.3.1 ΤΟ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΟ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Η απευθείας επένδυση κεφαλαίων με τη συμμετοχή στο κεφάλαιο εταιρειών που δεν έχουν εισαχθεί στο Χρηματιστήριο αποτελεί ένα νέο θεσμό, ο οποίος υλοποιείται μέσω των εταιρειών παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου (Venture Capital).

Η παροχή επιχειρηματικού κεφαλαίου υψηλού κινδύνου (Venture Capital) είναι ένας τρόπος χρηματοδότησης με ίδια κεφάλαια επιχειρήσεων ή επενδυτικών σχεδίων υψηλού δυναμικού αποδόσεως και συνεπώς υψηλού βαθμού κινδύνου. Το Venture Capital συνδέει τρεις παράγοντες:

i) το επενδυτικό κοινό, ii) τον διαχειριστή του Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου και iii) τις επιχειρήσεις που υλοποιούν τα επενδυτικά σχέδια με την προοπτική της υψηλής αποδοτικότητας.

Κινητήρια δύναμη στην τριμερή συνεργασία είναι τα υψηλά κέρδη που αναμένεται να επιτευχθούν κατά την πώληση της συμμετοχής που απέκτησαν οι διαχειριστές των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου στις νέες επιχειρήσεις υψηλών προσδοκιών, όταν οι προσδοκίες αυτές αρχίσουν να αποδίδουν.

Αν δεν επαληθευτούν οι προβλέψεις, το εγχείρημα θεωρείται αποτυχημένο και είναι δυνατή η απώλεια κεφαλαίων, για το λόγο αυτό, οι διαχειριστές των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου προκειμένου να συμψηφίσουν τους κινδύνους διαμοιράζουν τα κεφάλαιά τους μεταξύ πολλών επιχειρήσεων.

Η προαναφερόμενη συνεργασία για να ωριμάσει απαιτεί γύρω στα δέκα έτη, δηλαδή πρόκειται για μακροπρόθεσμη διαδικασία.

Στις ΗΠΑ, όπου η τεχνική έχει προοδεύσει σημαντικά, επιτυγχάνεται η ωριμότητα (δηλαδή η πώληση των μετοχών στη νέα εταιρεία) εντός μιας πενταετίας.

Η διαφορά μεταξύ του Venture Capital και της συνήθους χρηματοδότησης επιχειρήσεων εντοπίζεται στην αναζήτηση του υψηλού κινδύνου, κάτι που κατά κανόνα αποκλείεται στη συνήθη χρηματοδότηση και στην ενεργό δέσμευση του διαχειριστή κατά την υλοποίηση του επικίνδυνου επενδυτικού σχεδίου με την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών.

Η παροχή Επιχειρηματικού Κεφαλαίου Υψηλού Κινδύνου έχει τρία χαρακτηριστικά στοιχεία:

- Τη συνεισφορά ιδίων κεφαλαίων
- Τη μακροπρόθεσμη τοποθέτηση και
- Την ενεργό ανάμιξη στη διαχείριση του επενδυτικού σχεδίου

### 3.3.2 ΣΕ ΠΟΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΑΠΕΥΘΥΝΕΤΑΙ ΤΟ VENTURE CAPITAL

Ανταποκρίνεται στις ανάγκες δυναμικών εταιρειών που αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς και χρειάζονται κεφάλαια για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξή τους, διατηρώντας όμως υγιή πάντα κεφαλαιακή διάρθρωση.

Συναντάται συχνά και στην περίπτωση μεταβίβασης της ιδιοκτησίας της επιχείρησης, είτε σε μετόχους μειοψηφίας είτε σε στελέχη της διοίκησης (management buy-outs), προσφέροντας την απαιτούμενη χρηματοδότηση για την επίτευξη των επιχειρηματικών στόχων.

Η χρηματοδότηση μέσω venture capital επιτυγχάνεται είτε μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των εταιρειών με αύξηση ή σπανιότερα με εξαγορά τμήματος αυτού είτε με διάφορα άλλα ευέλικτα σχήματα, όπως η έκδοση νέας σειράς προνομιούχων μετοχών ή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου, επιτρέπει δε σχεδόν πάντοτε στον κύριο μέτοχο να διατηρήσει τον έλεγχο της εταιρείας του.

Η κεφαλαιακή ενίσχυση μιας εταιρείας είναι δυνατή τόσο σε αρχικό στάδιο (seed ή start-up capital) όσο και σε μεταγενέστερο (development capital).

Είναι εύλογο ότι το όφελος που προσδοκά ο επενδυτής venture capital είναι υψηλό, πράγμα που δικαιολογεί τον αυξημένο κίνδυνο που αναλαμβάνει για την επένδυσή του.

Ο θεσμός του venture capital έχει οδηγήσει σε εντυπωσιακή ανάπτυξη τις περισσότερες επιχειρήσεις που τον αξιοποίησαν.

Οι εταιρείες παροχής επιχειρηματικού κεφαλαίου συνήθως ρευστοποιούν τη συμμετοχή τους μετά την είσοδο στο Χρηματιστήριο των επιχειρήσεων στις οποίες επένδυσαν ή ακόμη κατά την πώληση της πλειοψηφίας του μετοχικού κεφαλαίου των εταιριών αυτών.

### 3.3.3 ΕΞΕΛΙΞΗ ΚΑΙ ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ ΤΟΥ VENTURE CAPITAL

Ο θεσμός του επιχειρηματικού κεφαλαίου (venture capital) είναι μια μορφή χρηματοδότησης που πρωτοεμφανίστηκε στις ΗΠΑ μετά το Β' Παγκόσμιο Πόλεμο το 1946.

Η ανάπτυξη ήταν αργή μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1970, οπότε δόθηκε ώθηση με τις επενδύσεις στους τομείς ηλεκτρονικής και βιοτεχνολογίας και σε μια δεκαετία (1987) το σύνολο των Επιχειρηματικών Κεφαλαίων Υψηλού Κινδύνου πλησίασε στα 30 δις. δολ., σημειώνοντας υπερδεκαπλάσια αύξηση.

Στη Ευρώπη η δραστηριότητα τέθηκε υπό την αιγίδα της ΕΟΚ με την ίδρυση το 1983 του Ευρωπαϊκού Συνδέσμου European Venture Capital Association (EVCA). Ένα υποδειγματικό σχέδιο τέθηκε σε εφαρμογή το 1984 για να γίνει η αναγνώριση των προβλημάτων και στη συνέχεια προωθήθηκαν διάφορα σχέδια πολυεθνικής συνεργασίας.

Η πρωτοβουλία ακολουθήθηκε σε ικανοποιητικό βαθμό και στο τέλος του 1987 είχαν δεσμευθεί περί τα 13 δις ECU, όπου πλέον του μισού (7,1 δις ECU)

αντιστοιχούσε στη συμβολή του Ενωμένου Βασιλείου, το 1/7 περίπου (1,94 δις ECU) αντιστοιχούσε στο μερίδιο της Γαλλίας και ακολουθούσαν Βέλγιο, Ολλανδία, Γερμανία, Ιταλία κλπ.

Ο θεσμός αναπτύσσεται με ταχείς ρυθμούς παγκοσμίως, ενώ παρατηρείται παράλληλα ότι οι εταιρίες που τον χρησιμοποιούν επιτυγχάνουν θεαματικότερα αποτελέσματα από τους ανταγωνιστές τους.

Στην Ελλάδα το Venture Capital, συναντάται για πρώτη φορά στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Δεν έχουν σημειωθεί ακόμη σημαντικά βήματα, ίσως λόγω της σχετικά πρόσφατης νομοθετικής ρύθμισης του θεσμού.

Παρόλα αυτά, την τελευταία πενταετία έχει αρχίσει μία έντονη κινητικότητα γύρω από το θεσμό του Venture Capital, με τη διεξαγωγή σχετικών διεθνών Forum και θεωρείται βέβαιο ότι θα αποτελέσει προσεχώς μια σύγχρονη μέθοδο στήριξης ελληνικών δυναμικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων, στην αναπτυξιακή προσπάθειά τους.

### 3.3.4 ΤΟ ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΓΙΑ ΤΙΣ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΠΑΡΟΧΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΥΨΗΛΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Οι εταιρείες Venture Capital, σύμφωνα με το Ν.1775 (ΦΕΚ Α' 101/24.5.1988), όπως τροποποιήθηκε από το άρθρο 8 του Ν 2166 (ΦΕΚ Α'137/24.8.1993), είναι ανώνυμες εταιρείες με σκοπό την προώθηση και υλοποίηση κυρίως επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας και σε ποσοστό 51% τουλάχιστο του χαρτοφυλακίου τους.

Οι εταιρείες αυτές στη χώρα μας μπορούν να έχουν τη μορφή είτε Εταιριών Κεφαλαίου Επιχειρηματικών Συμμετοχών (ΕΚΕΣ), όπως αυτές προβλέπονται από το Ν. 2367/95, είτε απλών ανωνύμων εταιριών. Οι εταιρείες Venture Capital μπορούν ειδικότερα:

- Να ιδρύουν νέες επιχειρήσεις με τη μορφή ΑΕ ή ΕΠΕ για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
- Να συμμετέχουν στο κεφάλαιο υφισταμένων επιχειρήσεων ΑΕ ή ΕΠΕ, σε περίπτωση αύξησεως του κεφαλαίου τους, για την πραγματοποίηση επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.
- Να παρέχουν εγγυήσεις για τη χορήγηση δανείων στις προηγούμενες επιχειρήσεις.
- Να παρέχουν στις εν λόγω επιχειρήσεις υπηρεσίες έρευνας αγοράς, αναλύσεως επενδυτικών σχεδίων, οργανώσεως κλπ.

Το ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο των εταιριών Venture Capital ορίζεται από το νόμο ίσο με 500 εκ. δρχ. (1,5 εκατ.€) και καταβάλλεται μόνο σε μετρητά.

Οι μετοχές είναι ονομαστικές και μπορούν να εισάγονται στο χρηματιστήριο.

Στις ιδρυόμενες επιχειρήσεις τους, που προαναφέρθηκαν, οι ΕΠΕΚ δεν επιτρέπεται να χορηγούν δάνεια και η χρηματοδότησή τους γίνεται δια συμμετοχής στο κεφάλαιό τους, για την οποία είναι δυνατή η έκδοση ομολογιακών δανείων, μετατρέψιμων ή μη σε μετοχές.

Η συμμετοχή της εταιρείας Venture Capital ή και η παροχή εγγύησης σε επιχείρηση δεν επιτρέπεται να υπερβαίνει το 20% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας Venture Capital.

Δεν επιτρέπεται επίσης οι υποχρεώσεις της εταιρείας Venture Capital, στις οποίες προστίθεται και το 50% των εγγυήσεων που αυτή χορηγεί προς τις εταιρείες συμμετοχής της, να υπερβαίνουν τα ίδια κεφάλαιά της και σε περίπτωση υπέρβασης, αυτή πρέπει να καλυφθεί εντός εξαμήνου με την αναγκαία αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Η συμμετοχή των εταιρειών Venture Capital στις επιχειρήσεις που προαναφέρθηκαν επιδοτείται με ποσοστό μέχρι 30%, κατόπιν ειδικής διαδικασίας.

Επίσης, προβλέπονται φορολογικές απαλλαγές κερδών για τις εταιρείες αυτές και τους μετόχους σε εταιρείες επενδύσεων υψηλής τεχνολογίας και καινοτομίας.

Για τις εταιρείες Venture Capital εκτός της ειδικής νομοθεσίας ισχύει ο βασικός Ν.2190/1920 περί ανωνύμων εταιρειών και την εποπτεία επ' αυτών ασκεί η Τράπεζα της Ελλάδος.

### 3.4 FORFAITING

Το forfaiting έκανε την εμφάνιση στις ελβετικές τράπεζες κατά την δεκαετία του 1950 και αναφέρεται στην χρηματοδότηση του εξαγωγικού εμπορίου αγαθών μεγάλης μοναδιαίας αξίας ή στην χρηματοδότηση εξαγωγικών συμβολαίων σημαντικών ποσών.

Ορίζεται ως η εκχώρηση άνευ δικαιώματος αναγωγής, εμπορικών αξιόγραφων μεσοπρόθεσμου λήξεως (3-5 ετών) από τον κάτοχο τους (αποκαλούμενο forfaitist) σε εξειδικευμένο χρηματιστικό οργανισμό (forfaiter).

Από την παρατήρηση των υπεισερχόμενων στον ορισμό μερών γίνεται αντιληπτό ότι απουσιάζουν ο εξαγωγέας και ο αγοραστής. Ο τελευταίος, λόγω του υψηλής αξίας αντικειμένου συναλλαγής, πρέπει να είναι κάποιο φερέγγυο πρόσωπο (π.χ. μεγάλη εταιρεία, Κράτος), το οποίο να προσκομίζει αναμφισβήτητες εγγυήσεις, όπως αφήνει να εννοηθεί η αναφερόμενη στον προηγούμενο ορισμό, άνευ δικαιώματος αναγωγής εξαγορά των εμπορικών αξιόγραφων, που εκδικούνται επί της συγκεκριμένης συναλλαγής. Ο εξαγωγέας έχει προφανώς εξοφληθεί τοις μετρητοίς και έχει απαλλαγεί απ' όλους τους κινδύνους, εμπορικό, συναλλαγματικό ή πολιτικό.

Συνεπώς, το forfaiting εντοπίζεται στους ανωτέρους χρηματιστικούς κύκλους, μεταξύ εξειδικευμένων φορέων και καλύπτεται συνήθως από μυστικότητα. Ως εκ τούτου δεν εξευρίσκονται εύκολα στατιστικές πληροφορίες

και υπάρχουν ενδείξεις ότι η τεχνική αυτή δεν ανεπτύχθη με τους ρυθμούς του factoring.

### 3.5 FRANCHISING

Ορισμός. Ο όρος franchising αποδίδεται στην ελληνική ως δικαιόχρηση. Το franchising είναι μία σύμβαση μακροχρόνιας συνεργασίας μεταξύ δύο επιχειρήσεων, εκ των οποίων η πρώτη, αποκαλούμενη δικαιοπάροχος (franchisor), παραχωρεί στην δεύτερη, αποκαλούμενη δικαιοδόχο (franchisee), έναντι αμέσου ή εμμέσου οικονομικού ανταλλάγματος, το δικαίωμα εκμεταλλεύσεως βιομηχανικής ή πνευματικής ιδιοκτησίας, ως και την απαραίτητη τεχνογνωσία.

Το franchising μελετάται κυρίως από νομική άποψη, όπου εξετάζεται η εκατέρωθεν κατοχύρωση των δικαιωμάτων και από εμπορική άποψη, ως τρόπος επεκτάσεως των πωλήσεων. Εδώ όμως ενδιαφέρει περισσότερο ο χαρακτηρισμός του franchising ως ενός τρόπου επενδύσεως, που διευκολύνει την αποκεντρωτική επέκταση των δραστηριοτήτων μιας δυναμικής επιχειρήσεως δια της προσελκύσεως ημιανεξαρτήτων συνεργατών, αλλά και ως ενός τρόπου χρηματοδότησης και στηρίξεως της ιδρύσεως δικτύου νέων επιχειρήσεων.

#### 3.5.1 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ FRANCHISING ΠΑΓΚΟΣΜΙΩΣ

Συνήθως αναφέρεται η εταιρεία ραπτομηχανών Singer ως η πρώτη που εφήρμοσε την τεχνική του franchising στις Η.Π.Α, στο τέλος του XIXου αιώνα, για την προώθηση των πωλήσεών της. Την ίδια μέθοδο χρησιμοποίησαν τότε και άλλες εταιρείες, όπως η General Motors από το 1898 για την διάθεση αυτοκινήτων. Η εξάπλωση της μεθόδου έλαβε ιδιαίτερος ταχύτερους ρυθμούς μετά τον Β΄ παγκόσμιο πόλεμο, οπότε ανεπτύχθη η μαζική παραγωγή καταναλωτικών αγαθών, ενώ υπήρχε στενότητα χρηματοδοτήσεως της αυτονόμου επεκτάσεως των επιχειρήσεων.

Χιλιάδες δικαιοπαρόχων και εκατοντάδες χιλιάδες δικαιοδόχων στις περισσότερες χώρες του πλανήτη πραγματοποιούν ένα συνολικό κύκλο εργασιών πλησίον 1 τρις. Δολ. Στην λήξη του Χχου αιώνα. Την πρώτη θέση καταλαμβάνουν οι Η.Π.Α, όπου εκτιμάται ότι το ένα τρίτο (1/3) τουλάχιστον του λιανικού εμπορίου διεξάγεται από τα δίκτυα franchising και η τεχνική αυτή αποτελεί τον επικρατέστερο τρόπο ιδρύσεως νέων επιχειρήσεων. Ακολουθούν Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία, Ιταλία, Αγγλία κ.ά. με μικρότερες όμως αναλογικώς επιδόσεις. Στην Ευρώπη εκτιμάται ότι 10% των λιανικών πωλήσεων διεξάγεται μέσω των αλυσίδων franchising.



### 3.5.2 ΤΟ ΔΙΕΘΝΕΣ FRANCHISING

Μία δικαιοπάροχος εταιρεία δύναται να συνεργασθεί μέσω franchising απ' ευθείας με εταιρείες άλλων χωρών, σαν να ήταν εταιρείες της ίδιας χώρας (άμεσο franchising). Δύναται επίσης να ιδρύσει στην αλλοδαπή υποκατάστημα ή θυγατρική εταιρεία ή ακόμη να επιλέξει μία εταιρεία, στην οποία αναθέτει την εκπροσώπησή της για υπογραφή συμβάσεων granchising. Στην τελευταία περίπτωση γίνεται λόγος για Master franchising (πρωτεύουσα σύμβαση) και Sub-franchising (δευτερεύουσες συμβάσεις).

Τέλος, μια δικαιοπάροχος εταιρεία μπορεί να ιδρύσει με αλλοδαπή εταιρεία κοινή επιχείρηση (joint venture), για να διαμοιραστεί ο επιχειρηματικός κίνδυνος και να υπάρχει πρόσβαση στον κρατικό υπηρεσιακό μηχανισμό εν γνώσει των τοπικών συνθηκών.

### 3.5.3 ΜΟΡΦΕΣ FRANCHISING

Η επικρατέστερη μορφή franchising εντοπίζεται στον τομέα της διανομής εμπορευμάτων ή υπηρεσιών στον τελικό καταναλωτή. Ο δικαιοπάροχος είναι βιομηχανική παραγωγική μονάδα ή χονδρέμπορος. Στην κατηγορία αυτή εντάσσονται οι αλυσίδες εστιατορίων, ειδών ενδύσεως, ειδών οικιακής χρήσεως κ.ά., όπως αλυσίδες ενοικιάσεως αυτοκινήτων, γραφεία τουρισμού, επιχειρήσεις καθαρισμού χώρων και υπηρεσίες.

Στο βιομηχανικό ή παραγωγικό franchising εντάσσεται η παραγωγική εκμετάλλευση τεχνογνωσίας του δικαιοπάροχου, ώστε να παράγονται επιτόπια τα βιομηχανικά προϊόντα. Μ' αυτόν τον τρόπο συνεργασίας είναι δυνατή η παραγωγή σε μία χώρα, π.χ. της Coca-cola, δια γνωστοποίησης, από την μητρική εταιρεία των ΗΠΑ στην τοπική, της μυστικής συνθέσεως του προϊόντος και δι' εισπράξεως royalties (δικαιωμάτων) επί της παραγόμενης και πωλούμενης ποσότητας.

### 3.5.4 Η ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΤΟΥ FRANCHISING ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Στην Ελλάδα το franchising ανεπτύχθη στον τομέα διανομής, αλλά και στον βιομηχανικό τομέα. Στον τομέα διανομής κυρίαρχη θέση κατέχουν οι αλυσίδες εστίασεως (Goody's- Ελλάς, Mc Donald's – ΗΠΑ, Wendy's – ΗΠΑ, Pizza Hut – ΗΠΑ κ.ά.) και ενδύσεως (Benetton – Ιταλία, Levi's – ΗΠΑ, Next Glou – Αγγλία, Zara – Ισπανία κ.ά.). Ακολουθούν η εκπαίδευση σε ηλεκτρονικούς υπολογιστές και ξένες γλώσσες, ο εξοπλισμός κατοικίας, τα ανταλλακτικά αυτοκινήτων κ.ά. Δεν παραλείπεται ν' αναφερθεί η διανομή των καυσίμων, που έχει προηγηθεί των άλλων μορφών, χωρίς όμως να έχει τότε διαδοθεί αυτή η ονομασία.

Παράδειγμα εφαρμογής του βιομηχανικού ή παραγωγικού franchising αποτελεί η εμφιάλωση και πώληση αναψυκτικών.

Εκτιμάται ότι franchising καλύπτει στην Ελλάδα 10-15% του κύκλου εργασιών του λιανικού εμπορίου.

Η χρήση του franchising στην Ελλάδα άρχισε ουσιαστικώς μετά το 1985 και μέχρι το 1990 εφαρμόζεται σχεδόν αποκλειστικώς μεταξύ ελληνικών εταιρειών. Κατά την περίοδο 1992-1993 αναπτύχθηκαν συνεργασίες με αλλοδαπές εταιρείες και εντός ολίγων ετών οι δραστηριοποιούμενες μέσω franchising, ελληνικές και αλλοδαπές εταιρείες, από 100 υπερέβησαν τις 200.

Το 1996 ιδρύθηκε ο Ελληνικός Σύνδεσμος franchising, ο οποίος συνεργάζεται με την Ευρωπαϊκή Ομοσπονδία και την Διεθνή Ένωση franchising.

### 3.5.5 ΤΟ ΝΟΜΟΘΕΤΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΑΣ

Δεν υπάρχει εξειδικευμένο νομοθετικό πλαίσιο, όπως συμβαίνει π.χ. με το leasing και το factoring. Η κατάρτιση των συμβάσεων franchising στηρίζεται σε νομοθετήματα παραπλήσιων θεμάτων όπως

- Το ΠΔ 219/1991 για τους εμπορικούς αντιπροσώπους,
- Ο νόμος 2251/1994 για την προστασία του καταναλωτή,
- Ο νόμος 1733/1987 για την μεταφορά τεχνολογίας,
- Ο νόμος 703/1977 περί ελέγχου μονοπωλίων και ολιγοπωλίων και προστασίας του ελεύθερου ανταγωνισμού, όπως τροποποιήθηκε εσχάτως με το Ν 2296/1995.
- Τα άρθρα 197-198 του Αστικού Κώδικα <<Ευθύνη από τις διαπραγματεύσεις>>.
- Ο κανονισμός ΕΟΚ 4087/1988 για την εφαρμογή του άρθρου 85 παρ. 3 της Συνθήκης Ευρωπαϊκών Κοινοτήτων σε κατηγορίες συμφωνιών franchise.

Ελλείπει ενιαίου νομοθετικού πλαισίου η κατάρτιση εκάστης σύμβασης ακολουθεί το συντεταγμένο σχέδιο του δικαιοπάροχου ανά συναλλακτική πράξη. Εκεί καθορίζονται αναλυτικώς τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των δύο πλευρών, οι αμοιβές, η διάρκεια της σύμβασης, οι τρόποι λύσεως της και το αρμόδιο δικαστήριο για την επίλυση των διαφορών.

Το πρόβλημα εκ της ελλείψεως νομοθετικού πλαισίου εντοπίζεται κυρίως στην δυσκολία κατοχυρώσεως των δικαιωμάτων των δύο πλευρών στην περίπτωση καταγγελίας μιας σύμβασης franchising. Απαιτείται η στοιχειοθέτηση της ευθύνης του δικαιοπάροχου, ο οποίος συντάσσει το σχέδιο της σύμβασης και ενδέχεται να χορηγήσει στον δικαιοδόχο αμφιβόλου ποιότητας οικονομικές πληροφορίες, ώστε να τον παρασύρει στην υπογραφή της με γενναιόδωρες παροχές, οι οποίες να μην καλύπτονται ευκόλως στο μέλλον.

### 3.5.6 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΟΥ FRANCHISING

Ως πλεονεκτήματα θεωρούνται:

- Η προσφερόμενη δυνατότητα εντάξεως μιας νέας επιχειρήσεως σε μία δοκιμασμένη και επιτυχημένη αλυσίδα, η οποία έχει δημιουργήσει ένα καλό όνομα στην αγορά (Brand name). Τα προηγούμενα χαρακτηριστικά διευκολύνουν την εξεύρεση χρηματοδοτήσεως για την εκκίνηση και αποτελούν εγγύηση για την ορθή επένδυση, λόγω συσσωρευμένης εμπειρίας και τεχνογνωσίας, αλλά και για την εμπορική επιτυχία, αφού το χρησιμοποιούμενο σήμα και οι παρεχόμενες υπηρεσίες είναι γνωστά από προηγηθείσες διαφημίσεις. Άρα, ο επιχειρηματικός κίνδυνος, χωρίς να εξαλείφεται, περιορίζεται και διαμοιράζεται.
- Η συγκεντρωτική προμήθεια πρώτων υλών και προϊόντων, ποιοτικώς λεγμένων και υπό συμφέροντες όρους, λόγω του σημαντικού όγκου συναλλαγής της αλυσίδας καταστημάτων, συμβάλλει στην εξοικονόμηση χρήματος και χρόνου (οικονομίες κλίμακος), ως και στην διασφάλιση ενός ομαλού λειτουργικού ρυθμού.
- Η ευκολία αναθέσεως του διαχειριστικού έργου σε υπεργολάβου (συνήθως θυγατρική εταιρεία του δικαιοπαρόχου).
- Η συνεκμετάλλευση των αποτελεσμάτων ερευνών για νέα προϊόντα, τεχνολογικές, οργανωτικές και εμπορικές βελτιώσεις, με μικρή σχετικώς συμμετοχή στο κόστος.
- Η εν γένει συμμετοχή σε μία ευρεία στρατηγική αναπτύξεως, η οποία έχει ισχυροποιητικές επιπτώσεις στην επιχειρηματική δραστηριότητα και ανταγωνιστικότητα (περιορισμός κινδύνου πτωχεύσεως και αύξηση της πεποιθήσεως επαγγελματικής επιτυχίας).
- Η εκ του ανταγωνισμού εξασφάλιση στους καταναλωτές μιας καλής σχέσεως τιμής και προσφερόμενης ποιότητας.
- Η αύξηση της αξίας της δικαιοπαρόχου εταιρείας κατά την επιτυχή διεύρυνση του δικτύου της.
- Η συμβολή στην ανάπτυξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας και την οικονομική ανάπτυξη μιας χώρας.

Ως μειονεκτήματα θεωρούνται:

- Η απώλεια της πλήρους ανεξαρτησίας με την ένταξη στο δίκτυο. Ο νεοεισερχόμενος σε ένα υφιστάμενο δίκτυο (σύλλογο κλπ) υποχρεούται να τηρεί τους καθιερωμένους κανόνες. Οι συχνές επιθεωρήσεις του δικαιοπαρόχου για την παρακολούθηση της ποιότητας δίδουν την εντύπωση περιορισμού των δυνατοτήτων προσωπικής δράσεως, η οποία ασφαλώς πρέπει να εντάσσεται στα συμβατικά πλαίσια.
- Η πρόσδεση στο δίκτυο γίνεται για καλό και για κακό, δηλαδή κατανέμεται σε όλους η επίπτωση από την κακή φήμη του ενός.
- Η ένταξη στο δίκτυο γίνεται μέσω συμβατικών οικονομικών και άλλων υποχρεώσεων, οι οποίες, ενδέχεται, κατά την διαδρομή, ν' αποδειχθούν δυσβάστακτες (π.χ. απαίτηση νέας συμβάσεως για γεωγραφική επέκταση).

- Το κόστος εγκατάστασης και λειτουργίας είναι υψηλό, αλλ' αποτελεί προϋπόθεση για την διατήρηση της ποιότητας κλπ.
- Ο κίνδυνος αιφνίδιου καταγγελίας της συμβάσεως εκ μέρους του δικαιοπάροχου ή του ανεξέλεγκτου πολλαπλασιασμού των δικαιοδόχων σε μικρή γεωγραφική περιοχή.
- Η δυσκολία αντικειμενικής τεκμηριώσεως των πληροφοριών του δικαιοπάροχου και ο κίνδυνος υπογραφής συμβάσεως με όρους που δεν δικαιολογούνται από τα αποτελέσματα εφαρμογής της.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4

### ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

#### 4.1 Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζαχάρεως (EBZ) Α.Ε.

Οι ακόλουθες πληροφορίες αντλήθηκαν από το ειδικό ενημερωτικό δελτίο της εταιρείας, που εκδόθηκε για την εξυπηρέτηση του σκοπού αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου τον Ιούνιο 1993, ύστερα από έγκριση του Χρηματιστηρίου Αθηνών (συμφώνως προς τις διατάξεις των ΠΔ 348 και 350/1985). Σύμβουλος εκδόσεως η Alpha Finance Α.Ε. και ανάδοχοι εκδόσεως οι τράπεζες ΑΤΕ, ΕΤΒΑ, ΕΤΕΒΑ, Ιονική, Κεντρικής Ελλάδος και Πίστεως. Συνολικές δαπάνες εκδόσεως 400εκ. δρχ. εις βάρος της EBZ. Πρόβλεψη για την αγορά από τους αναδόχους του ενδεχομένου υπολοίπου αδιαθέτων νέων μετοχών.

Η EBZ ιδρύθηκε το 1960, με έδρα την Θεσσαλονίκη, με συμμετοχή ΑΤΕ (90%) και Δημοσίου (10%). Τον Ιούνιο 1993 το μετοχικό κεφάλαιο κατείχαν η ΑΤΕ (98,67%) και η ΕΤΒΑ (1,33%). Είναι η μοναδική εταιρεία παραγωγής ζαχάρεως στην χώρα. Διαθέτει 5 εργοστάσια παραγωγής ζαχάρεως (Λάρισα, Πλατύ Ημαθίας, Σέρρες, Ξάνθη, Ορεστιάδα), στα οποία επεξεργάζεται άνω των 3 εκ. τόνων ζαχαρότευτλων κατ' έτος, παράγουσα πλέον των 310.000 τόνων ζαχάρεως. Ασχολείται επίσης με την παραγωγή σπόρων ζαχαρότευτλων. Το 1991 κατέλαβε την έκτη θέση στον κατάλογο των ελληνικών βιομηχανιών από πλευράς πωλήσεων.

Οι έκτακτες γενικές συνελεύσεις των μετόχων της 31 Μαΐου και 9 Ιουνίου 1993 αποφάσισαν μεταξύ άλλων τα ακόλουθα:

- Την εισαγωγή της εταιρείας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών.
- Την μετατροπή των μετοχών από ανώνυμες σε ονομαστικές και την μείωση της ονομαστικής αξίας τους από 1000 δρχ. σε 250 δρχ. (split). Έτσι ο αριθμός τους από 4.153.578 ανέβηκε σε 16.614.312.
- Την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου κατά 12%, ήτοι κατά 498 430 000 δρχ., με έκδοση 1.993.720 νέων ονομαστικών μετοχών, μετατρέψιμων σε ανώνυμες μετά την αποπληρωμή τους και την διάθεσή τους με ιδιωτική τοποθέτηση στους εργαζομένους της εταιρείας, σε συνεργάτες της και στους υπαλλήλους των τραπεζών ΑΤΕ και ΕΤΒΑ, (μέχρι 1 000 μετοχές ανά νέο μέτοχο, με προκαταβολή του 50% της συνολικής αξίας τους) στην τιμή των 800 δρχ. ανά μετοχή. Οι μετοχές της κατηγορίας αυτής θα εισήγοντο στο χρηματιστήριο τον Ιούλιο 1994, μετά την αποπληρωμή τους.
- Την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, (ήτοι του αρχικού προσαυξημένου κατά την προηγούμενη αύξηση), κατά 25%, δηλαδή κατά 1.163.002.500

δρχ., με την έκδοση 4.652.010 νέων κοινών μετόχων ονομαστικής αξίας 250 δρχ., και τιμής διαθέσεως 1.200 δρχ. Προκύπτει έτσι, από την διαφορά της τιμής διαθέσεως υπέρ το άρτιο, πρόσθετο ποσό ίσον προς 4.419.409.500 δρχ., το οποίο θα εμφανισθεί ως ειδικό αποθεματικό. Οι μετοχές αυτές θα διαθέτουν με δημόσια εγγραφή και θα εισαχθούν στο χρηματιστήριο αμέσως μετά την λήξη των εγγράφων.

Οι παλαιοί μέτοχοι παραιτήθηκαν του δικαιώματος προτιμήσεως επί της αυξήσεως του κεφαλαίου.

Όλες οι νέες μετοχές θα έχουν δικαίωμα απολήψεως μερίσματος από τα κέρδη της χρήσεως 1992/93. Θα εκδοθούν τίτλοι των 10 μετοχών και θα φέρουν 24 μερισματαποδείξεις.

Το προβλεπόμενο να συγκεντρωθεί νέο κεφάλαιο, ύψους 7.177.388.000 δρχ. θα χρησιμοποιηθεί κατά 70% για την ενίσχυση των ιδίων κεφαλαίων κινήσεως της Εταιρείας και κατά 30% για την χρηματοδότηση του πενταετούς επενδυτικού προγράμματός της, το οποίο ανέρχεται σε 10.480 εκ. δρχ. και αποσκοπεί στην μείωση του κόστους παραγωγής μέσω του εκσυγχρονισμού των παγίων εγκαταστάσεων και της αυξήσεως της παραγωγικότητας, καθώς και στην εμπορική επέκταση της Εταιρείας σε νέες μορφές μικροσυσκευασιών και προϊόντων με βάση την ζάχαρη.

Στους ακόλουθους πίνακες παρουσιάζεται η σύνοψη των ισολογισμών των πέντε τελευταίων χρήσεων (η λογιστική χρήση από 1<sup>η</sup> Ιουλίου μέχρι 30<sup>η</sup> Ιουνίου του επομένου έτους), του κύκλου εργασιών και αποτελεσμάτων χρήσεων, καθώς και η εξέλιξη της σχέσεως τιμής διαθέσεως της μετοχής προς κέρδη (P/E).

Η δημοσία εγγραφή απέδωσε 29,435 δις. δρχ., ήτοι 5,3 φορές το επιδιωκόμενο ποσό των 5,5824 δις. δρχ. Ο αριθμός των νέων μετόχων της δημοσίας εγγραφής ήταν ίσος με 3.339 και μαζί με εκείνον της ιδιωτικής τοποθέτησεως πλησίασε στις 7.000. Τα δύο τρίτα (2/3) των εργαζομένων στην EBZ έγιναν μέτοχοί της.

Σύνοψη ισολογισμών Ελληνικής Βιομηχανίας Ζαχάρεως ΑΕ 1987/88-  
1991/92 και αριθμοδείκτες

Εκατομμύρια Δρχ.

| ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ                                | 1991/92       | 1990/91       | 1989/90       | 1988/89       | 1987/88       |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Πάγια & έξοδα εγκ/σεως (κόστος κτήσεως)   | 10.873        | 10.388        | 10.303        | 9.775         | 7.796         |
| Συσσωρευμένες αποσβέσεις                  | (7.986)       | (7.435)       | (6.985)       | (6.324)       | (5.078)       |
| Σύνολον Παγίων                            | 2.887         | 2.953         | 3.408         | 3.451         | 2.718         |
| Συμ/χές και άλλες μακροπρ. απαιτήσεις     | 4             | 8             | 11            | 14            | 7             |
| Αποθέματα                                 | 11.113        | 16.965        | 20.003        | 12.523        | 10.802        |
| Απαιτήσεις                                | 7.324         | 6.925         | 8.765         | 7.536         | 7.256         |
| Διαθέσιμα                                 | 8.857         | 5.000         | 2.427         | 2.218         | 3.384         |
| Λοιποί λ/σμοί κυκλοφ. ενεργητικού         | 1.471         | 1.103         | 978           | 813           | 550           |
| Σύνολον κυκλοφορούντος Ενεργητικού        | 28.765        | 29.993        | 23.173        | 23.090        | 21.992        |
| <b>ΣΥΝΟΛΟΝ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ</b>                | <b>31.656</b> | <b>32.954</b> | <b>35.592</b> | <b>26.555</b> | <b>24.717</b> |
| <b>ΠΑΘΗΤΙΚΟ</b>                           |               |               |               |               |               |
| Ίδια Κεφάλαια                             | 9.535         | 8.489         | 8.248         | 8.228         | 7.385         |
| Προβλέψεις                                | 1.358         | 698           | 629           | 518           | 5             |
| Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις                | 364           | 496           | 510           | 725           | 964           |
| Προμηθευτές- Γραμμάτια πληρωτέα           | 677           | 342           | 609           | 8.226         | 156           |
| Τράπεζες, λ/σμός βραχυπρ. υποχρεώσεων     | 15.448        | 18.233        | 19.272        | 6.052         | 9.241         |
| Υποχρ. σε ασφαλ. Οργανισμούς και φόρους   | 929           | 575           | 1.207         | 317           | 224           |
| Μερίσματα πληρωτέα                        | 244           | 316           | 754           | 700           | 837           |
| Λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις         | 3.101         | 3.805         | 4.363         | 1.789         | 5.905         |
| Σύνολον βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων        | 20.399        | 23.271        | 26.205        | 17.084        | 16.363        |
| <b>ΣΥΝΟΛΟΝ ΠΑΘΗΤΙΚΟΥ</b>                  | <b>31.656</b> | <b>32.954</b> | <b>35.592</b> | <b>26.555</b> | <b>24.717</b> |
| <b>ΔΕΙΚΤΕΣ</b>                            |               |               |               |               |               |
| Μέση απόδ. Ιδίων κεφαλαίων (προ φόρων)    | 20,52%        | 6,95%         | 2,84%         | 2,46%         | 2.60%         |
| Ξένα κεφάλαια/ Ίδια Κεφάλαια              | 2,28          | 2,82          | 3,25          | 2,14          | 2,22          |
| Κυκλοφ. ενεργητικό/ Βραχ. υποχρεώσεις     | 1,41          | 1,29          | 1,23          | 1,35          | 1,34          |
| Κεφάλαιο Κινήσεως (εκ. δρχ)               | 8.366         | 6.722         | 5.968         | 6.006         | 5.629         |
| Κυκλοφ. ταχύτης αποθεμάτων (ημέρες)       | 105           | 161           | 167           | 138           | 119           |
| Κυκλοφ. ταχύτης απαιτήσεων (ημέρες)       | 44            | 57            | 71            | 64            | 71            |
| Κυκλοφ. ταχύτης βραχυπροθ. υποχρ.(ημέρες) | 134           | 178           | 189           | 166           | 145           |
| Πωλήσεις/ συνολικά κεφάλαια               | 1,84          | 1,48          | 1,35          | 1,44          | 1,52          |
| Πωλήσεις/ Πάγιο Ενεργητικό                | 20,41         | 15,90         | 12,21         | 11,09         | 11,01         |

Κύκλος εργασιών και αποτελέσματα χρήσεως της Ελληνικής Βιομηχανίας Ζαχάρεως ΑΕ 1987/88- 1991/92

Εκατομμύρια Δρχ.

|                                    | 1991/92       | 1990/91       | 1989/90      | 1988/89      | 1987/88      |
|------------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Πωλήσεις                           | 59.587        | 50.585        | 41.881       | 36.826       | 32.516       |
| Μικτό κέρδος                       | 10.570        | 8.775         | 6.383        | 3.725        | 4.605        |
| % κύκλου εργασιών                  | 17,7%         | 17,3%         | 15,2%        | 10,1%        | 14,2%        |
| Άλλα έσοδα εκμεταλλεύσεως          | 2.220         | 2.667         | 2.179        | 1.372        |              |
| <b>Σύνολον Μικτών Κερδών</b>       | <b>12.790</b> | <b>11.442</b> | <b>8.562</b> | <b>5.097</b> | <b>4.605</b> |
| Έξοδα διοικήσεως                   | (2.872)       | (2.571)       | (1.971)      | (1.449)      | (2.596)      |
| Έξοδα διαθέσεως                    | (3.935)       | (3.777)       | (3.119)      | (1.815)      | (603)        |
| Μερικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως | 5.983         | 5.094         | 3.472        | 1.833        | 1.406        |
| % κύκλου εργασιών                  | 10,0%         | 10,1%         | 8,3%         | 5,0%         | 4,3%         |
| Πιστωτικοί τόκοι                   | 295           | 256           | 236          | 171          | 150          |
| Χρεωστικοί τόκοι                   | (3.847)       | (5.216)       | (3.506)      | (1.841)      | (906)        |
| Ολικά αποτελέσματα εκμεταλλεύσεως  | 2.431         | 134           | 202          | 163          | 650          |
| % κύκλου εργασιών                  | 4,1%          | 0,3%          | 0,5%         | 0,4%         | 2,0%         |
| Έκτακτα και ανόργανα έσοδα (έξοδα) | (582)         | 448           | 32           | 29           | 109          |
| Οργανικά και έκτακτα αποτελέσματα  | 1.849         | 582           | 234          | 192          | 759          |
| % κύκλου εργασιών                  | 3,1%          | 1,2%          | 0,6%         | 0,5%         | 2,3%         |
| Αποσβέσεις                         | (570)         | (555)         | (560)        | (512)        | (757)        |
| Ενσωματωμένες στο λειτουργ. κόστος | 570           | 555           | 560          | 512          | 366          |
| % κύκλου εργασιών                  | 1,0%          | 1,1%          | 1,3%         | 1,4%         | 1,1%         |
| Κέρδη χρήσεως πρό φόρων            | 1.849         | 582           | 234          | 192          | 368          |
| % κύκλου εργασιών                  | 3,1%          | 1,2%          | 0,6%         | 0,5%         | 1,1%         |
| Κέρδη χρήσεως κατόπιν φόρων        | 1.304         | 498           | 171          | 110          | 310          |
| % κύκλου εργασιών                  | 2,2%          | 1,0%          | 0,4%         | 0,3%         | 1,0%         |



Εξέλιξη κερδών ανά μετοχή (Α) και σχέσεων τιμής διαθέσεως προς κέρδη ανά μετοχή (Β) της EBZ.

| Α. ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ (δρχ)                      |                    |                        |
|--|--------------------|------------------------|
| Μέσος όρος κερδών:                             | Πρό φόρων          | Κέρδη κατόπιν φόρων    |
| - 5ετίας 1987/88-1991/92                       | 39                 | 29                     |
| - 1991/92                                      | 111                | 79                     |
| - 12μηνο 1992/93 (Ε)                           | 380                | 285                    |
| - 12μηνο 1993/94 (Ε)                           | 441                | 287                    |
| Β. ΣΧΕΣΗ ΤΙΜΗΣ ΔΙΑΘΕΣΕΩΝ ΠΡΟΣ ΚΕΡΔΗ ΑΝΑ ΜΕΤΟΧΗ |                    |                        |
|  | P/E<br>(προ φόρων) | P/E<br>(κατόπιν φόρων) |
| - 5ετίας 1987/88-1991/92                       | 30,88              | 41,50                  |
| - 1991/92                                      | 10,78              | 15,29                  |
| - 12μηνο 1992/93 (Ε)                           | 3,16               | 4,20                   |
| - 12μηνο 1993/94 (Ε)                           | 2,72               | 4,18                   |

(Ε) = Εκτίμηση

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΔΑΣΚΑΛΟΥ 1999)
- ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΚΑΙ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ (WESTON & BRIGHAM)
- ΕΙΔΙΚΑ ΘΕΜΑΤΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΣΕΩΣ (ΑΠΟΣΤΟΛΟΠΟΥΛΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ 2004)
- INTERNET