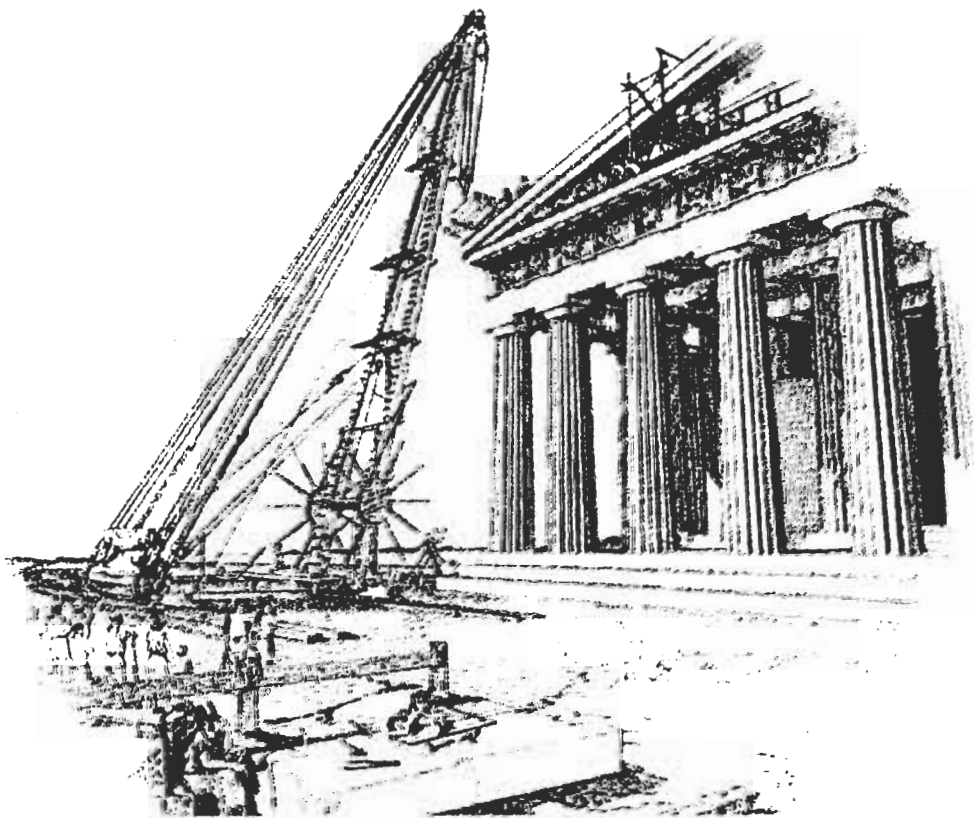


Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ: ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

## ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

### ΘΕΜΑ:

“Η χρηματοδότηση των επιχ/σεων μέσω του χρηματιστηρίου αξιών και άλλες μορφές χρηματοδότησης.”



Εισηγητής: Σ. Κωστόπουλος

Σπουδαστές: Αλεξάνδρα Κοτσάκη  
Μιχάλης Μυστεγνιώτης



# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

## ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

|  |   |
|--|---|
| Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ .....         | 1 |
| ❖ ΟΡΙΣΜΟΣ & ΣΗΜΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ ..... | 1 |
| ❖ ΒΑΣΙΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ ..... | 2 |

## ΜΕΡΟΣ Α: ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

|   |    |
|---|----|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ .....                            | 5  |
| 1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....                | 5  |
| 1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....           | 6  |
| 1.3 ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....                | 8  |
| 1.3.1 ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ..... | 10 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ .....                          | 12 |
| 2.1 ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ .....              | 12 |
| 2.1.2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....                  | 14 |
| 2.1.3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....              | 15 |
| 2.2 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ .....       | 15 |
| 2.2.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ .....                | 16 |
| 2.2.2 ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ .....                | 17 |
| 2.2.3 ΑΛΛΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ .....     | 18 |

## ΜΕΡΟΣ Β: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ.....            | 20 |
| 3.1 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....           | 20 |
| 3.2 ΞΕΝΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ.....           | 21 |
| 3.3 ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ..... | 23 |
| 3.4 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ..... | 24 |

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ....

|  |    |
|--|----|
| 4.1 ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ .....                                    | 26 |
| 4.2 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ<br>ΤΡΑΠΕΖΩΝ ..... | 30 |
| 4.2.1 ΜΟΡΦΗ ΕΓΚΡΙΣΗΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ .....                             | 31 |
| 4.3 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΔΙΚΑΙΟΓΡΑΦΑ.....              | 33 |

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ...

|  |    |
|--|----|
| 5.1 ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ .....                               | 37 |
| 5.1.1 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ .....                               | 38 |
| 5.1.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΟΡΟΙ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ<br>ΔΑΝΕΙΟΥ ..... | 41 |
| 5.2 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ<br>(LEASING) .....     | 44 |
| 5.2.1 ΕΙΔΗ ΜΙΣΘΩΣΗΣ .....  | 45 |
| 5.2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΙΣΘΩΣΗΣ.....                | 47 |
| 5.3 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ .....                    | 48 |
| 5.3.1 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....                    | 49 |

|   |    |
|---|----|
| 5.3.2 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ..... | 51 |
| 5.4 OPTIONS-FUTURES-ΜΕΤΑΤΡΕΥΙΜΑ-WARRANTS .....    | 53 |
| 5.4.1 OPTIONS.....                                | 54 |
| 5.4.2 ΜΕΤΑΤΡΕΥΙΜΑ .....                           | 56 |
| 5.4.3 WARRANTS .....                              | 59 |
| 5.4.4 FUTURES.....                                | 60 |

## ΜΕΡΟΣ Γ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ

|  |    |
|--|----|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ .....                | 63 |
| 6.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ .....           | 63 |
| 6.1.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ Ή ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ.....             | 64 |
| 6.1.2 ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ Ή ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ ..... | 64 |
| 6.1.3 ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ.....                                 | 65 |
| 6.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ .....                          | 65 |
| 6.1.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α.).....         | 66 |
| 6.2.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ.....                 | 68 |
| 6.3 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΕΣ.....                                | 69 |

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ: ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ .....

|  |    |
|--|----|
| 7.1 ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΣΤΟ Χ.Α.Α..... | 71 |
| 7.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ.....                      | 74 |
| 7.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ - ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ.....             | 75 |
| 7.4 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΑΔΟΧΟΥ (INVESTMENT BARKER) .....   | 76 |

|  |     |
|--|-----|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ .....                           | 79  |
| 8.1 ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΜΕΤΟΧΩΝ.....  | 79  |
| 8.1.1 ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ.....                         | 80  |
| 8.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΙΣ ΜΕΤΡΗΤΟΙΣ .....                                    | 83  |
| 8.3 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ .....                                 | 86  |
| 8.3.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΕΣ.....                   | 87  |
| 8.4 ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ .....                 | 88  |
| 8.5 ΠΟΤΕ ΜΙΑ ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΕΙΝΑΙ ΕΠΙΤΥΧΗΣ .....                         | 90  |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ: Η ΜΕΤΟΧΗ .....                                     | 92  |
| 9.1 Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ .....                                       | 92  |
| 9.2 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ .....                          | 95  |
| 9.2.1 ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ, ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ .....                  | 95  |
| 9.2.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΠΗΓΗ<br>ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ..... | 97  |
| 9.3 ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ .....                                     | 98  |
| 9.4 ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ.....                                   | 100 |
| 9.4.1. ΔΕΙΚΤΗΣ P/E.....  | 101 |
| 9.4.2. ΔΕΙΚΤΗΣ P/BV .....  | 102 |
| 9.4.3 ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....                           | 102 |
| 9.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ<br>(P/CV).....    | 103 |
| 9.4.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ .....                            | 104 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ.....                         | 105 |
| 10.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ.....                       | 105 |

|                               |     |
|-------------------------------|-----|
| 10.2 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ.....  | 108 |
| 10.3 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ.....  | 109 |
| 10.4 ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ..... | 110 |

## ΜΕΡΟΣ Δ: ΚΟΣΤΟΣ - ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

|  |     |
|--|-----|
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΔΕΚΑ: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ..... | 112 |
| 11.1 ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....  | 112 |
| 11.2 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....       | 113 |
| 11.3 ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....  | 114 |
| ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΩΔΕΚΑ: ΡΙΣΚΟ - ΚΙΝΔΥΝΟΣ..... | 115 |
| 12.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ.....                     | 115 |
| 12.2 ΡΙΣΚΟ.....                        | 116 |
| ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....                      | 118 |
| ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ                              |     |

## ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

### Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

#### ❖ ΟΡΙΣΜΟΣ & ΣΗΜΑΣΙΑ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Στην σημερινή σύγχρονη επιχείρηση τίθενται σκοποί, χρησιμοποιούνται πρότυπα και λαμβάνονται αποφάσεις που σκοπεύουν στην επίτευξη των αντικειμενικών σκοπών της. Σαν αντικειμενικός σκοπός λαμβάνεται η μεγιστοποίηση των κερδών ανά μετοχή της αξίας της, ή η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετοχών της. Όλες οι λειτουργίες της επιχείρησης είναι προσανατολισμένες για να επιτύχουν τους αντικειμενικούς σκοπούς της.

Κοντά στην κορυφή της οργανωτικής δομής της επιχείρησης βρίσκεται η χρηματοοικονομική λειτουργία. Η λειτουργία αυτή παίζει, συνήθως, σημαντικό ρόλο στον προγραμματισμό και έλεγχο της οικονομικής μονάδας, καθώς και στην εξεύρεση και χρήση κεφαλαίων. Αποβλέπει όχι τόσο στον προσδιορισμό του ύψους των κεφαλαίων, όσο στην σωστότερη και αποδοτικότερη χρήση αυτών.

Αναλυτικότερα, η χρηματοοικονομική διοίκηση καλύπτει σημαντικές δραστηριότητες. Κατ'αρχήν οφείλει κατά τον προγραμματισμό και την διατύπωση των προβλέψεων να μπορεί να διαβλέπει το μέλλον. Για παράδειγμα ο ταμειακός προϋπολογισμός αποτελεί βασικό μέσο πρόβλεψης της βραχυπρόθεσμης ροής κεφαλαίου και ο κεφαλαιουχικός προϋπολογισμός

μέθοδο επιλογής των αποδοτικότερων επενδυτικών προγραμμάτων, που από τη φύση τους συνεπάγονται την δέσμευση κεφαλαίων για μεγάλο χρονικό διάστημα.

Δεύτερον η χρηματοοικονομική λειτουργία ασχολείται με την λήψη επενδυτικών και χρηματοοικονομικών αποφάσεων καθώς και με τις αλληλεπιδράσεις των αποφάσεων αυτών. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι η επιλογή του είδους των κεφαλαίων που πρόκειται να χρησιμοποιηθούν με κριτήριο την λειτουργία στην οποία εμπίπτουν, αποτελεί χρηματοοικονομική απόφαση. Στον χρηματοοικονομικό τομέα το οικονομικό στέλεχος συμμετέχει στον προσδιορισμό του ύψους των αναγκών σε κεφάλαια και των πηγών άντλησης αυτών με στόχο την πραγματοποίηση συγκεκριμένων αποδοτικών επενδύσεων. Επίσης οφείλει να αξιολογεί εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες. Πρέπει να λαμβάνει αποφάσεις για την χρήση κεφαλαίων από εσωτερικές ή εξωτερικές πηγές, για την χρήση ξένων ή ιδίων κεφαλαίων και για την χρήση μακροπρόθεσμων ή βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων. Τέλος ο εκάστοτε αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα δημιουργεί δεσμούς ανάμεσα στην επιχείρηση και στις χρηματαγορές από όπου αντλεί κεφάλαια και γίνεται η διαπραγμάτευση των αξιόγραφων.

#### ❖ ΒΑΣΙΚΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΠΟΦΑΣΕΙΣ

Κατά τον ορισμό της χρηματοοικονομικής διοίκησης, κεντρικό θέμα της οικονομικής πολιτικής της επιχείρησης είναι η ορθή χρήση των κεφαλαίων κατόπιν σημαντικών αποφάσεων που απορρέουν από την λογική



αντιπαραβολή των πλεονεκτημάτων και του κόστους των πηγών κεφαλαίου και από τη διατήρηση, ελάττωση ή αύξηση των επενδύσεων της ώστε να επιτευχθούν οι ευρύτεροι σκοποί που έχει θέσει η ίδια η επιχείρηση. Συμπερασματικά οι τρεις μεγαλύτερες λειτουργίες της χρηματοοικονομικής για τις οποίες πρέπει να ληφθούν αντίστοιχες σημαντικές αποφάσεις είναι η επένδυση, η χρηματοδότηση και η διανομή των κερδών.

Απόφαση επένδυσης: Η επιχείρηση κατά την αναπτυξιακή της πορεία καταρτίζει πρόγραμμα επενδύσεων, στόχους δηλαδή που πρέπει να επιτευχθούν, έτσι ώστε να καταφέρει να πετύχει τον αντικειμενικό σκοπό της, τη μεγιστοποίηση των κερδών. Τα κέρδη είναι αποτέλεσμα της κατανομής κεφαλαίων στις επενδυτικές προτάσεις που εγκρίνονται από τη διοίκηση. Όντας μελλοντικά ενέχουν ρίσκο το οποίο λαμβάνεται υπ'όψη κατά την αξιολόγηση των προτάσεων.

Απόφαση χρηματοδότησης: Το τμήμα της επιχείρησης που ασχολείται με τη χρηματοδότηση τις εντείνει την προσοχή του τόσο στο ύψος των κεφαλαίων που πρέπει να δεσμευτούν στην επιχείρηση, όσο και στη μορφή με την οποία θα εμφανίζεται στο ενεργητικό της. Το ύψος της χρηματοδότησης επηρεάζεται άμεσα από τις ευκαιρίες των επενδύσεων και την ποιότητα αυτών, καθώς και από την κατάσταση της αγοράς από την οποία θα προέλθουν. Η απόφαση χρηματοδότησης μιας επένδυσης.

Μερισματική πολιτική: Η πολιτική των κερδών αφορά τον τρόπο διανομής των κερδών στο πλαίσιο άντλησης των απαιτούμενων κεφαλαίων για επενδύσεις και τη σύνθεση του παθητικού, αλλά και την προστασία της τιμής της μετοχής. Η επιχείρηση πρέπει να πάρει αποφάσεις σχετικά με το μέρος των κερδών που θα διανεμηθεί στους μετόχους, με την μορφή του

μερίσματος και κατά συνέπεια το μέρος που θα παραμείνει στην ίδια, με μορφή κάποιου αποθεματικού.

Στα επόμενα κεφάλαια θα προσπαθήσουμε να σκιαγραφήσουμε τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση χρηματοδοτείται μέσα από τις υπάρχουσες οικονομικές αγορές, τα οφέλη αλλά και τους κινδύνους που εμπεριέχουν οι ανάλογες ενέργειες της, καθώς και τις εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης.

# ΜΕΡΟΣ Α:ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ

### 1.1 ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Για να γίνει πιο κατανοητή «η επιχείρηση» ως έννοια θα πρέπει πρώτα να αναφερθούμε και στην έννοια της οικονομικής μονάδας. Έτσι λέγοντας οικονομική μονάδα αποκαλούμε τον οργανισμό εκείνο που συγκεντρώνοντας τους συντελεστές παραγωγής (έδαφος, κεφάλαιο, εργασία) αποσκοπεί στην παραγωγή υλικών αγαθών και την παροχή υπηρεσιών για την κάλυψη των ανθρωπίνων αναγκών. Διακρίνονται ανάλογα με τον φορέα σε δημόσιες και ιδιωτικές μονάδες και ανάλογα με το περιεχόμενο δράσης τους σε μονάδες κοινωφελούς χαρακτήρα ή κερδοσκοπικού. Όσον αφορά τις τελευταίες, είναι εκείνες που επιδιώκουν με την παραγωγή οικονομικών αναγκών την πραγματοποίηση κέρδους. Έτσι οδηγούμαστε στο συμπέρασμα ότι με την έννοια «επιχείρηση» εκφράζουμε εκείνη την οικονομική μονάδα η οποία συνδυάζει τους συντελεστές παραγωγής για την παραγωγή αγαθών ή παροχής υπηρεσιών με κύριο σκοπό την πραγματοποίηση του μέγιστου δυνατού κέρδους με το ελάχιστο δυνατό κόστος.

## 1.2 ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Η νομοθεσία διακρίνει τις επιχειρήσεις σε ατομικές και εταιρικές. Οι τελευταίες υποδιαιρούνται σε προσωπικές και κεφαλαίου, καθώς και σε συνεταιρισμούς και κοινοπραξίες. Αυτό που ενδιαφέρει τα επιχειρηματικά στελέχη είναι να γνωρίζουν σε τι διαφέρουν και πως επηρεάζουν την εξέλιξη της επιχειρηματικής δραστηριότητας όταν λειτουργούν με την μορφή ατομικής ή εταιρικής επιχείρησης (όπως Α.Ε, Ε.Ε, Ε.Π.Ε, Ο.Ε) συνεταιρισμούς ή κοινοπραξίας.

Η πιο απλή μορφή επιχειρηματικής δραστηριότητας είναι η ατομική επιχείρηση. Διακρίνεται από απλότητα τόσο στην νομιμοποίηση όσο και στην λειτουργία, μια που δεν απαιτείται καταστατικό και ο ιδιοκτήτης αποτελεί πηγή κεφαλαίων κατά την έναρξη των εργασιών. Στη μορφή αυτή δεν υπάρχει δυνατότητα εξασφάλισης μεγάλων ποσών κεφαλαίου και ο ιδιοκτήτης ευθύνεται για τις επιχειρηματικές του αποφάσεις με όλη την προσωπική του περιουσία απέναντι στους δανειστές.

Στις περιπτώσεις εκείνες που 2 ή περισσότερα άτομα επιθυμούν την από κοινού ανάληψη επιχειρηματικής δραστηριότητας, επιλέγεται μια από τις μορφές των προσωπικών εταιριών. Ανάλογα με το βαθμό ευθύνης των εταίρων για την ικανοποίηση των πιστωτών οι εταιρίες αυτές διακρίνονται σε ομόρρυθμες, ετερόρρυθμες και αφανής. Σύμφωνα με την ιδιότητα με την οποία συμμετέχουν οι εταίροι, ευθύνονται και για τα χρέη. Οι ομόρρυθμοι με όλοι τους την περιουσία, οι ετερόρρυθμοι μέχρι

του ποσού που ορίζεται στο καταστατικό, ενώ οι αφανής δεν ευθύνονται για τίποτα παρότι συμμετέχουν στις ζημιές και στα κέρδη όπως προβλέπει το μεταξύ των εταιρών ιδιωτικό συμφωνητικό.

Οι εταιρίες κεφαλαίου είναι πιο γνωστές ως Ε.Π.Ε και Α.Ε. Στις μορφές αυτές περιορίζεται η ευθύνη των ιδιοκτητών μέχρι του ποσού που συνεισφέρουν, όπως αυτό αντιπροσωπεύεται από τα εταιρικά μερίδια στην Ε.Π.Ε και του μετοχικού κεφαλαίου στην Α.Ε. Όσον αφορά την Ε.Π.Ε συμμετέχουν δυο ή περισσότερα πρόσωπα τα οποία συνεισφέρουν τα αρχικά κεφάλαια, τα οποία αυξάνονται από τα μη διανεμόμενα κέρδη. Ως πλεονεκτήματα της Ε.Π.Ε μπορούμε να αναφέρουμε την ευκολία στον σχηματισμό, την περιορισμένη υπευθυνότητα των εταιρών και το μικρό ύψος των κεφαλαίων που απαιτούνται. Αντίθετα μειονεκτήματα αποτελούν η αδυναμία προσέλκυσης κεφαλαίων, η δυσκολία μεταφοράς της εταιρικής μερίδας και η διάρκεια ζωής της εταιρίας η οποία εξαρτάται από εκείνη του πλειοψηφόντος εταιρού.

Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφερθούμε ιδιαίτερος στη μεγάλη επιχείρηση, μορφής Α.Ε. Αυτή κυριαρχεί στις συναλλαγές σε άξια και ιδιαίτερα θα μας απασχολήσει η κατηγορία εκείνη που χρηματοδοτείται από το κοινό, δηλαδή η εισηγμένη ανώνυμη εταιρία σε χρηματιστήριο. Η Α.Ε είναι ένα νομικό δημιούργημα ανεξάρτητο από τους ιδιοκτήτες και την διοίκηση. Η εταιρία αποκτά νομική προσωπικότητα με τη καταχώρηση της διοικητικής αποφάσεις για την σύσταση και της εγκρίσεις του καταστατικού,

στο μητρώο των ανωνύμων εταιρών. Συνήθως, αποτελεί το τρίτο και τελευταίο στάδιο στην εξέλιξη μιας δραστηριότητας με πρώτο την ατομική ή προσωπική επιχείρηση και δεύτερο την Ε.Π.Ε τη διακρίνουν πλεονεκτήματα που δεν συναντώνται στις άλλες μορφές, όπως:

α) περιορισμός της ευθύνης για τα χρέη της στο μέγεθος του ποσού που συνεισφέρετε για την απόκτηση των αντιστοίχων

β) εύκολη μεταπώληση της ιδιοκτησίας και

γ) απεριόριστη διάρκεια ζωής ανεξάρτητη από αυτή των μετόχων

Βάση αυτών των πλεονεκτημάτων καθίσταται δυνατή η άντληση υψηλών κεφαλαίων απαραίτητων για την εκμετάλλευση των επενδυτικών ευκαιριών και της επιβίωσης της. Η Α.Ε μπορεί να επιλέξει κεφαλαιούχους για να αντλήσει κεφαλαία, κάτι που συνεπάγεται δέσμευση μέρους των μετοχών και πιθανώς απώλεια απόλυτου ελέγχου της διοίκησης. Εναλλακτική λύση αποτελεί η εισαγωγή στο χρηματιστήριο, αν πλήρη τις απαιτούμενες προϋπόθεσης. Κατά αυτή την περίπτωση δεν της δίνεται η δυνατότητα να επιλέξει τους μετόχους της, όμως, δεν χάνει τον έλεγχο αφού οι μικρομέτοχοι δεν ενδιαφέρονται και δεν επηρεάζουν την λειτουργία της διοίκησης.

### 1.3 ΣΤΟΧΟΙ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Ο κυριότερος σκοπός της επιχείρησης όπως πηγάζει από τις θεωρητικές βάσεις και ιδιαίτερα από την οικονομική θεωρία είναι η μεγιστοποίηση των κερδών. Οι αρμόδιοι για τα

χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντές, οφείλουν να επιδιώκουν την εξισορρόπηση των συμφερόντων που σχετίζονται με την επιχείρηση για να επιτευχθούν οι στόχοι. Επίσης πρέπει, κατά περίπτωση, στα πλαίσια του σκοπού αυτού η εφαρμοσμένη πολιτική κερδών να μπορεί να κατευθύνει την ροή τους είτε προς τους μετόχους, είτε προς την επιχείρηση. Πολλές φορές η διανομή αυτή μπορεί να μην ικανοποιήσει τους μετόχους, με αποτέλεσμα να σημειωθεί πτώση στην τιμή της μετοχής στο χρηματιστήριο, κάτι που συνεπάγεται αύξηση του κόστους χρηματοδότησης. Συμπεραίνουμε λοιπόν ότι δεν συμπίπτει πάντοτε η έννοια της μεγιστοποίησης των κερδών με την έννοια της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής.

Έτσι, αν μια επιχείρηση πηγαίνει πολύ καλά, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα αυξηθεί, ενώ η «αξία» των δανειακών κεφαλαίων πιθανό να μην επηρεαστεί ουσιαστικά. Από την άλλη πλευρά, αν η επιχείρηση δεν πηγαίνει καλά, θα πρέπει πρώτα να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των δανειστών και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα μειωθεί δραστικά. Συνεπώς, η αξία των μετοχών παρέχει ένα καλό δείκτη μέτρησης του βαθμού αποδοτικής λειτουργίας της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, οι στόχοι της χρηματοοικονομικής διαχείρισης εκφράζονται, γενικά, σε όρους μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών της επιχείρησης με άλλα λόγια μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών.

### 1.3.1 ΜΕΓΙΣΤΟΠΟΙΗΣΗ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗ

Πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι η έννοια μεγιστοποίησης της αξίας είναι ευρύτερη από αυτή της μεγιστοποίησης του κέρδους. Οι λόγοι που αποδεικνύουν κάτι τέτοιο είναι οι ακόλουθοι: Καταρχήν η μεγιστοποίηση της αξίας λαμβάνει υπ'όψην της την χρονική αξία του χρήματος. Τα κεφάλαια που αποκτούνται σήμερα έχουν μεγαλύτερη αξία από τα κεφάλαια που μπορούν να αποκτηθούν σε δέκα χρόνια από σήμερα. Δεύτερον η αξία παίρνει υπ'όψην της το βαθμό κινδύνου που συνδέεται με τις εισοδηματικές ροές. Για παράδειγμα η απαιτούμενη απόδοση των εγγυημένων κρατικών χρεογράφων θα είναι μικρότερη από εκείνη που απαιτείται για επενδύσεις σε νέες δραστηριότητες. Τρίτον η ποιότητα των προσδοκώμενων στο μέλλον κεφαλαιακών ροών μπορεί να ποικίλει. Το ύψος των κερδών είναι δυνατόν να διαφοροποιείται σημαντικά ανάλογα με τις λογιστικές αρχές και τους κανόνες που εφαρμόζονται. Η μεγιστοποίηση της αξίας αποφεύγει ορισμένα από τα προβλήματα αυτά δίνοντας έμφαση στις ταμειακές ή κεφαλαιακές ροές, αντί να εξαρτάται από τη μέθοδο μέτρησης των κερδών ή καθαρών εσόδων.

Οι ιδιωτικοί οικονομικοί οργανισμοί υπόκεινται σε άμεσο έλεγχο και μέτρηση από τις χρηματιστικές αγορές οι οποίες εκτιμούν συνεχώς την αξία των επιχειρήσεων παρέχοντας με τον τόπο αυτό μια μέτρηση της επίδοσης του. Συνέπεια της συνεχούς αυτής αξιολόγησης είναι η μεταβολή της αγοραίας τιμής των μετοχών της. Έτσι, οι συνεχείς εκτιμήσεις της αξίας από τη



πλευρά των κεφαλαιαγορών έχουν ως αποτέλεσμα την τόνωση της αποτελεσματικότητας και τη δημιουργία κινήτρων στις διοικήσεις των επιχειρήσεων για την βελτίωση της επίδοσης τους.

Οι περιορισμοί που θέτει το κράτος (όπως αντιμονοπωλιακή νομοθεσία, ασφάλεια του προϊόντος, προστασία του περιβάλλοντος, κτλ.) καθώς και οι αποφάσεις πολιτικής της επιχείρησης (όπως είδος δραστηριότητας, μέγεθος επιχείρησης, τύποι εξοπλισμού, χρήση δανείων, βαθμός ρευστότητας, κτλ.) επηρεάζουν τόσο την αποδοτικότητα όσο και τον κίνδυνο. Οι δύο αυτοί παράγοντες μαζί καθορίζουν την αξία της επιχείρησης καθορίζουν την αξία της επιχείρησης. Έτσι μια αύξηση στη σχέση ρευστών διαθέσιμων προς περιουσία και στοιχεία, δηλαδή στη ταμειακή θέση, έχει ως αποτέλεσμα την μείωση του κινδύνου. Επειδή όμως τα ρευστά διαθέσιμα δεν αποτελούν κερδοφόρο ενεργητικό στοιχείο, η μετατροπή τέτοιων στοιχείων σε ρευστά διαθέσιμα μειώνει και την αποδοτικότητα. Με τον ίδιο τρόπο η χρήση πρόσθετων δανειακών κεφαλαίων αυξάνει τον βαθμό απόδοσης ή την αποδοτικότητα των κεφαλαίων των μετοχών. Ταυτόχρονα όμως μεγαλύτερη δανειακή επιβάρυνση σημαίνει και μεγαλύτερο κίνδυνο. Ο αρμόδιος διευθυντής αναζητά το συγκεκριμένο σημείο ισορροπίας ανάμεσα στο κίνδυνο και την αποδοτικότητα που μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετοχών της επιχείρησης. Οι περισσότερες χρηματοδοτικές αποφάσεις συνεπάγονται τέτοιο είδος αντισταθμίσεις.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ

### 2.1 ΤΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Οι επιχειρηματικές εργασίες οριοθετούνται και διεξάγονται μέσα σε ένα κλίμα το οποίο διαμορφώνεται και επηρεάζεται από τη διεθνή κατάσταση το κοινωνικό και ιδιαίτερα το πολιτικό περιβάλλον. Το τελευταίο παίζει σημαντικότερο ρόλο, αφού αυτό δημιουργεί τις συνθήκες προσέλκυσης ή απώθησης των επενδύσεων, ενώ οι διεθνείς σχέσεις και ιδιαίτερα το διεθνές εμπόριο επηρεάζουν της εισαγωγές και εξαγωγές των χωρών διευρύνοντας ή συστέλλοντας τις συναλλαγές μεταξύ των χωρών. Σε ανώτερα πολιτικά επίπεδα για τη διαμόρφωση του οικονομικού περιβάλλοντος γίνεται χρήση τριών βασικών μέτρων, για να ελέγχει ή οικονομική δραστηριότητα. Τα τρία αυτά μέτρα είναι τα εξής:

#### 1.1 ΝΟΜΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Με την χρήση αυτού του μέτρου η πολιτεία μπορεί να καθορίσει το ύψος των πιστώσεων που χορηγούν οι τράπεζες κάνοντας το χρήμα περισσότερο ή λιγότερο διαθέσιμο, με στόχο να περιορίσουν τον πληθωρισμό και να διατηρήσουν τις τιμές σε σταθερά επίπεδα. Αυτό το πετυχαίνουν με την χρήση τεσσάρων εργαλείων. Πρώτο εργαλείο είναι η αγορά ή πώληση τίτλων δημοσίου στις χρηματιστηριακές αγορές. Η πώληση χρεογράφων

συνεπάγεται ανάληψη ρευστών διαθέσιμων από τους καταθέτες, με συνέπεια να περιορίζονται τα διαθέσιμα κεφάλαια. Αντίθετα η αγορά χρεογράφων από την κεντρική τράπεζα επιφέρει τα αντίθετα αποτελέσματα. Δεύτερον, τα επιτόκια παρέμβασης σηματοδοτούν την ενδεικνυόμενη πολιτική και ελέγχου της αγοράς χρήματος. Τα βασικά επιτόκια είναι τρία:

α) τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς

β) τα επιτόκια για χρηματοδότηση των τραπεζών με ενέχυρο χρεόγραφο του δημοσίου

γ) το επιτόκιο αναπροεξόφλησης συναλλαγματικών

Η αύξηση των επιτοκίων συνεπάγεται πτώση των διαθέσιμων για χρηματοδότηση. Αντίθετα η μείωση φανερώνει χαλαρή πολιτική και αύξηση των διαθέσιμων για χρηματοδότηση. Έτσι, σε περίπτωση αύξησης των επιτοκίων αυξάνεται το δανειακό κόστος και οι επιχειρήσεις παρουσιάζουν απροθυμία για δανεισμό. Στην αντίθετη περίπτωση έχουμε αύξηση της δανειοληπτικής διάθεσης, γιατί το κόστος των κεφαλαίων είναι χαμηλό.

Τρίτον, το περιθώριο σε δάνεια με ενέχυρο χρηματοπιστωτικές αξίες αποτελεί το λιγότερο χρησιμοποιημένο εργαλείο και μπορεί να επηρεάσει μόνο την αγορά τίτλων. Το μέτρο αυτό οριοθετεί το ύψος του δανείου που μπορεί να χορηγηθεί όταν κατατίθενται αυτές οι αξίες σαν ενέχυρο.

Τέλος, οι υποχρεωτικές καταθέσεις είναι ένα ακόμα μέτρο νομισματικής πολιτικής. Είναι το ποσοστό επί των καταθέσεων που οφείλουν οι τράπεζες να αποδίδουν στην κεντρική τράπεζα

για την εξασφάλιση των καταθέσεων τους. Μια αύξηση των υποχρεωτικών καταθέσεων σημαίνει μείωση των χρηματικών διαθέσιμων των εμπορικών τραπεζών για δανεισμό. Αντίστοιχα, η μείωση απελευθέρωσε διαθέσιμα κεφάλαια για χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Το τελευταίο αυτό μέτρο είναι ίσως το αποτελεσματικότερο εργαλείο επηρεασμού της νομισματικής κυκλοφορίας.

### 2.1.2 ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Τόσο η νομισματική όσο και η πιστωτική πολιτική ασκούνται από την τράπεζα της Ελλάδος για τον έλεγχο κάθε μορφής πιστώσεων.

Η κεντρική τράπεζα εκτός του εκδοτικού της προνομίου αναπτύσσει και ορισμένες εμπορικές δραστηριότητες και γενικά εφαρμόζει επιλεκτική χρηματοδότηση των τομέων της οικονομίας ανάλογα με την κρατική πολιτική. Διαμέσου της πιστωτικής πολιτικής για να επιτύχει τους στόχους που θέτει μεταβάλλει το ύψος των επιτοκίων, καθορίζει τις προϋποθέσεις για τις χορηγήσεις και το ύψος των πιστώσεων και τις ελέγχει, ώστε αυτές να κατευθύνονται στην εκπλήρωση των σκοπών για των οποίων έχουν δοθεί τα δάνεια. Τέλος επεμβαίνει στην διατραπεζική αγορά είτε καλύπτοντας ελλείμματα, είτε αντλώντας ρευστότητα στις ολιγοήμερες καταθέσεις.

### 2.1.3 ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Εργαλεία της δημοσιονομικής πολιτικής αποτελούν η φορολογία και οι δαπάνες που αποφασίζονται από την κυβέρνηση. Με αντίστοιχες αυξήσεις ή μειώσεις των φόρων και των δαπανών η πολιτεία αποθερμάνει ή αναθερμαίνει την οικονομική δραστηριότητα. Η μείωση των φόρων αυξάνει τα εισοδήματα και δημιουργεί προϋπόθεση για ανάπτυξη και αυξημένη επιχειρηματική δραστηριότητα, αλλά οδηγεί και στην εμφάνιση του φαινομένου του πληθωρισμού υπό ορισμένες συνθήκες. Συνήθως, οι πληθωριστικές πιέσεις επιβάλλουν την θέσπιση διορθωτικών μέτρων. Συνεπώς, καθίσταται αναγκαίο, κατά την περίοδο της αυξημένης επιχειρηματικής δραστηριότητας, να επιβληθούν περιοριστικά οικονομικά μέτρα. Έτσι, μετά την περίοδο της ανάπτυξης και της χαλαρής πολιτικής ακολουθεί περίοδο αυστηρής πολιτικής χρήματος με υψηλά επιτόκια και περιορισμούς στις δανειοδοτήσεις. Η εναλλαγή αυτή, περιόδων ανάκαμψης και χαλάρωσης αποτελεί συχνό φαινόμενο στις προηγμένες χώρες της ελεύθερης οικονομίας, με διαφορές μόνο στην ένταση και τη διάρκεια των φαινομένων αυτών.

### 2.2 ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ο χρηματοοικονομικός τομέας που περιλαμβάνει τις χρηματιστηριακές αγορές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και χρηματοδοτικά μέσα αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του

περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις. Παρακάτω θα γίνει σύντομη αναφορά στους βασικούς παράγοντες του χρηματοοικονομικού αυτού περιβάλλοντος.

### 2.2.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Οι χρηματιστικές αγορές αποτελούνται από χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές και προσφέρουν το μηχανισμό διάμεσο του οποίου ο επιχειρηματίας μπορεί να αντλήσει κεφάλαια από ένα μεγάλο αριθμό χρηματοδοτικών πηγών. Οι αγορές αυτές συγκροτούνται από όλες τις συναλλαγές εκείνες που έχουν ως αποτέλεσμα την δημιουργία χρηματικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων. Ορισμένες συναλλαγές γίνονται διαμέσου οργανωμένων ιδρυμάτων όπως το χρηματιστήριο. Ένας μεγάλος αριθμός συναλλαγών πραγματοποιείται διαμέσου χρηματιστών και μεσιτών, που αγοράζουν και πουλούν χρεόγραφα και αποτελούν τις λεγόμενες εξωχρηματιστηριακές αγορές. Ενώ, αρκετά χρηματικά περιουσιακά στοιχεία δημιουργούνται και από συναλλαγές που διεξάγονται σε άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς, όπως ταμειυτήρια ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συμπέρασμα, οι χρηματιστικές αγορές δεν έχουν συγκεκριμένη φυσική υπόσταση και ο καθένας από εμάς έχει να κάνει με αυτές με τον ένα ή με τον άλλο τρόπο.

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις χρηματιστικές αγορές για την άντληση εξωτερικών κεφαλαίων, επιλέγοντας τις πηγές εκείνες, από τις οποίες μπορούν να αντλήσουν καλύτερα

αποτελέσματα. Μία επιχείρηση κατά την επιλογή της ιδανικότερης χρηματιστικής αγοράς με σκοπό την ικανοποίηση των αναγκών της σε κεφάλαια θα πρέπει να λάβει υπ'όψην της τα παρακάτω: σε ποια επενδυτικά προγράμματα θα κατανεμηθούν τα κεφάλαια, με ποια περιουσιακά στοιχεία και με ποιους πόρους πρέπει να έχει για να παράγει τα προϊόντα της ή να προσφέρει τις υπηρεσίες της, με ποια κριτήρια θα κατευθύνουν τη χρήση των κεφαλαίων στους διάφορους τομείς δραστηριότητας της επιχείρησης και τέλος πως θα πρέπει να γίνει ο προγραμματισμός και ο έλεγχος των κεφαλαίων ώστε να παράγει και να διαθέτει τα προϊόντα και τις υπηρεσίες της όσο το δυνατόν πιο αποτελεσματικά.

### 2.2.2 ΤΟ ΤΡΑΠΕΖΙΚΟ ΣΥΣΤΗΜΑ

Για την καλύτερη κατανόηση των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών απαιτείται η ανάλυση του ρόλου του τραπεζικού συστήματος. Η λειτουργία τόσο της κεντρικής τράπεζας, όσο και των εμπορικών τραπεζών επηρεάζει τις πιστωτικές και επενδυτικές δραστηριότητες ασκώντας σημαντικές επιδράσεις στο κόστος και στην διαθεσιμότητα του χρήματος.

Οι τράπεζες, λοιπόν, είναι ανώνυμες εταιρίες οι οποίες αναλαμβάνουν χρηματοπιστωτικές υποχρεώσεις έναντι τρίτων. Οι πιστώσεις που παρέχουν τα τραπεζικά ιδρύματα διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες ανάλογα με τον χρόνο διάρκειας τους και σε πιστώσεις εξασφαλισμένες με εμπράγματα ασφάλειες ή εξασφαλισμένες από ιδιώτες ανάλογα με τις

εγγυήσεις που προσφέρουν οι δανειολήπτες. Τέλος μια άλλη κατηγορία πιστώσεων είναι η ενέγγυος πίστωση, κατά την οποία η τράπεζα αναλαμβάνει να καταβάλει ποσό ίσο με αυτό της σύμβασης βάσει των οποιοδήποτε όρων που έχουν συμφωνηθεί. Οι τράπεζες αποτελούν βασική πηγή χρηματοδότησης για τις επιχειρήσεις ενώ παράλληλα παίζουν καθοριστικό ρόλο στη νομισματική πολιτική της χώρας.

### 2.2.3 ΑΛΛΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ

Εκτός από τις τράπεζες υπάρχουν και εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης όπως:

α) Εταιρίες επενδύσεων κεφαλαίων: Είναι οργανισμοί που συγκεντρώνουν κεφάλαια ιδιωτών ή άλλων επιχειρήσεων με σκοπό την αποδοτικότερη επένδυση τους σε χρηματιστηριακούς τίτλους δηλαδή μετοχές, ομολογίες και έντοκα γραμμάτια τόσο στην εγχώρια όσο και στη διεθνή αγορά. Παρέχουν στους πελάτες τους την ασφάλεια και επιτυγχάνουν μεγάλες αποδόσεις λόγω του μεγάλου όγκου κεφαλαίων που επενδύουν.

β) Ασφαλιστικές εταιρίες: Αποτελούν επίσης επενδυτικούς οργανισμούς και διαφοροποιούνται από τους παραπάνω στο ότι συλλέγουν τα προς επένδυση κεφάλαια από τις αποταμιεύσεις των εργαζομένων.

γ) Πιστωτικές ενώσεις: Συγκεντρώνουν κεφάλαια έναντι τόκου και χορηγούν δάνεια στα μέλη τους. Κυρίως έχουν την μορφή



αγροτικών πιστωτικών συνεταιρισμών. Τέτοιου είδους πιστωτικά ιδρύματα εμφανίζονται σπανίως στις ημέρες μας.

δ) Ταχυδρομικό ταμιευτήριο και ταμείο παρακαταθηκών και δανείων: είναι και τα δύο νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου που χορηγούν πιστώσεις σε δημόσια έργα, σε δήμους, σε κοινότητες και άλλους δημόσιους οργανισμούς ή φυσικά ή νομικά πρόσωπα με απόφαση του Ελληνικού κράτους στα πλαίσια αναπτυξιακής πολιτικής που ακολουθεί.

## ΜΕΡΟΣ Β:ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ:ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΚΑΙ ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Μεγάλη σπουδαιότητα για την επιχείρηση έχει η διάρθρωση των κεφαλαίων της. Τα διάφορα είδη και οι μορφές κεφαλαίων που θα χρησιμοποιήσει για την χρηματοδότηση της αποτελούν δίλημμα για τους αρμόδιους φορείς της επιχείρησης οι οποίοι πρέπει να βρουν την σωστή δομή κεφαλαίων, ώστε να πετύχουν τα καλύτερα αποτελέσματα. Λέγοντας δομή κεφαλαίων εννοούμε την ποσοστιαία συμμετοχή των ιδίων και ξένων κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο της εταιρίας.

#### 3.1 ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ

Λέγοντας ίδια κεφάλαια αναφερόμαστε σε εκείνα τα κεφάλαια που συνεισφέρονται από τους μετόχους ή τον επιχειρηματία εάν πρόκειται για ατομική επιχείρηση και στα οποία στηρίζεται η σύσταση της επιχείρησης. Επίσης της δίνουν την δυνατότητα να αρχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα. Στις ανώνυμες εταιρίες το ιδρυτικό μετοχικό κεφάλαιο αποτελεί σημαντικό μέρος των ιδίων κεφαλαίων της.

Η απόδοση τους δεν είναι εξασφαλισμένη ή υποχρεωτική, αφού ακόμα και σε περίπτωση κερδών η επιχείρηση μπορεί να μην διανείμει μέρος στους μετόχους, αλλά να δημιουργήσει

αποθεματικά. Τα ίδια κεφάλαια έχουν ως κύριο χαρακτηριστικό το ότι είναι μόνιμα κεφάλαια και η επιχείρηση μπορεί να υπολογίσει και να στηρίζεται σε αυτά ανά πάσα στιγμή. Ακόμα και σε περίπτωση απρόσμενων δυσάρεστων αποτελεσμάτων από την επένδυση των ίδιων κεφαλαίων, η σταθερότητα της επιχείρησης δεν τίθεται σε άμεσο κίνδυνο. Η επιχείρηση δεν θα πρέπει να ενεργεί σαν απομονωμένη οικονομική μονάδα και ούτε να στηρίζεται αποκλειστικά και μόνο στα ίδια κεφάλαια της, αλλά οφείλει να λαμβάνει υπ' όψη τις κινήσεις των επιχειρήσεων του κλάδου στο οποίο εντάσσεται. Συνεπώς θα πρέπει να διευρύνει τους επενδυτικούς ορίζοντες της χρησιμοποιώντας και ξένα κεφάλαια σε αντίστοιχα ποσοστά με αυτά του κλάδου.

### 3.2 ΞΕΝΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Τα ξένα κεφάλαια παίζουν το ρόλο αρωγού της επιχείρησης ώστε να επιτύχει μεγαλύτερη αποτελεσματικότητα και να αυξήσει την δραστηριότητα της. Με την έννοια ξένα κεφάλαια αναφερόμαστε στα κεφάλαια εκείνα που προέρχονται από κάθε μορφής δανεισμού και πρέπει να εξοφληθούν και να καταβληθούν τόκοι για την εξυπηρέτηση τους. Η επιχείρηση οφείλει να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της αυτές, μέσα σε προκαθορισμένα χρονικά πλαίσια και σε οποιαδήποτε οικονομική κατάσταση βρίσκεται τη συγκεκριμένη στιγμή. Επομένως, η δανειοδότηση κρύβει κινδύνους που μπορεί να οδηγήσουν σε

επικίνδυνες καταστάσεις τόσο την ίδια την επιχείρηση όσο και την επενδυτική.

Συνήθως τα ξένα κεφάλαια εξασφαλίζονται με εγγραφή υποθηκών στα πάγια της επιχείρησης ή ενεχύρων. Έτσι οι δανειστές θα ζημιωθούν μόνο στην περίπτωση που η επιχείρηση παρουσιάσει ζημιές στο ίδιο κεφάλαιο της. Ο κίνδυνος για να συμβεί κάτι τέτοιο μεγαλώνει όσο η βάση του ξένου κεφαλαίου, σε σχέση πάντα με το ίδιο το κεφάλαιο, είναι μεγαλύτερη.

Θα πρέπει να επισημάνουμε ότι η υψηλή αναλογία ξένου κεφαλαίου στα συνολικά κεφάλαια συνεπάγεται χαμηλή δανειοληπτική ικανότητα, υψηλές σταθερές υποχρεώσεις αποδόσεις και τόκους δανείων, ιδιαίτερα μάλιστα σε περιόδους παρατεταμένης κάμψης στην δραστηριότητα της. Τα παραπάνω έχουν ως συνέπεια περιορισμό της χρηματοοικονομικής ευελιξίας της επιχείρησης καθώς και απώλεια της ανεξαρτησίας της διοίκησης της. Χρηματοοικονομικά η δανειοληπτική δυνατότητα της επιχείρησης εκφράζεται μέσο του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης (ξένα κεφάλαια). Ο δείκτης αυτός, γενικά, πρέπει να είναι μικρότερος από τη μονάδα (1), γεγονός που σημαίνει ότι το Ι.Κ. είναι μεγαλύτερο από το Ξ.Κ. Επίσης κατά την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων, τόσο από την ίδια την επιχείρηση όσο και από τους μελλοντικούς δανειστές της, λαμβάνεται σοβαρά υπ'όψη η τιμή του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης σε σχέση πάντα με αυτού του κλάδου στο οποίο εντάσσεται η επιχείρηση. Όμως μια πολύ χαμηλή τιμή του δείκτη δεν είναι πάντα επιθυμητή,

εφόσον μπορεί να συνεπάγεται και απώλεια αποδοτικότητας των ίδιων κεφαλαίων, λόγω μη χρησιμοποίησης φθηνού ξένου κεφαλαίου, κάτι που δεν συμφέρει φυσικά και τους μετόχους.

### 3.3 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η επιχείρηση βασιζόμενη στα ίδια κεφάλαια όπως τα αποθεματικά και οι αποσβέσεις μπορεί να χρηματοδοτηθεί εσωτερικά. Σε περίπτωση, λοιπόν, που απαιτείται η εξεύρεση κεφαλαίων για την χρηματοδότηση μιας συμφέρουσας επένδυσης μπορεί να επιλέξει λύσεις αυτοχρηματοδότησης. Βασικός τρόπος αυτοχρηματοδότησης είναι η αύξηση του αρχικού κεφαλαίου με καινούριες εισφορές από τους μετόχους κάνοντας έκδοση νέων μετοχών, αν πρόκειται για Α.Ε. ή από τον ίδιο τον επιχειρηματία αν πρόκειται για άλλης μορφής εταιρία (εκτενέστερη ανάλυση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου θα ακολουθήσει σε επόμενο κεφάλαιο).

Σε περίπτωση που δεν υπάρχει δυνατότητα εξεύρεσης ξένων κεφαλαίων ή η επιχείρηση αποφεύγει τον ξένο δανεισμό μπορεί να υπάρξει δανειακή ενίσχυση από τους επιχειρηματίες. Τέλος η κεφαλαιοποίηση των κερδών με την μορφή αποθεματικών είναι η πηγή γνήσιας αυτοχρηματοδότησης. Τα αποθεματικά εξασφαλίζουν οικονομική σταθερότητα στη επιχείρηση και παίζουν το ρόλο «σωσίβιας λέμβου» στην περίπτωση απρόσμενων ζημιών. Διακοσμούνται σε τακτικά τα οποία επιβάλλονται βάση του ειδικού νόμου 2190/1920, σε έκτακτα αποθεματικά για την

αντιμετώπιση εκτάκτων δαπανών ή ζημιών και σε φανερά ή αφανή, ανάλογα με το αν εμφανίζονται ή είναι συγκαλυμμένα σε ιδιαίτερο λογαριασμό του παθητικού στον ισολογισμό της επιχείρησης.

Όποια μορφή εσωτερικής χρηματοδότησης και αν επιλεγθεί υπερτερεί της εξωτερικής, διότι η επιχείρηση αποφεύγει τις οικονομικές επιβαρύνσεις από τόκους, ενώ παράλληλα η εσωτερική χρηματοδότηση μπορεί να γίνεται απεριόριστα, σε αντίθεση με την εξωτερική.

Μειονέκτημα της εσωτερικής χρηματοδότησης είναι το γεγονός ότι ο σχηματισμός αποθεματικών πολλές φορές δυσχεραίνει τους μετόχους της εταιρίας, γιατί προκαλεί μείωση του μερίσματος. Έτσι αυτά τα κέρδη να μοιραστούν στους μετόχους με τη μορφή μερίσματος ακολουθείται η πολιτική αποθεματοποίησης αυτών. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα να συσσωρεύονται τεράστιοι όγκοι κεφαλαίων στα αποθεματικά ωθώντας την επιχείρηση σε υπερβολικές επενδυτικές δαπάνες, με άστοχα αποτελέσματα.

### 3.4 ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η σύγχρονη επιχείρηση έχει ανάγκες που δεν μπορούν αλλά ούτε είναι και απαραίτητο να ικανοποιηθούν από τα ίδια κεφάλαια. Απαιτείται, λοιπόν, η χρησιμοποίηση κεφαλαίων με παροχή κάθε μορφής πιστώσεων τα οποία προσηθέμενα στο ίδιο κεφάλαιο θα

συμβάλλουν στην ανάπτυξη της δραστηριότητας και αποδοτικότητας του επιχειρηματικού κεφαλαίου.

Η εξωτερική χρηματοδότηση διακρίνεται σε βραχυπρόθεσμη ή μακροπρόθεσμη. Πηγές μακροπρόθεσμων δανείων αποτελούν οι τραπεζικές πιστώσεις, οι εμπορικές και τα δικαιόγραφα. Αντίστοιχα πηγές μακροχρόνιας χρηματοδότησης είναι τα δάνεια μακροπρόθεσμης φύσεως από εμπορικές τράπεζες ή άλλους οργανισμούς και τα ομολογιακά δάνεια, τα οποία αφορούν μόνο ανώνυμες εταιρίες. Οι παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η δυνατότητα προσφυγής μιας επιχείρησης σε μακροπρόθεσμο δανεισμό είναι:

α) Το μέγεθος και η νομική μορφή της επιχείρησης για παράδειγμα μεγάλες επιχειρήσεις κυρίως ανώνυμες έχουν αυξημένη πιστοληπτικοί ικανότητα, καθώς και το προνόμιο να συνάπτουν ομολογιακά δάνεια.

β) Το ύψος των ιδίων κεφαλαίων αποτελεί κριτήριο μακροπρόθεσμης δανειοδότησης διότι διατρέχει πρώτο τους κινδύνους χρεοκοπίας της επιχείρησης.

γ) Η αποδοτικότητα και ο προβλεπόμενος βαθμός σταθερότητας της επιχείρησης.

δ) Η συνθήκη του ενεργητικού και του παθητικού.

ε) Οι λόγοι που οδήγησαν στην λήψη του δανείου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ:

### ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η εξωτερική χρηματοδότηση επηρεάζει άμεσα τόσο τον κίνδυνο όσο και τις αναμενόμενες αποδόσεις των επενδύσεων. Κάθε εταιρία έχει στη διάθεση της μια ποικιλία πιστώσεων των οποίων αντισταθμίζονται στα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα καλείται να επιλέξει την πιο συμφέρουσα. Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούμε στα είδη βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης αναλύοντας τα χαρακτηριστικά τους και τις πηγές τους. Ένας απλός ορισμός για την έννοια της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι η δανειακή υποχρέωση που από την αρχή έχει προγραμματιστεί να εξοφληθεί μέσα σε διάστημα ενός χρόνου. Κύριες πηγές είναι οι εμπορικές πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων, η δανειοδότηση από εμπορικές τράπεζες και τα δικαιόγραφα.

#### 4.1 ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ

Στη συνηθισμένη πορεία των εργασιών, η επιχείρηση αγοράζει πρώτες ύλες από άλλες επιχειρήσεις με πίστωση καταχωρώντας η δανειακή αυτή υποχρέωση ως λογαριασμούς πληρωτέους. Αυτοί οι λογαριασμοί ή οι εμπορικές πιστώσεις αποτελούν μεγάλο μέρος των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Σε μεγάλες εταιρίες μη χρηματιστικές καλύπτουν το 40% περίπου των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων τους. Αντίθετα οι μικρές



επιχειρήσεις επειδή συνήθως είναι αδύνατο να χρηματοδοτηθούν από άλλες πηγές εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από αυτές τις πιστώσεις.

Αυτές οι διευκολύνσεις αποτελούν αυτόματη πηγή χρηματοδότησης επειδή προέρχονται από συνηθισμένες επιχειρηματικές συναλλαγές. Για παράδειγμα αν υποθέσουμε ότι μια επιχείρηση πραγματοποιεί ημερήσιες πωλήσεις 100.000 δρχ. μέσα σε ένα μήνα (30 μέρες). Το χρέος της προς τους προμηθευτές θα ανέρχεται στα 3.000.000. Αν διπλασιαστούν οι πωλήσεις της και συνεπώς οι αγορές, το χρέος της θα φτάσει στα 6.000.000 δρχ. Έτσι, η επιχείρηση έχει αυτόματα δημιουργήσει μια πρόσθετη χρηματοδότηση ύψους 3.000.000 δρχ. Συμπεραίνουμε, λοιπόν, ότι η επέκταση των πωλήσεων δημιουργεί πρόσθετη χρηματοδότηση.

Οι πιστωτικοί όροι περιγράφουν και οριοθετούν τις υποχρεώσεις του αγοραστή να εξοφλήσει μια πίστωση. Οι βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν την διάρκεια και τους όρους είναι τέσσερις:

**α) Η οικονομική φύση του προϊόντος:** Οι όροι για εμπορεύματα με μεγάλη κυκλοφοριακή ταχύτητα πωλήσεων είναι εξαιρετικά βραχυπρόθεσμο, λόγω του ότι οι αγοραστές τα μεταπωλούν γρήγορα δημιουργώντας ρευστά διαθέσιμα που τους επιτρέπουν να εξοφλήσουν τους προμηθευτές τους. Αντίθετα για προϊόντα με χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα, ο χρόνος εξόφλησης μπορεί να φτάσει σε έξι μέρες.

β) Συνθήκες του πωλητή: Οι πωλητές που έχουν οικονομική στενότητα αναγκάζονται να χορηγούν πιστώσεις για μικρό χρονικό διάστημα ή να απαιτούν άμεση πληρωμή. Αυτό συμβαίνει κυρίως σε επιχειρηματίες πρωτογενούς παραγωγής. Σε μεγάλες βιομηχανίες υπάρχει δυνατότητα διαφοροποίησης των πιστωτικών όρων και χρησιμοποίηση τους ως μέσο προώθησης των πωλήσεων. Τέλος, η αποκλειστική διάθεση προϊόντος φέρνει τους πωλητές σε πλεονεκτικότερη θέση, δίνοντας τους την ευχέρεια να ορίζουν εκείνοι τον χρόνο της πίστωσης.

γ) Συνθήκες του αγοραστή: Οι οικονομικά εύρωστοι αγοραστές που πραγματοποιούν μεγάλο όγκο αγορών με πίστωση μπορούν να ζητήσουν από τους προμηθευτές τους το μεγαλύτερο χρόνο εξόφλησης και πιο συμφέρουσες τιμές. Επίσης σε ορισμένες κατηγορίες αγοραστών που πραγματοποιούν πωλήσεις σε τομείς με ιδιαίτερο κίνδυνο αναγκαστικά οι προμηθευτές χορηγούν πιστώσεις για μεγάλα χρονικά διαστήματα ενθαρρύνοντας τους να πληρώσουν νωρίτερα με μεγάλες εκπτώσεις.

δ) Εκπτώσεις για πληρωμές μετρητοίς: Η έκπτωση αυτή είναι ένα μέσο επιτάχυνσης του χρόνου εξόφλησης του λογισμού των πελατών και όχι τόσο μείωσης των τιμών. Το κόστος μη ανάληψης τέτοιων εκπτώσεων συχνά υπερβαίνει το επιτόκιο με το οποίο μπορεί να δανειστεί ο αγοραστής. Συνεπώς μια επιχείρηση πρέπει να είναι προσεκτική στην χρησιμοποίηση των εμπορικών πιστώσεων ως πηγή χρηματοδότησης, γιατί αυτή η πηγή μπορεί να αποδειχθεί εξαιρετικά δαπανηρή.

Οι εμπορικές πιστώσεις έχουν διπλή σημασία για των επιχειρήσεων, γιατί αφενός είναι πηγή χρηματοδότησης των αγορών της και αφετέρου χρήση κεφαλαίων στο βαθμό που η επιχείρηση χρηματοδοτεί τις αγορές των πελατών της που έγιναν με πίστωση. Η διατύπωση γενικών αρχών για το κατά ποσό είναι καλύτερο για μια επιχείρηση να είναι χορηγός ή χρήστης εμπορικών πιστώσεων δεν είναι εύκολη. Η επιλογή εξαρτάται από τις συνθήκες της συγκεκριμένης επιχείρησης, καθώς και από τις δαπάνες και τα οφέλη που συνεπάγεται η ανάληψη και χρήση των πιστώσεων.

Οι εμπορικές πιστώσεις, ως πηγή χρηματοδότησης, πλεονεκτούν στο ότι μια επιχείρηση που δεν ανταποκρίνεται σε δανειοδοτικά πρότυπα ενός χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, μπορεί να κάνει χρήση αυτών. Ο προμηθευτής έχοντας πειστεί για την φερεγκιότητα του πελάτη του και γνωρίζοντας την εμπορική πρακτική του κλάδου, είναι σε θέση να κρίνει την επιχειρηματική ικανότητα του πελάτη, καθώς και τον κίνδυνο από πώληση με πίστωση. Ανάλογα, λοιπόν, καθορίζει το ύψος της πίστωσης και τους περιορισμούς που πρέπει να θέσει.

Το αν οι εμπορικές πιστώσεις κοστίζουν λιγότερο ή περισσότερο από άλλες μορφές χρηματοδότησης εξαρτάται από διάφορους παράγοντες. Μια προσεκτική χρηματοοικονομική ανάλυση μπορεί να οδηγήσει στην ορθότερη επιλογή μεταξύ των εναλλακτικών μορφών χρηματοδότησης. Τέλος, οι εμπορικές πιστώσεις μπορεί να αντιπροσωπεύουν μια πραγματική

επιδότηση ή ένα σύστημα προώθησης των πωλήσεων του πιστωτή.

#### 4.2 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ

Ως πηγή χρηματοδότησης ο δανεισμός από τράπεζες κατέχει τη δεύτερη θέση μετά τις εμπορικές πιστώσεις. Οι τράπεζες έχουν δεσπόζουσα θέση στις αγορές βραχυπρόθεσμου ή μεσοπρόθεσμου. Η επιρροή τους είναι μεγαλύτερη από αυτή που εμφανίζεται στα ποσά που χορηγούν, γιατί προσφέρουν πολύτιμα κεφάλαια. Απόδειξη για αυτό είναι ότι μια επιχείρηση σε περίπτωση που οι πιστωτικές συνθήκες είναι σφιχτές είτε ανταποκρίνεται στα πρότυπα της τράπεζας αναγκάζεται να περιορίσει τις δραστηριότητες της με επακόλουθο την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της.

Το τραπεζικό σύστημα χρηματοδοτεί τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες των επιχειρήσεων καλύπτοντας ένα μεγάλο ποσοστό των αναγκών τους. Τα τραπεζικά δάνεια σε μια επιχείρηση δεν διαφέρουν από ένα δάνειο σε κάποιο μεμονωμένο άτομο. Οι πιστώσεις αυτές είναι ανοιχτές σε οποιοδήποτε εκπληρώνει τα κριτήρια που τίθενται από τις τράπεζες για την χορήγηση των βραχυπρόθεσμων δανείων.

#### 4.2.1 ΜΟΡΦΗ ΕΓΚΡΙΣΗΣ ΠΙΣΤΩΣΕΩΝ

Ο συνήθης σκοπός που εξυπηρετούν αυτά τα δάνεια είναι η χρηματοδότηση εποχιακών αποθεμάτων και πωλήσεων με πίστωση ως κεφάλαιο κίνησης. Στην Ελλάδα κυριαρχεί η χορήγηση πιστώσεων για κεφάλαιο κίνησης, μέσο του ορίου χρηματοδότησης κατά την οποία οι τράπεζες ανοίγουν βραχυπρόθεσμη πίστωση, εφόσον συνεχίζεται η τροφοδότηση με κάλυμμα ή εμπράγματο ενέχυρο. Η βραχυπρόθεσμη γενικά πίστωση χορηγείται κυρίως με:

α) Όριο χρηματοδότησης, β) Ανανεούμενη πιστωτική συμφωνία, γ) Δάνειο τακτής λήξης και δ) Ενέγγυας πίστωσης. Η τελευταία χρησιμοποιείται συνήθως στο διεθνές εμπόριο, ενώ στο (α) και στο (β) το ποσό τίθεται στη διάθεση της επιχείρησης μέσο αλληλόχρεου λογαριασμού.

α) Όριο χρηματοδότησης : Οι τράπεζες ανταποκρινόμενες σε αιτήματα πελατών τους για κάλυψη μελλοντικών αναγκών τους, χορηγούν πιστώσεις με μορφή χρηματοδότησης ορισμένου ύψους. Το όριο αυτό είναι μια τυπική ή άτυπη συμφωνία μεταξύ τράπεζας και πελάτη που καθορίζει το μέγιστο ποσό που μπορεί να χορηγηθεί στην επιχείρηση, χωρίς όμως η τράπεζα να δεσμεύεται κάθε φορά για την παροχή αυτής της πίστωσης. Το όριο ισχύει συνήθως για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (κυρίως ένα έτος) και ανανεώνεται κάθε φορά που το κρίνει η τράπεζα, λαμβάνοντας υπ' όψην της νέα στοιχεία του ισολογισμού. Για παράδειγμα αν η θέση της εταιρίας χειροτερέψει η τράπεζα μπορεί να αρνηθεί την πίστωση. Το ύψος της πίστωσης είναι

αποτέλεσμα των πιστωτικών αναγκών της επιχείρησης, όπως προκύπτουν κυρίως με βάση τις προσδοκώμενες πωλήσεις και της πιστωτικής της επιφάνειας.

β) Ανανεωμένη πίστωση: Το είδος αυτό της πίστωσης αναφέρεται στην περίπτωση κατά την οποία χορηγείται δάνειο για διάρκεια μικρότερη του έτους και ανανεώνεται, αν λήξει και οι ανάγκες της επιχείρησης συνεχίζονται. Η επιχείρηση θέλει να γνωρίσει την έκταση της χρηματοδότησης των αναγκών της από την τράπεζα και επιθυμεί την εγγραφή δέσμευση της για το μέγιστο πιστωτικό όριο, οπότε συνάπτει ανακυκλωμένη πίστωση. Αυτό συνεπάγεται, ότι η τράπεζα δεν μπορεί να αρνηθεί αίτημα για επιπρόσθετη χρηματοδότηση, εφόσον αυτή δεν ξεπερνά το προσυμφωνηθέν όριο. Οι ελληνικές τράπεζες δεν συνηθίζουν αυτό το είδος δέσμευσης, απλά εγκρίνουν μόνο το ανώτατο όριο διατηρώντας πάντα την δυνατότητα να αρνηθούν περαιτέρω χρηματοδότηση. Αυτή η πίστωση χρησιμοποιείται κυρίως όταν η εταιρία δεν είναι βέβαιη για τα απαιτούμενα κεφάλαια. Όπως για παράδειγμα σαν περίπτωση που αποφασίζει να παράγει ένα νέο προϊόν.

γ) Δάνεια τακτής λήξης : Ο τρόπος αυτός ενδεικνύεται όταν πρόκειται το δανειζόμενο κεφάλαιο να εξυπηρετήσει συγκεκριμένη ανάγκη, όπως συμβαίνει με τα εργολαβικά δάνεια. Προϋπόθεση για να δοθεί τέτοιο δάνειο είναι η ύπαρξη μελλοντικής ταμειακής ροής στην εταιρία, στην περίπτωση που δεν υπάρχει ενέχυρο, στη Δε χορήγηση με ενέχυρο ζητείται η σύμβαση εργολαβίας.

δ) Ενέγγυα πίστωση: Η ενέγγυα πίστωση είναι σύνηθες μορφή

διεκπεραιώσεις των εμπορικών συμβολαίων μεταξύ των πελατών, των τραπεζών διαφόρων χωρών. Σαν ενέγγυα πίστωση νοείται κάθε συμφωνία με την οποία η τράπεζα, που ενεργεί κατά εντολή και σύμφωνα με τις οδηγίες του πελάτη, αναλαμβάνει να πληρώσει προς τρίτο ή σε διάταξη του ή να αποδειχθεί ή να διαπραγματευθεί συναλλαγές έναντι παράδοσης συμφωνηθέντος εγγράφου, υπό την προϋπόθεση τήρησης των όρων της πίστωσης. Τα έγγραφα που συνήθως χρησιμοποιούνται είναι γνωστά με το όνομα «φορτωτικά». Σε αυτά περιλαμβάνονται τιμολόγια, πιστωτικά, φορτωτικές, ασφαλιστικά, κλπ. Το μέσο που χρησιμοποιείται στην πληρωμή είναι κυρίως η συναλλαγματική. Η ενέγγυα πίστωση μπορεί να είναι ανακλητή, μπορεί να ανακληθεί ή να τροποποιηθεί πριν από την πληρωμή η ανέκκλητη οπότε η τράπεζα δεν μπορεί να αποδεσμευτεί από την υποχρέωση που έχει αναλάβει.

#### 4.3 ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΔΙΚΑΙΟΓΡΑΦΑ

Τα δικαιόγραφα που αποτελούνται από γραμμάτια μεγάλων εταιριών πωλούνται κυρίως σε άλλες επιχειρήσεις, σε ασφαλιστικές εταιρίες και σε τράπεζες. Η χρηματοδότηση αυτή μπορεί να χρησιμοποιηθεί με πιθανότητα επιτυχίας μόνο από δοκιμασμένες εταιρίες που έχουν επιδείξει ικανότητα να πραγματοποιούν κέρδη. Τα εμπορικά χρεόγραφα αποτελούν μη εγγυημένες βραχείας διάρκειας διαπραγματεύσιμους πιστωτικούς

τίτλους που πωλούνται στις χρηματαγορές με μειωμένο επιτόκιο σε σχέση με το τραπεζικό επιτόκιο χορήγησης.

Γενικά, η λήξη των δικαιιογράφων κυμαίνεται από δυο μήνες έως ένα χρόνο. Εκείνα με την μεγαλύτερη φερεγγυότητα δίνουν επιτόκια που κυμαίνονται από μισή έως μια ποσοστιαία μονάδα μικρότερα από εκείνα των τραπεζικών δανείων. Η αγοραπωλησία δικαιιογράφων στην ανοιχτή αγορά περιορίζεται από το σχετικά μικρό αριθμό των επιχειρήσεων που θεωρούνται ότι πλήττουν τις προϋπόθεσης φερεγγυότητας.

Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζει η αγορά χρεογράφων είναι ότι επιτρέπει μια περισσότερο πλεονεκτική και σε μεγαλύτερη κλίμακα διασπορά των δικαιιογράφων. Επίσης, προσφέρει περισσότερα κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από τις άλλες μεθόδους. Ακόμα ο δανειολήπτης αποφεύγει την αναστάτωση και τις δαπάνες που συνεπάγονται οι συμφωνίες δανειοδότησης από διάφορους οργανισμούς, ενώ παράλληλα αποκτά μεγαλύτερη δημοσιότητα και κύρος.

Περιοριστικός παράγοντας της αγοράς είναι ότι το ύψος των διαθέσιμων κεφαλαίων περιορίζεται από την πλεονάζουσα ρευστότητα που διαθέτουν οι μεγάλες ανώνυμες εταιρίες, που είναι οι κυριότεροι προμηθευτές κεφαλαίων. Ένα ακόμα μειονέκτημα είναι ότι σε ένα οφειλέτη που αντιμετωπίζει μια πρόσκαιρη οικονομική δυσχέρεια, δεν προσφέρεται σχεδόν καθόλου βοήθεια επειδή οι συναλλαγές των δικαιιογράφων είναι απρόσωπες σε αντίθεση με τις τράπεζες που είναι πολύ



περισσότερο προσωπικές και πιθανότητα θα βοηθήσουν ένα καλό πελάτη τους να ξεπεράσει μια προσωπική κρίση.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ:

### ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Στα προηγούμενα κεφάλαια αναφερθήκαμε σε πηγές χρηματοδότησης με εσωτερικές ροές ή βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Στο παρόν κεφάλαιο αντικείμενο σχολιασμού θα είναι η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Οι τρόποι, δηλαδή, με τους οποίους μια επιχείρηση μπορεί να αντλήσει από τις διάφορες αγορές μακροπρόθεσμα κεφάλαια. Συνήθως η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση αντιπροσωπεύει περισσότερο από τα 2/3 της συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης. Σε αντίθεση με την βραχυπρόθεσμη που αποτελεί ένα είδος εξισορροπητικού παράγοντα και του οποίου η σημασία αυξάνει όταν η κατάσταση της οικονομίας είναι ισχυρή, ενώ μειώνεται σε περιόδους ύφεσης. Στην λήψη των αποφάσεων για την πηγή και τον τρόπο άντλησης μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, ένα σημαντικό θέμα είναι η επιλογή μεταξύ των διαφόρων ιδιωτικών πηγών και των αγορών που είναι ανοιχτές στο κοινό. Η χρηματοδότηση από ιδιωτικές πηγές αντιπροσωπεύει κεφάλαια που αποκτήθηκαν άμεσα από χρηματοπιστωτικά ιδρύματα όπως τράπεζες, ενώ η χρηματοδότηση από το ευρύ κοινό πραγματοποιείται με την πώληση χρεογράφων σε ένα μεγάλο αριθμό επενδυτών. Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούμε σε όλες εκείνες τις πηγές μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης εκτός από το χρηματιστήριο στο

οποίο θα κάνουμε εκτενέστερη αναφορά στα κεφάλαια που ακολουθούν.

## 5.1 ΕΚΔΟΣΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

Όταν η επιχείρηση έχει ανάγκη από μόνιμο κεφάλαιο καταφεύγει στις εμπορικές τράπεζες ή στις τράπεζες επενδύσεων. Αν χρειάζεται κεφάλαια χρονικής διάρκειας μέχρι 8-10 έτη από τις ίδιες Τράπεζες, μπορεί να αντλήσει το μέρος αυτό των κεφαλαίων που δεν μπορεί να καλύψει, με δικά της κεφάλαια ή με πιστώσεις των προμηθευτών της. Και στις δυο περιπτώσεις υπογράφει συμφωνητικό μεταξύ της δανείστριας τράπεζας και της επιχείρησης. Όταν όμως χρειάζεται κεφάλαια με διάρκεια μεγαλύτερη των δέκα ετών μπορεί να τα αντλήσει με την μορφή ομολογιακού δανείου. Το δάνειο αυτό μπορεί να καλυφθεί από το επενδυτικό κοινό ή εξ ολοκλήρου από ανάδοχο. Στην Ελλάδα η κυριότερη μορφή μακροπρόθεσμου χρέους συνεχίζει να είναι το τραπεζικό δάνειο, ενώ η ομολογιακή έκδοση χρησιμοποιήθηκε σε κάποια έκταση για πρώτη φορά από τις μεγαλύτερες Α.Ε στις δεκαετίες 60 και 70. Έκτοτε η αγορά των ομολογιών ουσιαστικά απουσιάζει.

Συνήθως η διάρκεια του δανείου διαμορφώνεται σύμφωνα με τη διάρκεια επιστροφής των κεφαλαίων που διετεθήσαν για την κτήση του. Για παράδειγμα αν το ενεργητικό που αγοράστηκε έχει διάρκεια οικονομικής ζωής δέκα ετών, θα χρηματοδοτηθεί με δάνειο ανάλογης διάρκειας (10 ή 11έτη). Η επιστροφή κεφαλαίου

πραγματοποιείται συνήθως με εξαμηνιαίες πληρωμές. Τα κεφάλαια που αντλούνται από την πώληση ομολογιών βάσει του νόμου δεν μπορούν να υπερβούν το 50% επί του καταβεβλημένου εταιρικού κεφαλαίου.

### 5.1.1 ΕΙΔΗ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ

Τα ομολογιακά δάνεια πρέπει να είναι εγγυημένα με υποθήκη ή με ενεχυρίαση συγκεκριμένων περιουσιακών στοιχείων. Συνηθέστερα τα πάγια ενεργητικά είναι το προτιμώμενο μέσο ασφάλισης. Διεθνώς στις τοπικές κεφαλαιαγορές υπάρχει δυνατότητα να εκδοθούν και μη εγγυημένα με υποθήκη ή ενεχυρίαση ομολογιακά δάνεια. Στην περίπτωση αυτή το δάνειο αυτό θεωρείται ασφαλισμένο επί οποιουδήποτε περιουσιακού στοιχείου. Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο των ομολογιών που πωλούνται στο επενδυτικό κοινό είναι υποχρεωτική έστω και αν η Α.Ε που τις εκδίδει δεν είναι εισηγμένη.

Μιλώντας για δημόσια προσφορά ομολογιακού δανείου εννοούμε την άντληση κεφαλαίων με πώληση ομολογιών στο ευρύ επενδυτικό κοινό. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση ακολουθεί τη διαδικασία έγκρισης και δημοσιοποίησης που προβλέπει η νομοθεσία. Έτσι, αφού λάβει την άδεια θέτει στην διάθεση του κοινού ενημερωτικό δελτίο το οποίο συντάσσεται βάσει νομοθετικού πλαισίου και το οποίο αναφέρει το ύψος του δανείου, τον αριθμό των ομολογιών, τον χρόνο εξόφλησης, τον τόκο και τον εκπρόσωπο των ομολογιούχων. Επίσης, η Α.Ε προσκομίζει

πιστοποιητικό του υποθηκοφυλακείου συνοδευόμενο από εγγραφή βεβαίωση του εκπροσώπου της εταιρίας ότι το ακίνητο που προσφέρεται για υποθήκη της ανήκει και είναι ελεύθερο βάρους κατάσχεσης ή διεκδίκησης. Φυσικά η αξία του πάγιου στοιχείου που υποθηκεύεται πρέπει να είναι μεγαλύτερη της αξίας του δανείου. Τέλος, στα δάνεια που εκδίδονται με δημόσια εγγραφή απαιτείται η έγκριση από την επιτροπή κεφαλαιαγοράς. Ειδικότερα στην περίπτωση που υπάρχει υποθήκευση περιουσιακού στοιχείου και ο εκδότης του δανείου δεν μπορεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, το ακίνητο κατάσχεται και πωλείται από τους ομολογιούχους για να εισπραχθούν τα οφειλόμενα.

Τα αποθηκευμένα δάνεια διακρίνονται σε κλειστά και ανοιχτά. Λέγοντας ανοιχτό υποθηκευμένο δάνειο (open-end mortgage) εννοούμε την περίπτωση που η εταιρία μπορεί να πουλήσει και άλλες ομολογίες, εκτός των πρώτων ασφαλισμένων επί του ίδιου περιουσιακού στοιχείου βάζοντας Β' σειράς υποθήκη. Ενώ, λέγοντας κλειστό υποθηκευμένο δάνειο (closed-end mortgage) εννοούμε την περίπτωση εκείνη που η εταιρία δεν μπορεί να πωλήσει περισσότερες ομολογίες από αυτές που ήδη έχει εκδόσει και ασφαλίσει με το περιουσιακό στοιχείο. Μπορείς, όμως, να πωλήσεις ομολογίες μέχρι ορισμένου ύψους πέραν αυτού που ήδη εκδόθηκε. Παραδείγματος χάρη αν σε ένα περιουσιακό στοιχείο αξίας 500 εκατ. έχει εγγραφεί πρώτη υποθήκη 200 εκατ. μπορεί να επιτραπεί η έκδοση επιπρόσθετων ομολογιών μέχρι ύψους 150

εκατ. Σε περίπτωση μη υποθηκευμένων δανείων ο ομολογιούχος θεωρείται πιστωτής της εταιρίας και όπως κάθε άλλος πιστωτής προστατεύεται με τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας που δεν έχουν χρησιμοποιηθεί ως εγγύηση ή ως ενέχυρο άλλου δανείου. Συνήθως επιβάλλεται η μη υποθήκευση ή ενεχυρίαση ενεργητικού στο μέλλον. Δυνατότητα έκδοσης τέτοιου δανείου έχουν επιχειρήσεις με μεγάλη επιφάνεια και εξαρτάται από το είδος των παγίων της.

Άλλα είδη ομολογιακών δανείων είναι τα εισοδηματικά ομολογιακά δάνεια (income bonds) τα οποία χρησιμοποιούνται σε περιπτώσεις αναδιοργάνωσης της εταιρίας. Σε αυτή την περίπτωση η εταιρία υποχρεώνεται να καταβάλλει τόκους, μόνο όταν υπάρχουν κέρδη και στην έκταση που επιτρέπει το ύψος αυτών. Ο κάτοχος των ομολογιών αυτών συνήθως συμμετέχει στα μελλοντικά κέρδη σαν κοινός μέτοχος, αφού έχει συνεισφέρει στην δημιουργία τους. Επίσης υπάρχουν οι zero-coupon ομολογίες που εκδίδονται χωρίς τοκομερίδια σε προεξοφλητική βάση. Μια ομολογία zero-coupon μπορεί να αγοραστεί σε τιμή μικρότερη της ονομαστικής της αξίας και μετά το πέρας της διάρκειας της ο εκδότης του δανείου καταβάλλει το ποσό της ονομαστικής της αξίας στον κάτοχο. Για παράδειγμα, λοιπόν μια ομολογία ενός εκατομμυρίου δεκαετούς διάρκειας με ετήσιο επιτόκιο 15% αγοράζεται 247.182 δρχ. Ο ομολογιούχος μετά το πέρας της δεκαετίας θα λάβει ένα εκατομμύριο δρχ. Το θετικό για την επιχείρηση είναι ότι στην διάρκεια των 10 ετών δεν υφίσταται

εκροή χρηματικών διαθεσίμων και απολαμβάνει φορολογική προστασία. Τέλος τα junk bonds είναι ομολογιακά δάνεια υψηλού κινδύνου τα οποία χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν προβληματικές επιχειρήσεις. Σε τέτοιες χρηματοδοτήσεις η δανειακή επιβάρυνση υπερβαίνει την δανειοληπτική ικανότητα και να μπορέσει ο εκδότης να πωλήσει ομολογίες αναγκάζεται να κάνει παραχωρήσεις στην απόδοση η οποία σε αυτά τα δάνεια είναι υψηλή.

### 5.1.2 ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΚΑΙ ΟΡΟΙ ΕΚΔΟΣΗΣ ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΟΥ ΔΑΝΕΙΟΥ

Τόσο οι υποχρεώσεις του εκδότη όσο και τα δικαιώματα των αγοραστών στην περίπτωση φυσικών τίτλων αναγράφονται στο σώμα της ομολογίας, ενώ στην περίπτωση που έχουμε άυλους τίτλους αναγράφονται στο έγγραφο της σύμβασης. Η επιτυχία του δανείου εξαρτάται άμεσα από την διαβάθμιση του καθώς και από τον τρόπο απόσυρσης του. Οι όροι δεν μπορούν να μεταβληθούν από την επιχείρηση εκτός αν αυτή διατηρεί τέτοιο δικαίωμα, όπως δικαίωμα ανάκλησης η κυμαινόμενο επιτόκιο που δίνει την δυνατότητα να μετριάξει το δυσμενές αντίκτυπο, αν αργότερα βελτιωθούν οι συνθήκες για τα δάνεια. Η δυνατότητα ανάκλησης δανείου παρέχει ελαστικότητα στη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Στην περίπτωση πτώσης των επιτοκίων, για παράδειγμα, η εταιρία μπορεί να καλέσει τις ομολογίες για εξαργύρωση καταβάλλοντας στους ομολογιούχους ποσό

μεγαλύτερο της τιμής του αρτίου (call premium). Στους αρχικούς όρους ορίζεται η περίοδος μετά την οποία μπορεί να ανακληθεί το δάνειο. Ο όρος της ανάκλησης ενεργεί σε βάρος του επενδυτή και υπέρ της εταιρίας. Αυτό δικαιολογείται από το ότι η εταιρία μπορεί να κάνει ανάκληση μειώνοντας την μακροπρόθεσμη απόδοση σε περίπτωση που υπάρχουν υψηλά επιτόκια και το κεφάλαιο που επιστρέφεται στον ομολογιούχο να επαναεπενδυθεί με μικρότερη απόδοση.

Σημαντικός όρος για την εξόφληση του δανείου είναι και ο σχηματισμός sinking funds. Αυτά είναι κεφάλαια τα οποία ο εκδότης θέτει στην διάθεση του εκπροσώπου των ομολογιούχων για την εξόφληση του δανείου αυξάνοντας την προστασία αυτών. Για αυτό τον λόγο τα δάνεια αυτά φέρουν πολλές φορές χαμηλότερο επιτόκιο από άλλα που δεν προβλέπουν sinking funds. Οι περιοδικές πληρωμές για την απόσυρση των ομολογιών μπορεί να είναι σταθερές ή μεταβλητές. Στην περίπτωση που το ποσό είναι μεταβλητό το ύψος του εξαρτάται από το ύψος των πωλήσεων ή των κερδών. Εάν η συμφωνία προβλέπει μεταβλητό ποσό, αποδεικνύεται πλεονεκτική για την εταιρία όταν υπάρχει αδυναμία πληρωμής του ποσού για την απόσυρση των ομολογιών. Σε περίπτωση σταθερού ποσού και αδυναμία πληρωμής από την εταιρία ο εκπρόσωπος των ομολογιούχων θα πρέπει να ενεργήσει όπως αν η εταιρία πραγματοποιεί καθυστέρηση πληρωμών ή είναι από πτώχευση.



Η απόσπυση των ομολογιακών δανείων μπορεί να οριστεί εξολοκλήρου σε μια ορισμένη ημερομηνία, κατά τμήματα ή τέλος με μετατροπή σε άλλο χρεόγραφο. Στην περίπτωση εξολοκλήρου εξόφλησης στους όρους έκδοσης περιλαμβάνεται η υποχρέωση δημιουργίας sinking funds για χρησιμοποίηση κατά την λήξη του ημερολογιακού δανείου. Στην περίπτωση τμηματικής απόσπυσης προβλέπεται επίσης ο σχηματισμός sinking funds. Η τμηματική απόσπυση μπορεί να γίνει με δυο τρόπους είτε με απευθείας αγορά από το χρηματιστήριο είτε με ανάκληση ορισμένου αριθμού ομολογιών σε προκαθορισμένη τιμή. Όταν η τρέχουσα τιμή αγοράς είναι μικρότερη από την τιμή ανάκλησης προτιμάται η απευθείας αγορά από το χρηματιστήριο, ενώ όταν η τρέχουσα τιμή είναι υψηλότερη από την τιμή ανάκλησης προτιμάται η δεύτερη περίπτωση.

Στην περίπτωση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου η επιλογή μετατροπής αφήνεται στην κρίση του επενδυτή. Οι όροι της μετατροπής αφορούν κυρίως την τιμή μετατροπής ή την σχέση μεταξύ χρεογράφων και μετόχων με τις οποίες θα ανταλλάγουν. Ένα πρόβλημα που αφορά τον εκδότη είναι η επιλογή της χρονικής στιγμής κατά την οποία θα ισχύουν οι ευνοϊκότεροι όροι μετατροπής.

Ανάλογα με τον τρόπο με τον οποίο καθορίζεται η απόσπυση οι ομολογίες διακρίνονται σε serial bonds και σε series bonds. Στην περίπτωση που οι ομολογίες λήγουν όχι μόνο περιοδικά, αλλά και σε ορισμένες γνωστές κατά την έκδοση ημερομηνίες μιλάμε για

serial bonds. Ενώ στην περίπτωση κατά την οποία το δάνειο πωλείται σε διαφορετικές χρονικές στιγμές με την μορφή σειρών οι οποίες εκδίδονται για να καλύψουν τρέχουσες ανάγκες και η λήξη των ομολογιών ακολουθεί την σειρά έκδοσης μιλάμε για series bonds.

## 5.2 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗΝ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ (LEASING)

Το leasing αποτελεί ένα τρόπο απόκτησης παραγωγικών μέσων και άλλων ενεργητικών χωρίς αυτά να αγοραστούν και χωρίς να απαιτούνται πρόσθετες εξασφαλίσεις. Παλαιότερα η μίσθωση αφορούσε σχεδόν αποκλειστικά ακίνητα όπως γήπεδα και κτιριακές εγκαταστάσεις, ενώ σήμερα είναι δυνατόν να μισθώσει κανείς οποιοδήποτε πάγιο στοιχείο. Βασικό πλεονέκτημα για τις Α.Ε οι οποίες κάνουν χρήση leasing είναι ο φορολογικό, διότι το σύνολο των πληρωμών εκπίπτει από το εισόδημα. Ακόμα απαλλάσσονται από τις χρονοβόρες διαδικασίες έγκρισης και εκταμίευσης του δανεισμού. Όσον αφορά το κόστος της μίσθωσης κρίνεται, αφού πρώτα συγκριθεί με την εναλλακτική λύση της αγοράς, από τον συντελεστή φορολόγησης και τις αποσβέσεις. Έτσι αποφασίζεται η επιλογή του φθηνότερου τρόπου χρησιμοποίησης του απαραίτητου παγίου από την επιχείρηση την συγκεκριμένη χρονική στιγμή.

Μεταξύ εκμισθωτή (Lessor) και μισθωτή (Lessee) καταρτίζεται συμφωνητικό στο οποίο αναφέρονται οι όροι της μίσθωσης καθώς

και ότι η ιδιοκτησία του παγίου διατηρείται από την χρηματοδοτική εταιρία, ενώ μεταφέρεται η χρήση του στον μισθωτή. Οι όροι του συμφωνητικού αναφέρουν το ύψος του μισθώματος, τον χρόνο πληρωμής, τη διάρκεια, τη δυνατότητα ανανέωσης της μίσθωσης και τέλος τον επιβαρυνόμενο με τα έξοδα συντήρησης και ανταλλακτικών.

### 5.2.1 ΕΙΔΗ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Οι μισθώσεις μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές. Οι πιο σημαντικές είναι η πώληση και επαναμίσθωση (sale and lease back), η μίσθωση εκμετάλλευσης ή λειτουργική μίσθωση (operating lease) και τη χρηματοοικονομική μίσθωση (strick financial lease), ενώ υπάρχει και η δυνατότητα επιλογής μικτής μίσθωσης (combination lease).

Σύμφωνα με την πρώτη περίπτωση μίσθωσης μια επιχείρηση που έχει γήπεδα, κτίρια ή εξοπλισμό πουλάει την περίοδο της σε μια εταιρία leasing και ταυτόχρονα κάνει μια σύμβαση επαναμίσθωση της περιουσίας της για ένα ορισμένο χρονικό διάστημα και κάτω από συγκεκριμένους όρους. Το πλεονέκτημα για τον μισθωτή είναι ότι έχει άμεση εισροή κεφαλαίων ενώ δεν στερείται την χρήση του περιουσιακού του στοιχείου. Σε μια συμφωνία πώλησης και επαναμίσθωση οι καταβολές του μισθώματος ρυθμίζονται με τρόπο ώστε να καλύπτουν τόσο την ανάκληση της πλήρους αξίας του παγίου από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, όσο και της εξασφάλισης κάποιας απόδοσης για τα κεφάλαια που επένδυσε.

Οι μισθώσεις εκμετάλλευσης περιλαμβάνουν την χρηματοδότηση καθώς και την παροχή υπηρεσιών συντήρησης. Η IBM είναι πρωτοπόρος σε τέτοιου είδους συμβάσεων. Ο εκμισθωτής αναλαμβάνει την υποχρέωση να συντηρεί το μισθωμένο εξοπλισμό και να εξυπηρετεί τις ανάγκες του μισθωτή. Οι δαπάνες αυτές μπορεί να είναι ενσωματωμένες στις καταβολές του μισθώματος ή να καταβάλλονται χωριστά. Βασικό χαρακτηριστικό αυτού του είδους μίσθωσης είναι ότι συχνά δεν αποσβένεται στο σύνολο του, με άλλα λόγια οι καταβολές που συμφωνούνται στην σύμβαση δεν επαρκούν για την ανάκτηση του πλήρους κόστους του εξοπλισμού. Είναι φανερό ότι η σύμβαση καλύπτει διάστημα μικρότερο από την ωφέλιμη ζωή του μισθωμένου παγίου. Ο εκμισθωτής αναμένει να ανακτήσει το κόστος είτε από ανανέωση σύμβασης είτε πωλώντας αργότερα τον εξοπλισμό. Οι operating leases, τέλος, περιέχουν συχνά μια ρήτρα ακύρωσης η οποία δίνει το δικαίωμα στον μισθωτή να επιστρέψει τον εξοπλισμό πριν την λήξη της συμφωνίας. Αυτό αποτελεί πλεονέκτημα για τον μισθωτή ο οποίος μπορεί να επιστρέψει τον εξοπλισμό αν οι τεχνολογικές εξελίξεις του κάνουν άχρηστο ή αν δεν του χρησιμεύει πια.

Η χρηματοοικονομική μίσθωση δεν προβλέπει υπηρεσίες συντήρησης, δεν μπορεί να ακυρωθεί και αποσβένεται πλήρως. Η συνηθισμένη μεθόδευση αποτελείται από το στάδιο κατά το οποίο η επιχείρηση επιλέγει τα συγκεκριμένα μηχανήματα που χρειάζεται, διαπραγματεύεται την τιμή και τους όρους. Κατά το

δεύτερο στάδιο κλείνει την συμφωνία με κάποια τράπεζα ή εταιρία μίσθωσης που προβλέπει την αγορά από αυτή του εξοπλισμού από τον κατασκευαστή με ταυτόχρονη εκτέλεση μιας συμφωνίας μίσθωσης του εξοπλισμού από το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα. Οι όροι της συμφωνίας προβλέπουν την πλήρη απόσβεση του κόστους για την εισπραξη κάποιας επιπρόσθετης αμοιβής ως απόδοση κεφαλαίων από τον εκμισθωτή. Ο μισθωτής έχει προαιρετικό δικαίωμα ανανέωσης της σύμβασης μετά την λήξη της συνήθως με μειωμένο μίσθωμα.

Αν οι ανάγκες μιας επιχείρησης δεν ικανοποιούνται με κάποιον από τους παραπάνω τύπους μίσθωσης υπάρχει δυνατότητα κατάρτισης σύμβασης με τρόπο τέτοιο που να εξυπηρετούνται οι ιδιαίτερες ανάγκες της. Η σύμβαση αυτή είναι γνωστή ως μικτή μίσθωση.

### 5.2.2 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΙΣΘΩΣΗΣ

Η χρήση της μίσθωσης συνεπάγεται θετικές και αρνητικές επιπτώσεις στην επιχείρηση και στα έσοδα της. Η γνώση αυτών είναι απαραίτητη για την λήξη απόφασης αγοράς του πάγιου ή χρήσης του leasing.

Πλεονέκτημα αποτελεί η δυνατότητα χρήσης πάγιου χωρίς να απαιτείται η αγορά του. Θετικές επιπτώσεις επίσης εμφανίζονται στην φορολογική μεταχείριση της εταιρίας, καθώς και στην οικονομική της κατάσταση. Όσον αφορά την φορολογία τα μισθώματα αφαιρούνται από τα ακαθόριστα έσοδα της χρήσης.

Και στην περίπτωση που η μίσθωση δίνει ταχύτερη απόσβεση από εκείνη που δίνει η αγορά η επιχείρηση απαλλάσσεται από την πληρωμή φόρων για μεταγενέστερες χρήσεις. Όσον αφορά την οικονομική θέση της εταιρίας παρατηρούμε βελτίωση, διότι στην περίπτωση αγορά με ίδια κεφάλαια το περιουσιακό στοιχείο εμφανίζεται στον ισολογισμό μόνο ως ενεργητικό στοιχείο, ενώ όταν η αγορά γίνει με δανεισμό εμφανίζεται στο ενεργητικό αλλά καταχωρείται και στο παθητικό το ποσό του δανεισμού. Στην περίπτωση της μίσθωσης δεν εμφανίζεται στο παθητικό η υποχρέωση για τα μισθώματα, ούτε στο ενεργητικό το μέσο παραγωγής που χρησιμοποιείται. Η ύπαρξη της σύμβασης καταγράφεται σε σημείωση στον δημοσιευμένο ισολογισμό.

Τα μειονεκτήματα εξαρτώνται από το κόστος της μίσθωσης. Εάν λοιπόν αυτό είναι υψηλότερο τον δανεισμό τότε η επιλογή της χρηματοδοτικής μίσθωσης μειονεκτεί.

### 5.3 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Οι δανειακές ανάγκες της επιχείρησης μπορούν να καλυφθούν και με τραπεζικές πιστώσεις. Αυτές ανάλογα με τη διάρκεια διακρίνονται σε μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες και χρησιμοποιούνται για να χρηματοδοτήσουν επενδύσεις σε πάγια ή μόνιμα κυκλοφορούντα ενεργητικά (μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση) καθώς και μόνιμες ανάγκες, όπως επενδύσεις σε παραγωγικά μέσα (μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση). Βασικές πηγές εκτός απ τις τράπεζες είναι οι ασφαλιστικές εταιρίες και οι κατασκευαστές

παραγωγικών μέσων. Ακριβής διαχωρισμός μεταξύ μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων δανείων δεν είναι δυνατόν να γίνει. Τυπικά μπορούμε να θεωρήσουμε ως χρονικό όριο τα πέντε χρόνια. Ο διαχωρισμός αυτός είναι μάλλον αυθαίρετος και ομοφωνία υπάρχει μόνο στο να θεωρούνται τα τραπεζικά δάνεια υπέρ του έτους μακροπρόθεσμα.

### 5.3.1 ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Τα μεσοπρόθεσμα δάνεια είναι άμεσα δάνεια προς τις επιχειρήσεις που εξυπηρετούν ανάγκες για μόνιμο κεφάλαιο κίνησης και για επενδύσεις σε παγία. Συνήθως είναι τοκοχρεολυτικά δάνεια με ισόποσες δόσεις ενώ οποιαδήποτε όροι διέπουν τον δανεισμό αναγράφονται στην σύμβαση μεταξύ τράπεζας και εταιρίας. Η διαδικασία αυτή προστατεύει τόσο τον δανειοδότη όσο και τον δανειολήπτη από την πιθανότητα να μην έχει κάνει ο τελευταίος επαρκείς προβλέψεις για την εξόφληση του δανείου στον προαπαιτούμενο χρόνο. Στην περίπτωση που το δάνειο αφορά αγορά παγίου, κυρίως μηχανήματος, μπορεί να συνδυαστεί ο τρόπος αποπληρωμής του με την παραγωγική ζωή του μηχανήματος και οι καταβολές θα προέρχονται από τις ταμειακές ροές που θα προκύψουν από την χρήση του παραγωγικού μέσου. Στα μεσοπρόθεσμα δάνεια δεν αποκλείεται να υπάρχει μια και μόνη πληρωμή εξόφλησης (balloon payment) η οποία δεν προτιμάται από τις τράπεζες, γιατί έχει ως συνέπεια να επανακτήσουν τα κεφάλαια τους σε μεγαλύτερο χρονικό

διάστημα με αποτέλεσμα το ρίσκο να αυξάνεται. Επίσης ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός όταν ανανεώνεται επανειλημμένα μετατρέπεται ουσιαστικά σε μεσοπρόθεσμο δανεισμό.

Τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα κεφάλαια λόγω του ότι συνεπάγονται μεγαλύτερο ρίσκο κοστίζουν περισσότερο από τα βραχυπρόθεσμα. Οι όροι του δανείου συμφωνούνται με βάση τις ιδιαίτερες ανάγκες του δανειζομένου. Έτσι μπορεί το δάνειο να έχει κυμαινόμενο ή σταθερό επιτόκιο. Το σταθερό ισχύει για όλη τη διάρκεια του δανείου ενώ το κυμαινόμενο μεταβάλλεται ακολουθώντας πάντα τα τρέχοντα επιτόκια. Το κόστος του δανείου διαφέρει ανάλογα με το μέγεθος, τη λήξη και την κατάσταση αγοράς χρήματος. Το πραγματικό, όμως, κόστος του δανείου προκύπτει αν αφαιρέσουμε το Ε.Φ.Τ.Ε καθώς και αν συνυπολογίσουμε και τους φόρους που δεν καταβάλλονται αφού οι τόκοι μειώνουν το φορολογητέο εισόδημα.

Στην περίπτωση που τα μεσοπρόθεσμα κεφάλαια χρησιμοποιούνται για την απόκτηση πάγιων ενεργητικών η τράπεζα είναι πιθανό να ενεχυριάσει τα αγοραζόμενο παραγωγικό μέσο. Άλλος τρόπος εξασφάλισης της τράπεζας είναι η προθεσμιακή πώληση με παρακράτηση της κυριότητας. Αυτό σημαίνει ότι η εταιρία δεν αποκτά την κυριότητα του πάγιου έως όταν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της απέναντι στην τράπεζα.



### 5.3.2 ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Στην περίπτωση εκείνη που η επιχείρηση κρίνει ότι απαιτείται η χρήση μακροπρόθεσμου δανείου πέρα των πέντε ετών. Μπορεί να καταφύγει σε επενδυτικές τράπεζες για την σύναξη τέτοιου είδους δανείου, το οποίο κατά κύριο λόγο είναι ενυπόθηκο. Οι εγγυήσεις αυτές ζητούνται από την Τράπεζα γιατί λαμβάνει μεγάλο κίνδυνο ο οποίος αυξάνεται με την πάροδο του χρόνου. Ιδιαίτερα όσον αφορά τις μικρές επιχειρήσεις, εμπεριέχουν αυξημένο επιχειρηματικό κίνδυνο εξαιτίας του μεγάλου ανταγωνισμού με τις μεγάλες εταιρίες του κλάδου και χαρακτηρίζονται από έλλειψη διοικητικής υποδομής. Η υποθήκευση γίνεται με συμβολαιογραφική πράξη στην οποία προσδιορίζεται το ποσό με το οποίο ο δανειστής θα ικανοποιηθεί πρώτος από το προϊόν ρευστοποίησης του δανείου. Καθόλη την διάρκεια της μακροπρόθεσμης πίστωσης οι τράπεζες παρακολουθούν την πορεία της επιχείρησης και καταρτίζουν οικονομικές μελέτες για την βιωσιμότητα της επιχείρησης και την απόδοση της επένδυσης. Βάσει αυτών των μελετών οι τράπεζες διαμορφώνουν τα κριτήρια χρηματοδότησης τα οποία αφορούν την πείρα και την φερεγγυότητα της επιχείρησης, την βιωσιμότητα της, καθώς και αν το δάνειο καλύπτει πραγματικές επενδυτικές ανάγκες. Επίσης απαιτεί την συμμετοχή της επιχείρησης στην επένδυση με ένα ικανοποιητικό ποσό ιδίων κεφαλαίων (25-30% της επένδυσης). Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν αυτά τα δάνεια είτε

στην αρχή της επιχειρηματικής δραστηριότητας είτε για επέκταση, εκσυγχρονισμό ή μετεγκατάσταση.

Ο δανειστής για να προστατεύσει τα συμφέροντα του επιβάλλει κατά την σύνταξη της σύμβασης κάποιους όρους, οι οποίοι αποτρέπουν τυχόν επιδείνωση της οικονομικής κατάστασης του δανειζομένου. Έτσι ορίζεται συγκεκριμένο επίπεδο στο οποίο πρέπει να βρίσκεται η σχέση κυκλοφορούντος ενεργητικού με τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Ο όρος αυτός αποσκοπεί στην διατήρηση της ρευστότητας σε επίπεδα ικανά για την επιστροφή των κεφαλαίων. Ορίζεται επίσης ποσοστό ετήσιων αποσβέσεων για τον προαναφερθέντα λόγο. Από την σύμβαση του δανείου περιορίζεται το ποσοστό των καθαρών κερδών που διατίθεται ως μέρισμα σε μετρητά, εμποδίζοντας έτσι την εκροή μετρητών από την επιχείρηση. Είναι πιθανόν επίσης να απαγορευτεί η σύναψη άλλου μακροπρόθεσμου δανείου και η υποθήκευση ενεργητικών χωρίς την συγκατάθεση της δανειστριάς τράπεζας. Οι προαναφερθέντες όροι είναι γενικής φύσεως και συναντώνται συχνά στις συμβάσεις τέτοιου είδους δανείου. Μπορεί να υπάρχουν, όμως, και ειδικοί όροι οι οποίοι να προσδιορίζουν τον τρόπο χρήσης του δανείου, τον περιορισμό δανειολήψεων, τη μη αύξηση αμοιβών και την μη αποχώρηση ικανών στελεχών της διοίκησης κατά τη διάρκεια του δανείου.

Ανακεφαλαιώνοντας, λοιπόν, τα χαρακτηριστικά των επιχειρηματικών δανείων είναι τα εξής: η διάρκεια τους δεν υπερβαίνει την δεκαετία ενώ αυτά που χορηγούνται ως κεφάλαια

κίνησης δεν ξεπερνούν συνήθως τα πέντε έτη. Ως εγγύηση χρησιμοποιούνται ακίνητα, καθώς και μηχανήματα. Ενώ στην περίπτωση μακροπρόθεσμου δανείου η τράπεζα παρεμβαίνει άμεσα στην λειτουργία της επιχείρησης θέτοντας περιοριστικούς όρους.

#### 5.4 OPTIONS-FUTURES-METATPEΨIMA-WARRANTS

Τα τελευταία χρόνια η αγορά κεφαλαίων έχει εμπλουτιστεί με καινούργιους, σύγχρονους μηχανισμούς μεταφοράς κεφαλαίων. Εκτός από τις νέες, αυτές, μορφές χρέους επινοήθηκαν και τα λεγόμενα παράγωγα μέσα τα οποία προσφέρουν δυνατότητα μεταφοράς του ρίσκου. Έτσι ενώ μέχρι πρόσφατα οι επιχειρήσεις μπορούσαν να προστατευθούν μόνο από μεταβολές στις τιμές των εμπορευμάτων, τώρα πια η προστασία αυτή έχει επεκταθεί και σε άλλες μορφές επιχειρηματικής δραστηριότητας όπως το συνάλλαγμα, τα επιτόκια και οι χρηματιστηριακές αξίες. Με τη χρήση των παράγωγων μέσων οι επιχειρήσεις μπορούν εκτός από το να προστατευθούν, να κερδοσκοπήσουν. Ο τρόπος κερδοσκοπίας είναι η ανάληψη, από τους ίδιους, του κινδύνου της επένδυσης ή της συναλλαγής αυτών που δεν τον θέλουν, έναντι φυσικά αμοιβής. Στο κεφάλαιο αυτό θα αναφερθούμε στα προϊόντα αυτά γνωστά ως παράγωγα που διακρίνονται σε χρηματιστηριακά και τραπεζικά. Καθώς επίσης το πώς μια εταιρία κατορθώνει να αντλήσει κεφάλαια σε δύσκολες για τις αγορές κεφαλαίων περιόδους ενσωματώνοντας ενδεχόμενες

αξιώσεις σε ομολογίες ή μετοχές όπως είναι οι μετατρέψιμες αξίες (ομολογίες και προνομιούχες μετοχές)

#### 5.4.1 OPTIONS

Το 1973 στο Σικάγο των Η.Π.Α λειτούργησε το πρώτο χρηματιστήριο OPTIONS. Τα OPTIONS είναι συμβόλαιο το οποίο δίνει στον κάτοχο του το δικαίωμα αλλά όχι και την υποχρέωση να αγοράσει ή να πουλήσει ένα ενεργητικό στη προσυμφωνημένη τιμή, στην διάρκεια κατονομαζόμενης περιόδου. Τα OPTIONS προέρχονται είτε από απαιτήσεις που έχουν ενσωματωθεί σε χρεόγραφα και μετοχές, είτε δημιουργούνται στο χρηματιστήριο. Από τα τελευταία διακρίνουμε options μετοχών, ξένου συναλλάγματος, εμπορευμάτων, δεικτών κτλ. Όλα αγοράζονται και πωλούνται στα χρηματιστήρια options εκκαθαρίζονται από ειδική εταιρία, στην Ελλάδα την ΕΤ.Ε.Σ.Ε.Π.

Τα options διακρίνονται σε δυο βασικές κατηγορίες: το Call δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει τη μετοχή επί της οποίας εκδόθηκε σε συγκεκριμένη τιμή εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος.

Το PUT δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να πουλήσει τη μετοχή σε συγκεκριμένη τιμή εντός ορισμένου χρονικού διαστήματος.

Άλλη μια διάκριση των options μπορεί να γίνει βάσει των ενεργητικών επί των οποίων γράφονται. Έτσι έχουμε options επί μετοχών. Στην περίπτωση αυτή έχει καθοριστεί το συμβόλαιο να

αποτελείται από 100 μετοχές οι οποίες αποτελούν την μονάδα διαπραγμάτευσης. Όταν έχουμε, λοιπόν, ένα CALL OPTIONS ο κάτοχος έχει το δικαίωμα για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα να αγοράσει 100 μετοχές σε συγκεκριμένη τιμή. Αυτονόητο είναι ότι ο κάτοχος θα ασκήσει το δικαίωμα, αν τον συμφέρει να, αλλιώς θα το αφήσει να λήξει με μόνη ζημιά το κόστος αγοράς του το οποίο είναι πολύ μικρό (συνήθως 5-10% της αξίας του ενεργητικού). Τα options επί συναλλάγματος εκδίδονται σε υγιή νομίσματα όπως το δολάριο, το μάρκο, το γιεν κτλ. Το μέγεθος του συμβολαίου διαφέρει για κάθε νόμισμα και υπάρχει μεγάλο ενδιαφέρον για αυτά και στην εκτός χρηματιστηρίου αγορά. Τα options συναλλάγματος που εμπορεύονται τα τραπεζικά ιδρύματα τα χαρακτηριστικά τους κατά παραγγελία των πελατών. Αποτελούν εναλλακτικό τρόπο προστασίας. Έναντι των τυποποιημένων προθεσμιακών συμβολαίων συναλλάγματος των χρηματιστηριακών παραγωγών. Η χρήση των options συναλλάγματος αυξάνεται συνεχώς λόγω της διεύρυνσης των διεθνών επενδυτικών και επιχειρηματικών εργασιών. Έτσι οι επιχειρήσεις που σε μελλοντική ημερομηνία θα χρειαστούν συνάλλαγμα, αλλά θέλουν να εξασφαλιστούν από εξασθένηση ή υποτίμηση του εγχώριου νομίσματος αγοράζουν calls. Ενώ εκείνες οι επιχειρήσεις που σε μια μελλοντική ημερομηνία θα γίνουν κάτοχοι συναλλάγματος αγοράζουν puts για να αποφύγουν το ρίσκο από υπερτίμηση του εγχώριου νομίσματος. Options μπορούν να ασκηθούν και επί δείκτη μετοχών. Οι δείκτες αυτοί είναι

δημοφιλείς σε πολύ κόσμο γιατί η άσκηση δεν συνεπάγεται παράδοση αλλά εκκαθάριση μόνο με μετρητά. Επίσης οι περισσότεροι επενδύτες καταλαβαίνουν την αγορά σαν σύνολο παρά κάθε ενεργητικό ξεχωριστά. Τα options επί futures είναι διαθέσιμα για τα περισσότερα από τα ενεργητικά επί των οποίων εκδίδονται τα futures. Είναι συμβόλαιο το οποίο παρέχει στον κάτοχο την δυνατότητα αλλά όχι την υποχρέωση να αγοράσει ή να πωλήσει ένα συμβόλαιο futures.

#### 5.4.2 ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ

Με τον όρο μετατρέψιμη αξία νοείται η ομολογία ή η προνομιούχα μετοχή η οποία δεν έχει συνήθως δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη όπως η κοινή μετοχή, όμως μπορεί να μετατραπεί κατά την κρίση του κατόχου σε μετοχή. Οι όροι της μετατροπής καθορίζονται κατά την έκδοση. Η έκδοση τέτοιων αξιών γίνεται κυρίως από εισηγμένες στο χρηματιστήριο εταιρίες και επιλέγεται στις περιπτώσεις που αποδεικνύεται πλεονεκτικότερη του κοινού ομολογιακού δανείου.

Οι κυριότερες αιτίες χρηματοδότησης είναι οι εξής: Η τιμή των μετοχών είναι χαμηλή. Η εταιρία θεωρεί ότι η τρέχουσα τιμή των μετοχών της είναι υποτιμημένη, με αποτέλεσμα ο δείκτης P/E που χρησιμοποιείται από την αγορά να μην την αντιπροσωπεύει. Έτσι προσδοκά αύξηση στη τιμή της μετοχής. Εφόσον η μετατροπή θεωρείται πιθανή με αυξημένη βεβαιότητα, η εταιρία πουλώντας σε τιμή μετατροπής πχ 20% υπεράνω της χρηματιστηριακής,

μειώνει τον αριθμό των μετοχών που πρέπει να εκδώσει για να αντλήσει το απαραίτητο κεφάλαιο. Έτσι η αρραίωση των κερδών είναι μικρότερη. Για παράδειγμα ας υποθέσουμε ότι η εταιρία «Α» έχει ανάγκη 70 εκατ. δρχ. για νέες επενδύσεις και η τιμή της μετοχής της,την συγκεκριμένη στιγμή, είναι 7.500 δρχ. Αν κάνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου θα πρέπει η καινούρια τιμή να οριστεί κάτω από την τρέχουσα,έστω στις 7.000 δρχ. Συνεπώς θα πρέπει να πωληθούν 10.000 μετοχές για να αντληθούν τα 70 εκατ. που απαιτούνται. Αντιθέτως με την έκδοση μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου η τιμή μετατροπής θα οριστεί σε υψηλότερα επίπεδο των 7.500 δρχ, έστω στις 8.000 δρχ. Θα χρειαστεί έτσι να εκδοθούν 8.750 μετοχές (70 εκατ. δρχ./8.000 μτχ.) λιγότερες κατά 1.250 δρχ. και η αρραίωση θα είναι μικρότερη.

Η χρηματοδότηση των επενδύσεων με κεφάλαια που προέρχονται από την πώληση μετατρέψιμων δεν επενδύεται για εταιρίες που δεν έχουν προοπτικές δυναμικής αύξησης των κερδών τους. Επειδή το μετατρέψιμο δάνειο έχει χαμηλότερο επιτόκιο από το κοινό, η εταιρία αν επιδιώκει να πωλήσει ομολογίες που φέρουν χαμηλότερο επιτόκιο από τις κοινές, θα πρέπει να διαμορφώσει συνθήκες τέτοιες οι οποίες θα δημιουργούν στους επενδυτές αισιόδοξες σκέψεις για την χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής. Αλλιώς δεν υπάρχει κίνητρο για τους επενδυτές να προτιμήσουν μετατρέψιμη έκδοση υψηλότερης απόδοσης.Ρίσκο αποτελεί για την επιχείρηση, το ότι σε μια μελλοντική ημερομηνία, αν θελήσει να αυξήσει τα ίδια κεφάλαια με μετατροπή των ομολογιών σε μετοχές

και δεν έχει προηγηθεί αύξηση της τιμής της μετοχής, οι επενδυτές δεν θα μετατρέψουν τις ομολογίες τους σε μετοχές και η εταιρία δεν θα μπορέσει να εκμεταλλευτεί τυχόν πτώση των επιτοκίων. Κάτι που θα της έδινε το δικαίωμα να αντικαταστήσει το ομολογιακό δάνειο με άλλα χαμηλότερου επιτοκίου. Αντιθέτως τώρα πρέπει να ικανοποιήσει τους ομολογιούχους εξοφλώντας τις ομολογίες τους χρησιμοποιώντας επιπρόσθετα κεφάλαια.

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών είναι ιδιαίτερα επιτυχημένη σε περίοδο κάμψης και περιορισμένης οικονομικής δραστηριότητας, διότι οι επενδυτές προσδοκούν να έχουν κέρδη κατά την επερχόμενη περίοδο ανάκαμψης. Αντίθετα σε περίοδο υψηλών επιτοκίων η Α.Ε δεν επιδιώκει την έκδοση μετατρέψιμων, λόγω του ότι επίκειται πτώση των επιτοκίων. Αν δεν μπορεί να επιλέξει κυμαινόμενο επιτόκιο.

Όταν μια χρηματοδότηση γίνει μέσω μετατρέψιμων επιτυγχάνεται φθηνότερη άντληση κεφαλαίου. Όταν η επένδυση αρχίσει να αποφέρει εισόδημα αρχίζει και η δυνατότητα άσκησης του δικαιώματος μετατροπής των ομολογιών σε κοινές μετοχές καθώς και το δικαίωμα της εταιρίας για ανάκληση. Όταν η εταιρία κάνει χρήση του δικαιώματος αυτού μειώνει την δανειακή της επιβάρυνση και μπορεί να εκδώσει πια καινούργιο μετατρέψιμο ή κοινό δάνειο με χαμηλότερο επιτόκιο αποκτώντας φθηνότερα εξωτερικά κεφάλαια.



### 5.4.3 WARRANTS

Τα warrants είναι το δικαίωμα που εκδίδεται από επιχειρήσεις με το οποίο δίνεται στον κάτοχο η δυνατότητα να αγοράσει ορισμένο αριθμό μετοχών της εταιρίας σε καθορισμένη τιμή. Το δικαίωμα αυτό προσκολλάται και σε ομολογιακή έκδοση. Στην περίπτωση των ομολογιών ο επενδυτής εκτός από το ποσό του τόκου της ομολογίας έχει την δυνατότητα να αγοράσει και μετοχές που θα του αποδώσουν σημαντικά κέρδη. Όταν η τιμή του ανέλθει υπεράνω της τιμής άσκησης.

Τα warrants χρησιμοποιούνται κυρίως από αναπτυσσόμενες εταιρίες ως μέσο χρηματοδότησης, οι οποίες όμως βρίσκονται σε οριακό επίπεδο κινδύνου λόγω της ταχείας ανάπτυξης τους. Για να μπορέσουν να πωλήσουν χρέος πρέπει να ορίσουν πολύ υψηλό επιτόκιο. Τα warrants επίσης προξενούν εισροή κεφαλαίων στην επιχείρηση όταν αυτά χρειάζονται λόγω της ευημερίας και προόδου. Οι μέτοχοι των warrants μετατρέπουν αυτή σε μετοχές και έτσι δημιουργείται ταμειακή εισροή την οποία η εταιρία που διανύει περίοδο ανάπτυξης έχει μεγάλη ανάγκη. Η διαφορά των warrants από το μετατρέψιμο ομολογιακό δάνειο είναι ότι στην περίπτωση των warrants οι κάτοχοι τους ασκώντας το δικαίωμα που έχουν, καταβάλλουν την προσυμφωνημένη τιμή της μετοχής και έτσι έχουμε δημιουργία νέων κεφαλαίων.

Τα warrants, γενικά, είναι ένα options μακροπρόθεσμης διάρκειας το οποίο αποδίδει αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί πέρα από την τιμή άσκησης του.

#### 5.4.4 FUTURES

Τα τυποποιημένα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης (futures) δίνουν την δυνατότητα να αγοραστούν ή να πωληθούν εμπορεύματα ή χρηματοοικονομικά αγαθά σε συγκεκριμένη τιμή και συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία. Χρησιμεύουν στο να μεταφέρεται ο κίνδυνος των διαφόρων οικονομικών συναλλαγών από τις επιχειρήσεις σε αυτούς που είναι διατεθειμένη να επωμισθούν υψηλότερο κίνδυνο έναντι φυσικά αμοιβής. Τα εμπορευματικά futures προστατεύουν από την απρόσμενη μείωση της αξίας των φυσικών αγαθών. Για παράδειγμα όταν μια επιχείρηση από πώληση προϊόντων της γνωρίζει ότι στην συγκεκριμένη μελλοντική ημερομηνία θα εισπράξει το αντίτιμο της συναλλαγής σε ξένο νόμισμα και δεν θέλει να ρισκάρει διάφορα στην τιμή, μπορεί να αγοράσει futures αντίστοιχου ποσού του συγκεκριμένου νομίσματος. Την ημέρα λήξης του συναλλάγματος θα λήξει και το συμβόλαιο futures. Έτσι πραγματοποιεί την πώληση με την τιμή της επιλογής του. Τα χρηματοοικονομικά futures προστατεύουν από την απρόσμενη μείωση της απόδοσης, δηλαδή την άνοδο του κόστους των ενεργητικών που θα αποκτηθούν ή την πτώση της τιμής αυτών που σε μελλοντική ημερομηνία θα πουληθούν. Χρήστες αυτών των futures είναι μια μεγάλη ποικιλία νομικών προσώπων οι οποίες τα χρησιμοποιούν για να εξυπηρετήσουν συγκεκριμένες επιχειρηματικές ανάγκες και όχι απλώς για να κερδοσκοπήσουν μέσω του χρηματιστηρίου. Συμβόλαια futures γίνονται επί βραχυπρόθεσμων χρεογράφων,

Τ.Ε.Ι. ΠΑΤΡΑΣ  
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

όπως ομόλογα και ομολογίες του δημοσίου, καθώς και επί μακροπρόθεσμων χρεογράφων. Μέσο της χρήσης των futures επί αυτών των αξιών αποφεύγονται οι δυσμενείς συνέπειες από τυχόν μεταβολή των επιτοκίων. Μεγάλος αριθμός επιχειρηματιών, θεσμικών επενδύσεων, Α.Ε, ασφαλιστικών εταιριών και φυσικά πρόσωπα κάνουν χρήση τέτοιων συμβολαίων προσπαθώντας να προβλέψουν της επερχόμενες μεταβολές, ώστε να προβούν στην κατάλληλη κίνηση για να εξυπηρετήσουν τους σκοπούς τους. Βασικός σκοπός τους είναι η διατήρηση της αξίας των ενεργητικών που διαχειρίζονται σε σταθερά επίπεδα ή ακόμα η αύξηση του μεγέθους αυτών μέσω μεγιστοποίησης της απόδοσης χωρίς να εκτίθενται σε μεγαλύτερο κίνδυνο από αυτού που έχουν προβλέψει.

Τέλος τα futures μπορούν να χρησιμοποιηθούν από τις επιχειρήσεις για πράξεις hedge κατά την πώληση μετοχών τόσο στην περίπτωση αύξησης μετοχικού κεφαλαίου όσο και στην έκδοση ομολογιακού δανείου. Στην πρώτη περίπτωση η έγκαιρη άσκηση πολιτικής ελέγχου (hedging), επί αυξήσεως του μετοχικού κεφαλαίου, προστατεύει από τυχόν πτώση της τιμής των μετοχών για λόγους που δεν αφορούν άμεσα την εταιρία, αλλά γενικότερα μπορεί να οφείλονται στην μεταβολή των οικονομικών προοπτικών. Ο έλεγχος του ρίσκου γίνεται με πώληση δεικτών μετοχών futures. Στην δεύτερη περίπτωση τα futures χρησιμοποιούνται για την προστασία της αξίας του δανείου από τις μεταβολές των επιτοκίων. Έτσι αν μια Α.Ε αποφασίζει να

χρηματοδοτήσει μια επένδυση με πώληση ομολογιών στο κοινό για να εξασφαλίσει το απαιτούμενο ύψος κεφαλαίων στο ίδιο επιτόκιο της ημέρας που έλαβε την απόφαση, θα πρέπει να πωλήσει συμβόλαια futures προφανώς ομολογιών του δημοσίου. Αυτό γίνεται γιατί μεταξύ λήξης απόφασης και υλοποίησης της άντλησης μεσολαβεί διάστημα δύο έως τριών μηνών, κατά το οποίο μπορεί να επέλθει αύξηση των επιτοκίων οπότε θα αντλήσει μικρότερο ύψος κεφαλαίων.

## ΜΕΡΟΣ Γ:

# ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕΣΩ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΞΙΩΝ

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ:

### ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Με τον όρο χρηματοοικονομικές αγορές (financial markets) νοείται ο χώρος στον οποίο δραστηριοποιούνται φυσικά και νομικά πρόσωπα, οργανισμοί και χώρες για να αντλήσουν χρήματα ή να επενδύσουν. Ανάλογα με το είδος των αναγκών του, ο κάθε οικονομικός οργανισμός μπορεί να απευθυνθεί σε μια μεγάλη ποικιλία αγορών, ιδρυμάτων και μηχανισμών που όλα μαζί και το καθένα χωριστά επιτελούν συγκεκριμένη αποστολή. Ο διαχωρισμός των αγορών γίνεται βάσει του είδους της εξυπηρέτησης που προσφέρουν. Έτσι συναντάμε τη μετοχική αγορά, την αγορά παραγωγών, δανειακών κεφαλαίων κτλ.

#### 6.1 ΔΙΑΚΡΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

Η διάκριση των αγορών γίνεται με βάση την φύση των αγαθών που διαπραγματεύονται. Πριν μερικά χρόνια η οικονομική αγορά με την οποία ήμασταν περισσότερο οικείοι ήταν η τραπεζική αγορά. Τα τελευταία χρόνια, όμως έγινε ευρέως γνωστή

στην Ελλάδα και η μετοχική αγορά. Ενώ από το 1999 έχουμε και τη γνωριμία του Ελληνικού κοινού με την αγορά παραγωγών. Οι παραπάνω χρηματοοικονομικές αγορές συνίστανται από πολλές εξειδικευμένες αγορές. Η κυριότερη διάκριση, όμως είναι σε πρωτογενή αγορά, δευτερογενή αγορά και χρηματαγορά.

### 6.1.1 ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΑ Ή ΠΡΩΤΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ

Είναι η αγορά από την οποία οι επιχειρήσεις αντλούν μακροπρόθεσμα κεφάλαια, με σκοπό οι χρηματικοί πόροι που συγκεντρώνονται να επενδυθούν σε παραγωγικά κεφάλαια. Η άντληση των κεφαλαίων αυτών γίνεται με πώληση μακροπρόθεσμου χρέους (ομολογίες), ομολόγων και μετοχών. Λέγεται και πρωτογενής αγορά γιατί οι αξίες που διαπραγματεύεται έχουν αρχική προέλευση αυτή την αγορά.

### 6.1.2 ΔΕΥΤΕΡΟΓΕΝΗΣ ΑΓΟΡΑ Ή ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ ΑΓΟΡΑ

Πρόκειται για την αγορά στην οποία διαπραγματεύονται τα χρεόγραφα που αποκτήθηκαν στην πρωτογενή αγορά. Ο σκοπός ύπαρξης της δευτερογενούς αγοράς είναι η παροχή δυνατότητας στους κατόχους διαπραγματευόμενων αξιών να πωλούν τους τίτλους τους σε επενδυτές που ενδιαφέρονται να τους αγοράσουν σε μια αντικειμενική τιμή η οποία καθορίζεται από τις επικρατούσες δυνάμεις ζήτησης και προσφοράς. Στην δευτερογενή αγορά δεν δημιουργούνται νέα αξιόγραφα απλά τα ήδη υπάρχοντα αλλάζουν χέρια. Οι συναλλαγές αυτές δεν επηρεάζουν άμεσα την

εταιρία που τα έχει εκδώσει, αλλά έμμεσα με την έννοια ότι οι μεταβολές στις τιμές των αξιόγραφων επηρεάζουν την αγοραία αξία της εταιρίας. Οι δυο αυτές αγορές, η πρωτογενής και η δευτερογενής δεν είναι ανεξάρτητες η μια από την άλλη. Η υγιής λειτουργία της μιας συντελεί στην αποτελεσματικότερη λειτουργία της άλλης.

### 6.1.3 ΧΡΗΜΑΤΑΓΟΡΑ

ΣΕ αυτή την αγορά καταφεύγουν όσοι έχουν ανάγκη από κεφάλαια βραχυπρόθεσμης διάρκειας ή όσοι θέλουν να καλύψουν ταμειακά ελλείμματα ή να επενδύσουν ταμειακά πλεονάσματα. Η χρηματαγορά αποτελείται από την διατραπεζική αγορά, την αγορά συναλλάγματος και τα χρηματοπιστωτικά χρεόγραφα. Τα βασικά χαρακτηριστικά της χρηματαγοράς είναι η βραχυπρόθεσμη διάρκεια των επενδύσεων, ο μικρός κίνδυνος των τοποθετήσεων και η εύκολη ρευστοποίηση. Στις αγορές αυτές κυριαρχούν οι τράπεζες και οι χρηματιστηριακές εταιρίες.

### 6.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ

Είναι το μέρος που αγοράζονται και πωλούνται αξίες που ήδη έχουν εκδοθεί σε άλλη αγορά από δημόσιες επιχειρήσεις, από ιδιωτικές και από οργανισμούς του δημοσίου. Τα χρηματιστήρια διοικούνται από επιτροπές που σε ορισμένες χώρες εκλέγονται από τα μέλη και σε άλλες από μη μέλη ή μεικτές επιτροπές. Αντικείμενο των συναλλαγών είναι οι κινητές αξίες όπως Ελληνικά

και ξένα δημόσια χρεόγραφα, μετοχές και ομολογίες ελληνικών Α.Ε, μετοχές και ομολογίες ξένων Α.Ε καθώς και ράβδοι χρυσού που σπάνια, όμως, διαπραγματεύονται στο χρηματιστήριο αξιών Αθηνών.

### 6.2.1 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.Α)

Το Χ.Α.Α είναι το πρώτο χρηματιστήριο και το μοναδικό στον Ελλαδικό χώρο. Ιδρύθηκε το 1876 και άρχισε να λειτουργεί στηριζόμενο στο θεσμικό και νομικό πλαίσιο του χρηματιστηρίου του Παρισιού. Από το 1918 έγινε νομικό πρόσωπο δημοσίου δικαίου και η λειτουργία του άρχισε να εποπτεύεται από το υπουργείο εθνικής οικονομίας. Το 1988 με τον τελευταίο νόμο έγιναν βασικές ρυθμίσεις ώστε να εναρμονιστεί με τα αντίστοιχα χρηματιστήρια των άλλων χωρών της Ευρωπαϊκής ένωσης. Το Χ.Α.Α στις μέρες μας εποπτεύεται διάμεσο της αρμόδιας διεύθυνσης εποπτείας του υπουργείου και την επιτροπή κεφαλαιαγοράς και διοικείται από 9μελες Δ.Σ. Από το Δ.Σ εκλέγεται ο πρόεδρος του χρηματιστηρίου ο οποίος έχει εξουσίες όπως της διακοπή της συναλλαγής μιας μετοχής και της αναστολής της λειτουργίας του χρηματιστηρίου αν συντρέχουν βασικοί λόγοι.

Το Χ.Α.Α έχει τακτικά μέλη όπως είναι οι χρηματιστές και οι χρηματιστηριακές εταιρίες και έκτακτα μέλη όπως είναι οι αντικριστές. Οι χρηματιστές διορίζονται με απόφαση της επιτροπής κεφαλαιαγοράς αφού επιτύχουν σε ειδικές εξετάσεις



και έχει της εξής προϋποθέσεις: α) ηλικία μέχρι 30 ετών, β) πτυχιούχος πανεπιστημίου ή τει, γ) να έχει εγκριθεί η υποψηφιότητα του από την επιτροπή του χρηματιστηρίου, δ) να έχει 3ετή επαγγελματική εμπειρία σε χρηματιστηριακά θέματα, ε) να εκλέγει από την γενική συνέλευση του χρηματιστηρίου με πλειοψηφία των 3/5 του συνόλου. Οι χρηματιστές είναι αυτοί που πουλούν και αγοράζουν τα χρεόγραφα για λογαριασμό των πελατών τους. Για την υπηρεσία τους αυτή εισπράττουν προμήθεια από 0.5% έως 1% της αξίας των συναλλαγών που εκτελούν. Οι χρηματιστηριακές εταιρίες είναι εταιρίες που έχουν το δικαίωμα να κάνουν χρηματιστηριακές συναλλαγές εντός και εκτός της συνεδρίασης του χρηματιστηρίου και επιπλέον μπορούν να αναλάβουν την κάλυψη εκδόσεων νέων μετοχών και ομολογιών ως ανάδοχοι. Ανάλογα με το μετοχικό τους κεφάλαιο αποκτούν τα παραπάνω δικαιώματα. Τέλος οι αντικριστές διορίζονται με απόφαση του Δ.Σ του Χ.Α.Α ύστερα από αίτηση ενός μέλους του χρηματιστηρίου. Τα άτομα αυτά έχουν λάβει το δικαίωμα εκφώνησης και αντιφώνησης στην αγορά ή πώληση χρηματιστηριακών τίτλων, από τις χρηματιστηριακές εταιρίες.

Το χρηματιστήριο απαρτίζεται από την κύρια αγορά και την παράλληλη. Στην κύρια αγορά συμμετέχουν οι εταιρίες που πληρούν όλες τις προϋποθέσεις, ενώ στην παράλληλη συμμετέχουν οι εταιρίες που δεν έχουν όλες τις προϋποθέσεις για να εισαχθούν στη κύρια.

## 6.2.2 ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΕΣ ΣΥΝΑΛΛΑΓΕΣ

Η νομοθεσία και οι χρηματιστηριακοί κανόνες που έχουν αναπτυχθεί, ορίζουν επακριβώς τον τρόπο συνεργασίας, εκτέλεσης των εντολών και διασφάλισης των συναλλαγών μεταξύ των δυο μερών που προβαίνουν σε αυτές. Ορίζονται έτσι προϋποθέσεις για να γίνουν οι συναλλαγές για το είδος της συναλλαγής και για τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της εντολής. Αμέσως μετά την αποδοχή των όρων, των προϋποθέσεων και το άνοιγμα του λογαριασμού ο πελάτης μπορεί να εκτελέσει αγοραπωλησίες μέσω της χρηματιστηριακής του εταιρίας. Εντολές μπορούν να δοθούν και σε ώρες που η αγορά είναι κλειστή. Το διοικητικό συμβούλιο έχει ορίσει ως ώρες συνεδρίασεως καθημερινά μεταξύ 10:15πμ-14:30μμ. μισή ώρα περίπου προ της κύριας συνεδρίασης λαμβάνει χώρα η προσυνεδριακή περίοδος, κατά την οποία προσδιορίζεται η τιμή ανοίγματος της αγοράς βάσει των εντολών που έχουν εισαχθεί στο σύστημα πριν τις 10:15πμ. Η διαπραγμάτευση των μετοχών διενεργείται μέσω του μηχανογραφημένου αυτόματου συστήματα ηλεκτρονικών συναλλαγών (ΑΣ.ΗΣ). Με το άνοιγμα της αγοράς το ΑΣ.ΗΣ δέχεται εντολές αγοράς και πώλησης και είναι ικανό να δεχτεί 25.000-30.000 εντολές ανά ώρα.

Κατά την συνεδρίαση οι τιμές των μετοχών αλλάζουν ανάλογα με τις εντολές που δέχεται το σύστημα για αυτές. Όμως η τιμή μιας μετοχής σε σχέση με αυτή της προηγούμενης ημέρας μπορεί να διακυμαίνεται μέχρι 12% (limit up και limit down).

### 6.3 ΔΙΕΘΝΗΣ ΑΓΟΡΕΣ

Η εξέλιξη της τεχνολογίας, ο καινούργιος κόσμος του internet έχουν εκμηδενίσει τις αποστάσεις και μπορούμε πλέον να μιλήσουμε για την δημιουργία ενός «πλανητικού χωριού». Έτσι ο κάθε επενδυτής έχει την δυνατότητα να επεκτείνει τους επενδυτικούς του ορίζοντες και σε ξένες χρηματαγορές. Το ίδιο ισχύει και για τις επιχειρήσεις οι οποίες μπορούν να βρουν επιπλέον πηγές χρηματοδότησης σε ξένα χρηματιστήρια με ευρύτερο επενδυτικό κοινό.

Γνωστά χρηματιστήρια ανά την υφήλιο είναι αυτό της Ν.Υόρκης (NYSE) το οποίο παρουσιάζει την μεγαλύτερη κεφαλαιοποίηση από όλα του κόσμου με 10,3 τρις δολάρια και πάνω από 3.500 εισηγμένες επιχειρήσεις. Το NASDAQ(NATIONAL ASSOCIATION SECURITIES DEALERS INC) με κεφαλαιοποίηση 2,7 τρις δολάρια και 5.500 εισηγμένες επιχειρήσεις. Στον Ευρωπαϊκό χώρο ξεχωρίζει το χρηματιστήριο του Λονδίνου με κεφαλαιοποίηση 2 τρις ΕΥΡΟ. Αξιόλογη χρηματαγορά είναι και αυτή του Τόκιο.

Οι διαφορές αυτών των κεφαλαιαγορών από την αγορά των Αθηνών δεν είναι μόνο το μέγεθος και το βάρος των αγορών, αλλά διαφέρουν και στις χρηματιστηριακές αγορές τις ώρες των συνεδριάσεων και συναλλαγών στις πρακτικές καταβολής μερισμάτων, στις πρακτικές εκκαθάρισης των συναλλαγών, στην φορολογική τακτική και στην επενδυτική νοοτροπία.

Η πλήρης απελευθέρωση της αγοράς συναλλάγματος που έχει επέλθει απλοποίησε τις διαδικασίες πρόσβασης στις ξένες

αγορές και για τους Έλληνες. Το μόνο που απαιτείται πια είναι η ύπαρξη ενός τραπεζικού λογαριασμού σε ξένο νόμισμα και η συνεργασία με μια χρηματιστηριακή εταιρία με διεθνές δίκτυο. Με την έναρξη λειτουργία του ΕΥΡΟ οι συναλλαγές, κυρίως σ Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, απλουστεύονται σε μεγάλο βαθμό. Τέλος άρχισαν να εκδηλώνονται σημαντικές συμφωνίες μεταξύ των Ευρωπαϊκών χρηματιστηρίων με σκοπό το άνοιγμα των αγορών στην διεθνοποίηση των συναλλαγών. Πρόσφατο παράδειγμα είναι η συμφωνία του χρηματιστηρίου του Άμστερνταμ με αυτό του Λονδίνου.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ:

### ΕΙΣΑΓΩΓΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ

#### 7.1 ΟΡΟΙ ΚΑΙ ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΗΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΤΟ Χ.Α.Α

Η λήψη της απόφασης από μια εταιρία για εισαγωγή στο χρηματιστήριο επιφέρει να ακολουθεί τους κανόνες του χρηματιστηρίου και να συμμορφώνεται με την υπάρχουσα νομοθεσία. Η διαδικασία εισαγωγής ξεκινάει με την υποβολή αίτησης της εταιρίας στο Χ.Α.Α, αφού πρώτα διαπιστωθεί ότι ανταποκρίνεται σε βασικές προϋποθέσεις του νόμου, όμως ότι πρέπει να έχει ικανοποιητική περιουσιακή διάρθρωση. Περισσότερη έμφαση δίνεται στο μέγεθος του ενεργητικού. Έτσι το ύψος των ιδίων κεφαλαίων πρέπει να ανέρχεται σε 1 δις δρχ. για την κύρια αγορά και 250 εκατ. δρχ. για την παράλληλη αγορά. Ακόμα απαιτούνται ικανοποιητικά αποτελέσματα εκμετάλλευσης για τις πέντε προηγούμενες της εισαγωγής της χρήσεις και τρεις για την παράλληλη αγορά. Εξαιρέση από τις δυο πρώτες προϋποθέσεις αποτελούν οι νεοσύστατες Α.Ε οι οποίες έχουν διάρκεια ζωής μικρότερη της τριετίας ή της πενταετίας, όμως, έχουν καλές προοπτικές και παρέχουν τις απαραίτητες πληροφορίες στους επενδυτές για να σχηματίσουν γνώμη για την εταιρία. Τρίτη προϋπόθεση είναι ο ανάδοχος της έκδοσης να θέσει σε δημόσια εγγραφή το 25% για την κοινή ή 15% για την παράλληλη του υπάρχοντος κεφαλαίου της Α.Ε στο οποίο δεν

περιλαμβάνεται αυτό που τίθεται σε δημόσια εγγραφή. Βάσει του νόμου απαιτείται οι μετοχές αυτές να έχουν ευρεία διασπορά η οποία ερμηνεύεται ως εξής: Το 60% του 25% του υπάρχοντος κεφαλαίου θα πρέπει να αγοραστεί από το επενδυτικό κοινό, ενώ αν το υπόλοιπο δεν θα απορροφηθεί από το κοινό θα πρέπει να διατεθεί στους θεσμικούς επενδυτές ή να καλυφθεί από το ανάδοχο. Τέλος το 60% της αύξησης θα πρέπει να αγοραστεί τουλάχιστον από 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα. Σε περίπτωση που υπάρχουν δυο κατηγορίες μετοχών το 60% αφορά κάθε μια από αυτές χωριστά.

Μια Α.Ε που είναι εισηγμένη στην παράλληλη αγορά μετά από διετία μπορεί να μεταταχθεί στην κύρια αγορά με απόφαση του Δ.Σ του χρηματιστηρίου και σύμφωνη γνώμη της επιτροπής κεφαλαιαγοράς αν συντρέχουν οι εξής προϋποθέσεις:

- α) τα κέρδη εκμετάλλευσης να παρουσιάζουν ανοδική εξέλιξη
- β) να έχει χρησιμοποιήσει τα κέρδη που άντλησε κατά την εισαγωγή σύμφωνα με τα δημοσιευθέντα στο ενημερωτικό δελτίο
- γ) οι μετοχές της να έχουν ικανοποιητική διασπορά και εμπορευσιμότητα και
- δ) να έχει επιδείξει άριστη συμπεριφορά απέναντι στο χρηματιστήριο και στο επενδυτικό κοινό.

Η μετάταξη πραγματοποιείται με αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή, ίση τουλάχιστον με την διαφορά μεταξύ της ελάχιστης απαιτούμενης αύξησης για την εισαγωγή στην κύρια

αγορά και της αύξησης που πραγματοποίησε κατά την εισαγωγή στην παράλληλη αγορά.

Στην περίπτωση της εισαγωγής στο χρηματιστήριο των ομολογιών ισχύουν πάλι νόμοι και κανονισμοί όπως οι παρακάτω:

α) Το ελάχιστο ύψος των ιδίων κεφαλαίων είναι ίδιο με αυτό της εισαγωγής των μετοχών καθώς επίσης και όσα αναφέρθηκαν για τους ισολογισμούς, την περιουσιακή διάρθρωση και τα αποτελέσματα εκμετάλλευσης.

β) Το ύψος της έκδοσης μαζί με τα ανεξόφλητα υπόλοιπα προηγούμενων δανείων δεν πρέπει να υπερβαίνει το μισό του μετοχικού κεφαλαίου, ενώ στην κύρια αγορά το ελάχιστο ύψος έκδοσης είναι 20 εκατ. δρχ.

γ) Η εισαγωγή μετατρέψιμων ομολογιών και warrants που συνήθως εμπεριέχουν δικαιώματα αγοράς μετοχών μπορούν να εισαχθούν μόνο αν οι μετοχές ή οι ομολογίες στις οποίες αναφέρονται έχουν προηγουμένως εισαχθεί ή εισάγονται ταυτόχρονα.

δ) Η εισαγωγή ομολογιών εκδόσεων του δημοσίου, νομικών προσώπων δημοσίου δικαίου, δήμων και κοινοτήτων είναι υποχρεωτική, αφού έχουν πωληθεί στο επενδυτικό κοινό.

ε) Η εισαγωγή ομολογιών Α.Ε χωρών μελών της Ε.Ε επιτρέπεται αν η εμφάνιση αυτών είναι σύμφωνη με την νομοθεσία του κράτους-μέλους. Η εισαγωγή ομολογιακής έκδοσης χώρας εκτός Ε.Ε είναι δυνατή με παροχή, όμως, από μέρους της επαρκών εγγυήσεων για την προστασία των επενδυτών.

## 7.2 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ

Όταν η επιχείρηση έχει φτάσει σε ικανοποιητικό επίπεδο ανάπτυξης, έτσι ώστε να πληρεί όλες τις προϋποθέσεις για να αντλήσει κεφάλαια από το επενδυτικό κοινό, έχει φτάσει η στιγμή της εισαγωγής της Χ.Α. Για την διεκπεραίωση της διαδικασίας εισαγωγής θα πρέπει να καταφύγει στις υπηρεσίες ανάδοχου ή *underwriter* η οποία προβλέπεται από τη νομοθεσία. Στην Ελλάδα δραστηριότητες αναδοχής αναλαμβάνουν οι τράπεζες και οι Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ με κεφάλαιο Πάνω από 1 δις. Ο ανάδοχος παίζει το ρόλο συμβούλου κατά την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο και χειρίζεται όλες τις διαδικασίες για την έγκριση, προβολή και πώληση της έκδοσης. Το επενδυτικό κοινό ενημερώνεται για την εισαγωγή της Α.Ε από το ενημερωτικό δελτίο που οφείλει να εκδώσει η Α.Ε και εμπεριέχει πληροφορίες για αυτή και τους τρόπους χρήσης των χρημάτων που θα πάρει από την πώληση των μετοχών. Το δελτίο αυτό δεν διαφέρει σημαντικά από ένα δελτίο ήδη εισηγμένης Α.Ε για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, εκτός του ότι θα πρέπει να προκύπτει ότι η εισαγόμενη ανταποκρίνεται στις προϋποθέσεις του νόμου. Ακολουθεί η αίτηση της εταιρίας για την εισαγωγή των μετοχών στο χρηματιστήριο συνοδευόμενο από τα απαραίτητα δικαιολογητικά. Έπειτα το διοικητικό συμβούλιο του χρηματιστηρίου εγκρίνει το ενημερωτικό δελτίο το οποίο μετά κατατίθεται στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς η οποία εγκρίνει την έκδοση των νέων μετοχών με δημόσια εγγραφή. Η διαδικασία της εισαγωγής τελειώνει με τον καθορισμό της



χρονικής περιόδου από την οποία θα γίνει η δημόσια εγγραφή (Πίνακας 1 στο Παράρτημα).

### 7.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ-ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Η απόφαση εισαγωγής συνεπάγεται θετικά και αρνητικά στοιχεία για τους παλιούς μετόχους και την ίδια την επιχείρηση. Τα πλεονεκτήματα, λοιπόν, είναι ότι η πώληση μέρους των μετοχών όταν ο έλεγχος της Α.Ε παραμείνει στους παλαιούς μετόχους δύσκολα μπορεί να υλοποιηθεί χωρίς εισαγωγή σε μετοχική αγορά. Η τελευταία αυξάνει την δυνατότητα των μετοχών να πουληθούν οποιαδήποτε μεγέθους μερίδιο της εταιρίας τους. Επίσης η διαπραγμάτευση των μετοχών σε επίσημη αγορά έχει σαν αποτέλεσμα τον ορισμό δίκαιης τιμής, αφού αυτή καθορίζεται από αντικειμενικούς παράγοντες. Το γεγονός αυτό συνεπάγεται μείωση του ρίσκου για τους μετόχους, αφού μετά την εισαγωγή έχουν την δυνατότητα να πουλήσουν τις μετοχές τους μεταφέροντας μέρος των κεφαλαίων τους εκτός της επιχείρησης, μερικές φορές ακόμα και με κέρδος. Η εισαγωγή στο χρηματιστήριο συμφέρει ιδιαίτερα σε περιπτώσεις οικογενειακών Α.Ε (μεγάλο ποσοστό τέτοιου είδους επιχειρήσεων υπάρχουν στον Ελληνικό χώρο) αφού σε άλλη περίπτωση δεν θα βρισκόταν εύκολα επενδυτές να γίνουν μέτοχοι σε μια επιχείρηση που δεν θα έχει φωνή και πληροφόρηση αλλά ούτε και άμεση δυνατότητα ρευστοποίησης της επένδυσής τους. Ένα ακόμα πλεονέκτημα είναι ότι η εταιρία γίνεται περισσότερο γνωστή στο ευρύ κοινό και σε περίπτωση καλής πορείας

αυξάνεται η εμπορευσιμότητα των αξιόγραφων της, αποκτά κύρος και αυξάνει την πραγματική της αξία. Τέλος η ύπαρξη αναμφισβήτητης τομής καθιστά ευκολότερη την πώληση μετοχών και ομολογιών για άντληση κεφαλαίων.

Βασικό μειονέκτημα μετατροπής μιας οικογένειας Α.Ε σε εισηγμένη με δημόσια εγγραφή είναι η βαθμιαία απώλεια του ελέγχου. Στην περίπτωση αυτή αν η πρώτη διοίκηση δεν ελέγχει το 50 των μετοχών για να διατηρήσει τη θέση της θα πρέπει να κρατά ευχαριστημένους τους μετόχους διατηρώντας συνέχεια αυξανόμενη κερδοφορία. Η διοίκηση επίσης χάνει την δυνατότητα προσωπικού οφέλους, όπως υψηλοί μισθοί, έκτακτες αμοιβές, προσωπικές συναλλαγές με τρίτους. Τέλος η εισηγμένη εταιρία ενημερώνει το επενδυτικό κοινό με επιχειρηματικές πληροφορίες χρήσιμες στους ανταγωνιστές.

#### 7.4 ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ ΑΝΑΔΟΧΟΥ (INVESTMENT BARKER)

Ο ανάδοχος ή ο underwriter αναλαμβάνει την διεκπεραίωση των διαδικασιών που απαιτούνται για την έγκριση και την έκδοση του ενημερωτικού δελτίου. Επίσης οι υποχρεώσεις του είναι η νομιμοποίηση, η προβολή, η πώληση ακόμα και η εισαγωγή για διαπραγμάτευση της έκδοσης. Η απλή ανάληψη από Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ ή τράπεζα του management και της έκδοσης με συμφωνία on the best effort είναι γνωστή σαν ανάδοχη. Στην περίπτωση αυτή ο μεσάζων δεν εγγυάται την είσπραξη ολόκληρου του ποσού της έκδοσης και αρκείται στην συμφωνημένη προμήθεια επί των πωλήσεων του.

Όταν όμως ο ανάδοχος επωμίζεται τις συνέπειες από την μη πώληση της έκδοσης για οποιαδήποτε αιτία τότε μιλάμε για underwriting. Η επιχείρηση σύμφωνα με τους όρους του underwriting εξασφαλίζει τα αναγκαία κεφάλαια από την εισαγωγή ακόμα και στην περίπτωση αποτυχίας της έκδοσης. Επίσης ο underwriter μπορεί να αγοράσει όλη την έκδοση και αργότερα να την πουλήσει στο κοινό στην τρέχουσα τιμή της μετοχής.

Ο ρόλος του ανάδοχου είναι σημαντικός διότι ως γνώστης της χρηματιστηριακής αγοράς με εξειδικευμένο και έμπειρο προσωπικό είναι σε θέση να συμβουλεύει εύστοχα την εταιρία και να χειρίζεται τα διάφορα θέματα, με στόχο πάντα η έκδοση να γίνει ελκυστικοί στο κοινό. Η προώθηση της έκδοσης αποτελεί άλλη μια σημαντική δραστηριότητα του ανάδοχου. Οι τράπεζες ή οι χρηματιστηριακές εταιρίες μέσω του δικτύου των καταστημάτων που διαθέτουν διατηρούν διασυνδέσεις με πιθανούς αγοραστές. Επιπλέον το όνομα του ανάδοχου προσδίδει αίγλη και φήμη στο γεγονός. Για την πώληση μπορεί να σχηματιστεί όμιλος από ανάδοχους, οπότε κάθε μέλος αναλαμβάνει μέρος της έκδοσης.

Όταν η αγορά της έκδοσης γίνεται στο σύνολο της από τον underwriter οι συμμετέχοντες στο underwriting απευθύνονται κατά πρώτον στους πελάτες τους. Βολιδοσκοπούν τις επιθυμίες τους και καθορίζουν την τιμή της έκδοσης. Η πώληση μπορεί να πραγματοποιηθεί εντός ολίγων ημερών ενώ δεν είναι ασύνηθες γεγονός η υπερπώληση. Αντίθετα αν η έκδοση δεν προκαλέσει το

αναμενόμενο ενδιαφέρον, ο underwriter μπορεί να μειώσει την τιμή ή και να αναλάβει την πώληση για πιο κατάλληλο χρόνο. Ο εκδότης δεν ενοχλείται από αυτό γιατί μέσω της σύμβασης έχει μεταφέρει τον κίνδυνο στον underwriter.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΟΟ: ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΑΓΟΡΕΣ

Αν για την κάλυψη των μακροπρόθεσμων αναγκών χρηματοδότησης δεν επαρκούν τα κέρδη οι ανάγκες αυτές μπορούν να καλυφθούν με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Στην περίπτωση αυτή πωλείται η ιδιοκτησία η οποία αντιπροσωπεύεται από την μετοχή. Μεταβολές στο ύψος του μετοχικού κεφαλαίου επέρχονται με δυο τρόπους α) Αύξηση με δραχμές, οπότε υφίσταται πραγματική εισροή κεφαλαίων στην επιχείρηση, β) Η μετοχοποίηση υπεραξίας, αποθεματικών ή με διανομή μερισμάτων σε μετοχές. Σε αυτή την περίπτωση δεν έχουμε πραγματική ροή δραχμών, αλλά μόνο λογιστικές ανακατατάξεις κονδυλίων των ιδίων κεφαλαίων για αναγνώριση της υπεραξίας και για μετατροπή των αποθεματικών ή μέρους των κερδών της χρήσης σε μετοχικό κεφάλαιο.

### 8.1 ΔΙΚΑΙΩΜΑ ΜΕΤΟΧΩΝ

Κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με πώληση μετοχών ήδη εισηγμένης Α.Ε, οι παλιοί μέτοχοι προηγούνται στην άσκηση του δικαιώματος προτίμησης κατά την αύξηση. Αυτό σημαίνει ότι παραχωρούνται στους ήδη μετόχους το δικαίωμα να αγοράζουν πρώτοι, ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών τους, τις νέες μετοχές που εκδίδονται. Με τον τρόπο αυτό τους δίνεται η δυνατότητα να διατηρήσουν αμετάβλητο το ποσοστό των συμφερόντων τους στην επιχείρηση.

Με το δικαίωμα προτίμησης τελικώς προστατεύεται κυρίως ο έλεγχος επί των εισηγμένων επιχειρήσεων και η συνολική αξία της επένδυσης λόγω της επερχόμενης πτώσης της αξίας της μετοχής. Αν δεν υπήρχε αυτό το δικαίωμα, η διοίκηση στην περίπτωση που δεν την αποτελούν οι ιδιοκτήτες, θα μπορούσε να εκδώσει μεγάλο αριθμό μετοχών, να αγοράσουν τα μέλη της τις μετοχές και να αναλάβουν τον έλεγχο οι ίδιοι αντί αυτών που είχαν προηγουμένως την πλειοψηφία.

### 8.1.1 ΠΡΟΣΤΑΣΙΑ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Για την απεικόνιση της προστασίας των μετοχών από την πτώση της αξίας της μετοχής λόγω της έκδοσης νέων μετοχών θα χρησιμοποιήσουμε το εξής παράδειγμα. Υποθέτουμε ότι το σύνολο των ήδη εκδοθείσων μετοχών ανέρχεται σε 800.000 και η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι 2.500 δρχ. Η συνολική, λοιπόν, αξία των μετοχών στην αγορά είναι 2 δις δρχ. Αν η εταιρία προβεί σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με έκδοση 400.000 νέων μετοχών(2 παλιές προς 1 νέα) προς 1.200 δρχ. η κάθε μια θα εισρεύσουν στην επιχείρηση 480 εκατ. δρχ. και έτσι η συνολική αξία της επιχείρησης στην αγορά θα ανέλθει σε 2.480 εκατ. δρχ. Στη χρηματιστηριακή αγορά η τιμή της μετοχής θα κατέλθει από τις 2.500 δρχ. που ήταν πριν την έκδοση στις 2.067 δρχ. (2.480.000.000 δρχ./1.200.000 μτχ.)μετά την έκδοση.

Η πτώση στην αξία της μετοχής επέρχεται γιατί οι επιχειρήσεις εκδίδουν νέες μετοχές σε τιμή χαμηλότερη από τη

χρηματιστηριακή, για να καταστήσουν την εγγραφή των παλαιών μετοχών συμφέρουσα. Αν η τιμή της μετοχής οριστεί ίση με τη χρηματιστηριακή, ο παλαιός μέτοχος θα είναι αδιάφορος για τη συμμετοχή του στην αύξηση, γιατί δεν επέρχεται πτώση στην αξία της μετοχής. Στο προηγούμενο παράδειγμά η αξία της μετοχής θα παράμενε στις 2.500 δρχ. αν οι 400.000 εκδίδονται στη χρηματιστηριακή τιμή (3.000.000.000 δρχ./1.200.000 μτχ.).

Όταν όμως η τιμή έκδοσης τίθεται χαμηλότερα της χρηματιστηριακής ο παλιός μέτοχος δεν μπορεί να παραμείνει αδιάφορος για τη συμμετοχή γιατί θα υποστεί ζημιά. Με βάση το προηγούμενο παράδειγμα αν ένας μέτοχος-κάτοχος 1000 μετοχών δεν ασκείται το δικαίωμα θα έχει μετά την αύξηση επίσης 1000 μετοχές αξίας 2.067 δρχ. ή συνολικά 2.067.000 δρχ. έναντι 2.500.000 δρχ. προ της αύξησης. Υφίσταται δηλαδή ζημιά 433 δρχ. ανά μετοχή (2.500-2.066) σε περίπτωση μη συμμετοχής. Πράγματι σε αυτή την αύξηση η αξία του δικαιώματος είναι 433 δρχ.  $(2.500 - 1.200)/(2+1)$  και εφόσον δεν μπορεί ή δεν επιθυμεί τη συμμετοχή του στην αύξηση πρέπει να το πωλήσει στην τιμή αυτή για να μην υπολογιστεί ζημιά. Βλέπουμε, λοιπόν, ότι οι παλαιοί μέτοχοι δεν κερδίζουν τίποτα από την έκδοση μετοχών υπέρ αυτών, απλούστατα όταν συμμετέχουν δεν υφίστανται ζημιά. Είναι προτιμότερο όμως οι αυξήσεις να πραγματοποιούνται με συμμετοχή των παλαιών μετόχων. Αυτό γιατί με την αύξηση των μετοχών αυξάνεται λιγότερο η προσφορά όταν οι μετοχές παραμένουν στους παλιούς μετόχους, παρά όταν αυτή

πραγματοποιείται με συμμετοχή νέων μετόχων, γιατί η πίεση επί της μετοχής είναι μεγαλύτερη. Αν δηλαδή η συμφέρουσα τιμή των 1200δρχ προσφέρονταν σε νέους μετόχους, αυτοί θα πωλούσαν κάθε νέα μετοχή προς 2067δρχ. (η τιμή των 2500δρχ. των παλιών μετοχών θα κατερχόταν στις 2067δρχ.) και οι παλιοί μέτοχοι θα ζημιώνονταν 433δρχ. Αν φυσικά η τιμή έκδοσης ήταν ίση με τη χρηματιστηριακή, δηλαδή 2500δρχ, καμιά ζημιά δε θα υφίσταται ο παλιός μέτοχος. Για να καταστεί όμως συμφέρουσα η συμμετοχή στην αύξηση, η τιμή έκδοσης ορίζεται χαμηλότερη της χρηματιστηριακής και η αραιώση στα συμφέροντα είναι η αιτία για την οποία ο νόμος προστατεύει το δικαίωμα προτίμησης των παλαιών μετόχων σε κάθε αύξηση. Σε παγκόσμιο επίπεδο η τάση σήμερα είναι να καταργηθεί το δικαίωμα προτίμησης και κάθε αύξηση (που γίνεται στην Τρέχουσα τιμή) απευθύνεται γενικά στο επενδυτικό κοινό. Η τακτική αυτή παρέχει μεγαλύτερη ελαστικότητα στη χρηματοδότηση, ιδιαίτερα σε περιόδους απροθυμίας των μετόχων να συμμετάσχουν στην αύξηση.

Είπαμε ότι το δικαίωμα αυτό δίνει στο μέτοχο τη δυνατότητα να διατηρήσει το ποσοστό των ψήφων του αμετάβλητο. Η πλειονότητα, όμως, των μικρομετόχων αδιαφορεί για το δικαίωμα ψήφου. Αληθές επίσης είναι ότι αδιαφορούν και για τα υπόλοιπα δικαιώματα, εκτός από το δικαίωμα απαίτησης επί όλων ανεξαιρέτως των κερδών, τα οποία μετατρέπονται γι' αυτούς σε εισόδημα μέσω του μερίσματος τοις μετρητοίς. Το συμπέρασμα συνεπώς είναι ότι το βασικό δικαίωμα της πλειοψηφίας των



μικρομετόχων είναι οικονομικό, η συμμετοχή δηλαδή στα κέρδη της χρήσης δια του μερίσματος.

## 8.2 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΙΣ ΜΕΤΡΗΤΟΙΣ

Ο πιο συνηθισμένος τρόπος αύξησης των ιδίων κεφαλαίων από εξωτερικές πηγές είναι η συμμετοχή των ήδη μετόχων της εταιρίας ή τρίτων επενδυτών στην αύξηση με καταβολή μετρητών, ενώ δεν αποκλείεται και η εισφορά περιουσιακών στοιχείων. Στην περίπτωση εισηγμένης Α.Ε. πρέπει να ασκείται από τους μετόχους το δικαίωμα προτίμησης για την αγορά μετοχών εφόσον θέλουν να διατηρήσουν αμετάβλητα τα συμφέροντά τους. Ιδιαίτερα να μην μειωθεί ο έλεγχος στη διοίκηση και το ποσοστό συμμετοχής στη μελλοντική ροή των κερδών και δεύτερον να μην υποστούν τη ζημιά από τη πτώση της αξίας της μετοχής.

Όταν τελικά αποφασιστεί η αύξηση θα πρέπει πρώτα να καθοριστούν οι όροι έκδοσης. Ειδικότερα θα πρέπει να προσδιοριστεί το ύψος των κεφαλαίων που χρειάζονται, προκειμένου να χρηματοδοτηθούν τα επενδυτικά προγράμματα της επιχείρησης. Να καθοριστεί ο αριθμός των μετοχών που θα εκδοθούν και η τιμή έκδοσης, η οποία θα είναι υπό τη χρηματιστηριακή. Ο αριθμός των μετοχών που πρέπει να εκδοθεί βρίσκεται με διαίρεση του ύψους των κεφαλαίων που θα αντληθούν και της τιμής έκδοσης που καθορίστηκε. Δηλαδή :

αρ. νέων μτχ προς έκδοση: Αντλούμενα κεφάλαια

Τιμή έκδοσης

Είναι λογικό ότι όσο μικρότερη είναι η τιμή έκδοσης τόσο μεγαλύτερος πρέπει να είναι ο αριθμός των μετοχών που θα εκδοθεί για να αντληθεί το ίδιο ύψος κεφαλαίων. Όταν, όμως, εκδίδεται μεγάλο ύψος μετοχών λόγω ορισμού της τιμής σε πολύ χαμηλό επίπεδο, ανάλογα μεγάλη θα είναι και η αραιώση που υφίσταται η αξία της μετοχής και η μελλοντική ροή κερδών.

Ο αριθμός των δικαιωμάτων που πρέπει να προσκομιστεί για να αγοραστεί η νέα μετοχή βρίσκεται με διαίρεση των παλαιών μετοχών δια του αριθμού των νέων. Βάση προσδιορισμού της τιμής έκδοσης αποτελεί η τρέχουσα τιμή στο χρηματιστήριο. Η επιτυχία εξαρτάται από τη διαφορά μεταξύ της πρόσφατης τιμής της μετοχής και της τιμής έκδοσης. Αν η τιμή έκδοσης είναι μεγαλύτερη από τη τρέχουσα κανείς δεν θα εγγραφεί στην αύξηση εφ' όσον θα μπορεί να αγοράσει τη μετοχή σε μικρότερη τιμή στο χρηματιστήριο. Πρέπει, λοιπόν, η τιμή έκδοσης να είναι μικρότερη. Πόσο μικρότερη όμως? Διάφοροι παράγοντες επηρεάζουν τη διαφορά μεταξύ τρέχουσας τιμής και τιμής έκδοσης χωρίς να την ορίζουν ακριβώς. Οι παράγοντες αυτοί είναι :

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

(β) Η σύνθεση των μετοχών και του νέου κεφαλαίου. Αν μεταξύ των μετόχων είναι ιδρύματα ή άτομα τα οποία ενδιαφέρονται για να τηρήσουν τον αντιπρόσωπό τους στο Δ.Σ. θα συμμετάσχουν στην αύξηση, έστω και αν η διαφορά μεταξύ χρηματιστηριακής τιμής και τιμής έκδοσης είναι μικρή. Το ίδιο συμβαίνει και με τους μετόχους της πλειοψηφίας. Σε ολοκληρωμένες και αποτελεσματικές αγορές το πιο πιθανό είναι οι μικρομέτοχοι να λάβουν μέρος σε μικρές αυξήσεις κεφαλαίου παρά μεγάλες.

Αφού η εταιρία προσδιορίσει τους όρους έκδοσης και λάβει την έγκριση του Δ.Σ. και Ε.Κ. γνωστοποιεί στο επενδυτικό κοινό την αύξηση με συνοπτική δημοσίευση ανακοίνωσης στην οποία περιλαμβάνονται πληροφορίες, όπως η ημερομηνία έναρξης και λήξης άσκησης του δικαιώματος και παράλληλα διανέμει το ενημερωτικό δελτίο με λεπτομερείς πληροφορίες, με βάση τις οποίες οι ενδιαφερόμενοι θα κρίνουν αν είναι συμφέρουσα η συμμετοχή τους. Επίσης στην ανακοίνωση αναφέρεται και η μερισματοπόδειξη με την προσκόμιση της οποίας θα καταστεί δυνατή η συμμετοχή των μετόχων στην αύξηση. Προς διευκόλυνσή τους μπορεί η καταβολή του ποσού για την αύξηση να οριστεί με δόσεις, οπότε αναγράφεται στην ανακοίνωση το ποσό κάθε δόσης και η ημερομηνία καταβολής τους.

### 8.3 ΑΥΞΗΣΗ ΜΕ ΚΕΦΑΛΑΙΟΠΟΙΗΣΗ

Η αύξηση με μετρητά αποτελεί την μόνη πραγματική αύξηση μετοχικού κεφαλαίου. Οποιαδήποτε άλλη αύξηση είναι απλώς αναγνώριση της ύπαρξης υπεραξίας ή ανακεφαλαιοποίηση, αλλαγή δηλαδή της διάρθρωσης των ιδίων κεφαλαίων που πραγματοποιείται με μετακίνηση κονδυλίων από τον ένα λογαριασμό στον άλλο. Επιπλέον σε αυτές τις μετοχοποιήσεις καμία αλλαγή δεν επέρχεται στην κερδοφόρα δύναμη της επιχείρησης. Οι κύριες μορφές αύξησης μετοχικού κεφαλαίου που δεν συνεπάγονται εισροή μετρητών, είναι η μετοχοποίηση των κερδών χρήσης, των αποθεματικών και της υπεραξίας ακίνητης περιουσίας. Τα αποτελέσματα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση υπεραξίας και αποθεματικών είναι ανάλογα με εκείνα που προέρχονται από την κεφαλαιοποίηση των κερδών της χρήσης. Αυτή η λογιστική ρύθμιση απλώς μεταφέρει καμιά ουσιαστική μεταβολή, γιατί δεν εισέρχεται κανένα νέο περιουσιακό στοιχείο στην επιχείρηση. Η μόνη διαφοροποίηση είναι στον αριθμό των μετοχών ή στην ονομαστική τιμή της μετοχής, με συνέπεια η χρηματιστηριακή τιμή να πέσει ανάλογα. Οι νέες μετοχές που προκύπτουν διανέμονται υποχρεωτικά στους παλαιούς μετόχους. Όταν μιλάμε για μετοχοποίηση αναφερόμαστε σε αυτό το μέρος της κεφαλαιοποιημένης αξίας που μετατράπηκε σε μετοχικό κεφάλαιο.

### 8.3.1 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ ΚΑΙ ΔΩΡΕΑΝ ΜΕΤΟΧΕΣ

Η μετοχοποίηση των κερδών της χρήσης πραγματοποιείται με διανομή μερίσματος σε μετοχές με βάση την ονομαστική αξία. Αυτό σημαίνει την παράδοση περισσότερων μετοχών στους ήδη μετόχους, όχι όμως και αξίας. Σύμφωνα με τη σωστή διεθνή πρακτική μετοχοποίησης των κερδών αν είναι μικρότερη από 25% (δηλαδή 4 παλιές προς 1 νέα) βασίζεται στην χρηματιστηριακή τιμή. Θεωρείται δηλαδή ότι έχει μειωθεί η ικανότητα της εταιρίας να πληρώνει μέρισμα σε Δρ και πρέπει να δεσμευτούν κέρδη ανάλογα της τρέχουσας τιμής. Αν όμως είναι μεγαλύτερη από 25% η μετοχοποίηση των κερδών βασίζεται στην ελάχιστη νομική απαίτηση, δηλαδή την ονομαστική αξία.

#### ΛΟΓΙΣΤΙΚΟΣ ΧΕΙΡΙΣΜΟΣ:

Με σκοπό να γίνει κατανοητό το αποτέλεσμα στους λογαριασμούς του ισολογισμού από τη διανομή μερίσματος στις μετοχές παρουσιάζουμε το παρακάτω παράδειγμα: Υποθέτουμε ότι η επιχείρηση πριν της διανομής έχει την εξής κεφαλαιακή διάρθρωση :

|                                      |                   |
|--------------------------------------|-------------------|
| Μετοχικό κεφ. (50.000μτχ X 1.000δρχ) | 50.000.000        |
| Διάφορα αποθεματικά                  | 20.000.000        |
| <u>Κέρδη χρήσης</u>                  | <u>12.000.000</u> |

Καθαρή περιουσία 82.000.000 Υποθέτουμε

τώρα ότι πληρώνεται 10% μέρισμα σε μετοχές από τα κέρδη της επιχείρησης (10 παλιές προς 1 νέα). Η τιμή της μετοχής στην αγορά είναι 2000δρχ και το σύνολο αυτών 50.000μτχ. Θα εκδοθούν

συνεπώς 5.000 νέες μετοχές που θα διανεμηθούν δωρεάν στους μετόχους. Η μεταβολή των λογαριασμών των ιδίων κεφαλαίων του ισολογισμού μετά την διανομή και με βάση τους δυο χειρισμούς οι εξής :

|   | ΒΑΣΗ ΑΞΙΑΣ |            |
|---|------------|------------|
|   | Ονομαστική | Χρημ/ριακή |
| Μετοχικό κεφάλαιο<br>(55000μτχ*1000δρχ) | 55.000.000 | 55.000.000 |
| Αποθ από μετ/ση κερδών υπέρ το<br>άρτιο |            | 5.000.000  |
| Διάφορα αποθεματικά                     | 20.000.000 | 20.000.000 |
| Υπόλοιπο σε νέο                         | 7.000.000  | 2.000.000  |
| Καθαρή Περιουσία                        | 82.000.000 | 82.000.000 |

#### 8.4 ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΚΑΙ ΑΝΤΙΣΤΡΟΦΗ ΔΙΑΣΠΑΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Ανάλογα με το αποτέλεσμα των μετοχοποιήσεων υπεραξίας παγίων, αποθεματικών ή κερδών που αναπτύχθηκε προηγουμένως είναι και το αποτέλεσμα μεταβολής της ονομαστικής αξίας των μετοχών. Τα αποτελέσματα αυτά αφήνουν αδιάφορο τον μέτοχο, αφού ούτε η κερδοφορία της Α.Ε. επηρεάζεται, ούτε ο μέτοχος κερδίζει κάτι, εκτός του ότι μεταβάλλεται ο αριθμός των μετοχών του. Η μεταβολή της ονομαστικής αξίας γίνεται με μείωση, οπότε μιλάμε για διάσπαση (stock split) ή με αύξηση οπότε μιλάμε για αντίστροφη διάσπαση (reverse split). Κατά τη stock split η μόνη

μεταβολή που επέρχεται είναι η αύξηση του αριθμού των μετοχών, ενώ το Μ.Κ και τα αποθεματικά παραμένουν αμετάβλητα. Η αύξηση του αριθμού των μετοχών είναι ανάλογη με τη μείωση της ονομαστικής αξίας. Με βάση το προηγούμενο παράδειγμα η μεταβολή στην κεφαλαιακή διάρθρωση είναι η εξής μετά τη διάσπαση :

|                                      |                      |
|--------------------------------------|----------------------|
| Μετοχικό κεφάλαιο(100.000μτχ*500δρχ) | 50.000.000δρχ        |
| Διάφορα αποθεματικά                  | 20.000.000δρχ        |
| <u>Κέρδη χρήση</u>                   | <u>12.000.000δρχ</u> |
| Καθαρή περιουσία                     | 82.000.000δρχ        |

Η διάσπαση δηλαδή της μετοχής πραγματοποιείται με μείωση της ονομαστικής αξίας. Στο παράδειγμα μας η μείωση της ονομαστικής αξίας κατά 50% επέφερε αύξηση του αριθμού των μετοχών στο διπλάσιο (από 50.000.000 μτχ σε 100.000). Η διάσπαση της μετοχής πραγματοποιείται για να φέρει την τιμή της μετοχής σε επίπεδο που προτιμάται από τη μεγάλη μάζα των επενδυτών όπως και το μέρισμα σε μετοχές.

Στην περίπτωση δε της αντίστροφης διάσπασης (Reverse split) έχουμε μείωση του αριθμού των μετοχών καθώς και ανάλογη αύξηση της ονομαστικής αξίας. Η επιχείρηση δηλαδή θα μπορούσε να αντικαταστήσει τις πέντε μετοχές σε τρεις αυξάνοντας ανάλογα την ονομαστική αξία. Τα κέρδη και τα μερίσματα που αντιστοιχούν τώρα σε κάθε νέα μετοχή αυξάνονται, κατά συνέπεια αυξάνεται και η τιμή της μετοχής. Πολλές φορές αιτία της

αντίστροφης διάσπασης είναι οικονομικές δυσκολίες πχ. Πρώην ΑΕΜΕΤ νυν ΑΛΚΑΡ. Η αύξησεις του μετοχικού κεφαλαίου χωρίς καταβολή δραχμών και διανομή «δωρεάν μετοχών» λόγω άγνοιας στη μετοχική αγορά Αθηνών είναι αιτία τζόγου.

## 8.5 ΠΟΤΕ ΜΙΑ ΑΥΞΗΣΗ ΕΙΝΑΙ ΕΠΙΤΥΧΗΣ

Κάθε αύξηση του μ.κ δεν είναι βέβαιο ότι θα τύχει της έγκρισης της αγοράς. Εάν οι επενδυτές κρίνουν ότι δεν μπορεί να επιτευχθεί απόδοση μεγαλύτερη από το κόστος των ιδίων κεφαλαίων, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα υποχωρήσει. Στην αντίθετη περίπτωση που οι επενδυτές κρίνουν πως η επιχείρηση μπορεί να επιτύχει μεγαλύτερη απόδοση από το κόστος των ιδίων, η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής θα ανέλθει οι προοπτικές (Κέρδη, μερίσματα ) και η κατάσταση της αγοράς είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή τιμή μετά την αύξηση του Μ.Κ. Επίσης η προς τα κάτω πίεση της μετοχής μετά τη διανομή νέων μετοχών είναι συνήθως προσωρινή. Επομένως το πλεονέκτημα του κατάλληλου χρόνου και της υγιούς αγοράς, σε συνδυασμό με τους στόχους και τις προοπτικές της εταιρίας μπορούν να εγγυηθούν για την επιτυχία της έκδοσης.

Κατά την αύξηση με μετρητά οι εισηγμένες εταιρίες επιτυγχάνουν την υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων και επιχειρηματικών σχεδίων ή ακόμα και τη μείωση των υποχρεώσεων τους προς διάφορους πιστωτές. Η αύξηση του Μ.Κ. με κεφαλαιοποίηση μετοχών είναι επωφελείς διότι η επιχείρηση



μπορεί να μετατρέψει μεγάλο μέρος των ιδίων κεφαλαίων που υπάρχει σε μορφή αποθεματικών ή υπεραξίας παγίων σε Μ.Κ. καθώς και να αυξήσει τη τιμή της μετοχής της. Τέλος το Split μετοχών μπορεί να επιφέρει θετικά αποτελέσματα για τη τιμή της μετοχής και συγκεκριμένα να αυξήσει την εμπορευσιμότητα των μετοχών και ιδιαίτερα εκείνων των οποίων οι τιμές είναι σε υψηλά επίπεδα. Οπότε μια μείωση της τιμής θα αυξήσει το ενδιαφέρον πολλών επενδυτών με αποτέλεσμα να αυξηθεί η ζήτηση της μετοχής.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ: Η ΜΕΤΟΧΗ

### 9.1 Η ΑΞΙΑ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Για την έναρξη των εργασιών μιας εταιρίας απαιτούνται κεφάλαια τα οποία παραχωρεί ο ιδρυτής και μέτοχος της. Τα κεφάλαια αυτά διαιρούνται σε μικρότερα ή σε μερίδια, τις μετοχές που τις κατέχει ο ιδρυτής. Στην μετοχή αντανακλώνται συνολικά πέντε αξίες: Η ονομαστική, η λογιστική, η εσωτερική, η χρηματιστηριακή και η αξία ρευστοποίησης. Κάθε μια από αυτές έχει διαφορετική χρήση και αντανακλά διαφορετική έννοια της αξίας.

Η ονομαστική αξία αντιπροσωπεύει την αξία στην οποία προσφέρει η επιχείρηση της μετοχής της για πώληση στο κοινό κατά την έναρξη των εργασιών και προκύπτει αν διαιρέσουμε τα συνολικά κεφάλαια με τον αριθμό των μετοχών που έχουν εκδοθεί. Έτσι η αξία της επιχείρησης στην αρχή της λειτουργίας της αντιπροσωπεύεται από την ονομαστική αξία επί τον αριθμό των μετοχών.

Με την πάροδο των ετών η επιχείρηση αυξάνει τις επενδυτικές της δραστηριότητες, ενώ παράλληλα μεταβάλλονται και τα κέρδη της. Έτσι είναι σε θέση να εκδώσει και να πωλήσει μετοχές υπέρ το άρτιο αποκτώντας νέα κεφάλαια για καινούργιες επενδύσεις. Η ονομαστική αξία στα βιβλία της εταιρίας παραμένει ίδια, δεν εκπροσωπεί όμως την πραγματική αξία της μετοχής και της εταιρίας. Όταν η εταιρία πουλάει μετοχές σε τιμή υπέρ το

άρτιο καταχωρείται υπό το μετοχικό κεφάλαιο στο τμήμα της καθαρής περιουσίας του ισολογισμού. Το μετοχικό κεφάλαιο αυξημένο κατά τα κέρδη που δεν δόθηκαν στους ιδιοκτήτες (αποθεματικά), με την μορφή μερίσματος σε δραχμές, και κατά το ποσό που προκύπτει από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και μειωμένο κατά το ποσό των ζημιών των χρήσεων, μας δίνει την αξία της επιχείρησης με βάση τα βιβλία της, τη λογιστική δηλαδή αξία. Ειδικότερα η λογιστική αξία της μετοχής ορίζεται από τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης (αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, το αποθεματικό από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο, τα αποθεματικά και τα λοιπά κεφάλαια των ιδιοκτητών, τις προβλέψεις που έχουν μόνιμο χαρακτήρα και τα κέρδη προηγούμενων χρήσεων), διαιρούμενα με τον εκδοθέντα ή σε κυκλοφορία αριθμό μετοχών.

Η αξία ρευστοποίησης ορίζεται σαν το ποσό που θα πραγματοποιηθεί από τυχόν πώληση των ενεργητικών χωριστά από την επιχείρηση που τα χρησιμοποιεί. Η αξία ρευστοποίησης είναι γνωστή μόνο μετά από πραγματική πώληση. Μπορούμε να την υποθέσουμε αν από την τρέχουσα αξία των ενεργητικών αφαιρεθούν οι υποχρεώσεις που προηγούνται των προνομιούχων και κοινών μετοχών, καθώς και τα έξοδα ρευστοποίησης. Θα περίμενε κανείς ότι η αξία ρευστοποίησης που απομένει για τους μετόχους θα ήταν περίπου ίδια με την λογιστική. Στην πράξη, όμως, αυτό δεν συμβαίνει! Η θεωρητική αξία ρευστοποίησης των εταιριών που δεν έχουν προβεί σε επανεκτίμηση της αξίας των

γηπέδων και των κτηρίων θα πρέπει να είναι πολύ μεγαλύτερη από την λογιστική, ενώ των εταιριών που φέρουν τα ενεργητικά αυτά στις τρέχουσες τιμές θα πρέπει να είναι μικρότερη. Τόσο η λογιστική όσο και η αξία ρευστοποίησης έχουν μικρή σημασία για τους επενδυτές, αφού στο χρηματιστήριο οι επιχειρήσεις αποτιμώνται ως ζώσες και αποδοτικές.

Η εσωτερική αξία είναι εκείνη που προκύπτει αν λάβουμε υπόψη βασικές οικονομικές δυνάμεις όπως το ενεργητικό, τα κέρδη, τα μερίσματα, την διοίκηση καθώς και τις προοπτικές της επιχείρησης. Βασίζεται, δηλαδή, αυτή η αξία σε υποκειμενικά κριτήρια και είναι αυτή που υπολογίζεται στην περίπτωση των χρηματιστηριακών μετοχών από χιλιάδες επενδυτές για να αποφασίσουν την αγορά ή πώληση καθώς και από τους αγοραστές των μη χρηματιστηριακών μετοχών. Τέλος θα μπορούσαμε να πούμε ότι για τις εισηγμένες Α.Ε η εσωτερική αξία αντανακλά την πραγματική αξία της επιχείρησης και σε αποτελεσματικές αγορές υπάρχει ταύτιση και με την χρηματιστηριακή.

Η χρηματιστηριακή αξία είναι η τρέχουσα αξία της μετοχής στην αγορά στην οποία διαπραγματεύονται. Η πραγματική αξία της μετοχής για τις εισηγμένες επιχειρήσεις αντιπροσωπεύεται από την χρηματιστηριακή, ενώ για τις μη εισηγμένες από την εσωτερική.

## 9.2 ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΚΟΙΝΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Τα κοινά ίδια κεφάλαια αποτελούν την πρώτη πηγή κεφαλαίων των νέων επιχειρήσεων και το στήριγμα που διαθέτουν οι εταιρίες που ήδη λειτουργούν όταν έχουν ανάγκη για χρηματοδότηση. Στις παραγράφους που ακολουθούν θα γίνει μια ανάλυση του κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

### 9.2.1 ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΚΕΡΔΩΝ, ΕΛΕΓΧΟΥ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΥ

Ο χαρακτήρας ιδιοκτησίας των ιδίων κεφαλαίων εξαρτάται από την μορφή της επιχείρησης. Το πρόβλημα μιας τέτοιας ιδιοκτησίας περιστρέφεται γύρω από την κατανομή ορισμένων δικαιωμάτων και ευθυνών μεταξύ αυτών που προσέφεραν τα κεφάλαια για την λειτουργία της επιχείρησης. Τα δικαιώματα και οι υποχρεώσεις των μετοχών έχουν και θετικές και αρνητικές πλευρές.

Τα δικαιώματα των κατόχων κοινών μετοχών καθορίζονται από νόμους του κράτους αλλά γενικά διακρίνονται από μια ομοιομορφία σε πολλά θέματα όπως τα συλλογικά και ειδικά δικαιώματα.

Συνήθως στους κατόχους κοινών μετοχών δίνονται ορισμένα συλλογικά δικαιώματα τα οποία τους επιτρέπουν (α) Να τροποποιούν το καταστατικό, (β) Να τροποποιούν τον εσωτερικό κανονισμό λειτουργίας της εταιρίας, (γ) Να ορίζουν διευθυντές, (δ) Να προωθούν εγκρίσεις παγίων στοιχείων, (ε) Να προβαίνουν σε συγχωνεύσεις και ενοποιήσεις. Ειδικά δικαιώματα που δίνονται

στους κοινούς μετόχους είναι: (α) Το δικαίωμα ψήφου, (β) Το δικαίωμα πώλησης μετοχών, (γ) Το δικαίωμα συμμετοχής σε τυχόν υπολειμματικά περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης κατά τη διάλυση της, έχοντας όμως τη τελευταία θέση μεταξύ αυτών που έχουν απαιτήσεις από αυτά τα στοιχεία.

Σημαντικό πλεονέκτημα της ιδιοκτησίας των ιδίων κεφαλαίων είναι το δικαίωμα των μετόχων στα κέρδη και στον έλεγχο. Το δικαίωμα στα κέρδη περιλαμβάνει και τον κίνδυνο πραγματοποίησης ζημιών καθώς και το δικαίωμα του ελέγχου συνεπάγεται διάφορες ευθύνες και υποχρεώσεις. Οι κάτοχοι των κοινών μετοχών χάρη στο δικαίωμα ψήφου που διαθέτουν, έχουν το νομικό έλεγχο της Α.Ε. Στη πράξη, όμως, κύρια στελέχη της εταιρίας είναι τα μέλη του Δ.Σ. και οι διάφοροι διευθυντές οι οποίοι έχουν στα χέρια τους τον κύριο έλεγχο. Υπάρχουν όμως πολλά παραδείγματα που δείχνουν ότι οι μέτοχοι μπορούν να επανεπιβάλουν τον έλεγχο τους, αν δυσαρεστηθούν με την πολιτική της εταιρίας. Ένα άλλο θέμα σχετικά με την ιδιοκτησία των κεφαλαίων είναι ο κίνδυνος. Σε περίπτωση εκκαθάρισης οι κάτοχοι κοινών μετοχών έχουν τη τελευταία θέση μεταξύ αυτών που έχουν απαιτήσεις από την εταιρία. Επομένως τα κεφάλαια προσφέρει οι μέτοχοι παρέχουν ένα είδος προστασίας στους πιστωτές.

## 9.2.2 ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΤΩΝ ΚΟΙΝΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΩΣ ΠΗΓΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Αξιολογώντας την έκδοση κοινών μετοχών από την πλευρά της εταιρίας διακρίνουμε θετικά και αρνητικά στοιχεία. Τα πλεονεκτήματα που προσφέρει τώρα στον εκδότη η χρηματοδότηση με κοινές μετοχές είναι τα εξής:

(α) Οι κοινές μετοχές δεν δημιουργούν σταθερές δαπάνες. Σε περίπτωση κερδών η επιχείρηση μπορεί να καταβάλει μερίσματα χωρίς όμως νομική υποχρέωση καταβολής τους.

(β) Δεν έχουν τακτή ημερομηνία λήξης.

(γ) Επειδή προστατεύουν τους πιστωτές από τυχόν ζημιές, η πώληση τους αυξάνει την φερεγγυότητα της επιχείρησης.

(δ) Αρκετές φορές οι κοινές μετοχές μπορούν να πωληθούν πιο εύκολα από μια δανειακή υποχρέωση, γιατί θεωρούνται πιο ελκυστικές από ορισμένες ομάδες επενδυτών, επειδή έχουν μεγαλύτερη αναμενόμενη απόδοση και προστατεύουν τους κατόχους από το πληθωρισμό. Αυτό συμβαίνει επειδή αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία της επιχείρησης και στη διάρκεια πληθωριστικών περιόδων αυξάνει η αξία των υλικών περιουσιακών στοιχείων και επομένως η αξία των κοινών μετοχών.

(ε) Έχουν ελαφρύτερη φορολογία.

Τα μειονεκτήματα περιλαμβάνουν τα εξής:

(α) Η πώληση τέτοιων μετοχών επεκτείνει το δικαίωμα ψήφου και κατ' επέκταση του ελέγχου. Για το λόγο αυτό η πρόσθετη

χρηματοδότηση με κοινές μετοχές αποφεύγεται από τις μικρές Α.Ε. που οι ιδιοκτήτες-διευθυντές τους δεν είναι πρόθυμοι να μοιραστούν τον έλεγχο των εταιριών τους με τρίτους.

(β) Η χρήση άλλων δανειακών κεφαλαίων είναι δυνατόν να επιτρέψει την αξιοποίηση κεφαλαίων με σταθερό χαμηλό κόστος, ενώ οι κοινές μετοχές παρέχουν ίσα δικαιώματα στους μετόχους για συμμετοχή στα καθαρά κέρδη.

(γ) Η ισορροπία μεταξύ ιδίων και ξένων κεφαλαίων είναι πολύ λεπτή. Αν λοιπόν η επιχείρηση έχει ίδια ή λιγότερα δανειακά κεφαλαία απ, όσο απαιτεί η άριστη κεφαλαιακή δομή της, το μέσο κόστος του κεφαλαίου θα είναι μεγαλύτερο απ' όσο χρειάζεται και

(δ) τα μερίσματα των κοινών μετοχών δεν εκπίπτονται ως δαπάνη κατά τον υπολογισμό των κερδών.

### 9.3 ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΕΣ ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι προνομιούχες μετοχές αποτελούν μια κατηγορία μετοχών από τις οποίες έχουν αφαιρεθεί ορισμένα δικαιώματα, ενώ έχουν προστεθεί άλλα. Τα επιπλέον, λοιπόν, δικαιώματα τους είναι: (α) Ότι έχουν προτεραιότητα στη λήψη μερίσματος, (β) προτεραιότητα στη ρευστοποίηση ενεργητικών και (γ) έχουν ειδικά προνόμια (μετοχές ανακλήσιμες, μετατρέψιμες, εξαγοράσιμες) ενώ μειονεκτούν έναντι των κοινών μετοχών στο ότι στερούνται δικαιώματος ψήφου και μερικές φορές δεν συμμετέχουν στη διανομή.



Οι προνομιούχες μετοχές που προέρχονται από τη μετοχοποίηση λογιστικής μορφής δηλαδή δεν συνεπάγονται εισροή δραχμών, προηγούνται στη λήψη πρώτου μερίσματος και υφίστανται διαφορετική μεταχείριση από τις κοινές κατά τη διανομή των κερδών. Οι άλλες προνομιούχες μετοχές, σταθερού μόνο μερίσματος, αποτελούν μικτή μορφή χρηματοδότησης με την έννοια ότι απαντώνται γνωρίσματα και χρέους και μετοχικού κεφαλαίου. Κοινό χαρακτηριστικό των προνομιούχων είναι το σταθερό ή πρώτο μέρισμα που παίρνει τη μορφή τόκου. Σταθερό και υποχρεωτικό μέρισμα δικαιούνται οι μετοχές που δεν προέρχονται από λογιστικούς χειρισμούς, αλλά από έκδοση που πωλήθηκε και αντλήθηκαν χρήματα. Οι σταθερού μερίσματος προνομιούχες μετοχές συμμετέχουν στη διανομή των κερδών μέχρι το ποσοστό επί του ονομαστικού κεφαλαίου, όπως ορίζεται στο καταστατικό. Στη διανομή των κερδών μπορεί να συμμετάσχουν προνομιούχες μετοχές που προήλθαν από κεφαλαιοποίηση της υπεραξίας γης, μηχανημάτων ή κτηρίων. Το πρώτο μέρισμα μπορεί να είναι σωρευτικό, δηλαδή σύνολο μερισμάτων από συνεχείς χρήσεις που δεν έχουν διανεμηθεί. Στις εισηγμένες Α.Ε. κυριαρχεί η τακτική να καθορίζεται απόληψη ορισμένου τόκου για τους προνομιούχους μετόχους, λόγω του ότι δεν έχουν δικαίωμα ψήφου.

Όσον αφορά τις προνομιούχες μετοχές που προέρχονται από αύξηση κεφαλαίου τοις μετρητοίς και για τις οποίες καταβάλλεται μόνο σταθερό μέρισμα και τίποτα άλλο μπορούμε να πούμε ότι μια

τέτοια έκδοση μοιάζει με ομολογιακή. Αυτό λέγεται γιατί και στις δύο περιπτώσεις πληρώνεται καταρχήν σταθερό ποσό σαν αμοιβή. Διαφέρουν, όμως, στο ότι το προνομιούχο κεφάλαιο είναι αόριστης διάρκειας, ενώ το ομολογιακό έχει ορισμένη λήξη. Συνεπώς το προνομιούχο κεφάλαιο δίνει ελαστικότητα στη χρηματοδότηση, γιατί δεν απαιτείται η επιστροφή του εντός συγκεκριμένης προθεσμίας. Επίσης η πληρωμή του μερίσματος δεν είναι υποχρεωτική όπως η καταβολή των τόκων του ομολογιακού δανείου. Η άντληση κεφαλαίων με τη μορφή προνομιούχας έκδοσης αυξάνει τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης και επομένως βελτιώνεται η οικονομική της θέση. Αντίθετα κύριο μειονέκτημα του προνομιούχου κεφαλαίου είναι η φορολογική του μεταχείριση. Το προνομιούχο μέρισμα φορολογείται με μορφή καθαρού εσόδου σε αντίθεση με τους τόκους των ομολογιακών δανείων, οι οποίοι έχουν μικρότερο φορολογικό συντελεστή. Τέλος, ένα επιχείρημα υπέρ της χρήσης του προνομιούχου κεφαλαίου είναι ότι μπορεί να χρησιμοποιηθεί σαν μέσο χρηματοδότησης στην περίπτωση κατά την οποία η επιχείρηση έχει εξαντλήσει όλη την δανειακή της χωρητικότητα χρησιμοποιώντας το σαν επιπρόσθετο χρέος και όχι σαν υποκατάστατο χρέος.

#### 9.4 ΒΑΣΙΚΟΙ ΔΕΙΚΤΕΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Όσον αφορά την αποδοτικότητα και τις αξίες της μετοχής υπάρχουν δείκτες που απεικονίζουν τη πορεία της στο χρηματιστήριο και τη καθιστούν δελεαστική για τους επενδυτές.

Με τη βοήθεια των δεικτών αυτών το ευρύ επενδυτικό κοινό πληροφορείται και είναι σε θέση να αναλύσει της μετοχής, αλλά και τη πορεία της επιχείρησης.

#### 9.4.1 ΔΕΙΚΤΗΣ P/E

Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τη διαίρεση της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής προς τα κέρδη ανά μετοχή.

$P/E = \frac{\text{Χρηματιστηριακή τιμή μετοχής}}{\text{Κέρδη ανά μετοχή}}$

Κέρδη ανά μετοχή

Η διοίκηση της επιχείρησης μέσα από αυτό το δείκτη παρακολουθεί τον τρόπο με τον οποίο οι επενδυτές αξιολογούν την επιχείρηση και βλέπουν τις προοπτικές που έχει ως προς τα μελλοντικά κέρδη. Ενδέχεται ο υπολογισμός του δείκτη να βασίζεται σε αποτελέσματα παρελθουσών χρήσεων και είναι τεχνητά χαμηλός ή ακόμα να βρίσκεται σε υψηλά επίπεδα λόγω των υψηλών προσδοκιών που έχει η αγορά από την επιχείρηση. Θεωρητικά όσο μεγαλύτερος είναι ο πολλαπλασιαστής κερδών, τόσο ακριβότερη είναι η μετοχή και αντίθετα, δηλαδή όσο μικρότερος τόσο φθηνότερη είναι η μετοχή. Τέλος ένας χαμηλός δείκτης απεικονίζει την έλλειψη εμπιστοσύνης που έχουν οι επενδυτές απέναντι στην επιχείρηση. Μια καλή τιμή του δείκτη για αγορά μετοχής είναι 20 ενώ για πώληση η τιμή του  $p/e$  πρέπει να κυμαίνεται πάνω από 30.

#### 9.4.2 ΔΕΙΚΤΗΣ P/BV

Ο δείκτης αυτός απεικονίζει τη σχέση της τιμής προς τη λογιστική αξία της μετοχής. Η λογιστική αξία όπως έχει προαναφερθεί προκύπτει από τη διαίρεση της συνολικής λογιστικής αξίας της εταιρίας προς τον αριθμό των μετοχών της. Σημειώνεται ότι στη περίπτωση της λογιστικής αξίας η σχέση μπορεί να διαστρεβλωθεί όταν αναγνωρίζεται υπεραξία η οποία κεφαλαιοποιείται ή μετοχοποιείται. Ικανοποιητική τιμή του δείκτη θεωρείται μια τιμή μικρότερη του 3. Όταν ο δείκτης είναι μικρότερος από τη μονάδα η μετοχή θεωρείται υποτιμημένη, ενώ αντίθετα είναι μεγαλύτερος από αυτή θεωρείται υπερτιμημένη. Όσο πλησιέστερος προς τη μονάδα, λοιπόν είναι ο δείκτης τόσο ελκυστικότερη καθίσταται η αγορά της μετοχής, διότι αντιστοιχεί στη πραγματική αξία της επιχείρησης.

#### 9.4.3. ΔΕΙΚΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

Απεικονίζει τη σχέση που υπάρχει μεταξύ μερίσματος και της τιμής της μετοχής. Υπολογίζεται με τη διαίρεση του μερίσματος ανά μετοχή προς τη τιμή που πωλείται στο χρηματιστήριο. Επομένως δηλώνει την απόδοση που θα πρέπει να πάρουν οι μέτοχοι για το χρόνο που κρατούν τη μετοχή της επιχείρησης. Η κατοχή μιας μετοχής συνεπάγεται κάποιο ρίσκο άρα οι μέτοχοι επιζητούν μια απόδοση ανάλογη του ρίσκου αυτού. Κανονική θεωρείται μια τιμή γύρω στο 7%, ενώ κάθε μεγαλύτερη τιμή θεωρείται ικανοποιητική. Ο δείκτης αυτός δεν παρουσιάζει

μεγάλη σημασία, αφού συνήθως η τιμή της μετοχής είναι διαφορετική από εκείνη της εποχής που είχε κατανεμηθεί. Όμως δεν στερείται πρακτικής εφαρμογής, αφού κατά το χρονικό διάστημα που μεσολαβεί από την επίσημη ανακοίνωση των αποτελεσμάτων της εταιρίας ως την ημέρα που θα γίνει η αποκοπή δικαιώματος μερίσματος, ο δείκτης αποκτά πρακτική σημασία και μπορεί να αποτελέσει οδηγό για μελλοντικές τοποθετήσεις.

#### 9.4.4 ΔΕΙΚΤΗΣ ΤΙΜΗΣ ΠΡΟΣ ΑΚΑΘΑΡΙΣΤΗ ΤΑΜΕΙΑΚΗ ΡΟΗ (P/CV)

Η ακαθάριστη ταμειακή ροή (CV) είναι τα κέρδη μιας επιχείρησης που προκύπτουν μετά τις λογιστηκές πράξεις και που επηρεάζουν την κίνηση του ταμείου της. Όσο χαμηλότερη είναι η τιμή του συγκεκριμένου δείκτη τόσο πιο ελκυστική κρίνεται η τιμή της μετοχής. Με την χρήση του δείκτη αυτού στην ουσία επιβραβεύεται η εταιρία η οποία πραγματοποιεί σημαντικού ύψους επενδύσεις κάτι που δεν συμβαίνει τόσο με την μέθοδο του δείκτη P/E.

#### 9.4.5 ΔΕΙΚΤΗΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΟΣ

Είναι το ύψος των κερδών που πληρώνεται σαν μέρισμα σε σχέση με το σύνολο αυτών. Σε επιχειρήσεις που έχουν ευκαιρίες επένδυσης η αύξηση του μερίσματος χρονικά υστερεί της αύξησης των κερδών, αλλά μακροπρόθεσμα τα ακολουθεί. Η μερισματική

πολιτική που ακολουθεί η εταιρία προκύπτει από την εξέλιξη του λόγου διανομής στο παρελθόν. Χαμηλό δείκτη έχουν οι επιχειρήσεις που κάνουν επενδύσεις γιατί διατηρούν σημαντικά κέρδη για να χρηματοδοτήσουν την ανάπτυξη τους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ: ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Μεγάλης σπουδαιότητας απόφαση που πρέπει να πάρουν οι διοικούντες της επιχείρησης, εκτός από αυτές που αφορούν τις επενδύσεις και τις πηγές χρηματοδότησης, είναι ο τρόπος διανομής των κερδών μεταξύ μερίσματος και αποθεματικών, δηλαδή μεταξύ μετόχων και επιχείρησης. Η όποια απόφαση παρθεί επηρεάζεται από τους σκοπούς που έχει θέσει η επιχείρηση και τις προτεραιότητες που δίνει σε αυτούς. Η διοίκηση λοιπόν παίρνει την απόφαση της διανομής μεταξύ μερίσματος και αποθεματικών ώστε στην μεν χρηματιστηριακή επιχείρηση να μεγιστοποιηθεί η αξία της μετοχής, στην δε μη χρηματιστηριακή να μεγιστοποιηθούν τα κέρδη ανά μετοχή για να ικανοποιούνται οι μέτοχοι. Πρέπει να σημειώσουμε ότι βασικός χρηματοδότης των εταιριών με εξωτερικά κεφάλαια είναι οι τράπεζες και αυτές υποδεικνύουν βελτίωση της σχέσης ιδίων και ξένων κεφαλαίων για να ενδυναμώσουν την δανειοληπτική τους ικανότητα.

### 10.1 ΘΕΩΡΙΕΣ ΤΗΣ ΜΕΡΙΣΜΑΤΙΚΗΣ ΠΟΛΙΤΙΚΗΣ

Οι θεωρίες που συζητούνται περισσότερο για την μερισματική πολιτική είναι τρεις: α) Η σχετικότητα των μερισμάτων, β) Η διαφοροποίηση της φορολογίας και γ) Το κάλλιο δυο και στο χέρι.

α) Η μη σχετικότητα του μερίσματος: Υποστηρικτές αυτής της θεωρίας είναι ο Modigliani και ο Miller. Αυτοί ισχυρίζονται ότι η

μερισματική πολιτική δεν έχει αντίκτυπο στην αξία της επιχείρησης ή στο κόστος των κεφαλαίων. Η επενδυτική πολιτική είναι αυτή που προσδιορίζει την κερδοφόρα δύναμη και όχι διανομή των κερδών. Η θέση των Modigliani και Miller είναι ισχυρή σε σύγκριση με άλλες θεωρίες, αλλά δεν αποδεικνύεται εμπειρικά. Η θεωρητική τους άποψη βασίζεται στις εξής προϋποθέσεις: Ότι οι αγορές μακροπροθέσμων κεφαλαίων είναι αποτελεσματικές, δεν υπάρχει φορολογία, δεν υπάρχει κόστος έκδοσης ή κόστος συναλλαγών, η επενδυτική πολιτική της Α.Ε είναι δεδομένη και επενδυτές και διοίκηση έχουν την ίδια πληροφόρηση για μελλοντικές επενδυτικές ευκαιρίες. Η μη σχετικότητα του μερίσματος με την αξία της επιχείρησης ισχύει για τέλειες αγορές οπότε κατά συνέπεια δεν μπορεί να ισχύσει στην Ελληνική αγορά. Σε τέτοιες αγορές κυριαρχεί αντίθετη άποψη που λείπει ότι τα μερίσματα σχετίζονται με την αξία της επιχείρησης. Αυτό άλλωστε αποδεικνύεται από πολλές περιπτώσεις πίεσης των μετόχων για περισσότερο μέρισμα και πτώση της τιμής της μετοχής, όταν δεν ικανοποιούνται.

β) Προτίμηση για μέρισμα και φορολογική διαφοροποίηση: Ο φορολογικός συντελεστής που επιβάλλεται επί των καθαρών εσόδων είναι διαφορετικός από αυτόν που επιβάλλεται στα κεφαλαιακά κέρδη. Παράλληλα υπάρχουν μέτοχοι με διαφορετικές οικονομικές ανάγκες. Επόμενο είναι οι επενδυτές να επηρεάζονται κατά την επιλογή των μετοχών από την προτίμηση για μικρότερο ή μεγαλύτερο μέρισμα έναντι των κεφαλαιακών κερδών. Ο μέτοχος



για το μέρισμα που εισπράττει δεν έχει φορολογική υποχρέωση. Οι μέτοχοι, λοιπόν, εξετάζουν τις συνέπειες των πολιτικών μερίσματος και αποφασίζουν. Οι εταιρίες από τη πλευρά τους δεν μπορούν να αποφύγουν την φορολογία και πρέπει να διατηρούν ευχαριστημένους και τους μετόχους. Οι μέτοχοι που δεν ικανοποιούνται από το μέρισμα γιατί οι εταιρίες προτιμούν να επανεπενδύσουν τα κέρδη τους θα πουλήσουν τις μετοχές. Αντίθετα αυτοί που ικανοποιούνται περισσότερο με κεφαλαιακά κέρδη αρκούνται σε μικρή μερισματική απόδοση γιατί θεωρείται ότι η εταιρία επιτυγχάνει αποδόσεις υψηλότερες από αυτές των μετοχών. Συνέπεια των προτιμήσεων των δυο αυτών κατηγοριών μετόχων είναι η επιχείρηση να βρίσκεται αντιμέτωποι με τις προτιμήσεις των επενδυτών και τις μερισματικές πολιτικές των άλλων Α.Ε. Έτσι πρέπει να εντοπίσει τις προτιμήσεις των επενδυτών και να βρει την χρυσή τομή ώστε να προσαρμόσει τον λόγο διανομής για να ανταποκριθεί στις διάφορες προτιμήσεις ομάδων επενδυτών.

γ) Κάλλιο δυο και στο χέρι: Αντίθετοι με την άποψη των M.M είναι αυτή των Gordon και Lintner. Αυτοί υποστηρίζουν ότι η αύξηση του λόγου διανομής, επιφέρει αύξηση στην αξία της επιχείρησης καθώς και ότι το επενδυτικό κοινό αποτιμά μια δραχμή προσδοκούμενου εισοδήματος περισσότερο από μια δραχμή προσδοκώμενων κεφαλαιακών κερδών λόγω του μειωμένου ρίσκου.

## 10.2 ΠΟΛΙΤΙΚΕΣ ΔΙΑΝΟΜΗΣ

Οι επενδυτές προσδιορίζουν την αξία της μετοχής με βάση το τι εισπράττουν σε δραχμές. Στο πλαίσιο της κατά αυτό τον τρόπο προσδιορισμού της τιμής από τους επενδυτές, η επιχείρηση πρέπει να αποφασίσει όχι μόνο το μέγεθος του μερίσματος αλλά και τον τρόπο για αν καταλήξει σε αυτό το ύψος.

Στην πράξη οι επιχειρήσεις εφαρμόζουν διάφορες μερισματικές πολιτικές. Βάση της νομοθεσίας ορίζεται ένα ελάχιστο ποσοστό του καταβλημένου κεφαλαίου το οποίο πρέπει να διανεμηθεί σαν μέρισμα. Εφόσον υπάρχουν κέρδη μπορεί να αποφασιστεί με πλειοψηφία 75% αν θα διανεμηθεί μέρος των κερδών και με 85% αν δεν θα διανεμηθεί. Πέραν του νομοθετικού πλαισίου βάση των πρακτικών που εφαρμόζονται διακρίνονται δυο βασικές πολιτικές διανομής. Η πρώτη είναι γνωστή ως διανομή σταθερού μερίσματος. Αυτή ορίζει συγκεκριμένο ύψος δραχμών για διανομή και το αυξάνει μόνο αν κριθεί ότι τα μελλοντικά κέρδη μπορούν να στηρίξουν σε μόνιμη βάση το νέο επίπεδο μερίσματος. Στο πλαίσιο αυτής της πολιτικής διανέμεται σταθερό ποσό όσο τα κέρδη δεν δείχνουν μόνιμη τάση ανόδου. Όταν όμως υπάρξει μόνιμη άνοδος το σταθερό ποσό αυξάνει.

Δεύτερη πολιτική είναι αυτή του σταθερού λόγου διανομής. Στα πλαίσια αυτής το ύψος του μερίσματος κυμαίνεται όπως και τα κέρδη. Για να απαντήσουμε στο ερώτημα ποια από τις δύο πολιτικές μεγιστοποιεί την τιμή της μετοχής υποθέτουμε ότι δύο επιχειρήσεις την ίδια χρονική περίοδο διανέμουν το ίδιο συνολικό

μέρισμα ακολουθώντας η μία την πρώτη πολιτική και η δεύτερη την άλλη. Η απάντηση έρχεται αν σκεφτούμε τι συνεπάγεται η εφαρμογή των πολιτικών αυτών για τους μετόχους. Όταν η εταιρία διατηρεί σταθερό το μέρισμα παρόλο ότι τα κέρδη είναι μειωμένα η εμπιστοσύνη των μετόχων ενισχύεται και η πτώση αυτή μπορεί να θεωρηθεί προσωρινή. Η εταιρία λοιπόν μειώνει της αβεβαιότητα που αφορά στην πιθανή παρέκκλιση από το προσδοκώμενο μέρισμα. Όσο περισσότερο βέβαιη είναι η καταβολή του μερίσματος τόσο και η ζητούμενη από τους επενδυτές απόδοση είναι μικρότερη και συνεπώς η τιμή της μετοχής υψηλότερη. Το όφελος για τις εταιρίες αυτές είναι το μειωμένο κόστος του κεφαλαίου τους. Αντίθετα η πολιτική του κυμαινόμενου μερίσματος εμπεριέχει αυξημένη αβεβαιότητα ως προς το μέρισμα και οι επενδυτές χρησιμοποιούν αυξημένο επιτόκιο προεξόφλησης για να προσδιορίσουν την τιμή με βάση τα αναμενόμενα μερίσματα. Αυτό σημαίνει αυξημένο κόστος για την εταιρία. Τέλος όταν η εταιρία στο παρελθόν έχει παρουσιάσει αυξομειώσεις στα κέρδη και στο μέρισμα η τιμή της μετοχής καθλώνεται σε χαμηλά επίπεδα.

### 10.3 ΜΕΡΙΣΜΑ ΣΕ ΜΕΤΟΧΕΣ

Το μέρισμα μπορεί να αποδοθεί όχι μόνο σε δραχμές αλλά και σε μετοχές. Η πρακτική είναι να διανέμονται μετοχές ίδιας κατηγορίας που προέρχονται από κεφαλαιοποιήσεις των κερδών ή και των αποθεματικών. Σε όλες τις περιπτώσεις η διαδικασία

περιλαμβάνει την μεταφορά των κερδών και των αποθεματικών στο μετοχικό κεφάλαιο και την ισόπροση αύξηση του. Βάση τώρα των νέων δεδομένων η αξία της περιουσίας της επιχείρησης που εγκλείεται σε μια μετοχή μειώνεται με την έκδοση των νέων μετοχών. Όσο δε μεγαλύτερος είναι ο νέος αριθμός των μετοχών τόσο μεγαλύτερη είναι και η πτώση της τιμής της μετοχής.

#### 10.4 ΑΓΟΡΑ ΙΔΙΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Πρόσφατα επιτράπη στις εταιρίες να αγοράζουν μέχρι 10% των δικών τους μετοχών. Αυτό το κάνουν για 2 λόγους. Πρώτον δεν επιθυμούν οι μεγάλοι μέτοχοι να βρίσκονται μετοχές τους στα χέρια μικρομετόχων και τις αποσύρουν από τη κυκλοφορία. Ο δεύτερος, είναι ότι τις αγοράζουν για να τις χρησιμοποιήσουν σαν options ιδιαίτερα όταν θέλουν να αυξήσουν τον αριθμό των μετοχών. Οι δυο προαναφερθέντες λόγοι αφορούν την αμερικανική κυρίως πρακτική. Η αιτία παροχής αυτής της δυνατότητας στην Ελλάδα είναι η στήριξη της τιμής των μετοχών τους. Η αγορά των ιδίων μετοχών έχει χρησιμοποιηθεί επίσης για την εισαγωγή χρέους στην κεφαλαιακή διάρθρωση εταιριών που δεν έχουν χρέος. Αυτό γίνεται με πώληση χρέους και χρήση αυτού για την αγορά ιδίων μετοχών. Διεθνώς η απόφαση για επαναγορά μετοχών συνεπάγεται τη διάθεση κεφαλαίων. Επιχειρήσεις που δεν έχουν ευκαιρίες επενδύσεων έχουν όμως περίσσειμα μετρητών προβαίνουν αντί για αύξηση του μερίσματος σε επαναγορές. Έτσι τα κέρδη ανά μετοχή και τα μερίσματα αυξάνουν και κατά

συνέπεια η τιμή. Η επαναγορά μετοχών πραγματοποιείται είτε με απευθείας προσφορά της εταιρίας στους μετόχους είτε με εντολές σε χρηματιστηριακή εταιρία. Όταν η εταιρία απευθύνεται στους μετόχους η τιμή αγοράς είναι μεγαλύτερη της χρηματιστηριακής. Οι μετοχές που αγοράστηκαν πωλούνται εκ' νέου όταν η εταιρία χρειάζεται κεφάλαια. Στην Ελλάδα στο μικρό διάστημα που εφαρμόζεται δεν υπήρξε περίπτωση πώλησης.

## ΜΕΡΟΣ Δ: ΚΟΣΤΟΣ-ΚΙΝΔΥΝΟΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

### ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΔΕΚΑΤΟ: ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Κεφάλαια για τη χρηματοδότηση επενδυτικών αναγκών μπορεί σήμερα να αντληθούν από πολλές πηγές αρκεί να εκπληρώνονται ορισμένες προϋπόθεσης. Τα κεφάλαια αυτά κατευθύνονται εκεί που κερδίζουν περισσότερο και αποσύρονται από εκεί που κινδυνεύουν. Το μέσο που συμβάλλει σε αυτή την συμπεριφορά είναι η αμοιβή που δίνεται για την χρήση τους και το ρίσκο που παίρνει ο εκδότης. Η αμοιβή αυτή στην περίπτωση χρήσης δανειακών κεφαλαίων είναι το επιτόκιο, ενώ στην περίπτωση μετοχικών κεφαλαίων είναι η συνολική απόδοση των μετοχών.

#### 11.1 ΚΟΣΤΟΣ ΣΥΣΤΑΤΙΚΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Τα κεφάλαια που χρησιμοποιεί η επιχείρηση για να χρηματοδοτηθεί προέρχονται είτε από εσωτερικές είτε από εξωτερικές πηγές. Ένα, λοιπόν, από τα προβλήματα που ζητά άμεση αντιμετώπιση σε κάθε χρηματοδότηση, είναι ο προσδιορισμός της κατάλληλης πηγής. Έχει παρατηρηθεί το γεγονός οι επιχειρήσεις την ίδια χρονική στιγμή να αντλούν κεφάλαια από περισσότερες από μια πηγές. Η αιτία αυτής της πολιτικής σχετίζεται με το «κόστος του κεφαλαίου». Κόστος

κεφαλαίου είναι το επιτόκιο και η απόδοση που πρέπει να επιτευχθεί επί των νέων επενδύσεων για να διατηρηθεί η τιμή της μετοχής αμετάβλητη, ώστε να υψωθεί η αξία της επιχείρησης.

Κάθε επιχείρηση προσπαθεί να προσδιορίσει την καταλληλότερη για αυτή κεφαλαιακή διάρθρωση. Εάν υποθέσουμε ότι το πετύχει θα πρέπει να ικανοποιεί τις ανάγκες της για κεφάλαια μέσα σε αυτό το πλαίσιο. Δεν θα μεταβληθούν δηλαδή ουσιαδώς οι αναλογίες των διαφορών επιμέρους μορφών από τις οποίες συνίσταται το μόνιμο μακροπρόθεσμο κεφάλαιο χρηματοδότησης των επενδύσεων.

## 11.2 ΚΟΣΤΟΣ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων ορίζεται ως η ελάχιστη απόδοση που πρέπει να επιτευχθεί επί των επενδύσεων που χρηματοδοτήθηκε με ίδια κεφάλαια. Για να παραμείνει αμετάβλητη η αξία της μετοχής. Στην πράξη υπάρχει κάποια διαφορά στο κόστος αυτών των κεφαλαίων. Αν υποθέσουμε ότι οι μέτοχοι απαιτούν μία απόδοση 20% επί των επενδύσεων και η επιχείρηση επιτύχει 18% η τιμή της μετοχής θα υποχωρήσει. Αυτό συμβαίνει γιατί οι μέτοχοι αν μπορούν θα τοποθετήσουν τα κεφάλαιά τους κάπου αλλού ώστε να λάβουν το 20% που ζητούν. Αυτό θυμίζει το κόστος ευκαιρίας το οποίο ορίζεται ως η απόδοση που μπορεί να επιτευχθεί επί μιας άλλης καλύτερης επένδυσης.

Ο ορισμός του κόστους των ιδίων κεφαλαίων υπονοεί όχι μόνο το χρηματοοικονομικό ρίσκο αλλά και επιχειρηματικό που υπήρχε πριν από την νέα χρηματοδότηση.

### 11.3 ΚΟΣΤΟΣ ΠΡΟΝΟΜΙΟΥΧΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η προνομιούχα μετοχή είναι αξία μικτού τύπου έχει δηλαδή μερικά από τα χαρακτηριστικά του χρέους και των κοινών μετοχών. Το κόστος του προνομιούχου κεφαλαίου είναι η αμοιβή που προσδιορίζεται ως κάποιο σταθερό ποσοστό και τίποτα πέραν αυτού. Σε περίπτωση προνομιούχων μετοχών το ονομαστικό κεφάλαιο που αντλείται μειώνεται κατά το ύψος των εξόδων έκδοσης. Η απόδοση που πρέπει να πετύχει η επιχείρηση επί των επενδύσεων που χρηματοδοτήθηκαν με κεφάλαια που προέρχονται από τις προνομιούχες μετοχές, για να αφήσει αμετάβλητα τα κέρδη που απομένουν για τις κοινές ορίζεται σαν κόστος της προνομιούχας μετοχής.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΩΔΕΚΑ: ΡΙΣΚΟ-ΚΙΝΔΥΝΟΣ

### 12.1 ΚΙΝΔΥΝΟΣ

Στον κόσμο των επενδύσεων βασική έννοια είναι ο κίνδυνος. Ο κίνδυνος μας δείχνει ποιες είναι οι πιθανότητες να αποκλίσει η ετήσια απόδοση σε μια συγκεκριμένη περίοδο από τη μέση ετήσια τιμή. Η διακύμανση αυτή που συνεπάγεται ο κίνδυνος, χαρακτηρίζει τα διάφορα χρεόγραφα κατατάσσοντας τα σε κατηγορίες επικινδυνότητας. Αν εξετάσουμε, λοιπόν, όλο το φάσμα των επενδυτικών επιλογών παρατηρούμε δυο ακραία σημεία. Στο ένα βρίσκεται η απλή εξοικονόμηση χρημάτων δηλαδή οι καταθέσεις οι οποίες δεν παρουσιάζουν καμία διακύμανση άρα και κανένα κίνδυνο. Ακολουθούν τα ομόλογα τα οποία έχουν περιορισμένο κίνδυνο αφού εξασφαλίζονται από τους εκδότες τους. Οι μετοχές είναι χρεόγραφα αυξημένου ανάλογα με την πορεία της επιχείρησης. Τέλος στο αντίθετο ακριβώς άκρο από τις καταθέσεις υπάρχουν τα χρηματιστηριακά παράγωγα τα οποία θεωρούνται επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Ο κίνδυνος συνδέεται άμεσα με την απόδοση με μια σχέση ανάλογη, δηλαδή οι επενδύσεις με χαμηλότερη απόδοση πρέπει να είναι ασφαλέστερες. Η σχέση αυτή βέβαια δεν είναι αναγκαστική.

## 12.2 ΡΙΣΚΟ

Πολλές φορές και ιδιαίτερα στην περίπτωση χρηματιστηριακών μετοχών έχουμε περιπτώσεις διάψευσης των προσδοκιών για κέρδη όχι μόνο προς το ύψος αλλά και προς την ύπαρξη κερδών. Αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων μπορεί να υπάρξει και στα ομολογιακά δάνεια. Η πιθανότητα απόκλισης από την προσδοκώμενη απόκλιση ορίζεται ως ρίσκο. Οι επενδυτές προτιμούν να κατανέμουν τον πλούτο τους σε περισσότερα απο ένα ενεργητικά, ώστε αυτό το ρίσκο να μειώνεται. Στην περίπτωση ενός χαρτοφυλακίου το ρίσκο δεν εξαρτάται μόνο από τις επιμέρους αξίες αλλά και την μεταξύ τους σχέση. Οι περισσότερες μετοχές από μόνες τους μεταβάλλονται περισσότερο από το δείκτη της αγοράς. Πράγμα που σημαίνει ότι το ρίσκο του χαρτοφυλακίου δεν αντιπροσωπεύεται από το σωρευμένο ρίσκο των μεμονωμένων ενεργητικών. Επίσης σημαίνει ότι το ρίσκο ελαττώνεται με τη διαφοροποίηση του χαρτοφυλακίου την αύξηση, δηλαδή, του αριθμού των αξιών που περιλαμβάνει. Η διασπορά δηλαδή των μετοχών σε περισσότερα ενεργητικά μειώνει τον κίνδυνο. Μείωση του ρίσκου δηλαδή έχουμε όταν σχηματιστούν χαρτοφυλάκια που την ίδια χρονική στιγμή κινούνται αντίθετα μεταξύ τους.

Συνοπτικά με δεδομένα την απέχθεια του κινδύνου από τους επενδυτές και τον βαθμό επικινδυνότητας των διαφόρων εναλλακτικών, χρηματοοικονομικών λύσεων ο κίνδυνος δεν μπορεί παρά να ληφθεί σοβαρά υπόψη κατά τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Η διαδικασία πριν την επιλογή της χρηματοδοτικής

πηγής περιλαμβάνει το καθορισμό του κινδύνου, στην συνέχεια την μέτρηση του και τέλος την αξιολόγηση. Βασικό στοιχείο τόσο κατά τον ορισμό και τη μέτρηση του κινδύνου είναι η πιθανότητα. Με προϋπόθεση ότι μια συγκεκριμένη επένδυση θα αναληφθεί η πιθανότητα επέλευσης κάθε δυνατού αποτελέσματος εμφανίζεται μέσα από μια κατανομή πιθανοτήτων. Ο σταθμικός μέσος της κατανομής είναι η αναμενόμενη αξία μεμονωμένης επένδυσης πρέπει να ληφθεί υπόψη όχι μόνο η μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων της, αλλά και η συσχέτιση των αποδόσεων αυτών με εκείνες των άλλων πάγιων της επιχείρησης. Η σχέση αυτή καλείται επίπτωση χαρτοφυλακίου. Οι επιπτώσεις χαρτοφυλακίου βρίσκονται στο επίκεντρο των προσπαθειών που καταβάλλει η επιχείρηση για να διαφοροποιήσει την δραστηριότητα της σε προϊόντα που δεν συνδέονται στενά με την κύρια επιχειρηματική της δραστηριότητα. Έτσι οι επιπτώσεις χαρτοφυλακίου είναι πολύ ισχυρές όταν η επένδυση σχετίζεται αρνητικά με τα άλλα περιουσιακά στοιχεία και πολύ αδύναμες όταν η συσχέτιση είναι θετική.

## BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- 1) Χρηματιστηριακές επενδύσεις (Θεόδωρος Ε. Θεοδωρόπουλος)
- 2) Ιδιωτική Οικονομική (Π. Κιόχος)
- 3) Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Γ. Παπούλιας)
- 4) Βασικές Αρχές Τις Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης Και Πολιτικής (J. Weston και E. Brigham)
- 5) Περιοδικά: Οικονομικός ταχυδρόμος, Margin

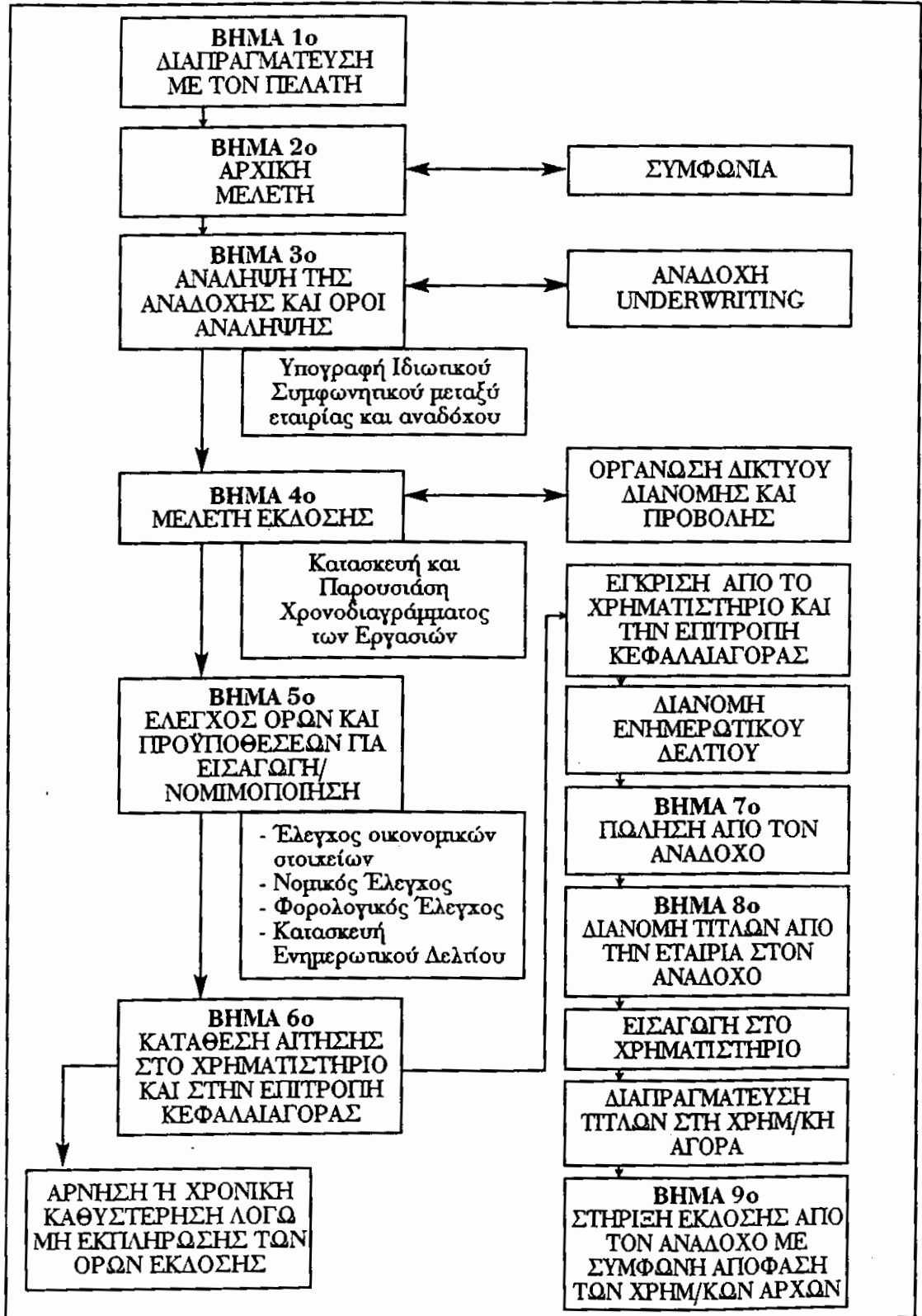
## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Στις σελίδες που ακολουθούν παρατίθενται υποδείγματα από ενημερωτικά δελτία και από οικονομικά περιοδικά ευρείας κυκλοφορίας που χρησιμοποιούνται για την πληροφόρηση του κοινού σχετικά με την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης παραθέτουμε ένα άρθρο του περιοδικού "χρήμα και αγορά" (τεύχος: Δεκεμβρίου 1999) σχετικά με την πορεία του Χ.Α.Α κατά τη δεκαετία 1990-2000, στην διάρκεια της οποίας σημειώθηκαν σημαντικές εξελίξεις, πρωτόγνωρες, και καθοριστικές τόσο για τον εκπαιδευτικό κοινό όσο και για την οικονομία της χώρας.

1. Πίνακας: Διαδικασία εισαγωγής
2. Υπόδειγμα ανακοίνωσης αύξησης μετοχικού κεφαλαίου
3. Μέρος ενημερωτικού δελτίου της εταιρίας  
Η ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ-ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε
4. Ιστορική αναδρομή Χ.Α.Α

Διάγραμμα 6  
ΒΗΜΑΤΑ ΑΝΑΔΟΧΗΣ ΕΚΔΟΣΗΣ





# ΑΕΓΕΚ

## ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ - ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ ΑΥΞΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΙΚΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΑΠΟΚΟΠΗ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΠΡΟΤΙΜΗΣΗΣ

(περίοδος εγγραφών: 23 Ιουνίου - 23 Ιουλίου 1999)

### Προς τους κ.κ. Μετόχους

Η έκτακτη Γενική Συνέλευση των μετόχων της ΑΕΓΕΚ που συνήλθε στις 3 Μαΐου 1999 αποφάσισε την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρίας κατά 12.460.500.000 δραχμές με καταβολή μετρητών και την έκδοση 20.767.500 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας 600 δραχμών κάθε μία, με τιμή διάθεσης 1.200 δραχμών ανά μετοχή.

Δικαίωμα προτιμίας έχουν όσοι είναι μέτοχοι της εταιρίας κατά τη λήξη της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στις 15 Ιουνίου 1999.

Από την Τετάρτη 16 Ιουνίου οι μετοχές της εταιρίας θα διαπραγματεύονται χωρίς το δικαίωμα συμμετοχής στην προαναφερθείσα αύξηση κεφαλαίου.

Κάθε παλιός μέτοχος δικαιούται να λάβει μία (1) νέα κοινή μετοχή για κάθε μία (1) παλαιά κοινή ή προνομισύχο μετοχή, με καταβολή 1.200 δραχμές όπως προαναφέρθηκε.

Το δικαίωμα προτίμησης μπορεί να ασκηθεί σε οποιοδήποτε κατάσταση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος και η περίοδος εγγραφών θα διαρκέσει από 23 Ιουνίου μέχρι και 23 Ιουλίου 1999. Δικαιώματα που δεν θα ασκηθούν εντός της ανωτέρω προθεσμίας παραγράφονται.

Η εταιρία θα αποστείλει ταχυδρομικώς σε κάθε μέτοχο τη σχετική βεβαίωση - απόδειξη δικαιωμάτων προτίμησης (αποδεικτικό συμμετοχής) που του αναλογούν για συμμετοχή στην παρούσα αύξηση κεφαλαίου.

Για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης οι μέτοχοι θα προσκομίζουν σε οποιοδήποτε κατάσταση της Εθνικής Τράπεζας το σχετικό αποδεικτικό συμμετοχής και θα καταβάλλουν ταυτόχρονα, σε ειδικό λογαριασμό, το αντίτιμο των μετοχών για τις οποίες έχουν δικαίωμα να εγγραφούν.

Οι νέες μετοχές θα δικαιούνται μερίσματος από τα κέρδη της παρούσας χρήσεως 1999 και θα είναι διαπραγματεύσιμες αμέσως μετά την ολοκλήρωση των σχετικών διαδικασιών από την εταιρία ΚΕΝΤΡΙΚΟ ΑΠΟΘΕΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ Α.Ε. Θα υπάρξει σχετική ανακοίνωση στον Τύπο.

Λεπτομερή στοιχεία για την εταιρία, τις μετοχές και τον τρόπο διάθεσή τους περιέχονται στο εγκεκριμένο από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών ενημερωτικό δελτίο, που θα είναι στη διάθεση των ενδιαφερομένων στα προαναφερθέντα σημεία εγγραφών, στα γραφεία της εταιρίας (Μεσογείων 304 - Χολαργός, τηλ.: 65 48 603) και το Χρηματιστήριο.

Αθήνα, 9 Ιουνίου 1999  
Το Διοικητικό Συμβούλιο



# 2

## Αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου & Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών

### 2.1 Γενικά Στοιχεία

Η Έκτακτη Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας στη συνεδρίαση της 9ης Ιανουαρίου 2000 αποφάσισε ομόφωνα την αύξηση του Μετοχικού της Κεφαλαίου κατά 5.994.880.000 δρχ., με καταβολή μετρητών, με την έκδοση 1.498.680 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών, ονομαστικής αξίας 125 δρχ. και τιμή διάθεσης 4.000 δρχ. ανά μετοχή. Οι νέες μετοχές θα διατεθούν κατά προτίμηση στους παλαιούς μετόχους της εταιρείας με αναλογία 2 νέων κοινών ονομαστικών μετοχών για κάθε 10 παλαιές.

Τα κεφάλαια που θα συγκεντρωθούν από την ανωτέρω αύξηση των ιδίων κεφαλαίων με μετρητά ανέρχονται σε δρχ. 5.994.720.000 και θα κατανεμηθούν ως εξής:

δρχ. 187.335.000 για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας.

δρχ. 5.807.385.000 θα αχθούν σε πίστωση του λογαριασμού "Διαφορά από την έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο".

Το μετοχικό κεφάλαιο της Εταιρείας μετά την αύξηση θα ανέλθει από δρχ. 936.700.000 σε δρχ. 1.124.035.000 και θα διαιρείται σε 8.992.280 κοινές ονομαστικές μετοχές, ονομαστικής αξίας δρχ. 125 η κάθε μία. Οι νέες μετοχές θα δικαιούνται μερίσμα από τα κέρδη χρήσης 1999. Μετά την παραπάνω αύξηση, ο αριθμός των μετοχών της Εταιρείας διαμορφώνεται ως εξής:

| Μετοχές  | Κοινές Ονομαστικές |
|--|--------------------|
| Αριθμός Μετοχών πριν από την Αύξηση                                | 7.493.600          |
| Έκδοση Νέων με καταβολή μετρητών                                   | 1.498.680          |
| <b>Σύνολο Μετοχών μετά την έκδοση (ονομαστικής αξίας δρχ. 125)</b> | <b>8.992.280</b>   |

### 2.2 Άσκηση Δικαιώματος Προτίμησης & Διαδικασία Διάθεσης των Νέων Μετοχών

Σύμφωνα με την απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων που συνήλθε την 9η Ιανουαρίου 2000, οι 1.498.680 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές που θα προκύψουν από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών θα διατεθούν κατά προτίμηση υπέρ των παλαιών μετόχων με άσκηση του δικαιώματος αυτών σε αναλογία 2 νέες κοινές ονομαστικές μετοχές για κάθε 10 παλαιές κοινές ονομαστικές μετοχές.

Οι παλαιοί μέτοχοι θα έχουν την ευχέρεια να επιλέξουν μεταξύ της άσκησης του δικαιώματος προτίμησης ή της εικώρησής του σε άλλους μετόχους ή επενδυτές. Για τη διάθεση των νέων μετοχών από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών θα ακολουθηθεί η παρακάτω διαδικασία:

- Δικαίωμα προτίμησης για τη συμμετοχή στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών θα έχουν οι μέτοχοι που θα είναι εγγεγραμμένοι στο Μητρώο Μετόχων της Εταιρείας κατά την ολοκλήρωση της διαδικασίας έγκρισης και τροποποίησης του καταστατικού από τις αρμόδιες διοικητικές αρχές και της έγκρισης του ενημερωτικού δελτίου από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.
- Η άσκηση του δικαιώματος προτίμησης θα πραγματοποιηθεί κατά τα προβλεπόμενα από τον Νόμο, μέσα σε ένα (1) μήνα από την ημερομηνία που θα οριστεί από το Διοικητικό Συμβούλιο της Εταιρείας και θα δημοσιευτεί σε σχετική ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ - ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ στον ημερήσιο τύπο

καθώς και στο Τεύχος Α.Ε. & Ε.Π.Ε. της Εφημερίδας της Κυβερνήσεως. Κατά το χρονικό αυτό διάστημα, κάθε ενδιαφερόμενος θα μπορεί να παραλαμβάνει το Ενημερωτικό Δελτίο που θα είναι διαθέσιμο στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών, στα γραφεία του Συμβούλου Έκδοσης DF ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ. και σε όλα τα καταστήματα του δικτύου της Εθνικής Τράπεζας:

- Το δικαίωμα εγγραφής θα ασκηθεί στα ως άνω καταστήματα, τα οποία θα αναφέρονται στη σχετική ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ - ΠΡΟΣΚΛΗΣΗ. Επισημαίνεται ότι, μέτοχοι που διαμένουν εκτός Αθηνών και Θεσσαλονίκης θα εξυπηρετούνται από τα κατά τόπους Καταστήματα της Εθνικής Τράπεζας.
- Οι μέτοχοι που δεν θα επιθυμούν να συμμετάσχουν στην παρούσα αύξηση μπορούν να διαθέσουν τα δικαιώματα συμμετοχής τους στην αύξηση σε νέους επενδυτές. Η τιμή απόκτησης των δικαιωμάτων προτίμησης θα διαμορφώνεται με βάση την προσφορά και τη ζήτησή τους και θα αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο Χ.Α.Α.
- Η Εταιρεία θα αποστείλει ταχυδρομικώς σε κάθε μέτοχο την σχετική βεβαίωση - απόδειξη δικαιωμάτων (ΑΠΟΔΕΙΚΤΙΚΟ ΣΥΜΜΕΤΟΧΗΣ) που του αναλογούν για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών.
- Για την άσκηση του δικαιώματος προτίμησης οι παλαιοί μέτοχοι θα προσκομίσουν το Δελτίο της αστυνομικής τους ταυτότητας ή κατά περίπτωση και πληρεξούσιο, τον αριθμό Α.Φ.Μ. και τη Βεβαίωση Δικαιώματος Συμμετοχής στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Συγχρόνως, θα πρέπει να καταβάλλουν σε ειδικό λογαριασμό το αντίτιμο των μετοχών για τις οποίες έχουν δικαίωμα να εγγραφούν, χωρίς τη μεσολάβηση της Εταιρείας. Ο ειδικός αυτός λογαριασμός, ο οποίος θα χρησιμοποιηθεί αποκλειστικά για την παρούσα αύξηση θα ανοικτεί στην Εθνική Τράπεζα και στο όνομα της Εταιρείας. Επιπλέον, θα πρέπει να δηλώνουν τον αριθμό τους στο Σύστημα Άυλων Τίτλων "ΣΑΤ", τον Αριθμό Μεριδας στο "ΣΑΤ" καθώς και το όνομα του χειριστή του λογαριασμού τους (Τράπεζα ή Χρηματιστηριακή Εταιρεία). Ως απόδειξη της συναλλαγής ο μέτοχος θα λαμβάνει σχετικό παραστατικό του ταμείου, το οποίο πιστοποιεί την καταβολή των χρημάτων.
- Δικαιώματα προτίμησης τα οποία δεν θα ασκηθούν μέχρι τη λήξη προθεσμίας των εγγραφών παραγράφονται.
- Σε περίπτωση μη κάλυψης της αύξησης του Μετοχικού Κεφαλαίου από τους παλαιούς μετόχους, οι τυχόν αδιάθετες μετοχές θα διατεθούν ελεύθερα κατά την κρίση του Διοικητικού Συμβουλίου της Εταιρείας.
- Σύμφωνα με το άρθρο 13α παρ. 1 του Ν. 2190/20 αν τελικά η κάλυψη του ποσού της αύξησης δεν είναι πλήρης, το Μετοχικό Κεφάλαιο της Εταιρείας θα αυξηθεί μέχρι το ποσό της κάλυψης.
- Μονάδα διαπραγμάτευσης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών αποτελούν οι 10 μετοχές και ο κάθε επενδυτής θα μπορεί να εγγράφεται για μία (1) τουλάχιστον μονάδα διαπραγμάτευσης. Η σύσταση αυτή έχει καθαρά ενημερωτικό χαρακτήρα και με κανένα τρόπο δεν θίγει τα δικαιώματα προτίμησης του κατόχου μικρότερου αριθμού παλαιών μετοχών, να μεταβιβάσει τα σχετικά δικαιώματά του.

Τυχόν κλάσματα μετοχών που προκύπτουν από τον υπολογισμό της ποσότητας των νέων μετοχών θα συναθροισθούν και το δικαίωμα προτίμησης θα το ασκήσει η Εταιρεία καταβάλλοντας το συνολικό ποσό που αντιστοιχεί. Εν συνεχεία η Εταιρεία θα προχωρήσει σε χρηματιστηριακή πώληση του τίτλου που θα εκδοθεί και θα καταβάλλει στους δικαιούχους μετόχους το αντίστοιχο με τα κλασματικά δικαιώματα του καθενός ποσό. Σε κάθε περίπτωση, ο τρόπος και ο ακριβής χρόνος παράδοσης των νέων μετοχών θα ανακοινωθούν στον ημερήσιο τύπο.

### 2.3 Σύμβουλος Έκδοσης - Δαπάνες Έκδοσης

Σύμβουλος Έκδοσης είναι η DF ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Υ.

Οι συνολικές δαπάνες έκδοσης (εκτύπωση του Ενημερωτικού Δελτίου, έξοδα δημοσιεύσεων κλπ.) εκτιμώνται στο ποσό των 60 εκατομμυρίων δραχμών περίπου και θα καλυφθούν εξ ολοκλήρου από την εκδότρια Εταιρεία.

### 2.4 Χρήση Κεφαλαίων Προηγούμενης Αύξησης

Τα κεφάλαια που ανλήθηκαν από τη Δημόσια Εγγραφή της Εταιρείας Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε. ήταν 781.920.0000 δρχ. και το εν λόγω ποσό χρησιμοποιήθηκε ως εξής:

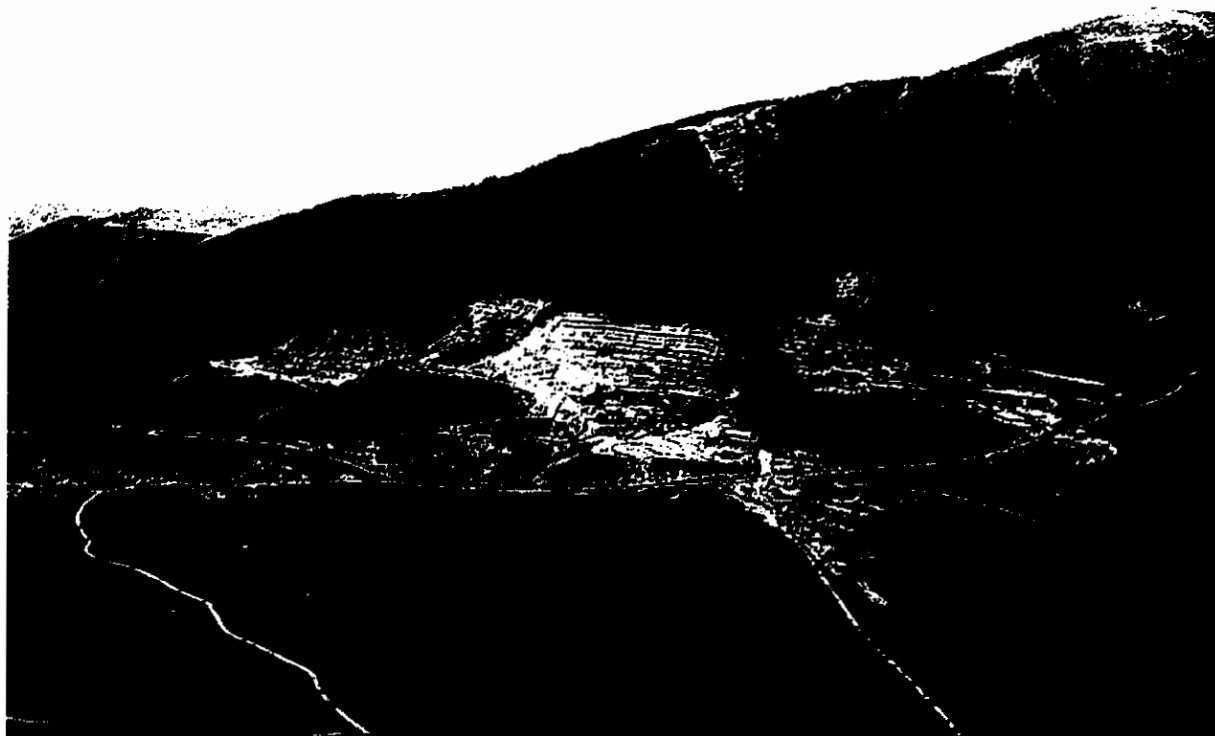
|                                    | Αύξηση Μ.Κ.   | Υλοποίηση     | Διαφορά  |
|------------------------------------|---------------|---------------|----------|
| Προμήθεια Μηχανολογικού Εξοπλισμού | 177,2         | 310,2         | +133     |
| Δημιουργία θυγατρικής στη Γερμανία | 100           | 112,7         | +12,7    |
| Δημιουργία θυγατρικής στις Η.Π.Α.  | 170           | 90            | -80      |
| Βραχυπρόθεσμος δανεισμός           | 334,72        | 269,02        | -65,7    |
| <b>Σύνολο</b>                      | <b>781,92</b> | <b>781,92</b> | <b>-</b> |

1. Η προμήθεια μηχ/κού εξοπλισμού αφορά στην αγορά και εγκατάσταση συγκροτήματος λειαντικής μηχανής κόστους δρχ. 175 εκατ., μηχανήματος καλλιτεχνικού τμήματος δρχ. 77 εκατ. και λοιπού βιομηχανικού εξοπλισμού δρχ. 58,2 εκατ.
2. Σύμφωνα με το Ενημερωτικό Δελτίο της προηγούμενης αύξησης (Οκτώβριος 1998) η συμμετοχή της εταιρείας καλύφθηκε με την παράδοση εμπορευμάτων αξίας δρχ. 112,7 εκατ. για τη δημιουργία αποθήκης με τη μορφή της παρακαταθήκης.
3. Σύμφωνα με το Ενημερωτικό Δελτίο της προηγούμενης αύξησης (Οκτώβριος 1998) η συμμετοχή της εταιρείας καλύφθηκε με την παράδοση εμπορευμάτων αξίας δρχ. 90 εκατ. για τη δημιουργία αποθήκης με τη μορφή της παρακαταθήκης. Όσον αφορά το υπόλοιπο που απαιτείται για τη συμμετοχή της εταιρείας στη θυγατρική της Αμερικής (FHL America) θα το καλύψει με ίδιες ταμειακές ροές.  
Η μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού περιορίστηκε κατά δρχ. 65,7 εκατ. κυρίως λόγω υπέρβασης στις αγορές μηχ/κού εξοπλισμού.

### 2.5 Προορισμός των Νέων Κεφαλαίων

Η εταιρεία επιδιώκοντας να αποκτήσει πρόσβαση σε πηγές Α' υλών και ειδικότερα σε άμεσα εκμεταλλεύσιμες (το στάδιο της διερεύνησης, διάνοιξης και λήψεως αδειών εκμετάλλευσης είναι διάρκειας 3-4 χρόνων) προχωρά στην εξαγορά εταιρειών που δραστηριοποιούνται στον χώρο της παραγωγής και επεξεργασίας προϊόντων μαρμάρου οι οποίες διαθέτουν και λατομεία. Μέσα στα πλαίσια αυτά και έχοντας αποκτήσει ένα δυναμικό δίκτυο πωλήσεων με έντονα εξαγωγικό προσανατολισμό προχωρά στην αύξηση αυτή του Μετοχικού της Κεφαλαίου.

Τα κεφάλαια που θα συγκεντρωθούν από την αύξηση των Ιδίων Κεφαλαίων της εταιρείας σύμφωνα με την απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της 9ης Ιανουαρίου 2000 ύψους δρχ. 5.994.720.000 θα χρησιμοποιηθούν ως εξής:



**A. Εξαγορά της ΜΑΡΜΑΡΑ ΠΕΤΡΟΣ ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. δρχ. 3.500.000.000**

Αποπληρωμή κοινοπρακτικού δανείου, που σύναψε η Εταιρεία με την SOCIETE GENERALE για την εξαγορά του συνόλου των μετοχών της εταιρείας ΜΑΡΜΑΡΑ ΠΕΤΡΟΣ ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. η οποία είναι ομοειδής καθετοποιημένη επιχείρηση μαρμάρου με έντονο εξαγωγικό προσανατολισμό (90%). Η εξαγορά έγινε την 30/7/1999 και καλύφθηκε από ισόποσο δάνειο το οποίο θα εξοφληθεί μέχρι την 5/2/2000.

Η αποτίμηση της εταιρείας έγινε από την Τράπεζα SOCIETE GENERALE και ανήλθε στο ποσό των 4.811 εκατ. δρχ. Η αποτίμηση έγινε με βάση τη μέθοδο της προεξόφλησης (ανάλυση σε παρούσα αξία) της καθαρής ταμειακής ροής της εταιρείας, η οποία νοείται ως το σύνολο της αξίας των λειτουργικών πράξεων της μείον τις υφιστάμενες υποχρεώσεις. Οι καθαρές μελλοντικές ταμειακές ροές προεξοφλήθηκαν με επιτόκιο 10,2% (ομόλογα Ελληνικού Δημοσίου 5,65% + περιθώρια ανάληψης εταιρικού ρίσκου 4,55%). Όσον αφορά στις προβλέψεις των αποτελεσμάτων έγιναν οι εξής παραδοχές: α) ο κύκλος εργασιών θα αυξηθεί σταδιακά μέχρι το 2002 σε δρχ. 2,5 δισ., β) το περιθώριο μικτού κέρδους θα είναι 30%, γ) τα λειτουργικά έξοδα θα μειωθούν κατά περίπου δρχ. 100 εκατ. λόγω οικονομικών κλίμακος και δ) τα χρηματοοικονομικά θα μειωθούν λόγω της γενικής μείωσης των επιτοκίων.

Η ίδια τράπεζα οργάνωσε και συμμετείχε στο κοινοπρακτικό δάνειο δρχ. 3.500 εκατ.

**B. Συμμετοχή στην αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της εταιρείας ΜΑΡΜΑΡΑ ΠΕΤΡΟΣ ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. δρχ. 800.000.000 για την εξαγορά:**

1) Του 100% της λατομικής επιχείρησης Κ. ΝΟΥΚΑΡΗΣ & ΣΙΑ Ε.Ε. όμορο λατομείο (Βώλακας) με ετήσια παραγωγή 5.000 κ.μ./έτος και εκμεταλλεύσιμα αποθέματα 300.000 κ.μ. Η εξαγορά της αυτή ανήλθε στο ποσό των **δρχ. 300.000.000** και ολοκληρώθηκε την 3/8/1999. Η αποτίμηση της Κ. ΝΟΥΚΑΡΗΣ Ε.Ε. έγινε με βάση τα εκμεταλλεύσιμα αποθέματα και τη στρατηγική της θέση στον

Βώλακα. Το λατομείο αυτό είναι όμορο του ΣΙΣΚΟΥ και μεγιστοποιεί τη δυνατότητα εκμετάλλευσης/εξόρυξης και των δύο λατομείων.

2) Του 45% της Β. & Μ. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. εμπορικής εταιρείας στο χώρο του μαρμάρου με εξαγωγικό προσανατολισμό στη Γερμανία, Άπω Ανατολή και Αραβικές χώρες, το ποσοστό αυτό ανήκει στους Βασίλειο Σιδηρόπουλο (43%) και Μόνικα Σιδηροπούλου (2%) και του 55% που ανήκει στην Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε. Η εξαγορά αυτή ανήλθε στο ποσό των **δρχ. 500.000.000** και κρίθηκε απαραίτητη για την ενίσχυση τόσο του δικτύου πωλήσεων της ΣΙΣΚΟΣ από την ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ (πελατεία, σχέσεις) όσο και του ανθρώπινου δυναμικού των πωλήσεων διότι με την εξαγορά θα ενοποιηθούν οι υπηρεσίες πωλήσεων των δύο εταιρειών. (Σημειώνεται ότι η Π. ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. προωθούσε τις πωλήσεις της μέσω αντιπροσώπων).

Η αποτίμηση της Β. & Μ. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. έγινε με βάση:

α) το δεκαπλάσιο του μέσου όρου των κερδών των χρήσεων 1997-1998 και β) τη συνεισφορά του δικτύου πωλήσεων.

Η εξαγορά της Β. & Μ. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. ολοκληρώθηκε την 12/10/1999.

**Η αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου της Π. ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. θα πραγματοποιηθεί μέχρι την 25/2/2000 και θα ανέλθει σε δρχ. 800 εκατ.** ποσό το οποίο θα καλύψει εξ ολοκλήρου η Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε. (κατέχει το 100% των μετοχών της Π. ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε.)

Γ. Εξαγορά του 25% της επιχείρησης ΛΑΤΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΘΑΣΟΥ Α.Ε. **δρχ. 150.000.000**. Η εξαγορά αφορά στο 25%, ποσοστό το οποίο κατείχε η Β. & Μ. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. και έτσι η Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε. θα κατέχει το 100% της εταιρείας. Η εξαγορά αυτή κρίθηκε απαραίτητη λόγω της μεταβίβασης της Β. & Μ. ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. στην Π. ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. Με τον τρόπο αυτό η ΣΙΔΗΡΟΠΟΥΛΟΣ Α.Ε. αμιγώς εμπορική εταιρεία ενσωματώνεται στην Π. ΣΙΣΚΟΣ Α.Ε. και θα αποτελέσει με το ισχυρό δίκτυο πωλήσεων που ήδη διαθέτει τον εμπορικό βραχίονα της εταιρείας, η δε ΛΑΤΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΘΑΣΟΥ Α.Ε. αμιγώς λατομική ανήκει πλέον κατά 100% στην Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε. ως παραγωγική μονάδα (λατομείο). Η αποτίμηση έγινε στο 60% του τιμήματος που είχε καταβάλει το 1997 η Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ ΜΑΡΜΑΡΑ - ΓΡΑΝΙΤΕΣ Α.Β.Ε.Ε. για την εξαγορά του 75% της εν λόγω εταιρείας. Ήδη η εξαγορά αυτή ολοκληρώθηκε την 30/9/1999.

Δ. Συμμετοχή με ποσοστό 47% στην υπό ίδρυση εταιρεία COSMOSTONE SHANGHAI LTD στην Κίνα **δρχ. 860.000.000**. Βασικός μέτοχος με 51% είναι η ΣΕΤΕ ΠΡΟΜΗΘΕΥΤΙΚΗ & ΕΜΠΟΡΙΚΗ Α.Ε., εταιρεία του Ομίλου Λάτση. Το συνολικό κόστος της επένδυσης είναι δολ. 6.000.000. (αναλυτικά στοιχεία για την εταιρεία στη σελ. 79).

Ε. Μείωση του βραχυπρόθεσμου δανεισμού της Εταιρείας **δρχ. 684.000.000**.

Οι επενδύσεις Α, Β και Γ έχουν ήδη ολοκληρωθεί, ενώ η Δ θα υλοποιηθεί εντός εξαμήνου από την αύξηση του Μετοχικού Κεφαλαίου.

Η Εταιρεία αναλαμβάνει την υποχρέωση να ενημερώνει ανά εξάμηνο το Διοικητικό Συμβούλιο του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών και την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς για τη χρήση του προϊόντος της παρούσας αύξησης.

Σχετικά με την εξαγορά του 40% της DF ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε. η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς με την απόφαση 184/10.2.2000 αναφέρει ότι: "Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε σχέση με το ενδεχόμενο εισαγωγής στο ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ Α.Χ.Ε.Π.Ε.Υ. καθώς και μεταβολών στη μετοχική σύνθεσή τους (συμμετοχή εισηγμένων εταιρειών κ.λπ.), επισημαίνει ότι εξετάζεται πλαίσιο κανόνων και προϋποθέσεων για τη διασφάλιση εκτός των άλλων και της καταλληλότητας των μετόχων και της διοίκησης των εταιρειών αυτών".

Η Εταιρεία εισήχθη στην Παράλληλη Αγορά του Χρηματιστηρίου Αξιών Αθηνών στις 16 Δεκεμβρίου 1998. Στο Χρηματιστήριο εισήχθησαν 4.995.600 κοινές ονομαστικές μετοχές.

Η τιμή της μετοχής την Παρασκευή 7 Ιανουαρίου 2000 (προηγούμενη εργάσιμη της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης της 9.1.2000) ανήλθε σε 15.160 δρχ. ανά μετοχή. Την ίδια μέρα η Χρηματιστηριακή Αξία της Εταιρείας ανήλθε σε 113.603 δια. δρχ. έχοντας σημειώσει αύξηση της τάξεως 1.173,95% σε σχέση με την χρηματιστηριακή αξία της Εταιρείας την 1.1.1999.

**Χρηματιστηριακά Στοιχεία Μετοχής της Η. ΚΥΡΙΑΚΙΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε.  
για την περίοδο από 1.1.1999 έως και 7.1.2000**

|   |        |
|---|--------|
| Μέση Σταθμισμένη Τιμή (δρχ.) 1.1 - 7.1.2000   | 8.235  |
| Μέση Σταθμισμένη Τιμή (δρχ.) 1.1 - 31.12.1999 | 8.117  |
| Ανώτατη Τιμή (δρχ.)                           | 20.770 |
| Κατώτατη Τιμή (δρχ.)                          | 1.120  |
| Μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών (τεμάχια)    | 77.000 |
| Καθαρό μέρισμα μετοχής χρήσης 1998 (δρχ.)     | 25     |
| Μερισματική απόδοση (επί της μέσης τιμής)     | 0,31%  |

# ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΞΙΩΝ ΑΘΗΝΩΝ:

## Η δεκαετία των μεγάλων αλλαγών



### Το Χρηματιστήριο μετεξελίσσεται σε μοχλό ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας

Οι μελετητές της οικονομικής ιστορίας της Ελλάδας στο μέλλον δε θα μπορούν παρά να χαρακτηρίσουν τη δεκαετία του 1990, ως την εποχή κατά την οποία το Χρηματιστήριο από περιθωριακή ενασχόληση ενός μικρού αριθμού απόμων, μετεξελέχθη σε κινητήριο μοχλό ανάπτυξης ολόκληρης της ελληνικής οικονομίας. Και δε θα μπορούν να κάνουν αλλιώς, αφού κατά τη δεκαετία που τελειώνει αυτές τις μέρες, το Χρηματιστήριο γιγαντώθηκε, μπήκε στα ενδιαφέροντα ολόκληρης της κοινωνίας και αποτέλεσε ένα από τα βασικά κανάλια σύνδεσης της ελληνικής οικονομίας με το παγκόσμιο οικονομικό σύστημα.

**Κ**ατά τις πρώτες μέρες της δεκαετίας του 1990, οι έλληνες που ασχολούνταν με το Χρηματιστήριο ήταν λίγοι. Τόσο λίγοι, που οι περισσότερες πολιτικές εφημερίδες της εποχής, δε θεωρούσαν σκόπιμο να έχουν ειδικές στήλες με χρηματιστηριακά σχόλια ή έστω και τα κλεισίματα των τιμών των μετοχών.

Στην αυγή της δεκαετίας, το Χρηματιστήριο της Αθήνας δεν έμοιαζε σχεδόν καθόλου με αυτό το οποίο σήμερα αναγνωρίζουμε ως Χρηματιστήριο. Ο Γενικός Δείκτης βρισκόταν στις 459 μονάδες, με καθημερινό όγκο συναλλαγών περί τα 300 εκατ. Δρχ.. Τις συναλλαγές έκαναν 32 χρηματιστές, τα γραφεία των οποίων σε τίποτα δε συγκρίνονται με τις σημερινές οργανωμένες και καλά δομημένες Χρηματιστηριακές Εταιρίες. Οι συναλλαγές πραγματοποιούνταν με τη μέθοδο της «αντιφώνησης» (με φωνές και νοήματα με τα χέρια), γύρω από το «κάγκελο»,

ενώ οι τιμές των μετοχών αναγράφονταν στον παλιό ξύλινο πίνακα, με «συρόμενες» ξύλινες ταμπέλες.

Τον Ιανουάριο του 1990, κάποιος μπορούσε εύκολα -χωρίς διατυπώσεις ή ταυτότητες- να μπει στο κτήριο του Χρηματιστηρίου και αφού χαιρετούσε τον κ. Θόδωρο (τον καφετζή του κτηρίου), να περάσει στο χώρο του «κοινού» για να παρακολουθήσει τη συνεδρίαση.

#### Η δεκαετία του 1990 σε αριθμούς...

|  |                                |
|--|--------------------------------|
| Απόδοση 2/1/90 - 15/12/99:                     | + 4.972,91 Μονάδες ή 1.082,41% |
| Ανοδικές χρονές:                               | 7                              |
| Πτωτικές χρονές:                               | 3                              |
| Ανοδικές συνεδριάσεις:                         | 1.268                          |
| Πτωτικές συνεδριάσεις:                         | 1.206                          |
| Εισηγμένες εταιρίες στις 2/1/90:               | 119                            |
| Εισηγμένες εταιρίες στις 15/12/99:             | 287                            |
| Συνολική Χρηματιστηριακή Αξία στις 2/1/90:     | 997 δισ. δρχ.                  |
| Συνολική Χρηματιστηριακή Αξία στις 15/12/99:   | 62.799 δισ. δρχ.               |
| Μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών κατά το 1990: | 2,59 δισ. δρχ.                 |
| Μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών κατά το 1999: | 223,20 δισ. δρχ.               |

Το κοινό αποτελείτο κυρίως από άνδρες (σπάνια έβλεπε κανείς κάποια γυναίκα στο χώρο του κοινού) μεγάλης ηλικίας, συνήθως συνταξιούχους. Αυτό ήταν άλλωστε το κοινό του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, επί πολλές δεκαετίες, με σπάνιες εξαιρέσεις στην περίοδο του 1987. Αραϊά και που βέβαια, μπορούσε κάποιος να δει κάποιο άτομο νεαρής ηλικίας να κρατά σημειώσεις και να κοιτάζει διαγράμματα και

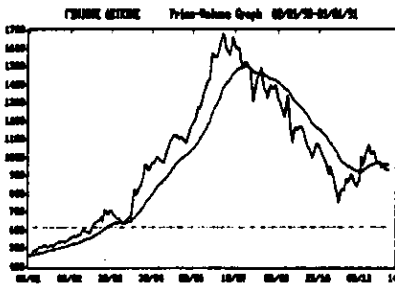
καμπύλες (!). Τα άτομα αυτά -το «νέο αίμα» του Χρηματιστηρίου της Αθήνας- τα συναντάμε σήμερα ως καταξιωμένους επαγγελματίες στο χώρο.

Αυτή ήταν η εικόνα του Χρηματιστηρίου της Αθήνας, καθ' όλη τη διάρκεια των τελευταίων δεκαετιών. Μία εικόνα η οποία είναι εντελώς διαφορετική από την εικόνα που αντικρίζουμε σήμερα και που κανείς -ούτε και ο πλέον αισιόδοξος- δε μπορούσε να φαντασθεί τότε.

Όπως επίσης, κανείς δε μπορούσε να φαντασθεί την εξέλιξη των τιμών, των εισαγωγών νέων εταιριών και γενικότερα, το ρόλο που έμελλε να παίξει το Χρηματιστήριο στην ελληνική κοινωνία του 1999.

### Έτος 1990

Το 1990 ξεκίνησε με θετικούς οικονομούς. Η χρηματιστηριακή αγορά, είχε ξεπεράσει πλέον την περίοδο αναπροσαρμογής που ακολούθησε την ιλλυγγιώδη άνοδο του 1987 και την πτώση της «Μαύρης Δευτέρας» (19 Οκτωβρίου 1987). Το ενδιαφέρον είχε αποκατασταθεί, ο Δείκτης είχε πλέον σταθεροποιηθεί σε επίπεδα άνω των 450 μονάδων και οι συναλλαγές κοντά στα 400 εκατ. δρχ. ημερησίως.



Η αγορά ζούσε στους ρυθμούς των επικείμενων εκλογών. Την εποχή εκείνη, επικρατούσε η άποψη ότι, η διαφαινόμενη νίκη του κόμματος της Νέας Δημοκρατίας (ας μην ξεχνάμε ότι είχαν προηγηθεί οι δύο εκλογικές αναμετρήσεις του 1989), θα μπορούσε να δώσει νέα πνοή και νέα προοπτική στο Χρηματιστήριο της Αθήνας.

Παράλληλα, το διεθνές κλίμα ήταν εξαιρετικά θετικό, με πρωταγωνίστριες τις αγορές της Ασίας, όπου οι τοπικοί δείκτες (και κυρίως ο ιαπωνικός Νίκκει) σημείωναν καθημερινά νέα ανώτατα ρεκόρ. Η εκλογική νίκη της Νέας Δημοκρατίας, στις 8 Απριλίου του 1990, προκάλεσε μεγάλο ενθουσιασμό στη χρηματιστηριακή αγορά και μία φρενίτιδα αγορών. Κατά τις ημέρες που ακολούθησαν, σημειώθηκαν μερικές από τις μεγαλύτερες ημερησίες ανόδους της δεκαετίας, ενώ ο όγκος των συναλλαγών, σταθεροποιήθηκε πάνω από τα 2 δισ. δρχ. ημερησίως (ποσό εντυπωσιακό για την εποχή εκείνη).

Κατά την περίοδο από τις 9/4/1990 έως και την 5/7/1990, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου, είχε την πιο έντονα ανοδική του φάση, κατά τη διάρκεια ολόκληρης της δεκαετίας, αφού μέσα σε 3 μήνες, σημείωσε άνοδο κατά 151%. Όπως ήταν φυσικό, μία πλειάδα εταιριών, έσπευσε να εκμεταλλευθεί την αναζωογόνηση της χρηματιστηριακής αγοράς και κατέθεσε αιτήσεις για εισαγωγή τους στο Χρηματιστήριο. Επρόκειτο για το πρώτο «κύμα εισαγωγών» στο Χρηματιστήριο, μετά την περίοδο του 1973! Η εξέλιξη αυτή, αλλά και η διάθεση της Διοίκησης του

ΧΑΑ να βοηθήσει την είσοδο πολλών εταιριών στη χρηματιστηριακή αγορά, οδήγησε στη δημιουργία της Παράλληλης Αγοράς, θεσμού που έμελλε να αποδειχθεί ιδιαίτερα επιτυχημένος.

Για το σύνολο του έτους 1990, εισήχθησαν 28 νέες εταιρίες (24 στην Κύρια και 4 στην Παράλληλη Αγορά), οι οποίες συγκέντρωσαν κεφάλαια ύψους 59 δισ. δρχ. (αναφερόμαστε στις ανλήψεις από νέες εισαγωγές).

Η ανώτατη τιμή του Γενικού Δείκτη κατά την περίοδο του 1990, επιτεύχθηκε στις 5 Ιουλίου 1990, στις 1684 μονάδες. Μέχρις εκείνο το διάστημα, ο Γενικός Δείκτης είχε σημειώσει άνοδο της τάξης του 265,61%. Όμως, ήδη από τις ημέρες εκείνες, το αίσθημα ότι οι τιμές είχαν φθάσει σε υψηλά επίπεδα, άρχισε να γίνεται γενικότερο. Εν τούτοις, νέοι επενδυτές συνέχιζαν να εισέρχονται -για πρώτη φορά στη ζωή τους- στο χώρο, δημιουργώντας έτσι τις προοπτικές για διατήρηση της ζήτησης σε υψηλά επίπεδα στο διάστημα που θα ακολουθούσε.

Η εισβολή του Ιράκ στο Κουβέιτ, στις 2 Αυγούστου του 1990, υπήρξε η απαρχή μίας πτωτικής πορείας, σε διεθνές επίπεδο. Στην Ελλάδα, το μέγεθος της πτώσης αυτής συγκρατήθηκε λόγω των ελπίδων που υπήρχαν για την ανάληψη των Ολυμπιακών Αγώνων του 1996, κάτι που επρόκειτο να κριθεί στη διάσκεψη της Ολυμπιακής Επιτροπής, στο Τόκυο, στις 18 Σεπτεμβρίου του 1990.

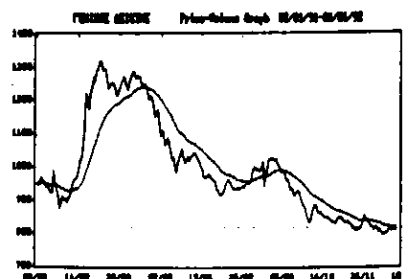
Η διάψευση των ελπίδων αυτών, προκάλεσε την πρώτη μεγάλη πτώση του Γενικού Δείκτη κατά τη διάρκεια της δεκαετίας. Για πρώτη φορά μετά τον Οκτώβριο του 1987, διεκόπη για μερικές μέρες η λειτουργία του Χρηματιστηρίου, ενώ οι τιμές των μετοχών σημείωσαν σημαντικότερες απώλειες.

Για το σύνολο του έτους 1990, ο Γενικός Δείκτης σημείωσε την εκπληκτική απόδοση του 102,86%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών έφθασε στα 2,59 δισ. δρχ..

### Έτος 1991

Το θέμα που κυριαρχούσε στις εξελίξεις της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το διάστημα από το καλοκαίρι του 1990 έως και τις αρχές του 1991, ήταν οι εξελίξεις στον Περσικό Κόλπο. Η επέμβαση των αμερικανικών δυνάμεων κατά το Φεβρουάριο του 1991, προκάλεσε μία «αναπήδηση» στις επί μήνες πιεσμένες τιμές και ώθησε την τιμή του Γενικού Δείκτη, σε επίπεδα ανώτερα των 1.300 μονάδων. Όχι όμως για πολύ.

Σύντομα άρχισαν να διαφαινόνται οι δυσκολίες που αντιμετώπιζε η οικονομία της χώρας. Δυσκολίες σε επίπεδο δημοσίων ελλειμμάτων, που την εποχή εκείνη, αποτελούσαν τη γεννεσιουργό αιτία για τα πε-







ρισσότερα από τα δεινά της ελληνικής οικονομίας.

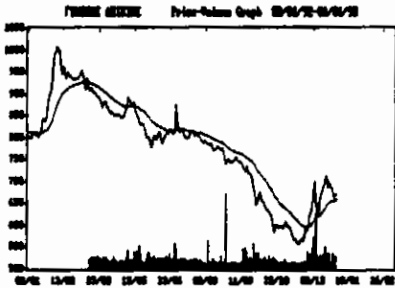
Το 1991, υπήρξε η πρώτη πτωτική χρονιά για το Χρηματιστήριο, από το 1984. Ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε κατά 13,12%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών υποχώρησε στα 1,77 δισ. δρχ.. Το μέγεθος αυτό είναι σημαντικά ανώτερο των μεγεθών που σημειώνονταν κατά τη διάρκεια των τελευταίων ετών της δεκαετίας του 1980. Αυτό, επιβεβαίωσε την άποψη ότι, είχαν σημειωθεί σημαντικές αλλαγές στις εξελίξεις του χώρου. Το ευρύτερο επενδυτικό κοινό, είχε αρχίσει να μαθαίνει και να δείχνει ενδιαφέρον για το Χρηματιστήριο.

Από την άνοιξη του 1991 έως και το Νοέμβριο του 1992 ξεκινά μία σταθερά πλαγιοκαθοδική κίνηση του Γενικού Δείκτη, η οποία έμελλε να τον γυρίσει στις 552 μονάδες, δηλαδή κοντά στα επίπεδα από τα οποία ξεκίνησε την εντονότατη ανοδική του πορεία τον Απρίλιο του 1990.

Έτος 1992

Κατά το 1992 η πορεία του Χρηματιστηρίου εκφράζει τις ανησυχίες για την πορεία της οικονομίας. Μίας πορείας που εξακολουθεί να ταλανίζεται από υψηλότατα δημοσιονομικά ελλείμματα,

υψηλό πληθωρισμό και υψηλά επιτόκια. Παράλληλα, η δραχμή αρχίζει να δείχνει υπερτιμημένη και κυριαρχούν οι αμφιβολίες για το εάν θα μπορούσε να αντέξει σε μία «επίθεση» από κερδοσκοπικά κεφάλαια.



Το Νοέμβριο του 1992, στον κυκλώνα μίας έντονης διεθνούς νομισματικής κρίσης, κατά την οποία προκλήθηκε σοβαρή αναστάτωση στις ισοτιμίες των ευρωπαϊκών νομισμάτων, οι τιμές των μετοχών πλησίασαν τα χαμηλότερα επίπεδα, τα οποία θα εμφάνιζαν καθ' όλη τη διάρκεια του υπόλοιπου της δεκαετίας του 1990.

Την εποχή εκείνη, τερματίζεται η πρώτη κρίσιμη περίοδος 1990 - 1992, η οποία υπήρξε η απαρχή σημαντικότερων αλλαγών στον ευρύτερο χώρο της ελληνικής Κεφαλαιαγοράς και η ουσιαστική αφηρησιά της σύγχρονης περιόδου που διανύουμε σήμερα.

Το έτος 1992 υπήρξε το χειρότερο χρηματιστηριακό έτος στη διάρκεια της δεκαετίας του 1990. Ο Γενικός Δείκτης υποχώρησε κατά 16,97%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος συναλλαγών έφθασε στα 1,22 δισ. δρχ..

Όμως, θα πρέπει να αναφέρουμε ότι, κατά το 1992 σημειώθηκε η μεγάλη μεταβολή στον τρόπο λειτουργίας του Χρηματιστηρίου, καθώς -μετά από 116 χρόνια- καταργείται το παλαιό σύστημα πραγματοποίησης των συναλλαγών, μέσω της «αντιφώνησης» και τίθεται σε λειτουργία το νέο σύστημα «αυτόματων συναλλαγών»

(το σύστημα ΑΣΗΣ), ενώ παράλληλα τίθεται σε λειτουργία ο μηχανισμός των «ορίων διακύμανσης» των τιμών των μετοχών. Πρέπει να σημειώσουμε ότι, η εξέλιξη αυτή υπήρξε ιστορική για την πορεία του ελληνικού Χρηματιστηρίου, αφού βελτίωσε την δυναμικότητα της αγοράς, αύξησε κατακόρυφα τη διαφάνεια στις συναλλαγές και έβαλε τα θεμέλια για τις εξελίξεις που θα ακολουθούσαν κατά τη διάρκεια της δεκαετίας.

Παράλληλα, από την εποχή εκείνη, στην ελληνική χρηματιστηριακή αγορά καθιερώνεται μία ιδιότυπη «κυκλικότητα» της κίνησης του Γενικού Δείκτη, η οποία χαρακτηρίζεται από έντονες ανοδικές τάσεις κατά τους μήνες Δεκέμβριο και Ιανουάριο, πλαγιοκαθοδική κίνηση κατά τη διάρκεια της άνοιξης, μικρή διορθωτική ανοδική κίνηση κατά τη διάρκεια των πρώτων μηνών του καλοκαιριού και τελικά, πτώση κατά τη διάρκεια του φθινοπώρου, με κορύφωση της πτώσης στα μέσα περίπου του Νοεμβρίου.

Η «κυκλικότητα» αυτή, χαρακτήρισε την πορεία της χρηματιστηριακής αγοράς κατά το μεγαλύτερο μέρος της δεκαετίας. Πού οφείλεται;

Κατά την άποψή μας, έχει να κάνει με την κατάθεση του Προϋπολογισμού, μία πράξη η οποία προσδιόριζε την οικονομική πολιτική και τις οικονομικές εξελίξεις του επομένου έτους. Ας μην ξεχνάμε ότι, κατά το μεγαλύτερο τμήμα της δεκαετίας, οι Προϋπολογισμοί του Κράτους δεν ήταν θετικοί και απεικόνιζαν τα προβλήματα της οικονομίας. Τα προβλήματα αυτά, γίνονταν θέμα έντονου προβληματισμού και προβολής από τα Μέσα Μαζικής Ενημέρωσης και καλλιεργούσαν ένα απαισιόδοξο κλίμα κατά την εποχή του φθινοπώρου, κλίμα το οποίο είχε επιδράσεις στην πορεία του Γενικού Δείκτη. Η κορύφωση της απαισιοδοξίας, γινόταν στα μέσα περίπου του Νοεμβρίου. Τότε δηλαδή που έπεφτε στο χαμηλότερο σημείο του και ο Γενικός Δείκτης.

Οι χαμηλές τιμές, προκαλούσαν αγοραστικό ενδιαφέρον από τα τέλη Νοεμβρίου ή τις αρχές Δεκεμβρίου. Παράλληλα, σχεδόν κάθε Ιανουάριο, ίσχυε το γνωστό στις διεθνείς αγορές «January effect» (η «επίδραση» του Ιανουαρίου), φαινόμενο το οποίο συσχετίζεται κυρίως με τις μαζικές κινήσεις των (ξένων) Θεσμικών Επενδυτών.

Έτος 1993

Την πτώση του Νοεμβρίου του 1992 ακολουθεί μία φάση ικανοποιητικής ανόδου. Μία εξέλιξη η οποία, κατά κύριο λόγο, έχει τη βάση της στην πολύ σημαντική Συνδιάσκεψη των Αρχηγών Κρατών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας, στο Μάαστριχτ, η οποία πραγματοποιήθηκε στις αρχές του Δεκεμβρίου του 1992. Στη συνδιάσκεψη αυτή, προσδιορίστηκε το χρονοδιάγραμμα μετάβασης των κρατών μελών της Ευρωπαϊκής Κοινότητας προς την Οικονομική και Νομισμα-



τική Ένωση. Παράλληλα όμως, στα πλαίσια της περιφερειακής πολιτικής της Κοινότητας, αποφασίστηκε και η ενίσχυση των ασθενέστερων κρατών, έτσι ώστε να μπορέσουν οι οικονομίες τους να συγκλίνουν προς τις οικονομίες των ισχυρότερων χωρών. Η Ελλάδα άρχισε να ζει στους ρυθμούς του «Πακέτου Delors», δη-

μιουργώντας προσδοκίες και οράματα. Τις προσδοκίες αυτές, εκφράζει η εμφάνιση του κλάδου των κατασκευαστικών εταιριών. Ενός κλάδου με φτώχη μέχρι τότε αντιπροσώπευση στο Χρηματιστήριο (με τη Βιοτέχ και τη Μηχανική).

Η «μονία» των κατασκευαστικών εταιριών, θα χαρακτηρίσει το μεγαλύτερο τμήμα του έτους 1993 και το σύνολο σχεδόν του έτους 1994. Με τις Εταιρίες ΑΕΓΕΚ, Θεμελιοδομή και Προοδευτική να κάνουν την αρχή, με θεαματική πορεία των τιμών των μετοχών τους, η χρηματιστηριακή αγορά κατακλύζεται από μετοχές κατασκευαστικών εταιριών - εταιριών που οι περισσότεροι μέχρι τότε δεν είχαν ακούσει ποτέ.

Για πρώτη φορά στη σύγχρονη χρηματιστηριακή ιστορία, κατά τη διάρκεια του έτους 1994, ο τραπεζικός κλάδος χάνει την «ισχύ» του και παύει να αποτελεί το βαρόμετρο των χρηματιστηριακών εξελίξεων και την «ατμομηχανή» της χρηματιστηριακής αγοράς.

Το έτος 1993 υπήρξε ένα ικανοποιητικό έτος. Ο Γενικός Δείκτης σημειώνει άνοδο κατά 42,59%, ενώ σημαντική άνοδο σημειώνει και ο ημερήσιος μέσος όρος των συναλλαγών, ο οποίος ανέρχεται πλέον στα 2,52 δισ. δρχ., πλησιάζοντας τα επίπεδα του 1990.

Κατά το 1993 εισήχθησαν 11 νέες εταιρίες και αντλήθηκαν κεφάλαια ύψους 24 δισ. δρχ.. Παράλληλα όμως, αντλήθηκαν περί τα 78 δισ. δρχ. από αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου, ήδη εισηγμένων εταιριών.

### Έτος 1994

Η άνοδος του 1993 θα μπορούσε να θεωρηθεί ως «διόρθωση» στην πτωτική κίνηση των δύο προηγούμενων ετών. Όμως, τα οικονομικά προβλήματα της χώρας παρέμεναν και τα αποτελέσμα-

### Διακυμάνσεις των τιμών του Γενικού Δείκτη

|      | Κλείσιμο 31/12/90 | Ανώτατη Τιμή Έτους | Κατώτατη Τιμή Έτους | Απόδοση Έτους | Απόδοση στο μέγιστο έτος | Απόδοση στο ελάχιστο έτος | Απόδοση μέγιστη & ελάχιστη |
|------|-------------------|--------------------|---------------------|---------------|--------------------------|---------------------------|----------------------------|
| 1989 | 459,43            |                    |                     |               |                          |                           |                            |
| 1990 | 932,00            | 1684,31            | 460,68              | 102,86%       | 266,61%                  | 0,27%                     | 265,61%                    |
| 1991 | 809,71            | 1317,85            | 794,81              | -13,12%       | 41,40%                   | -14,72%                   | 65,81%                     |
| 1992 | 672,31            | 1009,46            | 558,85              | -16,97%       | 24,67%                   | -30,98%                   | 80,63%                     |
| 1993 | 958,66            | 958,66             | 667,72              | 42,59%        | 42,59%                   | -0,68%                    | 43,57%                     |
| 1994 | 868,91            | 1194,58            | 804,37              | -9,36%        | 24,61%                   | -16,09%                   | 48,51%                     |
| 1995 | 914,15            | 992,52             | 787,15              | 5,21%         | 14,23%                   | -9,41%                    | 26,09%                     |
| 1996 | 933,48            | 1017,96            | 782,99              | 2,11%         | 11,36%                   | -14,35%                   | 30,01%                     |
| 1997 | 1.479,63          | 1794,14            | 954,54              | 58,51%        | 92,20%                   | 2,26%                     | 87,96%                     |
| 1998 | 2.737,55          | 2825,52            | 1380,13             | 85,02%        | 90,96%                   | -6,72%                    | 104,73%                    |
| 1999 | 5.432,34          | 6355,04            | 2798,21             | 98,44%        | 132,14%                  | 2,22%                     | 127,11%                    |

### Η δεκαετία του 1990 σε αριθμούς Στατιστικά Μεγέθη του Γενικού Δείκτη

|      | Συνολική Απόδοση Έτους | Κλείσιμο 31-Δεκεμ | Ανώτατη Τιμή Έτους | Ημ/νία   | Κατώτατη Τιμή Έτους | Ημ/νία   | Ανοδοί Μήνες | Πτωκοί Μήνες | Ανοδικές Συνεδριάσεις Έτους | Πτωκικές Συνεδριάσεις Έτους | Σύνολο Συν/γων (ίσα. δρκ.) | Μ. Ο. Δυναμολογών (ίσα. δρκ.) |
|------|------------------------|-------------------|--------------------|----------|---------------------|----------|--------------|--------------|-----------------------------|-----------------------------|----------------------------|-------------------------------|
| 1990 | 102,86%                | 932,00            | 1684,31            | 5-07-90  | 460,68              | 2-01-90  | 7            | 5            | 128                         | 107                         | 609                        | 2,59                          |
| 1991 | -13,12%                | 809,71            | 1317,85            | 4-03-91  | 794,81              | 13-12-91 | 3            | 9            | 116                         | 131                         | 438                        | 1,77                          |
| 1992 | -16,97%                | 672,31            | 1009,46            | 5-02-92  | 558,85              | 17-11-92 | 5            | 7            | 112                         | 140                         | 307                        | 1,22                          |
| 1993 | 42,59%                 | 958,66            | 958,66             | 31-12-93 | 667,72              | 5-01-93  | 9            | 3            | 132                         | 121                         | 637                        | 2,52                          |
| 1994 | -9,36%                 | 868,91            | 1194,58            | 18-01-94 | 804,37              | 22-11-94 | 6            | 6            | 116                         | 134                         | 1.261                      | 5,04                          |
| 1995 | 5,21%                  | 914,15            | 992,52             | 4-08-95  | 787,15              | 16-03-95 | 8            | 4            | 124                         | 126                         | 1.408                      | 5,63                          |
| 1996 | 2,11%                  | 933,48            | 1017,96            | 4-03-96  | 782,99              | 7-08-96  | 6            | 6            | 131                         | 118                         | 1.990                      | 7,99                          |
| 1997 | 58,51%                 | 1.479,63          | 1794,14            | 8-10-97  | 954,54              | 2-01-97  | 8            | 4            | 143                         | 105                         | 5.198                      | 20,96                         |
| 1998 | 85,02%                 | 2.737,55          | 2825,52            | 21-07-98 | 1380,13             | 29-01-98 | 7            | 5            | 134                         | 117                         | 13.717                     | 54,65                         |
| 1999 | 92,23%                 | 5.432,34          | 6.355,04           | 17-09-99 | 2798,21             | 13-01-99 | 9            | 3            | 132                         | 107                         | 53.344                     | 223,20                        |

τα της πολιτικής της νέας Κυβέρνησης που είχε αναδειχθεί από τις εκλογές του Σεπτεμβρίου του 1993, δεν είχαν ακόμη διαφανεί. Τα κυριότερα ερωτηματικά, είχαν να κάνουν με τον εάν η Κυβέρνηση θα μπορούσε να περιορίσει το μέ-

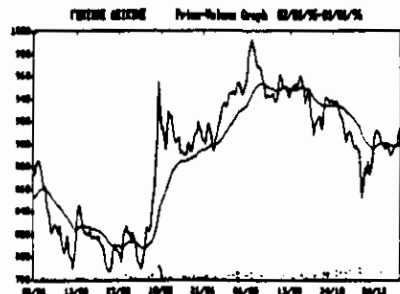
γεθος των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και εάν θα μπορούσε να βάλει την οικονομία της χώρας σε τροχιά εισόδου στην ΟΝΕ. Παράλληλα, το Μάιο του έτους αυτού, η Κυβέρνηση -σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος- αποφάσισαν την ελεύθερη μετατρεψιμότητα της δραχμής, πράγμα το οποίο προκάλεσε νομισματική αναταραχή. Το γεγονός αυτό είχε ως συνέπεια την βραχυπρόθεσμη αύξηση των επιτοκίων, στοιχείο το οποίο προκάλεσε μεγάλες διακυμάνσεις στην πορεία του χρηματιστηριακού δείκτη.

Τελικά, το 1994 υπήρξε ένα αρνητικό έτος για τη χρηματιστηριακή αγορά. Ο Δείκτης υποχώρησε κατά 9,36%, ενώ ο μέσος όρος των ημερησίων συναλλαγών ανέβηκε αισθητά στα 5,04 δισ. δρχ.. Κατά το έτος 1994, εισάγονται στο Χρημαστήριο 47 νέες εταιρίες (ως επί το πλείστον του κατασκευαστικού κλάδου). Από αυτές, οι 36 εισήχθησαν στην Κύρια Αγορά και οι 11 στην Παράλληλη. Από τις εισαγωγές αυτές αντλούνται κεφάλαια ύψους 101 δισ. δρχ.. Παράλληλα, από τις ήδη εισηγμένες εταιρίες, αντλούνται (μέσω αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου) 164 δισ. δρχ..

### Έτος 1995

Το έτος 1995 διατηρείται στα ίδια πλαίσια στασιμότητας. Βέβαια, υπάρχουν πολλές ποιοτικές βελτιώσεις στην όλη λειτουργία του συστήματος. Οι βελτιώσεις αυτές έχουν να κάνουν με την νομοθετική υποδομή του χώρου, με τη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιριών και με την προσέλκυση ξένων θεσμικών επενδυτών στην ελληνική αγορά.

Παράλληλα, αρχίζουν να γίνονται ορατά τα πρώτα σημεία βελτίωσης των δημόσιων οικονομικών και τίθεται πλέον σε εφαρμογή το «αναθεωρημένο πρόγραμμα σύγκλισης» της ελληνικής οικονομίας. Από την άλλη πλευρά, τα πολιτικά προβλήματα που δημιουργούνται πε-



ρι τα τέλη του έτους, δημιουργούν αβεβαιότητα για την πορεία των εξελίξεων.

Ο Γενικός Δείκτης κινείται ανάμεσα στα επίπεδα των 780 και 990 μονάδων. Τελικά, για το

σύνολο του έτους, σημειώνεται θετική απόδοση της τάξης του 5,21%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όρος των συναλλαγών, ανέρχεται στα 5,63 δισ. δρχ..

Κατά το 1995 εισάγονται 20 νέες εταιρίες (8 στην Κύρια και 12 στην Παράλληλη Αγορά) και από τις εισαγωγές αυτές αντλούνται 22 δισ. δρχ.. Από τις ήδη εισηγμένες εταιρίες, αντλούνται 58 δισ. δρχ..

### Έτος 1996

Το 1996 αποτελεί -κατά την άποψη μας- ένα έτος σταθμό στην πορεία του Χρηματιστηρίου. Όχι τόσο λόγω των αποδόσεων που έδωσε στους επενδυτές, αλλά κυρίως λόγω του ότι τέθηκαν οι βάσεις -σε νομοθετικό, σε λειτουργικό και σε οικονομικό επίπεδο- για την «έκρηξη» της αγοράς, που θα ακολουθούσε στα επόμενα χρόνια.

Σε επίπεδο οικονομίας, σημειώνονται οι πρώτες ουσιαστικές βελτιώσεις στους τομείς του πληθωρισμού, των δημοσίων εσόδων και των ελλειμμάτων. Στην πορεία εκτέλεσης του Προϋπολογισμού, υπάρχουν πλέον «πρωτογενή πλεονάσματα», ενώ είναι ορατή η διαδικασία πτώσης των επιτοκίων.

Σε νομοθετικό επίπεδο, δημιουργούνται νομοθετήματα τα οποία ενισχύουν τη διαφάνεια των συναλλαγών, καθιερώνουν ένα ειδικό -σύγχρονο- καθεστώς στη λειτουργία των χρηματιστηριακών εταιριών και των εταιριών παροχής επενδυτικών υπηρεσιών, ενώ ενισχύονται σημαντικά το Συνεγγυητικό Κεφάλαιο και το Επικουρικό Κεφάλαιο του Χρηματιστηρίου. Μέσα από αυτά, η Πολι-

τεία δείχνει ότι είναι αποφασισμένη -ανεξάρτητα του κόστους- να προστατεύσει το Θεσμό του Χρηματιστηρίου και να ενισχύσει το θεσμικό οπλοστάσιο της λειτουργίας της Κεφαλαιαγοράς.



Κατολίτης πολλών από τις εξελίξεις του 1996, υπήρξε το περιφημο «σκάνδαλο» της Δέλτα Χρηματιστηριακής (στις αρχές του Νοεμβρίου), το οποίο έθεσε τις επιτακτικές ανάγκες εξομάλυνσης και ωρίμανσης στη λειτουργία του χώρου.

Ήδη, από τα τέλη του 1996 διαφαίνεται ότι οι εξελίξεις στο χώρο θα είναι σημαντικά διαφορετικές κατά τα επόμενα χρόνια. Και όντως, ήταν.

Κατά το 1996, ο Γενικός Δείκτης σημειώνει μικρή μόνον άνοδο, κατά 2,11%. Κατά τη διάρκεια του έτους κυμαίνεται μεταξύ των 780 και των 1020 μονάδων. Σημαντική είναι όμως η αύξηση του μέσου ημερήσιου όγκου των συναλλαγών, ο οποίος φθάνει στα 8 δισ. δρχ..

Κατά το έτος αυτό, εισάγονται στο Χρημαστήριο 19 νέες εταιρίες (7 στην Κύρια και 12 στην Παράλληλη Αγορά) και αντλούνται κεφάλαια ύψους 112 δισ. δρχ.. Παράλληλα, από

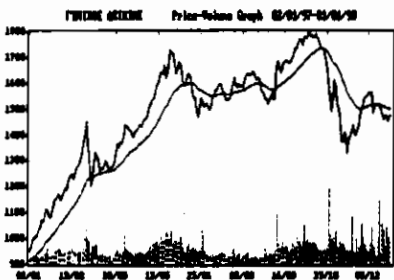


τις ήδη εισηγμένες εταιρίες αντλούνται κεφάλαια ύψους 34 δισ. δρχ..

Έτος 1997

Από το 1997 ξεκινά η «νέα εποχή» του Χρηματιστηρίου της Αθήνας. Μία εποχή η οποία χαρακτηρίζεται από:

- 1) Την έναρξη της διαδικασίας θεαματικής βελτίωσης των επιδόσεων της οικονομίας και των οικονομικών δεικτών
- 2) Την αύξηση των αποδόσεων
- 3) Την κατακόρυφη αύξηση των συναλλαγών
- 4) Την είσοδο πολλών νέων επενδυτών στο χρηματιστηριακό χώρο
- 5) Την είσοδο μεγάλου ύψους ξένων θεσμικών κεφαλαίων
- 6) Την έναρξη της διαδικασίας επαναπατρισμού μεγάλου ύψους κεφαλαίων, ελλήνων κεφαλαιούχων
- 7) Τη μαζικότερη δραστηριοποίηση των θεσμικών επενδυτών
- 8) Τη γενικότερη «ωρίμανση» της λειτουργίας και της δομής της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς και της ευρύτερης Κεφαλαιαγοράς
- 9) Το θετικό διεθνές χρηματιστηριακό περιβάλλον



Είναι χαρακτηριστικό ότι η άνοδος του Γενικού Δείκτη είναι διαρκής κατά το μεγαλύτερο μέρος του έτους. Η χαμηλότερη τιμή του σημειώνεται κατά την πρώτη συνεδρίαση του έτους (2/1/97) και έκτοτε ακολουθείται μία έντονα ανοδική πορεία η οποία κορυφώνεται στις 8/10/97, οπότε και διακόπτεται λόγω της διεθνούς συναλλαγματικής κρίσης, η οποία προκάλεσε πτώση στις αγορές όλου του κόσμου.

Μετά από μία σειρά πολλών ετών, όπου ο Γενικός Δείκτης διακυμαίνεται σε ένα «στενό» εύρος που προσδιορίζεται από τις 750 έως τις 1,100 μονάδες, στις 9/9/97, ο Δείκτης καταρρίπτει το παλαιό ανώτερο ιστορικό ρεκόρ των 1.684 μονάδων (από τις 5/7/90) και κλείνει στις 1688,51 μονάδες. Η εξέλιξη αυτή, προσδιόρισε και την πορεία των τιμών των μετοχών κατά τα επόμενα χρόνια.

Για το σύνολο του έτους, ο Γενικός Δείκτης σημειώνει άνοδο κατά 58,51%. Όμως, το πιο σημαντικό είναι η «έκρηξη» του επιπέδου των συναλλαγών, ο μέσος ημερήσιος όρος των οποίων σχεδόν τριπλασιάζεται και φθάνει πλέον στα 21 δισ. δρχ..

Κατά το έτος 1997 εισάγονται 13 νέες εταιρίες (4 στην Κύρια και 9 στην Παράλληλη Αγορά) και αντλούνται περί τα 20 δισ. δρχ.. Από τις ήδη εισηγμένες εταιρίες αντλούνται 504 δισ. δρχ..

Έτος 1998

Η εξέλιξη ήταν ήδη προδιαγεγραμμένη από το προηγούμενο έτος. Η βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών της οικονομίας, κάνουν ορατό πλέον το στόχο της εισόδου της ελληνικής οικο-

νομίας στην ΟΝΕ.

Παράλληλα, η χρηματιστηριακή αγορά, αρχίζει να κινείται μέσα στο χρονοδιάγραμμα των αναγκαστικών πλέον εξελίξεων. Εξελίξεων που προσδιορίζονταν από τα ακόλουθα: α) πτώση των επιτοκίων,

β) αναπροσαρμογή της ισοτιμίας της δραχμής, γ) πτώση του πληθωρισμού, δ) ενίσχυση των αποκρατικοποιήσεων και ε) ενίσχυση και επιτάχυνση των θεσμικών μεταβολών στη λειτουργία της οικονομίας.

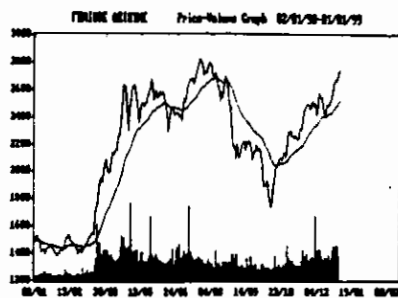
Η πρώτη σημαντική εξέλιξη έρχεται με την αποδοχή της αίτησης για την ένταξη της δραχμής στο Ευρωπαϊκό Νομισματικό Σύστημα, εξέλιξη που πραγματοποιήθηκε με την παράλληλη υποτίμησή της. Το γεγονός αυτό απετέλεσε ουσιαστικά την πρώτη επίσημη αναγνώριση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, ότι η ελληνική οικονομία είναι πραγματικά υποψήφια για ένταξη στην ΟΝΕ. Αυτό ισχυροποίησε τη διεθνή θέση της χώρας, η οποία αναβαθμίστηκε σημαντικά στη διεθνή επενδυτική κοινότητα, εξέλιξη η οποία προκάλεσε την εισροή μεγάλου ύψους ξένων επενδυτικών κεφαλαίων.

Ο Γενικός Δείκτης ακολουθεί ανοδική πορεία καθ' όλη τη διάρκεια του έτους. Από το διάστημα της υποτίμησης της δραχμής (15/3/98) έως και την έναρξη της διεθνούς χρηματιστηριακής κρίσης το καλοκαίρι (3/8/98), έχει σημειώσει άνοδο κατά 81,4%, άνοδο η οποία συνοδεύεται με όγκους συναλλαγών που συχνά ξεπερνούν τα 100 δισ. ημερησίως.

Η συνέχεια αποδεικνύεται προβληματική. Η έναρξη μίας διεθνούς χρηματοοικονομικής κρίσης, προκαλεί προβλήματα σε όλες τις διεθνείς αγορές και οι αλυσιδωτές αντιδράσεις δεν αφήνουν αλώβητη την ελληνική χρηματιστηριακή αγορά. Από το διάστημα της 3/8/1998, έως και την κορύφωση της κρίσης (12/10/98), ο Γενικός Δείκτης χάνει το 38% της αξίας του, προκαλώντας εκτεταμένες ζημιές στα χαρτοφυλάκια των επενδυτών.

Όμως, η αγορά δείχνει μία εξαιρετικά μεγάλη δυναμική. Η εισροή νέων κεφαλαίων, τόσο από το εσωτερικό, όσο και από το εξωτερικό, είναι τόσο έντονη, ώστε η υφιστάμενη προσφορά μετοχών να μην μπορεί να ικανοποιήσει την πραγματικά μεγάλη ζήτηση. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα την ταχύτατη άνοδο των τιμών.

Κατά το έτος 1998, ο Γενικός Δείκτης σημειώνει κέρδη της τάξης του 85,02%, ενώ ο μέσος ημερήσιος όγκος των συναλλαγών εκτοξεύεται στα 54,65 δισ. δρχ.. Κατά το 1998 εισάγονται στο Χρηματιστήριο 19 νέες εταιρίες (7 στην Κύρια και 12 στην Παράλληλη Αγορά) και αντλούνται 333 δισ. δρχ.. Από τις ήδη εισηγμένες εταιρίες, αντλούνται 919 δισ. δρχ., ποσά εντυπωσιακά, εάν τα συγκρίνει κανείς με τα μέχρι τότε δεδομένα της αγοράς.





Έτος 1999

Την ανάκαμψη της αγοράς κατά το φθινόπωρο του 1998, ακολούθησε η «επενδυτική έκρηξη» του 1999. Κατά το έτος αυτό μεταβλήθηκε περαιτέρω το περιβάλλον λειτουργίας και η φυσιογνωμία της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς, στην οποία πλέον αρχίζουν να δίδονται τα πρώτα χαρακτηριστικά της «ώριμης αγοράς».

Κύριο χαρακτηριστικό του 1999 υπήρξε η είσοδος εκατοντάδων χιλιάδων νέων ελλήνων επενδυτών στο χώρο του Χρηματιστηρίου και η εισροή τεράστιων κεφαλαίων. Η εξέλιξη αυτή, δημιουργήσε μία εντυπωσιακά μεγάλη ζήτηση των τιμών των μετοχών, η οποία είχε σα φυσιολογική εξέλιξη την φρενιτώδη άνοδο των τιμών των μετοχών.

Βέβαια, τα αίτια της εμφάνισης αυτής της υψηλότερης ζήτησης και της εξέλιξης αυτής της ανόδου, δεν είναι μόνον οικονομικά, αλλά περισσότερο κοινωνικά.

Η ενασχόληση μεγάλου τμήματος του ελληνικού πληθυσμού με το Χρηματιστήριο, πήρε διαστάσεις «υστερίας». Στο φαινόμενο αυτό συνέβαλε η ευκολία της δημιουργίας δικτύων πωλήσεων από τις Χρηματιστηριακές Εταιρίες, μέσω των Εταιριών Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών (ΕΠΕΥ) και των Ανωνύμων Εταιριών Λήψης και Διαβίβασης Εντολών (ΑΕΛΔΕ), οι οποίες, στις περισσότερες περιπτώσεις διευθύνονταν από άτομα τα οποία ούτε τις επαγγελματικές ικανότητες είχαν, αλλά ούτε τις γνώσεις και την απαιτούμενη εμπειρία για να κάνουν αυτή τη δουλειά.

Παρόλληλα όμως με το παραπάνω, μεγάλο μέρος της ευθύνης για τη δημιουργία των φαινομένων «κοινωνικής υστερίας» έχει και η Κυβέρνηση, η οποία –ούσα ανώριμη στα περί τα χρηματιστηριακά θέματα– στην ουσία παρότρυνε το κοινό να ασχοληθεί με το Χρηματιστήριο, ακόμη και σε περιόδους όπου οι τιμές είχαν απομακρυνθεί σημαντικά από τα θεμελιώδη στοιχεία που αντιπροσώπευαν.

Είναι χαρακτηριστικό ότι, η ζήτηση για μετοχές δεν περιορίστηκε ούτε κατά τη διάρκεια των δύο σημαντικών «κρίσεων» κατά τη διάρκεια του έτους, που είχαν να κάνουν με θέματα εξωτερικής πολιτικής. Αναφερόμαστε στις κρίσεις της «υπόθεσης Οτσαλάν» και του πολέμου στο Κοσσυφοπέδιο, όπου ο Γενικός Δείκτης, απλά σημείωσε μερικές μικρού μεγέθους διακυμάνσεις, χωρίς να ανακόψει τη βραχυχρόνια ανοδική του τάση.

Ο Γενικός Δείκτης σημείωσε την ανώτατη τιμή του έτους, η οποία αποτελεί και ανώτατη τιμή όλων των εποχών, στις 17/9/99, στις 6.355 μονάδες. Στο σημείο εκείνο, η απόδοσή του από την αρχή του έτους έφθανε στο +132,14%. Κύριο χαρακτηριστικό φαινόμενο στην πορεία ανόδου του Δείκτη, υπήρξε η εντυπωσιακή (και συχνά αδικαιολόγητη) υπερτίμηση μετοχών της λεγόμε-

νης «περιφέρειας», εξέλιξη η οποία θα μπορούσε να δημιουργήσει σοβαρά προβλήματα στο μέλλον.

Οι επιδόσεις αυτές, ήταν φυσικό να ακολουθηθούν από διόρθωση των τιμών. Η διορθωτική πορεία του Γενικού Δείκτη, διαρκεί ήδη ένα τρίμηνο, χωρίς να είναι ορατή η τελική εξέλιξή της.

Βέβαια, άποψή μας είναι ότι, παρά την όποια «διόρθωση» των τιμών συντελείται σ' αυτή τη φάση, είναι δύσκολο να συμβεί ανακοπή της μακροχρόνιας ανοδικής πορείας της χρηματιστηριακής αγοράς η οποία ξεκίνησε στα τέλη του 1996 και η οποία θα μπορούσε να καταλήξει ίσως και μετά το έτος 2003.

Για το διάστημα από 1/1/99 έως και 15/12/99 (οπότε και ολοκληρώνεται η παρούσα ιστορική αναδρομή), ο Γενικός Δείκτης έχει σημειώσει άνοδο της τάξης του 92,23%, ενώ οι μέσες ημερήσιες συναλλαγές για την περίοδο αυτή, έφθασαν στο ιλιγγιώδες ύψος των 223,2 δισ. δρχ.

Συμπεράσματα

Η γνώση που παρελθόντος, μας βοηθά να κατανοήσουμε καλύτερα τις εξελίξεις του παρόντος, αλλά κυρίως μας βοηθά στο να προσδιορίσουμε τις εξελίξεις του μέλλοντος.

Η δεκαετία του 1990 υπήρξε πολύ σημαντική για την εξέλιξη της ελληνικής χρηματιστηριακής αγοράς –αλλά και όπως αποδεικνύεται, για την πορεία εξέλιξης της ελληνικής οικονομίας γενικότερα.

Κατά τη δεκαετία αυτή, η εικόνα –αλλά και το περιεχόμενο– του ελληνικού Χρηματιστηρίου, αναμορφώθηκαν πλήρως. Ποιά είναι όμως τα βασικά συμπεράσματα από τις εξελίξεις αυτές;

α) Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά εκσυγχρονίστηκε και εισήλθε στην τροχιά των «αναπτυγμένων» χρηματιστηριακών αγορών, τροχιά που δημιουργεί άλλους ρόλους αυτής της αγοράς για την οικονομία, αλλά και την κοινωνία.

β) Όπως συμβαίνει σ' όλο τον κόσμο, έτσι αποδεικνύεται και στην Ελλάδα ότι, σε μακροχρόνια βάση, οι μετοχές αποτελούν την περισσότερο αποδοτική μορφή επένδυσης.

