

ΜΑΡΙΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑΔΟΥ

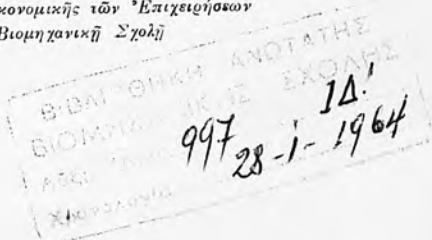
Ἡ Χρηματοδότησις  
τῶν Ἐπιχειρήσεων

Ἐκδόσεις Β. Παπαδόπουλου

# Ἡ Χρηματοδότησις τῶν Ἐπιχειρήσεων

ΜΑΡΙΟΥ Ε. ΓΕΩΡΓΙΑΔΟΥ

Τακτικού Καθηγητού της Οικονομικής των Επιχειρήσεων  
ἐν τῇ Ἀνωτάτῃ Βιομηχανικῇ Σχολῇ



# Η ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΙΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
7388B
ΒΙΒΛΙΟΘΗΚΗ

\*

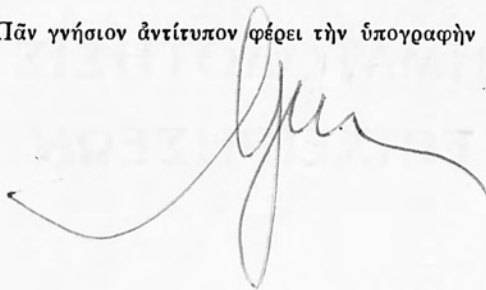
ΘΕΩΡΙΑ καὶ ΠΡΑΞΙΣ



00173888

ΕΚΔΟΤΗΣ : ΒΙΚΤΩΡ ΠΑΠΑΖΗΣΗΣ — ΦΕΙΔΙΟΥ 18 — ΑΘΗΝΑΙ — 1963

Πάν γνήσιον αντίτυπον φέρει τὴν ὑπογραφήν τοῦ συγγραφέως

A handwritten signature in cursive script, appearing to be the Greek letters 'ΓΜ' (Gamma Mu), written in dark ink. The signature is fluid and extends to the left and right.

## ΠΡΟΛΟΓΟΣ

Αἱ σύγχρονοι τεχνικαὶ κατακτήσεις, ἰδίως εἰς τὸν παραγωγικὸν τομέα τῶν ἐπιχειρήσεων, ὀδηγοῦν εἰς ἐκτεταμένας ἐπενδύσεις καὶ συνεχεῖς βελτιώσεις, αἱ ὁποῖαι προϋποθέτουν τὴν χρησιμοποίησιν ὁλοῦν μεγαλυτέρων ἀντιστοιχῶς κεφαλαίων.

Ἄλλὰ καὶ ὁ ἐμπορικὸς τομεὺς τῶν ἐπιχειρήσεων διὰ τὰ δύναται ν' ἀνταποκρίνεται ἐπιτυχῶς εἰς τὴν διάθεσιν τῶν κατὰ μάζας πλέον παραγομένων ἀγαθῶν, δέον νὰ προσαρμόζεται πρὸς νέας μεθόδους καὶ συστήματα διαθέσεως, ἅτινα καὶ ταῦτα συνεπάγονται τὴν ἀνάγκην χρησιμοποίησεως ηὔξημένων κεφαλαίων.

Ἡ ἀνάγκη αὕτη εἰς κεφάλαια δὲν εἶναι πλέον δυνατὸν νὰ καλύπτεται ὑπὸ περιορισμένου ἀριθμοῦ ἀτόμων, ἀλλὰ προϋποθέτει τὴν δημιουργίαν ὀργάνων χρηματοδοτήσεως καὶ τὴν προσφυγὴν εἰς ταῦτα διὰ τὴν ἐξεύρεσιν τῶν ἀπαραίτητων χρηματοοικονομικῶν μέσων.

Ὅτι διὰ τῆς ἀναπτύξεως τῶν μεσολαβούντων ὀργάνων τῆς πίστεως καὶ τῆς διευρύνσεως τῶν ἀγορῶν χρήματος καὶ κεφαλαίου ἐπέρχεται μία ἀναδιάρθρωσις εἰς τὴν κατανομὴν τοῦ κοινωνικοῦ εἰσοδήματος λόγῳ τῆς ἀδξήσεως τοῦ ἀριθμοῦ τῶν ἀτόμων τῶν ἀποκτώντων, συνεπεία τῆς χρηματοδοτήσεως, δικαιώματα ἐπὶ τῆς ἐπιχειρήσεως.

Ὑπὸ τὰς ἀνωτέρω συνθήκας ἡ χρηματοοικονομικὴ λειτουργία τῆς ἐπιχειρήσεως ἀποκτᾷ ὁλοῦν προέχουσαν θέσιν, ἐκ τοῦ λόγου ὅτι οὐ μόνον ἐπιμελεῖται τοῦ ἐγκαίρου καὶ ἐπαρκοῦς εἰς κεφάλαια ἐφοδιασμοῦ, ἀλλὰ καὶ ἐπιφορτίζεται μὲ τὴν ὀρθολογικὴν κατανομὴν τούτων εἰς τοὺς διαφόρους τομεῖς δράσεώς της, ἐπὶ σκοπῷ ἐπιτεύξεως μείζονος ἀποτελεσματικότητος. Ἴδου διατὶ τὸ πρόβλημα τῆς χρηματοδοτήσεως κατέστη ζωτικὸν μὲν ἐν τῇ ἐπιχειρηματικῇ πρακτικῇ, πρωτεῦον δὲ ἐν τῇ θεωρίᾳ τῆς Οἰκονομικῆς τῶν Ἐπιχειρήσεων.

Διὰ τὴν ὀρθὴν ὁμῶς ἀντιμετώπισιν τοῦ προβλήματος τῆς χρηματοδοτήσεως, πέραν τῶν πορισμάτων τῆς θεωρίας, δὲν εἶναι δυνατὸν νὰ ἀγνοοῦνται καὶ αἱ σχετικαὶ ἐπὶ τοῦ θέματος τούτου νομοθετικαὶ ρυθμίσεις, αἵτινες ἐπηρεάζουν ἐνίοτε ἀποφασιστικῶς τὰς ἐπιχειρηματικὰς ἀποφάσεις.

Διὰ τὸν λόγον τοῦτον καὶ εἰς πλεῖστα σημεῖα ἠναγκάσθημεν ν' ἀνα-  
τρέξωμεν εἰς τὴν κειμένην νομοθεσίαν, χωρὶς τοῦτο γὰρ σημαίνει βεβαίως  
ὅτι ἐξηγητήσαμεν ἀπάσας τὰς ἐν προκειμένῳ περιπτώσεις.

Οὕτω ἢ ἀνὰ χεῖρας ἔκδοσίν μας ἐλπίζομεν ὅτι θὰ εἶναι χρήσιμος  
τόσον διὰ τοὺς σπουδαστὰς ὅσον καὶ διὰ τοὺς ὑπευθύνους τοῦ χρηματοοι-  
κονομικοῦ τομέως τῶν ἐπιχειρήσεων.

ΜΑΡΙΟΣ ΓΕΩΡΓΙΑΔΗΣ

Ἀθῆναι - Ἰούνιος 1963

## ΠΙΝΑΞ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

<i>Πρόλογος</i> . . . . .	Σελίς 5
---------------------------	------------

### ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 1ον

#### Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ ΕΝ ΤΩ ΠΛΑΙΣΙΩ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

§ 1. Ἡ σημασία τοῦ κεφαλαίου ἐν τῇ συγχρόνῃ Οἰκονομίᾳ . . . . .	9
§ 2. Ἐννοια, διάρθρωσις καὶ κατηγορίαι τοῦ κεφαλαίου καὶ τῆς περιου- σίας . . . . .	11—24
§§ Διάρθρωσις τοῦ κεφαλαίου καὶ τῆς περιουσίας . . . . .	12
§§ Κυριώτεραι διακρίσεις τοῦ κεφαλαίου . . . . .	18
§ 3. Ἀναγκαίουν μέγεθος κεφαλαίου . . . . .	25—34

### ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 2ον

#### ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑΙ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

§ 1. Ἐννοια τῆς χρηματοδοτήσεως . . . . .	35—36
§ 2. Διακρίσεις τῆς χρηματοδοτήσεως . . . . .	37—60

### ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 3ον

#### ΛΙΓΟΡΑΙ, ΟΡΓΑΝΑ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

§ 1. Ἄγοραὶ χρηματοδοτήσεως . . . . .	61—72
§§ Σύντομος ἐπισκόπησις τῆς συγχρόνου καταστάσεως τῆς Ἑλληνικῆς Χρηματαγορᾶς . . . . .	65
§ 2. Ὅργανα χρηματοδοτήσεως . . . . .	73—82
§ 3. Μέσα χρηματοδοτήσεως . . . . .	83—92

### ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 4ον

#### ΑΙ ΒΑΣΙΚΑΙ ΑΡΧΑΙ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

§ 1. Ἡ ἀρχὴ τοῦ καθορισμοῦ τοῦ ἀπαραιτήτου μεγέθους τοῦ κεφαλαίου . . . . .	93—98
§ 2. Ἡ ἀρχὴ τῆς χρηματοοικονομικῆς ἀντιστοιχίας . . . . .	99—101
§ 3. Ἡ ἀρχὴ τῆς προσαρμογῆς τοῦ εἶδους τῆς χρηματοδοτήσεως πρὸς τὸν κίνδυνον τῆς ἐπενδύσεως . . . . .	101—104

	Σελίς
§ 4. Ἡ ἀρχὴ τῆς ἀρμονικῆς σχέσεως μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου	105—108
§ 5. Ἡ ἀρχὴ τῆς ἀρίστης ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου καὶ ὀριακῆς ἀποδοτικότητος τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου . . . . .	108—109

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 5ον

## ΤΟ ΣΧΕΔΙΟΝ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

§ 1. Γενικά περὶ σχεδίου χρηματοδοτήσεως . . . . .	100—111
§ 2. Κατηγορίαι σχεδίων χρηματοδοτήσεως . . . . .	111—117
α) Τακτικὸν καὶ ἔκτακτον σχέδιον . . . . .	111
β) Μακροχρόνια καὶ βραχυχρόνια σχέδια . . . . .	115
γ) Γενικά καὶ εἰδικά . . . . .	125

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 6ον

ΕΦΑΡΜΟΓΑΙ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ  
ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

§ 1. Χρηματοοικονομικοὶ δείκται διερευνήσεως τοῦ Κεφαλαίου Κινήσεως	127
§ 2. Χρηματοοικονομικὴ Ἀνάλυσις Ἴσολογισμοῦ . . . . .	133
<i>Βιβλιογραφία</i> . . . . .	143
<i>Εὐρετήριον ὄρων</i> . . . . .	148



## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 1<sup>ΟΝ</sup>

### Ο ΣΥΝΤΕΛΕΣΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ ΕΝ ΤΩ ΠΛΑΙΣΙΩ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

#### § 1. Ἡ σημασία τοῦ κεφαλαίου ἐν τῇ συγχρόνῳ Οἰκονομίᾳ

1. Μὲ τὴν προϊούσαν εἰδίκευσιν καὶ τὴν μετ' αὐτῆς συνδεομένην μηχανοποίησιν ὁ παραγωγικὸς συντελεστὴς «Κεφάλαιον» ἀποκτᾷ ὄλον ἐν μεγαλυτέραν σημασίαν καὶ σπουδαιότητα ἐναντι τοῦ συντελεστοῦ «Ἔργασία».

Ἡ ἐποχὴ μας, ἐποχὴ ραγδαίας τεχνικῆς ἀναπτύξεως, χαρακτηριστικὸν γνώρισμα ἔχει τὴν αὐξοῦσαν ἀνάγκην χρησιμοποίησεως κεφαλαίων. Ἡ εἰς τὸ λίαν προσεχὲς μέλλον εὐρεία χρησιμοποίησις νέων ἐνεργειακῶν δυνάμεων διὰ σκοποῦς παραγωγικούς, ὡς καὶ ἡ συνεχὴς διάδοσις τοῦ αὐτοματισμοῦ, φυσικὸν εἶναι νὰ ὀδηγοῦν εἰς ἐκτεταμένους ἐπενδύσεις, αἵτινες καθίστανται δυναταὶ μόνον διὰ τῆς χρησιμοποίησεως τεραστίων κεφαλαίων<sup>1</sup>.

2. Ἀλλὰ καὶ ὁ ἐμπορικὸς τομεύς, ἵνα ἀνταποκριθῇ ἀποτελεσματικῶς εἰς τὴν διάθεσιν τῶν βάσει ἠϋξημένων πλέον δυνατοτήτων παραγομένων κατὰ μάζας ἀγαθῶν, θὰ ἀναγκασθῇ νὰ ἐφαρμόσῃ νέας μεθόδους καὶ συστήματα πωλήσεων, νὰ χρησιμοποίησῃ ἐπιτυχέστερα μέσα διεισδύσεως εἰς τὴν ἀγορὰν πρὸς ἐπιτάχυνσιν τῆς κυκλοφορίας τῶν ἀγαθῶν, καὶ νὰ παράσχῃ

1. Ἀρκεῖ νὰ σημειωθῇ ὅτι εἰς τὰς ΗΠΑ, ἐνῶ μέχρι σήμερον τὸ κατὰ ἐργαζόμενον ἀντιστοιχοῦν κεφάλαιον ἀνήρχετο κατὰ μέσον ὄρον εἰς 11.000 \$, μετὰ τὴν ἐντεινομένην αὐτοματοποίησιν καὶ τὴν χρησιμοποίησιν τῶν ἠλεκτρονικῶν συστημάτων ὑπολογίζεται ὅτι θὰ ἀνέλθῃ λίαν προσεχῶς εἰς 100.000 \$ κατὰ ἐργαζόμενον. Ἀλλὰ καὶ εἰς τὴν Δυτικὴν Εὐρώπην ἐμφανίζεται παρομοία περίπου κατάστασις, τὸ δὲ κατὰ ἐργαζόμενον ἀντιστοιχοῦν κεφάλαιον ἐδιπλασιάσθη τὴν τελευταίαν 25ετίαν παρὰ τὰς ἀνασταλείσας ἐπενδύσεις καὶ τὰς ἐπελθούσας καταστροφὰς συνεχεῖς τῶν πολεμικῶν καὶ μεταπολεμικῶν γεγονότων.

πάσας τὰς ἀπαραιτήτους πιστωτικὰς διευκολύνσεις εἰς τοὺς ἐν γένει ἐνδιαμέσους διὰ τὴν αὐξήσιν καὶ προώθησιν τῶν μέχρι σήμερον πωλήσεων των. Πάντα ταῦτα ἀναμφιβόλως δὲν δύνανται νὰ ἐπιτευχθοῦν εἰμὴ μόνον διὰ τῆς χρησιμοποίησεως ἀφθόνων κεφαλαίων καὶ εἰς τὸν τομέα τῆς διαθέσεως<sup>1</sup>.

3. Οὕτω συνάγεται τὸ συμπέρασμα ὅτι κατὰ τὰ προσεχῆ ἔτη θὰ τεθοῦν ἐνώπιον ἡμῶν τεράστια προβλήματα χρηματοοικονομικῆς ὑφῆς, σαφῶς δὲ εἰκάζεται ὅτι εἰς τὸ λίαν ἐγγὺς μέλλον αἱ ἀνάγκαι χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων θὰ ὑπερβοῦν οὐ μόνον τὰς δυνατότητας τῶν φορέων αὐτῶν, ἀλλὰ καὶ αὐτῆς ἀκόμη τῆς ἐν γένει κεφαλαιαγορᾶς, ἥτις θὰ κληθῆ ὅπως ἀνταποκριθῆ χρονικῶς καὶ ποσοτικῶς εἰς τοιαύτας συσσωρευμένας ἀπαιτήσεις.

Κατὰ συνέπειαν αἱ ἐπιχειρήσεις θὰ ἀναγκασθοῦν ἐκ τῶν πραγμάτων νὰ ἐφαρμόσουν πλῆρες σύστημα *χρηματοοικονομικοῦ λογισμοῦ*, διὰ τὸν ἀποτελεσματικὸν ἔλεγχον πάσης ἐπενδύσεως κεφαλαίων, καὶ νὰ προβοῦν εἰς τὴν ἐκ βάθρων ἀλλαγὴν καὶ ἀναθεώρησιν τῆς μέχρι σήμερον ὑπ' αὐτῶν ἀσκηθείσης ἐμπειρικῆς πολιτικῆς χρηματοδοτήσεως, ἐπὶ τῇ βιάσει τῶν ἀρχῶν τῆς ἐπιστημονικῆς διοικήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων.

Πέραν ὅμως τούτων ἡ ἐπιτυχὴς πολιτικὴ χρηματοδοτήσεως ὀδηγεῖ καὶ εἰς τὴν ἐπίτευξιν *μείζονος οικονομικότητος* ἐν τῇ ἐπιχειρήσει, ὅχι μόνον διότι ὑποβοηθεῖ εἰς τὴν ἐκλογὴν τῆς εὐθινοτέρας μορφῆς χρηματοδοτήσεως — καὶ ὡς ἐκ τούτου μειώνει τὸ χρηματοοικονομικὸν κόστος, — ἀλλὰ καὶ διότι ἐλέγχει ὅλας τὰς ἐπενδύσεις καὶ ἐμποδίζει τὴν πραγματοποίησιν τῶν μὴ ἀποδοτικῶν τοιούτων.

## § 2. Ἐννοια, διάρθρωσις καὶ κατηγορίαι τοῦ κεφαλαίου καὶ τῆς περιουσίας

### §§ Ἐννοια τοῦ κεφαλαίου

1. Δεδομένου ὅτι κατὰ τὴν χρηματοδότησιν ἐξετάζονται κυρίως ὁ ἐφοδιασμός, ἡ χρησιμοποίησις καὶ τέλος

1. Οὕτω καθίσταται προφανές ὅτι ἅπαντα τὰ γεγονότα τῆς ἐπιχειρήσεως ἔχουν τελικῶς χρηματοοικονομικὰς συνεπειάς. Διότι οὔτε ἐπένδυσαι δύνανται νὰ διενεργηθῆ οὔτε ἀγαθόν τι ν' ἀποκτηθῆ ἢ ἀποθηκευθῆ, ἀλλ' οὔτε ὀρθὴ πολιτικὴ παραγωγῆς, διαθέσεως ἢ ἀκόμη καὶ διανομῆς μερισμάτων ν' ἀσκηθῆ, ἄνευ ταυτοχρόνου ἀντιμετώπισσεως τῶν χρηματοοικονομικῶν συνεπειῶν τῶν ἐν λόγῳ πράξεων.

ἡ ἐπιστροφή τοῦ κεφαλαίου καθίσταται κατ' ἀρχὴν ἀναγκαῖος ὁ καθορισμὸς τῆς ἐννοίας τούτου ἐν τῷ πλαισίῳ τῆς ἐρεῦνης τῆς Οἰκονομικῆς τῶν Ἐπιχειρήσεων.

Εἰς τὴν ἰδιωτικοοικονομικὴν ὁρολογίαὴν ἡ λέξις Κεφάλαιον φέρεται ὑπὸ διαφόρους ἐννοίας, αἵτινες δὲν συμπίπτουν ἀπολύτως μεταξύ των<sup>1</sup>.

Πράγματι, ἄλλοτε μὲν τοῦτο ὀρίζεται, « ὡς χρηματικὸν ποσὸν ἀποβλέπον εἰς τὴν δημιουργίαν ἐσόδου »<sup>2</sup>, ἄλλοτε ὡς ἡ « εἰς χρῆμα ἐκφραζομένη περιουσία »<sup>3</sup>, χαρακτηρίζεται δὲ ἐν γένει ὡς « χρηματικὸν μέγεθος ἀπαραίτητον διὰ τὸν ἐπιχειρηματικὸν λογισμόν »<sup>4</sup>.

Οὕτω νοούμενον τὸ κεφάλαιον, ὡς « χρηματικὸν ποσὸν βάσει τοῦ ὁποῦοῦ δύναται ἡ ἐπιχείρησις νὰ προσπορίζηται ὠρισμένας ἀξίας »<sup>5</sup>, θεωρεῖται ὑποχρέωσις ταύτης πρὸς τοὺς εισφέροντας τοῦτο, εἰς οὓς καὶ παρέχει δικαιώματα ἐπὶ τῆς περιουσίας καὶ τῶν ἐκ τῆς κυκλοφορίας ταύτης προκυπτόντων κερδῶν »<sup>6</sup>.

2. Προκύπτει ὅθεν ὅτι ἐν τῇ Οἰκονομικῇ τῶν Ἐπιχειρήσεων ἡ ἐννοία τοῦ κεφαλαίου συνδέεται μὲ τρεῖς βασικὰς ἀπόψεις<sup>7</sup>, ἧτοι :

α) Ἐκείνας αἵτινες χαρακτηρίζουν τοῦτο ὡς σύνολον χρηματικῶν ἀξιῶν ἀποσκοποῦσων εἰς τὴν ἐπίτευξιν π-ο-ρ-ι-σ-μ-οῦ.

1. Ἀλλὰ καὶ ἐν τῇ Κοινωνικῇ Οἰκονομικῇ ὑφίσταται διίστασις ὡς πρὸς τὴν ἐννοίαν τοῦ κεφαλαίου. Οὕτω ἡ Οἰκονομικὴ Θεωρία διὰ τοῦ ὄρου κεφάλαιον ἐχαρ-κτῆριξε τὰ « παρηγμένα παραγωγικὰ μέσα », δηλαδὴ ἐτοποθέτει τοῦτο κυρίως ἐπὶ τεχνολογικῆς βῆσεως. Ἡ ἀποψις ὁμως αὐτῆ συνεχῶς ἐκτοπίζεται παραχωροῦσα τὴν θέσιν τῆς εἰς τὰ οἰκονομικὰ καὶ οὐχὶ τὰ τεχνικὰ κριτήρια, εἰς τρόπον ὅστε σήμερον ὡς κεφάλαιον νὰ θεωρηται ἡ ποριστικὴ περιουσία (Erwerbsvermogen), δηλαδὴ τὸ τμήμα ἐκείνο τῆς περιουσίας ὅπερ προορίζεται διὰ τὴν ἀπόκτησιν εἰσοδήματος. Εὐρύτερον, ἐπὶ τῆς κοινωνικοοικονομικῆς ἐννοίας τοῦ ὄρου κεφάλαιον ὄρα Π. Χριστοδουλόπουλον: Θεωρητικὴ Πολιτικὴ Οἰκονομία, Ἀθήναι 1947, σελ. 121 ἐπ.

2. Βλέπε W. Le Coultre: Beitrage zur Betriebswirtschaftlichen Lehre vom Kapital «in Zeitschrift für Betriebswirtschaft» 1927, σελ. 342.

3. Βλέπε W. Prion: Die Lehre vom Wirtschaftsbetrieb; 1935 Bd. II σελ. 38.

4. Βλέπε F. Leitner: Privatwirtschaftslehre der Unternehmung, 1919, σ. 34.

5. Βλέπε H. Nicklisch: Die Betriebswirtschaft, 1932, σελ. 84.

6. Βλέπε K. Rössle: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre καὶ W. Kalveram: Der Kapitalbegriff in der Betriebschaftslehre in Bankwissenschaft, 1932/33 Bd. II, σελ. 612. A. Walther: Einführung in die Wirtschaftslehre der Unternehmung, Zürich 1947 Bd. I, σελ. 7.

7. Βλέπε L. Beckmann: Die Betriebswirtschaftliche Finanzierung, Stuttgart 1956, σελ. 13 ἐπ.

β) Ἐκείνας αἰτινες τονίζουν ὅτι ἀποτελεῖ ἀ φ η ρ η μ ἔ ν ο ν σύνολον ἀ ξ ι ῶ ν τ ῆ ς π ε ρ ι ο υ σ ί α ς ὡ ς τ ι ν ο ς μ ᾶ ζ η ς ἀ γ α θ ῶ ν, καὶ τέλος

γ) Ἐκείνας αἰτινες δέχονται ὅτι συνιστᾷ σύνολον ὑ π ο χ ρ ε ὠ σ ε ω ν τ ῆ ς ἐ π ι χ ε ι ρ ῆ σ ε ω ς.

### §§ Διάρθρωσις τοῦ κεφαλαίου καὶ τῆς περιουσίας

3. Κεφάλαιον καὶ περιουσία ἀποτελοῦν δύο ὄψεις τοῦ αὐτοῦ πράγματος. Καὶ τὸ μὲν κεφάλαιον ἀποτελεῖ τὸ σύνολον τῆς εἰς χρῆμα ἐκφραζομένης περιουσίας τῆς ἐπιχειρήσεως, ἡ δὲ περιουσία ἀποτελεῖ τὸ σύνολον τῶν συγκεκριμένων ἀγαθῶν, εἰς ἃ ἔχει ἐπενδυθῆ τὸ κεφάλαιον<sup>1</sup>. Ἡ ἀντιπαράθεσις δὲ περιουσίας καὶ κεφαλαίου<sup>2</sup> ἐμφανίζεται εἰς τὸν ἰσολογισμὸν τῆς ἐπιχειρήσεως, ἔνθα εἰκονίζονται, ἀφ' ἑνὸς μὲν αἱ μορφαὶ ἐπενδύσεως (περιουσία - ἐνεργητικόν), ἀφ' ἑτέρου δὲ αἱ πηγαὶ προελεύσεως (κεφάλαιον - παθητικόν).

Διὰ τῆς λειτουργίας τῆς παραγωγῆς ἢ διὰ τῆς ἐν γένει δράσεως τῆς ἐπιχειρήσεως ἡ μὲν περιουσία μεταβάλλεται καὶ μεταμορφοῦται, τὸ δὲ κεφάλαιον αὐξομειοῦται. Τὸ φαινόμενον τοῦτο καλεῖται κ υ κ λ ο φ ο ρ ί α. Ἡ κυκλοφορία αὕτη ἐκδηλοῦται διὰ μιᾶς συνεχοῦς εἰς ἀξίαν μεταβολῆς τῶν ἐπὶ μέρους μορφῶν περιουσίας, (χρῆμα<sub>1</sub> - πρᾶγμα - χρῆμα<sub>2</sub>, ἔνθα κανονικῶς τὸ  $x_2 > x_1$ ) καὶ ἄλλοτε μὲν εἶναι ταχύτερα, ἄλλοτε δὲ βραδύτερα.

4. Ἡ ταχύτης τῆς κυκλοφορίας<sup>3</sup> αὐξάνει εἰς περιόδους οικονομικῆς ἀνθῆσεως, μειοῦται δὲ εἰς περιόδους κρίσεως. Ἀλλὰ ἡ ταχύτης κυκλοφορίας ἐξαρτᾶται καὶ ἐκ τ ο ῦ κ λ ᾶ δ ο υ εἰς ὃν ἀνήκει ἡ ἐπιχείρησις. Οὕτω εἰς καταστάματα, φέρ' εἰπεῖν, τροφίμων ἢ κυκλοφορία εἶναι ταχύτερα, ἐνῶ εἰς τὰς ναυπηγικὰς ἐπι-

1. Βλέπε ἀναλυτικῶς περὶ τούτων εἰς *Μ. Γεωργιάδης*: Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων (Γενικὸν Μέρος), Ἀθῆναι 1960, σελ. 214.

2. Οἱ Γάλλοι προκειμένου νὰ ἀποδώσουν τὸν ὄρον «περιουσία» χρησιμοποιοῦν, πλὴν τῆς λέξεως «Patrimoine», καὶ τὴν λέξιν «Capitaux» (Fixes - circulants - disponibles). Ὁμοίως οἱ Ἴταλοι ἀποδίδουν τὸν ὄρον «περιουσία» διὰ τῶν λέξεων Patrimonio, Sostanza, χρησιμοποιοῦν ὁμοῦ παραλλήλως καὶ τὴν λέξιν capitali (fissi - circolanti disponibili). Τέλος οἱ Ἕλληνοὶ καὶ Ἀμερικανοί, ἐνῶ συνήθως ἀποδίδουν τὸν ὄρον τῆς περιουσίας διὰ τῆς λέξεως «assets», ἐν τούτοις πολλάκις χρησιμοποιοῦν καὶ τὴν λέξιν capital (working capital) κ. ο. κ. Βλέπε σχετικῶς *Μ. Γεωργιάδης*: ἔνθ' ἄνωτ., σελ. 214.

3. Περὶ ταχύτητος κυκλοφορίας, βλ. *Μ. Γεωργιάδης*: Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων, σελ. 229.

χειρήσεις ή περιστροφή συντελείται ἐντὸς μεγαλύτερου χρονικοῦ διαστήματος.

Ἐπίσης καὶ τὸ μέγεθος τῆς Ἐπιχειρήσεως ἀσκεῖ ἐπίδρασιν ἐπὶ τῆς ταχύτητος τῆς κυκλοφορίας. Πράγματι, μικραὶ ἐπιχειρήσεις μὲ λίαν περιορισμένην εἰς ἀκίνητοποιήσεις (πάγια) παρουσίαν ἔχουν κατὰ κανόνα ταχεῖαν κυκλοφορίαν, ἐνῶ ἀντιθέτως μεγάλαι ἐπιχειρήσεις μὲ ἐκτεταμένας ἐγκαταστάσεις ἐμφανίζουν συνήθως μειωμένον βαθμὸν κυκλοφοριακῆς ταχύτητος.

5. Ἡ ὑπαρξίς ὑψημένης ταχύτητος κυκλοφορίας εἶναι ὅλως ἰδιαιτέρας σημασίας εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις αἰτίνες ἐργάζονται κατὰ προτίμησιν μὲ ξένον κεφάλαιον, καθόσον ἀποκτοῦν τόσον εὐχέρειαν ἐγκαίρου ἐπιστροφῆς τοῦ ὅσον καὶ δυνατότητα συχνότερας χρησιμοποίησός του ἐντὸς τῆς περιόδου καθ' ἣν εὐρίσκεται εἰς τὴν διάθεσίν των.

Ὁ ὑπολογισμὸς τῆς ταχύτητος κυκλοφορίας ἐκφράζεται δι' εἰδικοῦ πρὸς τοῦτο ἀριθμοδείκτου, ὅστις προκύπτει διὰ συγκρίσεως τοῦ ἐπιτυγχανομένου κύκλου ἐργασιῶν πρὸς τὸ χρησιμοποιηθὲν ἐν γένει κεφάλαιον. Ἐπειδὴ δέ, ὡς ἀναπτύσσομεν λεπτομερέστερον κατωτέρω, τὸ κεφάλαιον νοεῖται ἀφ' ἑνὸς μὲν ὡς ἴδιον, ἀφ' ἑτέρου δὲ ὡς ξένον, τοῦ ἀθροίσματος τούτων καλουμένου «συνολικὸν κεφάλαιον», ὀδηγοῦμεθα εἰς τοὺς κάτωθι ἀριθμοδείκτας χρηματοοικονομικοῦ λογισμοῦ:

$$\alpha) \quad \frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}{\text{Ἰδιον κεφάλαιον}} \quad \text{ἔστω} \quad \frac{800.000}{200.000} = 4$$

δηλαδή, τὸ ἴδιον κεφάλαιον ἐντὸς τῶν 300 ἐργασίμων ἡμερῶν τοῦ ἔτους κυκλοφορεῖ τετράκις.

$$\beta) \quad \frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}{\text{Συνολικὸν κεφάλαιον}} \quad \text{ἔστω} \quad \frac{1.800.000}{300.000} = 6$$

δηλαδή, τὸ συνολικὸν κεφάλαιον ἐντὸς τῶν 300 ἐργασίμων ἡμερῶν τοῦ ἔτους κυκλοφορεῖ ἑξάκις.

Οὕτω, ἐὰν ἐπὶ παραδείγματι εἷς τινα ἐπιχείρησιν ἡ ταχύτης κυκλοφορίας, ὑπολογιζομένη βάσει τοῦ ἰδίου κεφαλαίου, τυγχάνει βραδεῖα (ἔστω 4), ὑπολογιζομένη δὲ βάσει τοῦ νέου κύκλου ἐργασιῶν καὶ τοῦ συνολικοῦ (εἰς ὃ περιλαμβάνεται καὶ τὸ ξένον) κεφαλαίου ἐπιταχύνεται (ἔστω 6), τοῦτο σημαίνει ὅτι ἡ πρόσκτησις καὶ

ἢ χρησιμοποίησις τοῦ ξένου κεφαλαίου αὐξάνουν τὴν ταχύτητα κυκλοφορίας καὶ τοῦ ἰδίου κεφαλαίου.

Ὁ δείκτης οὗτος καθοδηγεῖ ἐὰν καὶ κατὰ πόσον εἶναι συμφέρουσα εἰς τὴν ἐπιχειρήσιν ἢ χρησιμοποίησις ξένου κεφαλαίου. Ἐπίσης δεόν νὰ τονισθῇ ὅτι τυγχάνει ἐπισηφιλῆς ὁ ὑπολογισμὸς τῆς ταχύτητος κυκλοφορίας—εἴτε τοῦ ἰδίου εἴτε τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου—βάσει στοιχείων προκυπτόντων ἐκ τοῦ ἰσολογισμοῦ, διότι εἰς τοῦτον ἀπεικονίζεται συνήθως μόνον τὸ ὀνομαστικὸν καὶ οὐχὶ τὸ πραγματικὸν κεφάλαιον, λόγῳ τῆς ὑπάρξεως τῶν ἀφανῶν ἀποθεματικῶν. Τούτου ἕνεκα δεόν νὰ συγκρίνεται ὁ ἐπιτυγχανόμενος ἐκάστοτε κύκλος ἐργασιῶν πρὸς τὸ π ρ α γ μ α τ ι κ ὸ ν συνολικὸν ἢ ἰδιον κεφάλαιον<sup>1</sup>, ἦτοι:

$$\frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}{\text{Πραγματικὸν ἰδιον κεφάλαιον}} \quad \eta \quad \frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}{\text{Πραγματικὸν συνολικὸν κεφάλαιον}}$$

6. Διὰ τὴν περαιτέρω ἀνάλυσιν τῆς ταχύτητος κυκλοφορίας τοῦ ἰδίου ἢ συνολικοῦ κεφαλαίου εἶναι ἀπαραίτητον ὡς παρακολουθήσωμεν τὴν ταχύτητα κυκλοφορίας ἐνὸς ἐκάστου κεχωρισμένου περιουσιακοῦ στοιχείου, δεδομένου ὅτι ὁ β α θ μ ὸ ς π ε ρ ι σ τ ρ ο φ ῆ ς τούτου ἐπιδρᾷ ἐπὶ τῆς γενικῆς κυκλοφοριακῆς ταχύτητος. Γενικῶς τὸ πρόβλημα τῆς ταχύτητος κυκλοφορίας στενῶς συνδέεται μὲ τὸ θέμα τῆς ὀρθολογικῆς ὀργανώσεως τῆς ἐπιχειρήσεως, τόσον εἰς τὸν τομέα τῆς παραγωγῆς ὅσον καὶ εἰς τὸν τομέα τῆς διαθέσεως, εἶναι δὲ οὐσιώδους σημασίας ἰδίᾳ εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις, αἵτινες χρησιμοποιοῦν ηὔξημένον ξένον κεφάλαιον καὶ χορηγοῦν ὑψηλὰς καὶ μακροχρονίους πιστώσεις διὰ τὴν προώθησιν τῶν πωλήσεων τῶν παρ' αὐτῶν παραγομένων προϊόντων.

Ἡ αὕξησις τῆς ταχύτητος κυκλοφορίας ἀποκτᾷ ὅλως ἰδιαιτέραν σημασίαν εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις ἐντάσεως παγίων, διότι τόσον ἡ ταχεῖα ἀπόσβεσις τούτων ἐξασφαλίζεται μόνον δι' ἐντόνου, διαρκοῦς καὶ πλήρους ἀπασχολήσεως, ὅσον καὶ ἡ ἀντιμετώπισις τῶν ἐκ τοῦ δανεισμοῦ ὑποχρεώσεων τῶν δυσχεραίνεται ἐν περιπτώσει μειώσεως τοῦ κύκλου ἐργασιῶν τῶν. Ἐπειδὴ δὲ ἡ πραγματικὴ ζωὴ τῶν παγίων συνήθως διαφέρει τῆς λογιστικῆς τοιαύτης, ἢ ἐπιτάχυνσις τῆς κυκλοφορίας εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις ἐντάσεως παγίας περιουσίας δύναται νὰ ἐπέλθῃ, ἐφ' ὅσον καταστῆ δυνατὴ ἢ πραγματοποιήσις ἀποσβέσεων ὑψηλοτέρων τῶν ἀντιστοιχοῦσιν εἰς τὴν πραγματικὴν φθορὰν τῶν παγίων.<sup>1</sup>

1. Βλέπε *L. Beckmann*, ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 20 ἐπ.

Συνήθως, τὸ Κράτος διὰ τὴν ζωογόνησιν τῶν βιομηχανιῶν, ἰδίᾳ ἐντάσσεως παγίων καὶ τὴν ἐνθάρρυνσιν μιᾶς τοιαύτης πολιτικῆς ἐπιταχύνσεως τῆς κυκλοφορίας των, θεσπίζει ὑψηλοῦς συντελεστὰς φορολογικῶν ἀποσβέσεων<sup>1</sup>.

7. Ἡ διάρθρωσις τόσον τοῦ κεφαλαίου ὅσον καὶ τῆς περιουσίας προκύπτει συνήθως ἐκ τοῦ ἰσολογισμοῦ τῆς ἐπιχειρήσεως, ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν ὅτι καὶ ἡ ἔκτασις τῶν ἀφανῶν ἀποθεματικῶν εἶναι γνωστή. Ὅποσδήποτε, διὰ τῆς συγκριτικῆς μελέτης ἰσολογισμῶν περισσοτέρων ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων καὶ ἀλληλοδιαδόχων χρήσεων δυνάμεθα νὰ καθορίσωμεν, τὸ μὲν τὴν τυπικὴν συγκρότησιν τοῦ κεφαλαίου (δηλαδή τὴν σχέσιν μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου), τὸ δὲ τὴν ὀρθὴν διάρθρωσιν τῆς περιουσίας (ἤτοι τὴν σχέσιν μεταξὺ παγίων καὶ κυκλοφοριακῶν στοιχείων) ἐπιχειρήσεώς τινος ἀνηκούσης εἰς τινὰ κλάδον. Οἱ δεῖκται οὗτοι τῆς τυπικῆς σχέσεως κεφαλαίου καὶ περιουσίας τυγχάνουν ἀπαραίτητοι τόσον διὰ τὰς νεοϊδρυμένους ὅσον καὶ διὰ τὰς ἤδη λειτουργούσας ἐπιχειρήσεις, προκειμένου νὰ καθορίσουν καὶ ἐν συνεχείᾳ νὰ παρακολουθοῦν τὴν ἐνδεδειγμένην ἐκάστοτε σύνθεσιν τούτων. Ἡ σύγκρισις μεταξὺ ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων διὰ τὴν κατάρτισιν τοιοῦτων δεικτῶν τυπικῆς σχέσεως τῶν ἐν γένει περιουσιακῶν στοιχείων λίαν δυσχεραίνεται ὁσάκις ἡ χώρα ἔνθα αὗται λειτουργοῦν στρεφεται νομοθετημένον λογιστικῶν σχεδίων, ἰδιαιτέρως δὲ εἰς ἃς περιπτώσεις αἱ ἐπιχειρήσεις εἶναι ἐντάσσεως παγίων, δεδομένου ὅτι οἱ ἰσολογισμοὶ τούτων, λόγῳ τῶν παρεμβαλλομένων ἐτησίων ἀποσβέσεων—ὧν τὸ μέγεθος σχεδὸν πάντοτε ἀφίσταται τοῦ πραγματικοῦ—ἐμφανίζον ψευδῆ εἰκόνα τῆς διαρθρώσεως τῆς περιουσίας των. Πράγματι, μέχρι τῆς στιγμῆς ἀνανεώσεως τῶν ἐγκαταστάσεών των, προϊόντος τοῦ χρόνου καὶ συνεχείᾳ τῶν ἀποσβέσεων ἡ μὲν ἀξία τῆς κυκλοφοροῦσης περιουσίας των ὑφίσταται συνεχῆ διαστολήν, ἡ δὲ ἀξία τῶν παγίων συνεχῆ συστολήν καὶ σμίκρυνσιν.

1. Ἐν Γαλλίᾳ τὸ καθεστὸς τῶν ἀποσβέσεων ἐτροποποιήθη ἀπὸ 1/1/60. Πρὸ τῆς ἡμερομηνίας ταύτης ἰσχυρὴ ἡ σταθερὰ ἐτησία ἀπόσβεσις. Τοῦ λοιποῦ ὁμοῦ αἱ ἐπιχειρήσεις ἔχουν τὴν ἐν γένει ἀποσβέσεως τοῦ μηχανικοῦ των ἔξοπλισμοῦ δι' ἀποσβέσεως φθινοῦσης (τοῦτ' αὐτὸ ἰσχύει καὶ ἐν Γερμανίᾳ). Διὰ τοῦ τρόπου τούτου ἐπέργεται ἐπιτάχυνσις ἀποσβέσεως, δεδομένου ὅτι κατὰ τὰ πρῶτα ἔτη τὰ ἀποσβεννόμενα ποσὰ εἶναι μεγαλύτερα. Διὰ τὰ παρ' ἡμῖν ἰσχύοντα ἐπὶ τῶν ἀποσβέσεων ὄρα κατωτέρω εἰς τὰ περὶ μὴ γνησίας αὐτοχρηματοδοτήσεως.

8. Τέλος, ὅσον ἀφορᾷ τὴν σχέσιν μεταξὺ διαρθρώσεως κεφαλαίου καὶ περιουσίας βασικῶς ἰσχύει ὁ κανὼν ὅτι τοῦλάχιστον ἡ παγία περιουσία—καὶ τὰ διὰ τὴν ὁμαλὴν λειτουργίαν τῆς ἐπιχειρήσεως ἀναγκαιοῦντα σιδηρὰ ἀποθέματα—δέον νὰ καλύπτονται δι' ἴδιου ἢ μακροπροθέσου ξένου κεφαλαίου, δεδομένου ὅτι ἡ μακροχρόνιος χρηματοδότησις τυγχάνει ἀπληλαγμένη ληξιπροθέσμων ὑποχρεώσεων.

Ἐὰν τὸ ἴδιον κεφάλαιον ὑπολείπεται σημαντικῶς τῆς παγίας περιουσίας μοιραίως θὰ γεννηθοῦν προβλήματα ρευστότητος<sup>1</sup>, ἴδια ὁσάκις ὁ δανεισμὸς εἶναι βραχυπρόθεσμος. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας, καὶ ἂν ἀκόμη ἐπιτευχθῇ παράτασις χρεῶν, νὰ μὲν ἢ ἐπιχειρήσις προσωρινῶς ἀνακουφίζεται ἀπὸ ἀπόψεως ρευστότητος, ἐν τούτοις ὅμως τὰ συνεχῶς ἀνανεούμενα αὐτῆς δάνεια καὶ τὰ ἐκ τούτων βάρη ἀναποφεύκτως θὰ ὀδηγήσουν εἰς χρηματοοικονομικὸν ἀδιέξοδον<sup>2</sup>.

1. Περὶ τοῦ προβλήματος τῆς ρευστότητος τῶν ἐπιχειρήσεων βλέπε: *Μ. Γεωργιάδη*: Τὸ Πρόβλημα τῆς ρευστότητος εἰς τὰς Τραπεζικὰς καὶ Βιομηχανικὰς Ἐπιχειρήσεις, Ἀθήναι, 1950.

2 Βάσει ἐρευνῆς διενεργηθείσης ὑπὸ τοῦ Συνδέσμου Ἑλλήνων Βιομηχάνων κατὰ τὸ ἔτος 1959 ἐπὶ 421 βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων μορφῆς Α.Ε. καὶ Ε.Π.Ε. προέκυψε ὅτι ἡ περιουσιακὴ διάρθρωσις, ὡς καὶ ἡ σχέσις μεταξὺ ἴδιου καὶ ξένου κεφαλαίου τῶν κάτωθι κατὰ κλάδους βιομηχανιῶν (πλὴν ΔΕΗ, ΗΕΑΠ, ΓΛΑΥΚΟΣ καὶ ΠΥΡΚΑΛ) εἰς σχετικὸς ἀριθμοὺς ἔχει ὡς ἀκολούθως:

Ἐπιχειρήσεις	Ἐνεργητικὸν		Παθητικὸν	
	Πάγιον (ἀφαιρ. ἀποβέσεως) τοὶς %	Κυκλοφοροῦν τοὶς %	Ἴδια Κεφάλαια τοὶς %	Ξένα Κεφάλαια τοὶς %
Μηχανολογικαὶ . . . . .	38,0	62,0	18,6	81,4
Οἰκοδομικαὶ . . . . .	57,7	42,3	43,3	56,7
Κλωστοῦφαντουργικαὶ . .	34,0	66,0	29,7	70,3
Διατροφῆς . . . . .	43,3	56,7	45,7	54,3
Χημικαὶ . . . . .	34,8	65,2	28,0	72,0
Δέρματος . . . . .	22,7	77,3	43,1	56,9
Χάρτου· Ἐκτυπώσεως . .	36,4	63,6	27,0	73,0
Ἰματισμοῦ . . . . .	82,1	17,9	—	100,0
Ξύλου . . . . .	35,7	64,3	49,2	50,8
Σιγαρέττων . . . . .	16,5	83,5	15,8	84,2
Παραγωγῆς Ἡλεκτρισμοῦ	22,1	77,9	66,6	33,4
Ἐφαρμογῆς >	18,2	81,8	31,5	68,5
	37,0	63,0	31,7	68,3

Ἐκ τῶν ἀνωτέρω προκύπτει ὅτι εἰς τὰς ἑλληνικὰς βιομηχανίας οὔτε κἂν τὸ πάγιον ἐνεργητικὸν καλύπτεται δι' ἴδιου κεφαλαίου.



✓ Τὸ τυχὸν χάσμα μεταξὺ παγίας περιουσίας καὶ ἰδίου κεφαλαίου δύναται νὰ γεφυρωθῆ μόνον διὰ μακροπροθέσμων τραπεζικῶν πιστώσεων, δι' υποθηκικῶν ἢ ὁμολογιακῶν δανείων καὶ τοῦτο ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν ὅτι αἱ συνθήκαι τοῦ ἀνταγωνισμοῦ ἐπιτρέπουν ὅπως αἱ σχετικαὶ δαπάναι δανεισμοῦ εἰσπραχθῶν διὰ τῶν τιμῶν πωλήσεως τῶν προϊόντων.

Τὸ ἀνωτέρω ἀνοιγμα μεταξὺ διαρθρώσεως περιουσίας καὶ κεφαλαίου συναντᾶται ἐνίοτε καὶ εἰς νεοῖδρουμένας ἐπιχειρήσεις, αἵτινες ὅμως ὀλίγον κατ' ὀλίγον διὰ τῆς κεφαλαιοποιήσεως τῶν κερδῶν τῶν (αὐτοξηματοδοτήσεως) δέον νὰ μειώσουν τὸ κατὰ τὴν ἔναρξιν τῶν ἐργασιῶν τῶν χρησιμοποιηθῆν δυσαναλόγως ὑπέρμετρον, ἐν σχέσει πρὸς τὸ ἴδιον, ξένον κεφάλαιον. ✓

9. Βεβαίως, ὑπάρχει καὶ ἡ περίπτωση καθ' ἣν τὸ ἴδιον κεφάλαιον ὑπερβαίνει κατὰ πολὺ τὴν παγίαν περιουσίαν καὶ τὰ πρὸς ταύτην ἕξομοιούμενα «σιδηρὰ ἀποθέματα». Ἐν προκειμένῳ ναὶ μὲν ἡ ἐπιχειρήσις ἐξ ἑσφαλίζεταὶ ἀπὸ ἀπόψεως ρευστότητος, ἐν τούτοις μία τοιαύτη σχέση τότε μόνον δύναται οικονομικῶς νὰ δικαιολογηθῆ, ὅταν αἱ ἐπιχειρήσεις παρουσιάζουν συνεχῆ ἀπασχόλησιν. Ἐάν, ἀντιθέτως, τὰ ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως παραγόμενα προϊόντα εἶναι ἐντόνου ἐποχικοῦ χαρακτῆρος, τότε μέρος τοῦ ἰδίου αὐτῶν κεφαλαίου ἐλευθεροῦται (διὰ τῶν ἀποσβέσεων) καὶ παραμένει ἀδρανὲς κατὰ τὴν διάρκειαν τῆς νεκρᾶς ἐποχῆς. Τὸ γεγονός τοῦτο ἀσφαλῶς μειώνει τὸν βαθμὸν ἀποδοτικότητος τῆς ἐπιχειρήσεως, δι' ὃ καὶ εἰς τὰς περιπτώσεις ἐποχικῶν ἐπιχειρήσεων περισσότερον ἐνδείκνυται ἡ προσφυγὴ εἰς ὑψηλὰς, βραχυπροθέσμους πιστώσεις, παρὰ ἡ μόνιμος χρησιμοποίησις ἠϋξημένου ἰδίου κεφαλαίου.

10. Τέλος, θὰ πρέπει νὰ τονίσωμεν ὅτι ἡ διάρθρωσις τοῦ κεφαλαίου καὶ ἐν μέρει τῆς περιουσίας ἐξαρτῶνται ἐκ τῆς γενικῆς καταστάσεως τῆς ἀγορᾶς «χρήματος καὶ κεφαλαίου»<sup>1</sup>, ἐκ τοῦ ὕψους τοῦ ἰδρυτικοῦ κεφαλαίου καὶ ἐκ τοῦ ἐὰν τὸ μέγεθος τῆς ἐπιχειρήσεως θεωρῆται ὀριστικὸν ἢ προβλέπεται βαθμιαία ἐπέκτασις τῶν εἰς πάγια ἐπενδύσεών της.

Οὕτω, ἐνῶ δύναται, φέρ' εἰπεῖν, τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον Α.Ε. νὰ ἔχη ὀρισθῆ εἰς 10 ἐκ. δραχ., καταβάλλεται ἀμέσως μόνον τὸ 25%, τὸ δὲ ὑπόλοιπον τούτου εἰσφέρεται βαθμιαίως κατὰ τὴν διάρκειαν τῶν ἐπομένων χρήσεων ἀναλόγως τῆς ἐξελίξεως τῶν

1. Περὶ τῆς ἀγορᾶς «Χρήματος καὶ Κεφαλαίου» βλ. κατωτέρω.

πωλήσεων ἢ τῆς προόδου τῶν εἰς ἐγκαταστάσεις ἐπεκτάσεων. Ὁ προσεκτικὸς οὗτος τρόπος διαθέσεως καὶ τῆς ἰδίας ἀκόμη χρηματοδοτήσεως, ἐπιβαλλόμενος πολλάκις καὶ ἐκ τῶν συνθηκῶν ἀγορᾶς, ἐνδείκνυται εἰς ἄς περιπτώσεις τυγχάνει δυσχερῆς ἢ ἐξακριβωσις τοῦ βαθμοῦ ἀπορροφητικότητος ταύτης. √

§§ Κυριώτεροι διακρίσεις τοῦ κεφαλαίου

11. Ἀναλόγως τῆς πηγῆς προελεύσεώς του, τὸ κεφάλαιον διακρίνεται εἰς: ἴδιον (ἰδία χρηματοδότησις), ξένον (ξένη χρηματοδότησις) καὶ αὐτογενές (αὐτοχρηματοδότησις), ἤτοι τὸ δημιουργούμενον ἐκ τῆς κεφαλαιοποιήσεως τῶν ἀδιανεμήτων κερδῶν.

Τὸ ἴδιον κεφάλαιον τίθεται εἰς τὴν διάθεσιν τῆς ἐπιχειρήσεως κατὰ κανόνα<sup>1</sup> δι' ἀπεριόριστον χρονικὸν διάστημα, οὐδεμίαν δὲ ἀπαιτεῖ φροντίδα διατηρήσεως βαθμοῦ τινος ρευστότητος. Εἶναι ἐκεῖνο τὸ ὁποῖον κατὰ πρῶτον λόγον φέρει τὸν κίνδυνον τῆς ζημίας, ἐνεκα δὲ τούτου πρὸς ἰδίαν αὐτοῦ κατοχύρωσιν ἐνισχύεται εἴτε διὰ τῶν ἐκ τοῦ νόμου προβλεπομένων, εἴτε διὰ τῶν προαιρετικῶς συγκροτουμένων ἀποθεματικῶν (αὐτογενῆς κεφάλαιον-αὐτοχρηματοδότησις). Ἐν καὶ τὸ ἴδιον κεφάλαιον δὲν συνεπάγεται σταθερὰς καὶ ὑποχρεωτικὰς ἐπιβαρύνσεις, ἐν τούτοις εἰς τὴν πραγματικότητά εἶναι τὸ ἀκριβώτερον χρησιμοποιοούμενον ἐν τῇ ἐπιχειρήσει λόγῳ τῆς παρεμβαλλομένης καὶ δι' προοδευτικῆς φορολογίας τῶν καθαρῶν κερδῶν<sup>2</sup>.

Τὸ ξένον κεφάλαιον προέρχεται ἐκ τοῦ πάσης φύσεως δανεισμοῦ, συμπληροῦ τὸ ἴδιον κεφάλαιον, συνεπάγεται ὁμῶς βάρη καὶ ὑποχρεώσεις ἐπιστροφῆς<sup>3</sup>.

1. Ἐνίοτε συναντῶμεν καὶ μεσοπρόθεσμον ἴδιον κεφάλαιον ὑπὸ τὴν μορφήν προσωρινῶν συμμετοχῶν ἢ εἰσφορὰν ἰδίου κεφαλαίου ἐπὶ τῷ σκοπῷ χρηματικῆς ἐξυγιάνσεως, συνδεομένης μὲ μεταρροπήν τῆς νομικῆς μορφῆς τῆς ἐπιχειρήσεως.

2. Πράγματι, ἐνῶς οἱ τόκοι τοῦ ξένου κεφαλαίου ἐκπίπτουν ἐκ τῶν ἀκαθαρίστων κερδῶν, οἱ τόκοι τοῦ ἰδίου κεφαλαίου οὐ μόνον δὲν ἀναγνωρίζονται φορολογικῶς, ἀλλὰ καὶ τὸ τυχόν ἐπιτυγχανόμενον ἀποτέλεσμα φορολογεῖται ἀναλόγως τοῦ μεγέθους του βάσει κλίμακος. Οὕτω διὰ τὴν κατάστασιν, φέρ' εἰπεῖν, δυνατὴ ἡ χορήγησις μερίσματος 8% πρὸς τὴν ἐπιχείρησιν—ἂν ὁ συντελεστὴς εἶναι 50%—τὴν ἐπιτύχη πρὸς φορολογίαν καθαρὸν κέρδος 16%, χωρὶς τὴν ὑπολογισθῆ καὶ ὁ φόρος ἐπὶ τῶν εἰσπρατιομένων μερισμάτων.

3. Ὅρισται περιπτώσεις μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου—ἀπὸ ἰδιωτικοοικονομικῆς ἀπόψεως—εἶναι αἱ μακροπρόθεσμοι πιστώσεις, αἵτινες παρέχουν τὸ δικαίωμα

Βάσει κατατάξεως προτεινομένης ὑπὸ ἐτέρων συγγραφέων<sup>1</sup> τὰ ἐν γένει χρησιμοποιούμενα κεφάλαια δύνανται νὰ προκύπτουν :

α) *Ἐἴτε ἐξ ἐσωτερικῆς χρηματοδοτήσεως*, περιλαμβανούσης τὸ εἰς τὰς ἀτομικὰς ἐπιχειρήσεις κατατεθὲν ὑπὸ τοῦ ἐπιχειρηματίου κεφάλαιον ὡς καὶ τὴν αὐτοχρηματοδότησιν.

β) *Ἐἴτε ἐξ ἐξωτερικῆς χρηματοδοτήσεως*, περιλαμβανούσης τὸ εἰς τὰς ἀνωνύμους ἐταιρείας σχηματιζόμενον ἐξ εἰσφορῶν τῶν μετόχων, μετοχικὸν κεφάλαιον, ὡς καὶ τὸ σύνολον τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως.

§ 12. Ἀναλόγως τοῦ χρόνου παραμονῆς του εἰς τὴν ἐπιχείρησιν τὸ κεφάλαιον διακρίνεται :

α) Εἰς μακροπρόθεσμον, ὅπερ περιλαμβάνει :  
 – τὸ ἴδιον κεφάλαιον  
 – τὸ μακροπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον (ὁμολογία, ὑποθηκικὰ δάνεια κλπ.).

β) Εἰς βραχυπρόθεσμον, ὅπερ περιλαμβάνει :  
 – τὰς ἐν γένει πιστώσεις τῶν προμηθευτῶν καὶ -  
 – τὰς ἐν γένει πιστώσεις τῆς ἀγορᾶς χρημάτων.

§ 13. Τὸ μακροπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον προέρχεται ἐκ τῆς ἀγορᾶς κεφαλαίων καὶ χαρακτηρίζεται :

• Ἐκ τῆς μεγαλυτέρας χρονικῆς διάρκειας παραμονῆς του εἰς τὴν ἐπιχείρησιν ἐξαρτωμένης τόσο ἐκ τῆς διαθέσεως τοῦ ὀφειλέτου ὅσον καὶ ἐκ τῆς προβλεπομένης χρησιμοποίησός του.

• Ἐκ τῆς βραδείας ἀπελευθερώσεώς του ἐκ τῆς περιουσιακῆς κυκλοφορίας τῆς ὀφειλέτιδος ἐπιχειρήσεως, δεδομένου ὅτι αὐτὴ πραγματοποιεῖται καθ' ὃ μέτρον τμήματα τῆς παγίας περιουσίας ὑπὸ μορφήν ἀποσβέσεων ὑπείσρχονται εἰς τὴν ἀξίαν τοῦ ἐτοίμου προϊόντος καὶ ἐπανεισρέουσι εἰς τὴν ἐπιχείρησιν ὡς ἔσοδον ἐκ τῆς πωλήσεως τούτου.

• Ἐκ τοῦ ἀνατινυσομένου μοιμηωτέρου καὶ στενωτέρου συνδέσμου μεταξὺ ὀφειλέτου καὶ πιστωτοῦ. Πράγματι αἱ ἐκ τῆς « ἀγο-

ἀνεμποδίστου χρονικῆς ἐπενδύσεως, ἢ μέρος τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου (προνομιούχοι μετοχαί), εἰς τὸ ὁποῖον ἐξασφαλίζεται τόκος χορηγούμενος εἰς τὸ τέλος τῆς χρήσεως ἔστω καὶ ἐν ἐλλείψει κερδῶν.

1. Βλέπε Κ. Mellerowicz : Betriebswirtschaftslehre der Industrie, Freiburg 1957, σελ. 53 ἐπ.

ρᾶς κεφαλαίου » λαμβανόμενοι μακροπρόθεσμοι πιστώσεις δυσχερῶς μεταβιβάζονται καὶ ἀποτελοῦν, οἷονεὶ συμμετοχὴν εἰς τὸ κεφάλαιον τῆς δανειζομένης, ὑπὸ μορφήν πιστώσεων.

Ἐκ τῶν χαρακτηριστικῶν τούτων γνωρισμάτων τῶν πιστώσεων τῆς ἀγορᾶς κεφαλαίου καθίσταται ἐκδηλὸς καὶ ἡ ἀποστολὴ τούτων, ἣτις συνίσταται εἰς τὴν χρηματοδότησιν τοῦ ἐξοπλισμοῦ τῆς παραγωγῆς καὶ τῶν παγίων μακρᾶς ζωῆς, ἐν ἀντιθέσει πρὸς τὰς βραχυπρόθεσμοις πιστώσεις τῆς « ἀγορᾶς χρήματος », αἵτινες προορίζονται νὰ καλύψουν τὰς ἀνάγκας τοῦ ἐμπορίου καὶ τῆς ἐν γένει εὐρύθμου κυκλοφορίας<sup>1</sup>. Οὕτω ἀπὸ ἀπόψεως χρησιμοποίησεώς του δύναται νὰ λεχθῆ ὅτι τὸ μακροπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον ἐξομοιοῦται πρὸς τὸ ἴδιον κεφάλαιον.

14. Τὸ βραχυπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον ἤδη ἐξετέθη ἀποτελεῖται :

- Ἐκ τῶν πιστώσεων τῶν προμηθευτῶν.
- Ἐκ τῶν πιστώσεων τῆς ἀγορᾶς τοῦ χρήματος.

Αἱ πιστώσεις τῶν προμηθευτῶν, ἂν καὶ ἐκ πρώτης ὄψεως φαίνεται ὅτι εἶναι ἄτοκοι, ἐν τούτοις ἐν τῇ πραγματικότητι περιλαμβάνουν τόκον, ὅστις περιέχεται ἐντὸς τῆς τιμῆς ἀγορᾶς. Διὰ τὰ ἐξωθῆται δὲ ὁ ἀγοραστὴς πρὸς ἄμεσον πληρωμὴν, ὁ προμηθευτὴς συνήθως χορηγεῖ εἰς αὐτὸν σχετικὴν ἔκπτωσιν ἐπὶ καταβολῇ τοῖς μετρητοῖς.

Αἱ πιστώσεις τῆς ἀγορᾶς χρήματος χαρακτηρίζονται :

- Ἐκ τοῦ βραχυπρόθεσμου τῆς διαρκείας των.
- Ἐκ τῆς χορηγήσεώς των δι' ἐκτέλεσιν ὀρισμένου σκοποῦ (ἤτοι ὀρισμένης ἀγορᾶς ἢ ὀρισμένης περιουσιακῆς πράξεως ἢ ὀρισμένης παραγωγῆς), μετὰ τὴν πραγματοποίησιν τοῦ ὁποίου καὶ ἐπιστρέφονται καὶ
- Ἐκ τῆς χαλαρᾶς σχέσεως μεταξὺ πιστωτοῦ καὶ ὀφειλέτου. Ἐνταῦθα ὁ δανειστὴς ἀρκεῖται μόνον εἰς τὴν ἀπόληψιν τοῦ τόκου, ἀδιαφορῶν διὰ τὴν ἐξέλιξιν τῶν κερδῶν τῆς ἐπιχειρήσεως.

15. Ἀπὸ ἀπόψεως χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων αἱ ἀνωτέρω διακρίσεις εἶναι οὐσιώδους σημασίας, καθ' ὅσον οὐ μόνον ἀφοροῦν τὴν ρευστότητα τῆς ἐπιχειρήσεως—δεδομένου ὅτι

1. Βλέπε Hoffmann : Wirtschaftslehre, Leipzig, σελ. 4:0 ἐπ. Gerstenberg : Financial Organisation and Management, σελ. 168 ἐπ. Couchman Ch : The balance-sheet, σελ. 15 ἐπ. Fischer G. : Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, σελ. 221 ἐπ. P. Andrews : Manufacturing Business, σελ. 236 ἐπ.

αί βραχυπρόθεσμοι πιστώσεις άπαιτοῦν άνάλογον ρευστόν ή ταχέως ρευστοποιήσιμον ένεργητικόν—άλλά και τήν άποδοτικότητά ταύτης, καθ' όσον ή διάφορος χρονική δέσμευσις των συνεπάγεται διάφορον παραγωγικήν έπένδυσιν και διάφορον έπιβάρυνσιν.

16. Άναλόγως τής χρησιμοποιήσεώς του έν τή έπιχειρήσει. ✓  
 ✓ Τμήμα του συνολικού κεφαλαίου τής έπιχειρήσεως χρησιμοποιείται κατά τρόπον μονιμώτερον έπενδύμενον εις στοιχεία του παγίου ένεργητικού, ή του κυκλοφορούντος μέν τοιούτου, όπερ όμως, λόγω ειδικού λειτουργικού προορισμού, άκίνητοποιείται έν τή έπιχειρήσει (σιδηρά άποθέματα) και χαρακτηρίζεται ως « διαρκές κεφάλαιον » (capital permanent), έτερον δέ τμήμα του συνολικού κεφαλαίου προορίζεται διά τήν κάλυψιν των εις κυκλοφορούντα στοιχεία τρεχουσών άναγκών τής έπιχειρήσεως, έπικρατήσαν δέ έν τή πράξει με τήν όνομασίαν « κεφάλαιον κινήσεως » (Fonds de Roulement).

↓ Και τά μέν διαρκή κεφάλαια δέον να έξευρίσκονται διά μακροπρόθεσμου χρηματοδοτήσεως, ιδίας ή ξένης, τά δέ κεφάλαια κινήσεως, άν και ταύτα βασικώς δέον να στηρίζονται εις κεφάλαιον μακράς διαρκείας, έν τούτοις δύνανται να συμπληροῦνται και εκ βραχυπρόθεσμου χρηματοδοτήσεως<sup>1</sup>.

↓ Το κεφάλαιον κινήσεως άποτελεϊ έν άλλοις λόγοις τó χρηματικόν εκείνο μέγεθος όπερ έπενδύεται εις κυκλοφορούσας άξίας άπαραιτήτους διά τήν εύρυθμον λειτουργίαν τής έπιχειρήσεως, άποβλέπει δέ εις τήν πλήρη άξιοποίησιν του διά του διαρκούς κεφαλαίου έξευρεθέντος παγίου ένεργητικού, προς πραγματοποίησιν τής άνωτάτης δυνατής άποδοτικότητας.

Τό μέγεθος του εις τήν έπιχείρησιν άνήκοντος κεφαλαίου κινήσεως άρα έξευρίσκειται εάν εκ τής άξίας του κυκλοφορούντος ένεργητικού αφαιρέσωμεν τó ποσόν των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ταύτης, ειδικώτερον δέ εάν εκ των διαθεσίμων και πραγματοποιησίμων στοιχείων του ένεργητικού εκπεσθοῦν αί βραχύχρονοι ύποχρεώσεις. Ός θετικά όθεν συστατικά στοιχεία του κεφαλαίου κινήσεως θεωροῦνται :

Τά πάσης φύσεως άποθίματα (έμπορευμάτων, πρώτων

1. Έπεκράτησε να θεωρηται όρθή σχέση κατά τήν συγκρότησιν του κεφαλαίου κινήσεως ή άναλογία  $\frac{2}{3}$  ίδιον κεφάλαιον και  $\frac{1}{3}$  ξένον βραχυπρόθεσμον. Βλέπε "Έκθεσιν Πεπραγμένων Συνεδρίου τής Compagnie Nationale des experts comptables (Lyon 1957).

ύλῶν, ἀναλωσίμων ύλῶν, ύπολειμμάτων, ήμικατεργασμένων, έτοιμῶν προϊόντων, συσκευασιῶν κλπ.), αἱ ἀπαιτήσεις κατὰ πελατῶν, δημοσίου καὶ έτέρων ὀφειλετῶν, τὰ γραμμάτια εἰσπρακτέα, τὸ ταμείον, αἱ έπιταγαὶ καὶ αἱ παρὰ τραπέζας καταθέσεις ὄψεως. Ὡς ἀρνητικὰ δέ: αἱ ὑποχρεώσεις πρὸς προμηθευτὰς, Δημόσιον, εταίρους, προσωπικόν, ἐν γένει τρίτους, ὡς καὶ τὰ γραμμάτια πληρωτέα.

Τὸ κεφάλαιον κινήσεως, ὡς ἀποτελοῦν κύριον ὄργανον πραγματοποιήσεως τῆς ἀποδοτικότητας, ἀλλὰ καὶ μέσον έγκαίρου ἀντιμετωπίσεως τῶν ἀπαιτητῶν χρεῶν τῆς έπιχειρήσεως, χηρῖζει ιδιαίτερας έρεύνης ὅσον ἀφορᾷ τὸ ὀρθολογικόν τούτου μέγεθος καὶ τὴν ἀρμονικὴν σύνθεσιν ἀπὸ ἀπόψεως πηγῆς συγκροτήσεώς του, ὡς καὶ ἀπὸ ἀπόψεως καθορισμοῦ τῶν παραγόντων, οἵτινες διαταράσσουν έκάστοτε τὴν ἰσορροπίαν αὐτοῦ πρὸς τὰ διαρκῆ κεφάλαια<sup>1</sup>.

Ἐσωτερικὰ ὡς πρὸς τὸ κεφάλαιον κινήσεως προσδιορίζοντα τὸ μέγεθος τούτου χαρακτηριστικὰ στοιχεῖα εἶναι: θετικῶς μὲν τὰ ἀποθέματα, αἱ πραγματοποιήσιμοι ἀξίαι καὶ τὰ διαθέσιμα, ἀρνητικῶς δὲ αἱ βραχυπρόθεσμοι ὑποχρεώσεις. Ἐξωτερικὰ ἐξ ἄλλου ὡς πρὸς τὸ κεφάλαιον κινήσεως στοιχεῖα,

1. Φυσικόν εἶναι ὅτι τὸ μέγεθος τοῦ ἀναγκαίου ἑκάστοτε κεφαλαίου κινήσεως ἐξαρτᾶται ἐκ τῶν στοιχείων τοῦ ένεργητικοῦ εἰς ἃ προορίζεται νὰ ἐπενδυθῆ, Λεδομένου δὲ ὅτι τὸ ἀπαρήτητον κεφάλαιον κινήσεως τὸ ἐπενδυόμενον εἰς ἕκαστον στοιχεῖον τοῦ ένεργητικοῦ ὑφίσταται τὴν επίδρασιν διαφόρων παραγόντων, εὐλογον εἶναι ὅτι διὰ τὸν καθορισμὸν τοῦ συνολικοῦ ἀναγκαίου κεφαλαίου κινήσεως θὰ ἔδει προηγουμένως νὰ μελετηθοῦν: ἡ συνεπεία τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς ἰδιομορφία καὶ εὐαισθησία τῶν ἐπὶ μέρος στοιχείων εἰς ἃ προορίζεται νὰ ἐπενδυθῆ τοῦτο, ἐν συνεχείᾳ δὲ νὰ ἀθροισθοῦν αἱ συνολικαὶ κυκλοφοριακαὶ ἀνάγκαι. Οὕτω θὰ πρέπει κατ' ἀρχὴν νὰ ὑπολογισθῆ τὸ διὰ πρώτας, βοηθητικὰς καὶ δυναμικὰς ὕλας κεφάλαιον κινήσεως, ὅπερ ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς ἀξίας τούτων, ἐκ τοῦ ἀπαιτουμένου χρόνου προμηθείας καὶ μεταφορᾶς τούτων, ἐκ τῆς ἀναλίσκομένης ἑκάστοτε ποσότητος ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὴν τυχόν ἐποχικότητα ἀγορῶν καὶ διαθέσεως, ἐκ τοῦ οἰκονομικωτέρου φορτίου προμηθείας, ἐκ τοῦ οἰκονομικωτέρου ἀποθέματος πρώτων ὕλῶν κ.τ.τ. Ἡ αὐτὴ έρευνα δέον νὰ διεξάγεται ἀντιστοίχως καὶ ὡς πρὸς τὰ ήμικατεργασμένα καὶ έτοιμα προϊόντα, τὰς χορηγουμένας πιστώσεις κ.ο.κ.

Εἰς τὴν ἐπίλυσιν παρομοίων συνθέτων προβλημάτων ἐπὶ σκοπῷ μεγιστοποιήσεως τῶν κερδῶν καὶ ελαχιστοποιήσεως τῶν ἀντιστοίχων θυσιῶν οὐσιασδῶς συμβάλλει ἡ τεχνικὴ τοῦ γραμμικοῦ προγραμματισμοῦ, ἣτις σήμερον ἐφαρμοζέται εὐρύτατα εἰς τὰς έπιχειρήσεις.

Ἐπὶ τῆς τεχνικῆς τοῦ γραμμικοῦ προγραμματισμοῦ παραπέμπομεν ιδιαίτερώς εἰς τὴν ἀξιόλογον μελέτην τοῦ καθηγητοῦ Π. Στερειώτη: «Ὁ Γραμμικὸς Προγραμματισμὸς», Ἀθήναι 1960.

πρὸς ἃ ὅμως δέον νὰ συγκρίνεται τοῦτο, εἶναι ἀφ' ἑνὸς μὲν τὰ ἐν γένει πάγια καὶ αἱ πάσης φύσεως ἀκίνητοποιήσεις, ἀφ' ἑτέρου δὲ τὰ διαρκῆ ἢ ἄλλως μόνιμα κεφάλαια. ✓

Τέλος, τονίζεται ὅτι ἡ σύγκρισις τοῦ κεφαλαίου κινήσεως δὲν ἀπευθύνεται ἀποκλειστικῶς πρὸς τὰ ἀνωτέρω ἐξωτερικὰ στοιχεῖα (πάγια στοιχεῖα - κεφάλαιον), ἀλλ' ἐπεκτείνεται καὶ πρὸς τὰ κοινὰ ὠρισμένων λογαριασμῶν οἵτινες ἐν τῇ λογιστικῇ φέρονται ὑπὸ τὴν ὀνομασίαν λογαριασμοὶ διαχειρίσεως (π.χ. πωλήσεις κλπ.)<sup>1</sup>.

1. Διὰ τῆς συγκρίσεως τοῦ κεφαλαίου κινήσεως πρὸς μεμονωμένους ἢ καὶ κατηγορίας λογαριασμῶν τοῦ ἐνεργητικοῦ ἢ παθητικοῦ ἐξάγονται διάφοροι δείκται χρήσιμοι διὰ τὸν χρηματοοικονομικὸν λογισμὸν. Οὗτοι ἢ συγκρίσις μεταξὺ ἀποθεμάτων καὶ κεφαλαίου κινήσεως διενεργεῖται διὰ τῆς σχέσεως :

$$\frac{\text{Ἀποθέματα}}{\text{Κεφάλαιον Κινήσεως}}$$

ἣτις δεικνύει τὴν ἀναλογίαν δεσμεύσεως τοῦ κεφαλαίου κινήσεως εἰς ἀποθέματα. Ἐπίσης ὁ βαθμὸς ἐσωτερικῆς ρευστότητος τοῦ κεφαλαίου κινήσεως ἐκφράζεται διὰ τῶν ἀκολουθῶν δεικτῶν :

$$\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Κεφάλαιον κινήσεως}} \quad \eta \quad \frac{\text{Πραγματοποίησιμα} + \text{Διαθέσιμα}}{\text{Κεφάλαιον κινήσεως}}$$

Ὁμοίως ἡ κυκλοφορία τοῦ κεφαλαίου κινήσεως προσδιορίζεται διὰ τῆς συγκρίσεως τοῦ κατὰ τὴν διάρκειαν τῆς χρήσεως ποσοῦ τῶν πωλήσεων, πρὸς τὸν μέσον ὄρον μεταξὺ τοῦ ὑπολοίπου τοῦ κεφαλαίου κινήσεως κατὰ τὴν ἀρχὴν καὶ τὸ τέλος τῆς χρήσεως. \*Ἦτοι :

$$\frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος ὄρος κεφαλαίου κινήσεως}}$$

(κατὰ τὴν ἀρχὴν καὶ τὸ τέλος τῆς χρήσεως).

Τέλος, δύνανται νὰ διατυπωθῶν καὶ ἕτεροι σχέσεις, ὡς, φέρ' εἰπεῖν μεταξὺ :

$$\frac{\text{Βραχυπροθέσμων ὀφειλῶν}}{\text{Κεφαλαίου κινήσεως}} \quad \eta : \quad \frac{\text{Κεφάλαιον κινήσεως}}{\text{Ἀκίνητοι κτήνιοι κεφαλαίου}} \quad \kappa.ο.κ.$$

17. Πρὸς κατανόησιν τοῦ τρόπου ἔξευρέσεως τοῦ κεφαλαίου κινήσεως παραθέτομεν τὸν κατωτέρω ἰσολογισμόν ἐπιχειρήσεως Α (εἰς χιλιάδας δραχ.).

## ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΝ

**Πάγιον**

Ἐκινήσεις ἐν γένει	55.000	
— Ἀποσβέσεις	<u>15.000</u>	40.000

**Κυκλοφοροῦν**

Ἀποθέματα καὶ ὑπὸ κατεργασίαν	13.500	
-------------------------------	--------	--

**Ἄξια πραγματοποιήσιμοι**

Πελάται καὶ Γραμμάτια Εἰσπρακτέα	16.000	
Διάφοροι χρεῶσαι	3.500	
Κινητὰ ἄξια	2.000	

**Ἄξια διαθέσιμοι**

Ταμῆον	8.000	
Καταθέσεις ὄψεως παρὰ Τραπεζίαις	<u>7.000</u>	50.000
Ἀποτελέσματα χρήσεως		<u>3.500</u>
		<u><u>93.500</u></u>

## ΠΑΘΗΤΙΚΟΝ

**Ἴδιον Κεφάλαιον**

Μετοχικὸν	30.000	
Ἀποθεματικὰ	<u>20.000</u>	50.000

**Ξένον Κεφάλαιον**

<i>Μακροπρόθεσμον</i>		30.000
<i>Βραχυπρόθεσμον</i>		

Προμηθευτὰ καὶ Γραμμ. Πληρωτέα	7.500	
Προκαταβολὰὶ πελατῶν	1.500	
Διάφοροι πιστωτὰὶ	3.500	
Προβλέψεις διάφοροι	<u>1.000</u>	13.500
		<u><u>93.500</u></u>



Τὸ κεφάλαιον κινήσεως τῆς ἀνωτέρω ἐπιχειρήσεως θὰ ἐξευρεθῆ ἐὰν ἀπὸ τὸ κυκλοφοροῦν ἐνεργητικὸν ἀφαιρεθῆ τὸ κυκλοφοροῦν παθητικόν, ἦτοι :

<b>Κυκλοφοροῦν Ἐνεργητικὸν</b>	
Ἐποθέματα καὶ ὑπὸ κατεργασίαν	13.500.000
Ἄξια πραγματοποιήσιμοι	21.500.000
Ἄξια διαθέσιμοι	45.000.000
<b>Κυκλοφοροῦν Παθητικὸν</b>	
Βραχυπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον	12.500.000
Προβλέψεις διάφοροι	1.000.000
	<hr/>
	50.000.000
	<hr/>
<b>Θετικὸν Κεφάλαιον Κινήσεως</b>	<b>36.500.000</b>

### § 3. Ἀναγκαῖον μέγεθος κεφαλαίου

1. Ἡ εἰς κεφάλαιον ἀνάγκη τῆς ἐπιχειρήσεως ὑπολογίζεται βάσει σχεδίου χρηματοδοτήσεως<sup>1</sup>, ὅπερ, κατ' ἀρχὴν, συντάσσεται πρὸ τῆς ἰδρύσεως τῆς ἐπιχειρήσεως. Εἰς τὸ σχέδιον τοῦτο περιλαμβάνονται αἱ εἰς κεφάλαιον ἀνάγκαι ταύτης δι' ἐπενδύσεις τόσον εἰς πάγια ὅσον καὶ εἰς κυκλοφοριακὰ στοιχεῖα. Καὶ ἐνῶ αἱ ἀνάγκαι κεφαλαίου διὰ πάγια δύνανται νὰ ὑπολογισθῶν σχετικῶς εὐχερῶς, αἱ ἀνάγκαι κεφαλαίου διὰ κυκλοφοριακὰ προσδιορίζονται δυσχερέστερον.

Πράγματι, δυνάμεθα δι' ὑπολογισμοῦ τῆς πιθανῆς ζωῆς τῶν καθ' ἕκαστα παγίων νὰ καθορίσωμεν κατὰ προσέγγισιν τὸ μέγεθος καὶ τὴν διάρκειαν τῆς δεσμεύσεως τοῦ κεφαλαίου καὶ μέσῳ ταύτης τὰς ἐνδεχομένας ὑποχρεώσεις ἐπιστροφῆς του. Ἀντιθέτως, τὰς εἰς κεφάλαιον ἀνάγκας διὰ κυκλοφοριακὰ στοιχεῖα μόνον κατὰ προσέγγισιν δυνάμεθα νὰ προβλέσωμεν, κατ' ὅσον ἀστάθμητοι ἐξωγενεῖς παράγοντες ἀνατρέπουν συνήθως κάθε βάσιν ὑπολογισμοῦ.

Οὕτω, ἡ ἐξέλιξις τῶν τιμῶν, τῶν ἐσόδων, τῆς διαρκείας κυκλοφορίας, ἡ ἀλλαγὴ τοῦ βαθμοῦ ἀπασχολήσεως τῆς ἐκμεταλλεύσεως, ἡ τῶν πηγῶν καὶ προθεσμιῶν δανεισμοῦ, ἀποτελοῦν μεγέθη μεταβλητὰ τοῦ σχεδίου τῆς βραχυπρόθεσμου ἰδίως χρηματοδοτήσεως. Εὐνόητον ὡς ἐκ τούτου τυγχάνει ὅτι αἱ βάσει μακρο-

1. Περί τούτου βλέπε κατωτέρω.

χρονίων συμβάσεων εργαζόμενοι επιχειρήσεις ευχερέστερον δύναται νὰ προβοῦν εἰς τὸν λογισμὸν τῶν εἰς κεφάλαια ἀναγκῶν των, ἐνῶ αἱ παράγουσαι δι' ἄγνωστον καταναλωτικὸν κοινὸν τυγχάνουν λίαν εὐπαθεῖς εἰς τὰς ἐπιδράσεις ἐκ τῆς ἀνελίξεως τῆς οικονομικῆς συγκυρίας.

2. Διὰ τοῦ κατωτέρω παραδείγματος<sup>1</sup> ἀδρομερῶς τίθεται τὸ πρόβλημα τοῦ λογισμοῦ τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου, δεδομένου ὅτι διὰ τὴν ἐξεύρεσιν καὶ τὸν ὑπολογισμὸν ἐνὸς ἐκάστου τῶν παρατιθεμένων στοιχείων καθίσταται ἀναγκαία ἡ κατάρτις πλειόνων δευτερευόντων σχεδίων<sup>2</sup>:

Οὕτω ἔστωσαν τὰ ἀκόλουθα :

Γήπεδα	Δρχ.	1.000.000	
Κτίρια	»	5.000.000	
Ἐξοπλισμὸς ἐν γένει	»	1.600.000	
Σύνολον παγίας περιουσίας			7.600.000

#### Δέσμευσις κεφαλαίου

Διάρκεια παραγωγῆς	ἡμέραι	15
Διάρκεια ἀποθηκεύσεως	»	30
Πιστώσεις χορηγούμεναι εἰς πελάτας	»	45
Σύνολον χρονικῆς δεσμεύσεως	»	90

#### Ἡμερησία δαπάνη

Διὰ πρώτας ὕλας	Δρχ.	100.000
Διὰ βοηθητικὰς ὕλας	»	20.000
Δι' ἡμερομίσθια	»	30.000
Δι' ἐν γένει δαπάνας	»	10.000
Σύνολον ἡμερησίων δαπανῶν	»	160.000

Ἡμερησία δαπάνη × χρονικὴν δέσμευσιν κεφαλαίου = ἀνάγκη κεφαλαίου δι' ἐπένδυσιν εἰς κυκλοφοριακὰ περιουσιακὰ στοι-

χεῖα, ἤτοι :  $160.000 \times 90 = 14.400.000$

+ ἀνάγκη κεφαλαίου διὰ παγίαν περιουσίαν 7.600.000

Συνολικὴ ἀνάγκη κεφαλαίου 22.000.000

1. Βλέπε *Beckmann L.*, ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 17.

2. Βλέπε κατωτέρω.

3. Τὸ μέγεθος τοῦ ἀναγκαιοῦντος ἐκάστοτε κεφαλαίου εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις ἐξαρτᾶται<sup>1</sup> ἐν γένει :

→ Ἐκ τοῦ τρόπου καὶ χρόνου ἐφοδιασμοῦ τῶν πρώτων ὑλῶν καὶ ἐν γένει ὑλικῶν.

→ Ἐκ τῆς μορφῆς καὶ διαρκείας τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας.

→ Ἐκ τῶν ἐν γένει συνθηκῶν διαθέσεως τοῦ προϊόντος.

→ Ἐκ τῆς καταστάσεως τῆς ἀγορᾶς καὶ τοῦ ὑφισταμένου ἀνταγωνισμοῦ.

4. Ὁ τρόπος καὶ ὁ χρόνος ἐφοδιασμοῦ πρώτων ὑλῶν καὶ ἐν γένει ὑλικῶν ἔχει ἰδιαιτέραν σημασίαν εἰς τὰς βιομηχανίας ἐν τῇ ἀσείῳ πρώτων ὑλῶν. Ὁ ἐφοδιασμός οὗτος δυνατὸν νὰ διενεργῆται κανονικῶς καθ' ὅλην τὴν διάρκειαν τοῦ ἔτους, δυνατὸν ὅμως νὰ λαμβάνη χώραν ἐντὸς ὠρισμένης ἐποχῆς. Εἰς τὴν πρώτην περίπτωσιν ἢ εἰς κεφάλαιον ἀνάγκη δὲν εἶναι τόσον αἰσθητή, καθόσον προοῦσης τῆς ρευστοποιήσεως τοῦ ἐτοιμοῦ προϊόντος ἀνανεοῦνται καὶ τὰ εἰς πρώτας ὕλας ἀποθέματα. Τοῦτο ὅμως δὲν συμβαίνει ὡσάκις αἱ πρώται ὕλαι εἶναι ἐποχικοῦ χαρακτῆρος, ὅποτε αἱ μετασηματίζουσαι ταύτας ἐπιχειρήσεις εἶναι ὑποχρεωμέναι ὅπως προβαίνουν εἰς μαζικὰς προμηθείας, καθ' ὠρισμένην ἐποχὴν τοῦ ἔτους. Αἱ προμήθειαι αὗται, ὡς εἶναι εὐνόητον, συνεπάγονται τὴν δέσμευσιν σημαντικῶν κεφαλαίων, ἅτινα κατὰ μέγα ποσοστὸν ἐξευρίσκονται διὰ δανεισμοῦ. Τὰ ἐν λόγῳ κεφάλαια δέον νὰ εἶναι ἔτι μεγαλύτερα εἰς περίπτωσιν καθ' ἣν ἡ φύσις τῆς συντελουμένης παραγωγῆς καθιστᾷ ἀπαραίτητον τὴν διατήρησιν μονίμων ἀποθεμάτων πρώτων ὑλῶν εἰς μεγάλας ποσότητας, διὰ λόγους τεχνικούς, ἐπὶ τῷ σκοπῷ τοῦ ἐξευγενισμοῦ τούτων. Αἱ καπνοβιομηχανίαι, φέρ' εἰπεῖν, ἐφοδιάζονται μὲ πρώτας ὕλας καθ' ὠρισμένην ἐποχὴν τοῦ ἔτους, διατηροῦν δὲ ἱκανὰ ἀποθέματα ἐπὶ μακρὸν διὰ λόγους ζυμώσεως αὐτῶν. Ἐπίσης αἱ βαμβακουργίαι, αἱ κονσερβοποιίαι, αἱ βιομηχανίαι ζακχάρεως κλπ. ἐμφανίζουν παρομοίαν ἐποχικότητα κατὰ τὸν ἐφοδιασμόν τῶν πρώτων ὑλῶν τῶν.

5. Ἄν καὶ δύναται μετὰ τινος ἀκριβείας, πλὴν περιπτώσεων συγκυριακῶν μεταβολῶν, νὰ ὑπολογισθῇ ἐκ τῶν προτέρων τὸ ἀναγκ-

1. Βλέπε *G. Fischer*: ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 207 ἐπ. *N. Polak*: La circulation du capital dans l'entreprise etc., Paris 1935, σελ. 141 ἐπ. *N. Vaes*: La technique du financement des entreprises etc., Paris 1946, σελ. 43 ἐπ. *K. Mellerowicz*: ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 56. *Ph. Simon*: Le financement des entreprises, Paris 1960, σελ. 9 ἐπ.

καιούν μέγεθος κεφαλαίων εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας, ἐν τούτοις παρατηρεῖται ὅτι ὁ χαρακτηρισμὸς ἐπιχειρήσεώς τινος ὡς ἐποχικῆς ἀπὸ ἀπόψεως ἐφοδιασμοῦ δὲν θέτει πάντοτε καὶ τὰ αὐτὰ προβλήματα ὡς πρὸς τοὺς τρόπους καὶ τὰς μεθόδους χρηματοδοτήσεώς της. Πράγματι, ἐνῶ ἡ σακχαροβιομηχανία εἶναι ὑποχρεωμένη ὅπως τὸ σύνολον τῶν πρώτων ὑλῶν της ἀγοράξῃ μίαν ὥρισμένην ἐποχὴν τοῦ ἔτους, προβαίνει δὲ εἰς ἄμεσον καὶ ταχυτάτην ἐπεξεργασίαν αὐτῶν πρὸς ἀποφυγὴν ζυμώσεως τῶν τεύτλων—ἣτις ὡς ἀποτέλεσμα θὰ εἶχε τὴν μείωσιν τοῦ περιεχομένου τούτων εἰς σάκχαρον—ἡ βαμβακοουργία ναὶ μὲν παρουσιάζει ἐποχικότητα εἰς τὸν τομέα τοῦ ἐφοδιασμοῦ τῆς πρώτης ὕλης, ἐν τούτοις ὅμως δὲν ἀντιμετωπίζει καὶ τὴν ἄμεσον ἐπεξεργασίαν ταύτης, καὶ ὡς ἐκ τούτου αἱ εἰς κεφάλαιον ἀνάγκαι της καθίστανται μικρότεραι λόγῳ μὴ ταυτοχρόνου καταβολῆς καὶ τοῦ συνόλου τῶν ἡμερομισθίων καὶ ἐν γένει τῶν παραγωγικῶν δαπανῶν. Ἀλλὰ πέραν τοῦ μεγέθους τῶν προμηθευομένων πρώτων ὑλῶν ὁ τρόπος τῆς χρηματοδοτήσεως ποικίλλει μεταξὺ ἐποχικῶν ἐπιχειρήσεων, ἀναλόγως τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς ἢ τῆς ἐν γένει καταστάσεως τῶν προμηθευτῶν. Οὕτω ναὶ μὲν ἡ βιομηχανία σακχάρους καὶ ἡ βαμβακοουργία δεόν νὰ συγκροτοῦν ὀλοσχερῶς τὰ ἀποθέματά των κατὰ τὴν ἐποχὴν τῆς συγκομιδῆς, ἐν τούτοις ἡ πρώτη ἔχει προμηθευτὰς πλῆθος μικρῶν καλλιεργητῶν, οἵτινες λόγῳ τῶν οἰκονομικῶν των συνθηκῶν ἀδυνατοῦν νὰ παράσχουν προθεσμίαν ἐξοφλήσεως, ἐνῶ ἀντιθέτως ἡ δευτέρα προβαίνει εἰς τὴν προμήθειαν τοῦ βάμβακος ἀπὸ τοὺς ἐν γένει ἐνδιαμέσους (χονδρεμπόρους) κατὰ κανόνα οἰκονομικῶς ἰσχυροὺς, οἵτινες εἶναι εἰς θέσιν νὰ χορηγοῦν ἀναλόγους πιστώσεις. Ἐπίσης μειωμένη τυχὸν προσφορὰ τῆς πρώτης ὕλης, λόγῳ καταστροφῆς ἢ μειώσεως τῆς γεωργικῆς παραγωγῆς, συνεπάγεται καὶ τὴν μεταβολὴν οὐ μόνον τῆς τιμῆς αὐτῆς, ἀλλὰ καὶ τῶν συνήθων τρόπων ἐξοφλήσεως ταύτης.

Ἡ ἀνωτέρω περίπτωσις, τελείως ἐνδεικτικῶς χαρακτήρος, σκοπὸν ἔχει νὰ τόνισῃ ὅτι τὸ χαρακτηριστικὸν τῆς ἐποχικότητος εἰς τὸν τομέα τοῦ ἐφοδιασμοῦ τῶν ἐπιχειρήσεων οὐδόλως συνεπάγεται τὴν αὐτὴν ἀνάγκην κεφαλαίου ὡς καὶ τοὺς αὐτοὺς τρόπους χρηματοδοτήσεως.

6. Κατὰ κανόνα, καὶ ἐφόσον δὲν ἐμφανίζεται ἐποχικότης εἰς τὸν τομέα τοῦ ἐφοδιασμοῦ, ἢ εἰς κεφάλαιον ἀνάγκη τῶν ἐπιχειρήσεων διὰ προμηθείας ποικίλλει ἀναλόγως τῆς ἡμερησίας ἀνάγκης καταναλώσεώς των εἰς πρώτας καὶ βοηθητικὰς, ὕλας ὡς καὶ τοῦ

ἀπαιτούμενου χρόνου διὰ τὸν ἐφοδιασμὸν τούτων, ἦτοι τοῦ χρονικοῦ διαστήματος μεταξὺ ἐκδηλώσεως τῆς ἀνάγκης καὶ παραλαβῆς τῶν ὑλῶν. Δηλαδή ὅσον μεγαλύτερος εἶναι ὁ χρόνος μεταξὺ παραγγελίας ὑλῶν καὶ ἐνάρξεως τῆς παραδόσεως τούτων τόσο μεγαλύτερον δέον νὰ εἶναι τὸ ἀπόθεμα καὶ ἄρα τὸ ἀναγκαιοῦν κεφάλαιον διὰ τὴν συγκρότησίν του. ✓

Ἐὰν φέρ᾽ εἰπεῖν :

Ἡ ἡμερησία κατανάλωσις ὑλῶν ἀνέρχεται εἰς 2 τόννους  
 Ὅ δὲ ἀπαιτούμενος χρόνος προμηθείας των ἀνέρχεται εἰς 5 ἡμέρας  
 Τὸ ἀναγκαιοῦν ἐλάχιστον ἀπόθεμα ἀναβιβάζεται εἰς 10 τόννους ✓

Ἐνῶ ἑάν :

Ἡ ἡμερησία κατανάλωσις ὑλῶν ἀνέρχεται εἰς 2 τόννους  
 Ὅ δὲ ἀπαιτούμενος χρόνος προμηθείας των εἶναι 20 ἡμέραι  
 Τὸ ἀναγκαιοῦν ἐλάχιστον ἀπόθεμα ἀναβιβάζεται εἰς 40 τόννους

Τὸ ἀναγκαιοῦν τοῦτο ἐλάχιστον ἀπόθεμα καλεῖται καὶ « σιδηροῦν ἀπόθεμα »<sup>1</sup>, ἔχει δὲ χαρακτηριστὰ παγίον περιουσιακοῦ στοιχείου παρὰ τὸ ὅτι συγκροτεῖται ἀπὸ κυκλοφοριακὰ στοιχεῖα. Τὸ σιδηροῦν τοῦτο ἀπόθεμα, διὰ λόγους μείζονος ἀσφαλείας, συνήθως προσαυξάνεται διὰ μιᾶς ἐπὶ πλεόν ποσότητος ὡς « περιθωρίου ἀσφαλείας ».

7. Ἡ μορφή καὶ ἡ διάρκεια τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας.—Τὸ μέγεθος τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου ἐξαρτᾶται ἐπίσης τόσο ἐκ τῆς μορφῆς τῆς παραγωγῆς (μηχανοποίητος παραγωγή-χειροποίητος παραγωγή-κατὰ μάζας ἢ ἐξατομιευμένη παραγωγή κ.ο.κ.), καθ' ὅσον ἀπαιτοῦνται ἐκάστοτε καὶ διάφοροι ἐπενδύσεις, ὅσον καὶ ἐκ τῆς διάρκειας τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας.

1. Τὸ σιδηροῦν ἀπόθεμα πρέπει νὰ διαπιστοῦται δι' ἕκαστον εἶδος ὕλης κεχωρισμένως. Τὸ ἄθροισμα δὲ τῶν ἐπὶ μέρος σιδηρῶν ἀποθεμάτων εἶναι τὸ μέρος ἐκεῖνο τῆς ἀποθήκης ὡπερ θεωρητικῶς ἀκίνητοποιεῖται.

Ἡ ἐπιχείρησις πέραν τῶν σιδηρῶν ἀποθεμάτων δέον νὰ προσδιορίζῃ καὶ τὸ μέγεθος τῶν ἀρίστων αὐτῆς ἀποθεμάτων, ἅτινα ἐπηρεάζονται ἐκάστοτε ἐκ παραγόντων φύσεως ἐνδο- καὶ ἔξω-ἐπιχειρηματικῆς. Πᾶν ἀπόθεμα ὡπερ ὑπερβαίνει τὸ ἄριστον καλεῖται κερδοσκοπικόν, τὸ δὲ ὕψος τούτου οὐδόπως σχετίζεται μὲ τὰς ἀνάγκας τῆς παραγωγῆς, ἀλλὰ προσδιορίζεται ἀναλόγως τῆς προοπτικῆς αὐξήσεως τῆς τιμῆς τούτου, ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὸ κόστος χρήματος, τὰ ἔξοδα ἀποθηκεύσεως, ἀσφαλείας, καὶ τοὺς ἐν γένει ἐκ τῆς καταστάσεως τῆς ἀγορᾶς συναφεῖς κινδύνους.

Ἡ διάρκεια τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας ἐπιδρᾷ καὶ ἐπὶ τοῦ ἀναγκαιοῦντος ἐκάστοτε κεφαλαίου, ἄρα δὲ καὶ ἐπὶ τοῦ μεγέθους τῆς χρηματοδοτήσεως. Τὸ μῆκος τῆς διαρκείας ταύτης ποικίλλει ἀναλόγως:

- Τῶν ἐφαρμοζομένων ἐκάστοτε μεθόδων τεχνικῆς.
- Τοῦ χρόνου τῆς ἀποθηκεύσεως τοῦ ἐπιβαλλομένου ἐκ τῆς παραγωγῆς.
- Τῶν ἐποχικῶν ἐπιδράσεων.

8. - α) Ὡς πρὸς τὰς μεθόδους τεχνικῆς παρατηρητέον ὅτι αὗται διάφορον ἐκάστοτε ἀσκοῦν ἐπίδρασιν ἀναλόγως τοῦ ἂν πρόκειται περὶ:

- Ἐπιχειρήσεων ἐντάσεως δαπανῶν πρώτων ὑλῶν.
- Ἐπιχειρήσεων ἐντάσεως δαπανῶν ἐργασίας.

Εἰς τὰς πρώτας ἡ τεχνικὴ προσπάθεια τείνει εἰς τὸν περιορισμὸν τοῦ χρόνου τοῦ μετασχηματισμοῦ τῆς πρώτης ὕλης ὡς καὶ τὴν ἀποφυγὴν σπατάλης κατὰ τὴν ἐπεξεργασίαν ἢ κατεργασίαν ταύτης.

Ὁ περιορισμὸς οὗτος τῆς διαρκείας τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας δύναται νὰ ἐπέλθῃ μέχρις ὠρισμένου βεβαίως σημείου, πέραν τοῦ ὁποίου αὐτὴ αὕτη ἡ φύσις τῆς παραγωγῆς δὲν ἐπιτρέπει τὴν περαιτέρω χρονικὴν σμίκρυνσιν. Οὕτω, ἐν τῇ Βυρσοδεψίᾳ, φέρ' εἰπεῖν, διὰ τῆς ἀντικαταστάσεως τῶν μέχρι τοῦδε χρησιμοποιουμένων δεψικῶν ὑλῶν διὰ τελειοποιημένων χημικῶν οὐσιῶν, ἐπετεύχθη μὲν οὐσιαστικὸς χρονικὸς περιορισμὸς τῆς βιομηχανοποιήσεως τῶν δερμάτων, τοῦτο ὅμως δὲν σημαίνει ὅτι εἶναι δυνατὴ καὶ ἡ ἐκμηδένισις τοῦ χρόνου τῆς παραγωγικῆς τῶν διαδικασίας.

Ὁ περιορισμὸς τῆς διαρκείας τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας ὀδηγεῖ εἰς ἐπιτάχυνσιν τοῦ ρυθμοῦ τῆς ἀνανεώσεως τῆς κυκλοφορούσης περιουσίας, ἐφόσον δὲ συνεπείᾳ τῆς συντηρήσεως τῆς διαρκείας τοῦ τεχνοπαραγωγικοῦ κυκλώματος βελτιοῦται ἡ ρευστότης τῆς ἐπιχειρήσεως ἐλαττοῦται καὶ ἡ ἀντίστοιχος ἀνάγκη κεφαλαίου.

Εἰς τὰς δευτέρας αἱ τεχνικαὶ βελτιώσεις ἀποβλέπουν εἰς τὴν ἀντικατάστασιν τῆς ἀνθρωπίνης ἐργασίας διὰ τῆς μηχανικῆς τοιαύτης ἢ εἰς τὴν ὀρθολογικωτέραν χρησιμοποίησιν τῶν ἐργατικῶν δυνάμεων. Πρὸ τῆς ἀναγκαστικῆς ἐφαρμογῆς τῶν ἀρχῶν τοῦ Ἐργατικοῦ Δικαίου, ὁ ἐργοδότης ἠδύνατο ἐξαντλητικῶς καὶ ἀνεξλέγκτως νὰ ἀπασχολῇ τὸν ἐργαζόμενον ἐν τῇ ἐπιχειρήσει ἐπὶ τῷ σκοπῷ μειώσεως τοῦ παραγωγικοῦ κυκλώματος, σήμερον ὅμως

τοιαύτη εὐχέρεια δὲν ὑφίσταται, καθ' ὅσον ὁ χρόνος τῆς κανονικῆς ἐργασίας καθορίζεται καὶ κατοχυροῦται ὑπὸ τῆς ἐργατικῆς νομοθεσίας ἐκάστης χώρας. Οὕτω, ὁ ἐργοδότης περιορίζεται εἰς μέτρα καθαρῶς ὀργανωτικὰ διὰ τὸν περιορισμὸν τοῦ παραγωγικοῦ του κυκλώματος, μεταξὺ δὲ αὐτῶν προέχουσιν θέσιν κατέχει ἡ φροντίς τῆς ἐξευρέσεως τοῦ καταλληλοτέρου συστήματος ἀμοιβῆς ἐργασίας, ὅπερ οὐσιωδῶς ἐπηρεάζει τὴν διάρκειαν τῆς παραγωγῆς.

9.—β) Ὡς πρὸς τὸν χρόνον ἀποθήκεύσεως τὸν ἐπιβαλλόμενον ἐκ τῆς παραγωγῆς, παρατηρήτεον ὅτι καὶ οὗτος ἐπιδρᾷ ὁμοίως ἐπὶ τῆς διαρκείας τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας, καθ' ὅσον τελικῶς προστίθεται εἰς τὸν καθ' αὐτὸν κύριον χρόνον τῆς παραγωγῆς. Πολλάκις μάλιστα ὁ χρόνος τῆς ἀποθήκευσεως εἶναι σημαντικώτερος καὶ τοῦ χρόνου τῆς παραγωγῆς. Ἡ περίπτωσις αὕτη συναντᾶται ἐκεῖ ὅπου προηγείται ἢ ἐπιτελεῖται τῆς ἐπεξεργασίας ὁ ἐξευγενισμὸς τῆς ὕλης ἢ τοῦ παραχθέντος προϊόντος. Ἐπὶ παραδείγματι εἰς τὴν ζυθοποιίαν ἀπαιτεῖται ἢ ἐπὶ μακρὸν ἀποθήκευσις τοῦ παραχθέντος προϊόντος διὰ λόγους καλλιτέρας ζυμώσεως, τοῦτ' αὐτὸ δὲ συμβαίνει εἰς τὴν οἴνοποιαν<sup>1</sup>, ἢ τὴν παραγωγὴν ὀρισμένων γαλακτοκομικῶν προϊόντων κ.ο.κ. Ἡ τοιαύτη ἀποθήκευσις μὲ τὴν πρὸς τοῦτο ἀναγκαιοῦσαν δέσμευσιν κεφαλαίων δύναται ν' ἀναληφθῇ ὑπὸ τῶν χονδρεμπορικῶν ἐπιχειρήσεων, αἵτινες ἀναλαμβάνουσι τὸ συμπληρωματικὸν τοῦτο τμήμα τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας ἀνακουφίζον τὰς παραγωγικὰς ἐπιχειρήσεις ἀπὸ τὰς ἀντιστοιχοῦς ἀνάγκας χρηματοδοτήσεως τοῦ ἐν λόγῳ τομέως.

Ἡ χρηματοδότησις αὕτη μέσφ τοῦ χονδρεμπορίου εἶναι μία ἐκ τῶν βασικῶν λειτουργιῶν τούτου, πολλάκις δὲ ἀποτελεῖ οὐσιαστικὴν αἰτίαν δικαιολογοῦσαν τὴν ὑπαρξίν του.

10.—γ) Τέλος, ὁ χρόνος τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας, πλὴν τῶν ἀνωτέρω, ὑφίσταται πολλάκις εἴτε τὴν ἄμεσον ἐποχικὴν ἐπίδρασιν, ἥτις ἐμποδίζει τὴν συνεχῆ παραγωγὴν (π.χ. ἡ οἰκοδομικὴ βιομηχανία κατὰ τοὺς χειμερινοὺς μῆνας χαλαροῦται ἢ καὶ διακόπτεται), εἴτε τὴν ἔμμεσον τοιαύτην, ὅσας εἰς τινὰ ἐποχὴν τοῦ ἔτους ὑφίστανται αἱ προϋποθέσεις ἐπιταχύνσεως τοῦ ρυθμοῦ ταύτης λόγφ ἀθρόας προσφορᾶς ἐργασίας καὶ κατὰ συνέπειαν εὐθηνοῦ ἡμερομισθίου (π.χ. εἰς Ἑλβετίαν κατὰ τὴν νεκρὰν περιόδον τοῦ τουρισμοῦ). Ἄλλαι πάλιν τῶν ὁποίων τὰ

1. Ἐκτός ἐάν ἐξευρεθῶσι μέθοδοι « τεχνητῆς παλαιώσεως » τούτων.

έτοιμα προϊόντα δὲν ἐπιδέχονται ἀποθεματοποίησιν, ὀφείλουσι νὰ προσαρμύζουσι ὅσον τὸ δυνατὸν περισσότερον τὸν ρυθμὸν καὶ τὴν διάρκειαν τῆς παραγωγῆς των πρὸς ἐποχικὴν ζήτησιν (π.χ. παγοποιεῖα κλπ.).

11. Αἱ ἐν γένει συνθήκαι διαθέσεως τοῦ προϊόντος.—Ἐπίσης αἱ ἀνάγκαι εἰς κεφάλαιον ποικίλλουσι ἀναλόγως τῶν συνθηκῶν τῆς διαθέσεως τοῦ προϊόντος, αἴτινες φυσικὸν εἶναι νὰ μεταβάλλωνται ἀναλόγως:

— Τῆς φύσεως τοῦ παραγομένου προϊόντος.

— Τῶν ἐφαρμοζομένων μεθόδων διαθέσεως καὶ παρεχομένων πιστώσεων.

— Τῆς ἐκ τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς ἐπιβαλλομένης ἀποθεματοποιήσεως.

— Τῶν ἐποχικῶν ἐπιδράσεων.

Πράγματι, ἀναλόγως τῆς φύσεως τοῦ παραγομένου προϊόντος ἐξαρτᾶται καὶ ἡ ταχύτης διαθέσεώς του. Οὕτω ἡ διάθεσις τοῦ προϊόντος ἐπὶ τοσοῦτον καθίσταται μικροτέρα ὅσον τὸ παραγόμενον προϊόν ἐξειδικεύεται κατὰ ποιότητα καὶ ποικιλίαν, διότι, ὡς τυγχάνει εὐνόητον, περιορίζεται ὁ κύκλος τῶν καταναλωτῶν. Ὁ βάμβαξ, φέρ' εἰπεῖν, ἢ ὁ ἀκατέργαστος σίδηρος διατίθενται εὐκολώτερον παρὰ τὸ βιομηχανοποιηθὲν νῆμα ἢ τὸ ἐπεξεργασμένον μέταλλον. Γενικῶς, δύναται νὰ λεχθῆ ὅτι ὅσον μεγαλυτέρα τυγχάνει ἡ πιθανότης μεταγενεστερᾶς χρησιμοποίησεως προϊόντος τινὸς ὅσον ἀσθενέστερος εἶναι ὁ κίνδυνος τῆς μὴ ταχείας διαθέσεώς του.

Ἄλλὰ καὶ αἱ ἐφαρμοζόμεναι ἐκάστοτε μέθοδοι διαθέσεως τοῦ προϊόντος ἢ οἱ καθιερούμενοι τρόποι πληρωμῆς τῆς ἀξίας αὐτοῦ ἐπιταχύνουσι ἢ ἐπιβραδύνουσι τὸν ρυθμὸν τῆς καταναλώσεώς του ἐν τῇ ἀγορᾷ, μὲ ἀποτέλεσμα τὴν ἀνάγκην μεγαλυτέρων ἢ μικροτέρων κεφαλαίων.

Οὕτω εἰς τὴν ἀπ' εὐθείας ἢ ἄμεσον πώλησιν ἀπαιτοῦνται μεγαλυτέρα κεφάλαια, διότι ἐν προκειμένῳ ἡ παράγουσα ἐπιχειρήσις χρηματοδοτεῖ τὸ σύνολον τῶν πωλήσεων<sup>1</sup>, ἐνῶ εἰς τὴν ἔμμεσον πώλησιν, ἐνθα τὸ χονδρικὸν καὶ λιανικὸν ἐμπόριον ἀναλαμβάνουσι τὰ ἔξοδα ὀργανώσεως τῶν πωλήσεων, ὡς καὶ μέρος τοῦλάχιστον τῶν παρεχομένων πιστώσεων, αἱ ἀνάγκαι εἰς κεφά-

1. Εἰς τὴν περίπτωσιν ὅμως ταύτην συνήθως παρεμβάλλεται μία ἑταιρεία χρηματοδοτήσεως (Τράπεζα προεξοφλοῦσα τὰς εἰς χεῖρας τῆς συναλλαγματικᾶς).



λαια περιορίζονται. Ἐπίσης, προκειμένου περι ἔξαγωγικῶν ἐπιχειρήσεων εἰδῶν μηχανικοῦ ἐν γένει ἐξοπλισμοῦ, ἅτινα δὲν δύνανται συνήθως νὰ πωληθοῦν ἢ νὰ ἐξαχθοῦν εἰμὴ μόνον διὰ τῆς παροχῆς διευκολύνσεων πληρωμῆς, αἱ παρεχόμεναι πιστώσεις καὶ ποσοτικῶς εἶναι μεγαλύτεραι, ἀλλὰ καὶ χρονικῶς ἐπιμηκέστεραι<sup>1</sup> γεγονότα ἅτινα ὀδηγοῦν εἰς τὴν ἀνάγκην μεγαλυτέρου κεφαλαίου.

Τὸ ἀναγκαιοῦν διὰ τὰς πωλήσεις κεφάλαιον ἐξαρτᾶται ἐκ τοῦ μεγέθους καὶ τῆς ἀξίας αὐτῶν. Καὶ ἐνταῦθα, ὅπως εἰς τὸν τομέα τῆς παραγωγῆς, δημιουργεῖται ἐν «σιδηροῦν ἀπόθεμα χρεωστῶν», ἥτοι ἐν ποσὸν χορηγουμένων πρὸς τοὺς πελάτας πιστώσεων, αἰτινες παραμένουν ἀρευστοποιήτοι λόγῳ τῆς συνεχοῦς ἀνανεώσεως των. Ὁ κατάλληλος χειρισμὸς τῶν πιστώσεων ἐξυπηρετεῖ καὶ ἐξασφαλίζει κατὰ τρόπον εὐρυθμον τὰς πωλήσεις, ἢ διάρκειαν δὲ καὶ τὸ μέγεθος τούτων κυμαίνεται ἀναλόγως τῆς ἐκ τοῦ συναγωνισμοῦ δημιουργουμένης ἐν τῇ ἀγορᾷ καταστάσεως. Ἄλλὰ τὸ «σιδηροῦν τοῦτο ἀπόθεμα» προσαυξάνει ἔτι περαιτέρω δὲν λόγῳ τῆς φύσεως τοῦ διατιθεμένου προϊόντος αἱ παράγουσαι τοῦτο ἐπιχειρήσεις ἀναγκάζονται ὅπως χορηγοῦν πέραν τῶν συνήθων πιστώσεων πωλήσεως καὶ δάνεια πρὸς τοὺς ἐνδιαμέσους πρὸς κατασκευὴν τῶν ἀπαραιτήτων διὰ τὴν ἐπιτυχῆ διάθεσιν του ἐγκαταστάσεων. Αἱ ζυθοποιεῖαι, φέρ' εἰπεῖν, ἢ αἱ βιομηχαναὶ γάλακτος χορηγοῦν τοιαῦτα δάνεια εἰς τοὺς ἐν γένει πωλητὰς διὰ τὸν ἐξωραϊσμὸν τῶν πρατηρίων των, ἢ τὴν κατασκευὴν τῶν ἀπαραιτήτων ψυκτικῶν χώρων διὰ τὴν ἀρτίαν συντήρησιν τῶν πωλουμένων εἰδῶν<sup>1</sup>.

Ἐὰν ἡ κατάσταση εἰς τὴν ἀγορὰν ἐφοδιασμοῦ ἐπιδρᾷ ἐπὶ τῆς προμηθείας τῶν ἐν γένει ὑλῶν καὶ τῆς ἐκλογῆς τοῦ καταλληλοτέρου χρονικοῦ σημείου παραγγελίας αὐτῶν, ἢ ἀγορὰ καταναλώσεως καθορίζει τὸ ὕψος τοῦ ἀποθέματος εἰς ἔτοιμα προϊόντα. Ἡ δυναμικότης παραγωγῆς, ἢ παραγομένη ποσότης ὡς κατ' ἢ ποσότης διαθέσεως ἀποτελοῦν μεγέθη ἀλληλοεξαρτώμενα.

Τὸ ἐκάστοτε μέγεθος τοῦ εἰς ἔτοιμα προϊόντα ἀποθέματος ἐπιδρᾷ ἐπίσης ἐπὶ τοῦ ἐκάστοτε δεσμευομένου κεφαλαίου.

1. Ἐκδοτικὰ στοιχεῖα τοῦ ἔτους 1963 ἐν Γερμανίᾳ, ἀναφερόμενα εἰς 28 βιομηχανίας ζύθου αἱ χορηγήσεις πρὸς τοὺς πελάτας των διὰ δάνεια ἐξοπλισμοῦ ἀνῆλθον κατὰ μέσον ὄρον εἰς 12% (ἢ 43 ἑκατ. μάρκα) τοῦ συνολικοῦ λογιστικοῦ των κεφαλαίου, ἢ 24% τοῦ συνολικοῦ ἴδιου των κεφαλαίου, αἱ δὲ πιστώσεις πωλήσεων ἐκάλυψαν τὸ 9,3% (ἢ 33 ἑκατ. μάρκα) τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου αὐτῶν. Βλέπε *Mellerowicz*, op. cit. σ. 58, 59.

Γενικῶς, ὁ ὑπολογισμὸς τοῦ ὕψους τῶν ἀρίστων ἀποθεμάτων διενεργεῖται βάσει δύο ἀριθμοδεικτῶν:

α) Τοῦ δείκτου ταχύτητος κυκλοφορίας, ἥτοι:

$$\frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}$$

$$\cdot \text{Αποθέματα}$$

β) Τοῦ δείκτου τῆς διαρκείας κυκλοφορίας, ἥτοι:

$$\frac{\cdot \text{Αποθέματα} \times \text{ἡμέραι}}$$

$$\text{Κύκλος ἐργασιῶν}$$

Ἐπίσης αὐτὴ αὐτὴ ἢ ἐποχικὴ ἐπίδρασις ἐπιρραζει τὸν χρόνον διαθέσεως τοῦ προϊόντος, συνεπαγομένη ἄλλοτε μὲν ἐπιτάχυνσιν τούτου, ἄλλοτε δὲ ἀναστολὴν τῆς περαιτέρω κυκλοφορίας τοῦ προϊόντος, μέχρι τῆς ἐπελεύσεως τῆς καταλλήλου ἐποχῆς. Τὸ γεγονός τοῦτο εἶναι ἐκεῖνο ὅπερ διαφορίζει τὸν χρόνον μεταξὺ παραγωγῆς καὶ διαθέσεως τοῦ εἴδους καὶ δημιουργεῖ τὴν ἀνάγκην τῆς διατηρήσεως ἠϋξημένων ἀποθεμάτων ἐτοιμῶν προϊόντων, ἅτινα φυσικῶν εἶναι ν' ἀπαιτοῦν τὴν δέσμευσιν μεγάλων κεφαλαίων. Οὐσιώδη προϋπὸθεσιν εὐοδώσεως τῆς πολιτικῆς τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν παραγωγικῶν ἐπιχειρήσεων ἀποτελεῖ ἡ ρυθμικὴ διαμόρφωσις τῆς διαδικασίας κατανώσεως. Διότι δὲν εἶναι ἀρκετὸν μόνον νὰ ἐπιτυγχάνεται ὁμαλὸς ρυθμὸς ἐν τῇ παραγωγικῇ διαδικασίᾳ, ἀλλ' ἐπιβάλλεται καὶ κανονικὸς ρυθμὸς ἐναλλαγῆς μεταξὺ προϊόντος καὶ χρήματος. Ὁ συνδυασμὸς ὁμοῦ τοῦ ὁμαλοῦ ρυθμοῦ τῆς παραγωγῆς πρὸς τὸν κανονικὸν ρυθμὸν τῆς διαθέσεως τῶν προϊόντων προσκόπτει εἰς τὰς ἐποχικὰς ἐπιδράσεις τὸσον ἐπὶ τῆς παραγωγῆς ὅσον καὶ ἐπὶ τῆς διαθέσεως τοῦ προϊόντος.

12. Ὁ ὑφιστάμενος ἐν τῇ ἀγορᾷ ἀνταγωνισμὸς.—Τέλος, τὸ μέγεθος τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου ἐξαρτᾶται καὶ ἐκ τῆς ἐν γένει καταστάσεως τοῦ ἀνταγωνισμοῦ ἐν τῇ ἀγορᾷ.

Πράγματι, αἱ ἐπιχειρήσεις προκειμένου νὰ ἐξασφαλισθοῦν καὶ νὰ κατοχυρώσουν τὴν θέσιν των ἐν τῇ ἀγορᾷ πολλάκις συνασπίζονται μετ' ἄλλων ὁμοειδῶν ἢ μὴ ἐπιχειρήσεων ἢ συμμετέχουν εἰς τὸ κεφάλαιόν των δι' ἀγορᾶς μετοχῶν πρὸς ἄσκησιν ἀμέσου ἢ ἐμμέσου ἐλέγχου ἢ καὶ ἐπιρροῆς<sup>1</sup>.

Εἰς τὰς περιπτώσεις ὁμοῦ ταύτας, ὡς τυγχάνει εὐλογον, ἡ ἀνάγκη των εἰς κεφάλαια καθίσταται μεγαλυτέρα.

1. Ἐπὶ τοῦ συνασπισμοῦ τῶν ἐπιχειρήσεων ἐν γένει, ὄρα *Μ. Γεωργιάδη*: Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων, Ἀθῆναι 1960, σελ. 73 ἐπ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 2<sup>ΟΝ</sup>

### ΕΝΝΟΙΑ ΚΑΙ ΒΑΣΙΚΑΙ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

#### § 1. Ἐννοια

1. Ἀνωτέρω ἐξητάσαμεν τὴν ἔννοιαν, τὰς διακρίσεις καὶ ἰδιαιτέρως τὴν ἀνάγκην τοῦ κεφαλαίου. Ἡ κάλυψις τῆς εἰς κεφάλαιον ἀνάγκης τῆς ἐπιχειρήσεως συντελεῖται διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως.

Ὑπὸ τὸν ὄρον χρηματοδοτήσεως συνήθως νοεῖται ἡ παθητικὴ αὐτῆς ἀποψις, ἥτοι ἡ ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως ἀπόκτησις χρήματος καὶ κεφαλαίου. Ἐν τούτοις ἡ ἔννοια τῆς χρηματοδοτήσεως<sup>1</sup> τυγχάνει εὐρύτερα καὶ περιλαμβάνει οὐ μόνον τὴν ἐξέυρεσιν καὶ τὸν ἐφοδιασμὸν τῶν ἐν γένει χρηματικῶν μέσων, ἀλλὰ καὶ τὴν ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως χορήγησιν πάσης φύσεως πιστώσεων (ἐνεργητικὴ ἀποψις). Καὶ ναὶ μὲν ἡ παθητικὴ ἀποψις τῆς χρηματοδοτήσεως εἶναι ἐκείνη ἣτις κυρίως ἐνδιαφέρει ἀπάσας ἐν γένει τὰς ἐπιχειρήσεις καὶ δημιουργεῖ τὰ πλέον ἐπιτακτικὰ προβλήματα εἰς τὸν τομέα τῆς χρηματοοικονομικῆς λειτουργίας τούτων, ἐν τούτοις καὶ ἡ ἐνεργητικὴ πλευρὰ τῆς χρηματοδοτήσεως—ἂν καὶ μικροτέρας ἐν γένει σημασίας τῆς τῆς πρώτης, δεδομένου ὅτι εἰς τὰς ἐμποροβιομηχανικὰς ἐπιχειρήσεις περιορίζεται συνήθως εἰς τὰς ἐπὶ πιστώσει πωλήσεις<sup>2</sup>—δὲν στερεῖται γενικωτέρου ἐνδιαφέ-

1. Ὁ ὄρος χρηματοδοτήσεως δὲν ἀποδίδει τὰς δύο ἀπόψεις τῆς ἐννοίας (ἐνεργητικῆς-παθητικῆς). Ἴσως θὰ ἦτο προτιμότερος ὁ ὄρος « χρηματοδοσοληψία ».

2. Ἡ χρηματοδοτήσεως τῶν πωλήσεων ἀποβλέπει εἰς τὴν λήψιν ἐκτάκτων μέτρων πρὸς ἐπέκτασιν τῶν πωλήσεων. Πρόκειται περὶ ἐνεργητικῆς χρηματοδοτήσεως συνισταμένης εἰς τὴν παραχώρησιν μακροτέρων προθεσμιῶν πληρωμῆς ἢ τὴν δυνατότητα πληρωμῆς κατὰ δόσεις. Ἐν προκειμένῳ ἐπιδιώκεται ὁ συνδυασμὸς τῶν ὄρων πληρωμῆς τοῦ πωλητοῦ μετὰ τὴν δυνατότητα πληρωμῆς—δηλαδὴ τὸν δυνατόν ρυθμὸν πληρωμῆς—τοῦ ἀγοραστοῦ. Πρὸς τοῦτο δύναται ἢ ἡ ἰδίᾳ ἐπιχείρησις νὰ χορηγῇ εἰς τὸν πελάτην τῆς πίστωσιν τοῦ εἶδους τούτου, ἢ δύναται νὰ παρεμβάλλε-

ροντος, ἀλλ' ἀντιθέτως μάλιστα εἰς τὰς Τραπεζάς, λόγω τῆς φύσεως τῶν ἐργασιῶν των, εἶναι τῆς αὐτῆς σπουδαιότητος.

2. Συνεπῶς, τὸ περιεχόμενον τῆς ἐννοίας τῆς χρηματοδοτήσεως εἶναι εὐρύτερον καὶ περιλαμβάνει ἀφ' ἑνὸς μὲν τὴν ἀπόκτησιν χρήματος καὶ κεφαλαίου πρὸς κάλυψιν τῶν τακτικῶν ἢ ἐκτάκτων ἀναγκῶν τῆς ἐπιχειρήσεως κατὰ τρόπον διαρκῆ, ἀφ' ἑτέρου δὲ τὴν ἀντίστοιχον χορήγησιν πιστώσεων, ἰδίᾳ εἰς τὸν τομέα τῆς ἐμπορικῆς διαθέσεως.

ταὶ ἀνεξάρτητος ἐπιχειρήσεις ἀναλαμβάνουσα τὴν χρηματοδοτήσιν. Ἀναλόγως τῆς περιπτώσεως γίνεται λόγος περὶ ἀ μ έ σ ο υ ἢ ἐ μ μ έ σ ο υ χρηματοδοτήσεως πωλήσεων.

Τὸ εἶδος τοῦτο τῆς χρηματοδοτήσεως ἐξυπηρετεῖ τὰς μικρὰς καὶ μεσασίας ἐπιχειρήσεις, αἵτινες ἐν ἐναντίᾳ περιπτώσει θὰ ἦσαν ἀνίσχυροι νὰ προμηθευθοῦν μέσα πρὸς ἀνανέωσιν τοῦ μηχανικοῦ των ἐξοπλισμοῦ, ἰδίᾳ δασάκις οὗτος εἶναι μεγάλης ἀξίας, ἐν σχέσει πρὸς τὴν κεφαλαιακὴν των ἰκανότητα.

Πρὸς τοῦτο πλείσται βιομηχανίαι χρησιμοποιοῦν ἰδιαιτέρας ἐταιρείας χρηματοδοτήσεως νομικῶς ἀνεξαρτήτους, αἵτινες χρηματοδοτοῦν ταύτας μὲ τὴν συνολικὴν ἀξίαν τῶν πωλήσεών των, εἰτα δὲ φροντίζουν διὰ τὴν εἰσπραξίν των κατὰ τῶν πελατῶν των ἀπαιτήσεων.

Ἐκ τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν πωλήσεων δὲν ἐπωφελοῦνται τῶν ἀμέσων πλεονεκτημάτων αὐτῆς μόνον οἱ παραγωγοὶ καὶ καταναλωταί, ἀλλὰ καὶ ἕτεροὶ τινες ὄργανισμοὶ ἢ ἐπιχειρήσεις κατὰ τρόπον ἔμμεσο. Οὕτω διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν πωλήσεων τῶν ἠλεκτρικῶν σκευῶν ἢ σκευῶν φωταερίου ἀμέσως μὲν ἴσως ἐπωφελοῦνται αἱ ἐπιχειρήσεις αἱ πωλοῦσαι ταῦτα, ἔμμέσως δὲ αἱ ἐπιχειρήσεις παροχῆς ἠλεκτρικοῦ ρεύματος ἢ φωταερίου.

Ἡ χρηματοδοτήσις τῶν πωλήσεων ἀπὸ τῆς πλευρᾶς τοῦ χορηγοῦντος ταύτην εἶναι πλήρης κινδύνων καὶ διαπανηρά, λόγω τῆς ἀνάγκης λογιστικῆς παρακολουθήσεως, ἐλέγχου καὶ φροντίδος τμηματικῆς εἰσπράξεως τῶν παρασχεθεισῶν πιστώσεων. Οἱ ἠῤῥημένοι κίνδυνοι καὶ αἱ πρόσθετοι δαπάναι δημιουργοῦν ἐν πρόσθετον κόστος, πολλάκις λίαν αἰσθητόν, ἰσόποσον τοῦ ὁποίου χορηγεῖται ὡς ἔκπτωσις εἰς τοὺς ἀγοράζοντας τοῖς μετρητοῖς. Φυσικὰ ἢ ὑπερβολικὴ χρηματοδοτήσις τοῦ εἶδους τούτου εἶναι ἄκρως ἐπικίνδυνος, τοσοῦτον μάλλον ὅταν αὐτὴ κατευθύνεται πρὸς μικροὺς ἢ μεσαιῶς εἰσοδηματίας, οἵτινες φυσικὸν εἶναι νὰ μὴ δύνανται ν' ἀνταποκριθοῦν εἰς τὰς ὑπ' αὐτῶν ἀναλαμβανομένας ὑποχρεώσεις (π.χ. εἰς τὴν ζυθοποιίαν, ἀλευροβιομηχανίαν κλπ.).

Ἐκ διεξαχθεῖσης ἐρεῦνης ὑπὸ τοῦ Διεθνoῦς Ἐπιμελητηρίου ἐπὶ τοῦ θέματος τῶν πηγῶν χρηματοδοτήσεως τῶν πωλήσεων εἰς 11 χώρας (διὰ τοῦ συστήματος τῶν δόσεων) προέκυψεν ὅτι εἰς τὰς περισσοτέρας τῶν περιπτώσεων τὴν χρηματοδοτήσιν ταύτην ὑποβοηθοῦν αἱ Τράπεζαι ἐκ τῶν ἰδίων αὐτῶν διαθεσίμων καὶ μόνον ποσοστὸν 10 % (Γερμανία, Νορβηγία, Η.Π.Α.) μέχρι 50 % (Μεγάλη Βρεταννία) αἱ ἐπιχειρήσεις ἐκ τῶν ἰδίων αὐτῶν κεφαλαίων. Κατ' ἐξαιρέσειν, ἢ Ἰαπωνία εἶναι ἡ μόνη χώρα ἐνθα αἱ πωλήσεις αὐταὶ χρηματοδοτοῦνται ἀποκλειστικῶς ὑπὸ τῶν πωλητῶν.

Ἐπίσης κατὰ τὴν αὐτὴν ἐρευναν ἐξητάσθησαν καὶ οἱ τυχόν κίνδυνοι ἐκ τῆς ἐπεκτάσεως τοῦ μέτρου τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν πωλήσεων. Ἐπὶ τοῦ θέματος τούτου αἱ πλείσται χώραι ἀπήγγησαν ὅτι τυχόν κίνδυνοι πληθωρισμοῦ συνεπείᾳ τῶν πωλή-

## § 2. Διακρίσεις τῆς χρηματοδότησεως

1. Ἡ παθητικὴ χρηματοδότησις (ἢ χρηματοληψία), ἥτις, ὡς ἤδη ἐτονίσθη, πρωτίστως ἀπασχολεῖ τὰς ἐπιχειρήσεις, διακρίνεται κυρίως βάσει τῶν κάτωθι κριτηρίων<sup>1</sup>:

- Τῶν πηγῶν προελεύσεώς της.
- Τῆς ἐπαρκείας τοῦ μεγέθους της,
- Τῶν ἀφορμῶν αἰτινες προκαλοῦν ταύτην.

I. Ἀπὸ ἀπόψεως πηγῶν προελεύσεως ἡ χρηματοδότησις δυνατὸν νὰ εἶναι :

- Εἶτε φύσεως ἐσωτερικῆς (ἰδία χρηματοδότησις).
- Εἶτε φύσεως ἐξωτερικῆς (ξένη χρηματοδότησις).

α) Ἡ ἐσωτερικὴ χρηματοδότησις προκύπτει, εἶτε δι' ἀρχικῆς καταθέσεως ἢ αὐξήσεως τοῦ ἰδίου κεφαλαίου, εἶτε διὰ τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως, ἢ δὲ ἐξωτερικῆς προέροχεται ἐκ ξένου κεφαλαίου, λήξεως ἄλλοτε μὲν βραχυπροθέσμου, ἄλλοτε δὲ μακροπροθέσμου.

<sup>2</sup> Ἐν τοῖς προηγουμένοις ἐξητάσθη ἡ ἀποστολὴ τοῦ ἰδίου κεφαλαίου<sup>2</sup> ὡς μέσου ἰδίας χρηματοδοτήσεως, ἤδη διὰ νὰ συμπληρω-

σεων διὰ δόσεων θεωροῦνται μᾶλλον θεωρητικοὶ ἐφ' ὅσον αἱ ὑπὸ τῶν Τραπεζῶν χορηγοῦμεναι πιστώσεις διὰ τοιαύτας χρηματοδοτήσεις εἶναι μηδαμνίαι ἐν σέσει πρὸς τὸν ὄγκον τῶν πωλήσεων. Ἀντιθέτως μάλιστα αἱ χώραι αὐταὶ πιστεύουν ὅτι αἱ πωλήσεις μὲ δόσεις ἀσκούν εὐεργετικὴν ἐπίδρασιν ἐπὶ τῆς ζητήσεως, ὡς χαρακτηρστικὸν δὲ παράδειγμα φέρουν τὰς Η.Π.Α., ἐνθα αἱ πωλήσεις ἐπὶ πιστώσει κατὰ τὴν περίοδον 1954—55 συνέβαλον εἰς τὴν τόνωσιν τῆς δυνάμεως τῶν αὐτοκινήτων, ἥτις ἤρχισε νὰ κάμπτεται τὴν ἐποχὴν ἐκείνην.

<sup>2</sup> Ἐκ στατιστικῆς παρακολούθησεως διεπιστώθη (Βλ. Vendre, Δεκέμβριος 1961 σελ. 97) ὅτι τὰ διαρκῆ ἀγαθὰ οἰκιακῆς χρήσεως ἀγοράζονται ἐπὶ πιστώσει ὑπὸ τῶν καταναλωτῶν κατὰ τὰ ἑξῆς ποσοστά :

Χ ὤ ρ α ἰ	Συσκευαὶ τηλεοράσεως	Πλυντήρια ηλεκτρικὰ	Ψυγεῖα	Αὐτοκίνητα
Η. Π. Α. . . . .	90 %	93 %	98 %	59 %
Ἀγγλία . . . . .	75 %	87 %	20 %	28 %
Δυτικὴ Γερμανία . . . . .	21 %	25 %	32 %	26 %
Γαλλία . . . . .	13,7 %	24 %	26 %	30 %

1. Βλέπε Beckmann L., ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 27 ἐπ. Mellerowicz K., ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 53.

2. Ἡ ἴδρσις ἐπιχειρήσεων ἀνευ χρησιμοποίησεως ἰκανοῦ ποσοτοῦ ἰδίου κεφαλαίου δέον ν' ἀποτρέπεται, οὐ μόνον διὰ λόγους οἰκονομικοῦς ἀλλὰ καὶ γενικώτε-

σωμεν τὴν ἔννοιαν τῆς ἐσωτερικῆς χρηματοδοτήσεως ἀναλύομεν κατωτέρω καὶ τὴν ἔννοιαν ὡς καὶ τὰς κατηγορίας τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως.

2. Ἡ αὐτοχρηματοδότησις κατ' ἀρχὴν διακρίνεται :

— Εἰς γνησίαν καὶ

— Εἰς μὴ γνησίαν.

*Γνησία* αὐτοχρηματοδοτήσεις εἶναι ἐκείνη ἣτις ὀδηγεῖ εἰς τὴν συγκρότησιν ἰδίου κεφαλαίου διὰ τῆς μὴ διανομῆς ἀλλὰ κεφαλαιοποιήσεως τῶν πραγματοποιηθέντων ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως κερδῶν (σηματισμὸς ἀποθεματικῶν). Κατ' ἀρχὴν, καὶ ἐφ' ὅσον ἡ αὐτοχρηματοδότησις διενεργεῖται λελογισμένως καὶ ἀνταποκρίνεται πρὸς τὰς πραγματικὰς ἀνάγκας ἐπεκτάσεως τῆς ἐπιχειρήσεως, εὐνοϊκῶς ἐπιδρᾷ τόσον ἐπὶ τῆς ρευστότητος ὅσον καὶ ἐπὶ τῆς ἀποδοτικότητος ταύτης. Ἐφ' ὅσον ὁμως προκαλεῖ τὴν ὑπέρμετρον συσσώρευσιν κεφαλαίων καὶ ὀδηγεῖ εἰς ἐπενδύσεις δυναμένας νὰ προκαλέσουν παραγωγὴν προϊόντων εἰς ποσότητας δυσαναλόγους τῆς ἀπορροφητικῆς ἰκανότητος τῆς ἀγορᾶς, ἀναμφιβόλως συνεπάγεται ἀντίθετα ἀποτελέσματα.

Ἰσχυρότατα κίνητρα πρὸς αὐτοχρηματοδοτήσιν ἐμφανίζονται εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις εἰς περιόδους ἀνόδου τῆς Οἰκονομίας, ὅπote παρουσιάζονται καὶ οἱ κίνδυνοι ἐκ τῆς τυχόν ὑπερβολικῆς αὐξήσεως τῆς δυναμικότητός των. Πάντως βασικὴ προϋπόθεσις ἐπιτυχοῦς αὐτοχρηματοδοτήσεως εἶναι ἡ διαρκὴς καὶ οὐχὶ ἡ παροδικὴ ἀπασχόλησις τοῦ οὗτω πως δημιουργουμένου ἐξοπλισμοῦ καὶ γενικῶς ἡ ἀποφυγὴ ὑπερχρηματοδοτήσεως<sup>1</sup>, ἣτις διευρύνει τὸ χάσμα μεταξὺ πραγματικοῦ καὶ ἐν τῷ ἰσολογισμῷ ἐμφανιζομένου (ὀνομαστικοῦ) κεφαλαίου.

Οὕτω, θεωρητικῶς, θὰ ἠδύνατο νὰ λεχθῆι ὅτι τὰ ὄρια τῆς γνησίας αὐτοχρηματοδοτήσεως εὐρίσκονται εἰς τὸ σημεῖον ἐκείνο

ρον κοινωνικοῦς. Πράγματι τὸ διὰ μόχθου καὶ ἀποταμιεύσεως σχηματιζόμενον ἴδιον κεφάλαιον τυγχάνει πλέον προσεκτικῆς διαχειρίσεως, ἀπὸ τὰς σχετικῶς εὐκόλως χορηγουμένας ὑπὸ τῶν Τραπεζῶν πιστώσεις. Εἰς ἣν περίπτωσιν μάλιστα ἡ κειμένη οὐσιαστικὴ ἢ δικονομικὴ νομοθεσία ἢ ἀναφερομένη εἰς τὰς πιστωτικὰς συναλλαγὰς καὶ τὰ ἐν γένει πιστωτικὰ μέσα τυγχάνει χλιαρὰ ἀπὸ ἀπόψεως κυρώσεων ἢ διαδικασίας ἐπιβολῆς τούτων, οἱ κίνδυνοι ἐκ τῆς ἐπιπολαίας ἢ ἐντόνως κερδοσκοπικῆς ἢ καὶ ἐνίοτε δολίας—λόγφ ἐξυπαρχῆς γνώσεως τῆς ἀδυναμίας ἐπιστροφῆς του—προμηθείας ξένου κεφαλαίου αὐξάνουν ὑπερμέτρως, μὲ ἀποτελέσματα οὐ μόνον οικονομικὰ ἀλλὰ καὶ εὐρύτερον κοινωνικά.

1. Τυχόν ὑπερβολικὴ αὐτοχρηματοδότησις δύναται νὰ μειωθῆι δι' ἐκτάκτων διανομῶν κερδῶν, εἰς τινὰς δὲ περιπτώσεις καὶ διὰ τῆς δωρεᾶν παροχῆς μετοχῶν.

ἐνθα τὸ ποσοστὸν τοῦ πραγματικοῦ μερίσματος—ἦτοι τὸ ἀναφερόμενον εἰς τὸ πράγματι ἀπασχολούμενον καὶ οὐχὶ τὸ ὀνομαστικὸν κεφάλαιον—ἰσοῦται τοῦλάχιστον πρὸς τὸ τρέχον ἐπιτόκιον ἐκτοκισμοῦ.

3. Πέραν τῆς γνησίας αὐτοχρηματοδοτήσεως ἐκ πραγματοποιηθέντων κερδῶν ὑπάρχουν καὶ ἕτεραι δυνατότητες χρηματοδοτήσεως ἐκ τῶν εἰς τὴν ἐπιχείρησιν εἰσερχομένων καὶ προσωρινῶς ἀπελευθερουμένων διαθεσίμων μέσων, ἀρκεῖ ἡ ροῇ τῶν πληρωμῶν νὰ κατευθύνεται κατὰ τρόπον τοιοῦτον ὥστε ἐκ τῶν εἰσπράξεων νὰ προκύπτῃ τὸ μέγιστον δυνατὸν ὑπόλοιπον εἰς ἐλεύθερα διαθέσιμα μέσα. Ἐνταῦθα πρόκειται περὶ τῆς μὴ γνησίας αὐτοχρηματοδοτήσεως, εἰς ἣν περιλαμβάνονται ἅπασαι αἱ δυνατότητες χρηματοδοτήσεως τῆς ἐπιχειρήσεως διὰ μέσων ἐξοικονομουμένων ἐξ ἰδίων πηγῶν, χωρὶς ταῦτα νὰ ἀποτελοῦν κέρδη. Τὰ μέσα ταῦτα προκύπτουν<sup>1</sup>:

- Εἴτε ἐξ ἐκποιήσεως περιουσιακῶν στοιχείων.
- Εἴτε ἐκ χρησιμοποίησεως τῶν ἐξ ἀποσβέσεων ποσῶν.
- Εἴτε ἐκ παρεχομένων ὑπὸ τοῦ κράτους φορολογικῶν διευκολύνσεων.

• Ἡ ἐκποίησης περιουσιακῶν στοιχείων πρὸς ἐξέυρεσιν ρευστῶν μέσων δέον νὰ διενεργῆται μόνον ὡσάκις δὲν ὑπάρχουν ἕτεραι δυνατότητες, καὶ ἐφ' ὅσον τὰ μηχανήματα, τὰ συγκροτήματα ἐγκαταστάσεων, ἢ καὶ ὀλόκληρα τμήματα τῆς ἐκμεταλλεύσεως κατέστησαν ἄχρηστα, διότι ἔπαυσαν νὰ ἐργάζονται οἰκονομικῶς. Αἱ ἐπιχειρήσεις ὅμως, εἴτε ἐκ λόγων παραδόσεως, εἴτε διότι δὲν εἶναι πάντοτε εἰς θέσιν νὰ διαπιστώσουν ἐγκαίρως τὴν ἀντιοικονομικὴν λειτουργίαν των, δυσχερῶς ἀποχωρίζονται τούτων.

• Ἡ ἐξ ἀποσβέσεως χρηματοδότησις.—Ἡ δυνατότης χρησιμοποίησεως τῶν ἐξ ἀποσβέσεων ποσῶν ἀποτελεῖ οὐσιῶδες μέσον προμηθείας κεφαλαίων<sup>2</sup>.

Πλὴν τῆς περιπτώσεως τῆς μέσῳ τῶν ἀποσβέσεων γνησίας αὐτοχρηματοδοτήσεως—ὡς ἐπὶ παραδείγματι εἰς περίπτωσιν καθ' ἣν, συνεπείᾳ ἐξαντλήσεως τοῦ ἐπιτρεπομένου ἀνωτάτου ὀρίου κρατήσεων, ἐν μηχανικὸν συγχρότημα ἀπεσβέσθη ὀλοσχερῶς, παρὰ τὸ γεγονόςδς ὅτι τοῦτο ἐξακολουθεῖ νὰ λειτουργῇ κανονικῶς—ὑπάρ-

1. Βλέπε καὶ *Mellerowicz K.*, ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 76.

2. Βλέπε καὶ *P. Toussaint*: *L'amortissement industriel*, Paris 1953, σ. 23.

χουν και τὰ κανονικά ποσὰ τῶν ἀποσβέσεων, ἅτινα ἀναμφισβητήτως ἀποτελοῦν πηγὰς ἐφοδιασμοῦ κεφαλαίου<sup>1</sup>.

Οἱ ὑπὸ τῆς φορολογικῆς νομοθεσίας ἐκάστης χώρας θεσπιζόμενοι συντελεσταὶ ἀποσβέσεων ἀποτελοῦν τρόπον τινὰ ἔμμεσον κρατικὸν παρεμβατισμὸν καὶ ἄσκησιν οἰκονομικῆς πολιτικῆς εἰς τὸν τομέα τῶν ἐπενδύσεων, τῆς διανομῆς μερισμάτων, ὡς καὶ τῆς ἐνισχύσεως τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων. Συνήθως πρὸς τὸν σκοπὸν τοῦτον καθορίζονται συντελεσταὶ ἀποσβέσεων ἀνώτεροι τῆς πράγματι ἐπερχομένης μειώσεως τῆς ἀξίας τῶν ἀποσβεννυμένων στοιχείων ἢ υἰοθετεῖται ἡ λεγομένη ἐπιταχνομένη ἀπόσβεσις (*amortissement accéléré*).

• *Αἱ φορολογικαὶ διευκολύνσεις.*—Ἐνταῦθα πρόκειται περὶ τῶν διαφόρων φορολογικῶν διευκολύνσεων, αἵτινες ὀδηγοῦν εἰς ἀναστολήν καὶ οὐχὶ ἀπαλλαγὴν ἐκ τῆς φορολογίας τῶν κερδῶν. Πολλὰκις τὸ κράτος, ἵνα ἐνθαρρύνῃ τὰς ἐπιχειρήσεις, φορολογικῶς δίδει τὴν δυνατότητα τῆς προσωρινῆς χρησιμοποίησεως τῶν κερδῶν εἰς τὴν ἐκμετάλλευσίν των. Τοιοῦτοτρόπως, προσκαιρῶς σηματοῦνται ὑψηλὰ ἀποθεματικὰ καὶ σημαντικῶς ἀνακουφίζονται αἱ ἐπιχειρήσεις ἀπὸ ἀπόψεως ρευστότητος. Τοιαῦται δυνατότητες ἐσωτερικῆς χρηματοδοτήσεως παρεσχέθησαν μεταπολεμικῶς εἰς πλείστας χώρας<sup>2</sup> διὰ τῆς θεσπίσεως εἰδικῶν φορολογικῶν διατά-

1. Ἡ Ἑλλάς εὐνοεῖται ὑπὸ τοῦ ἰσχύοντος συστήματος ἀποσβέσεων, διὰ τοῦ ὁποίου καθίσταται δυνατὴ ἡ ἀπόσβεσις τῶν ἐπενδύσεων εἰς ρυθμὸν ταχύτερον τῶν ἄλλων χωρῶν τῆς Κοινῆς Εὐρωπαϊκῆς Ἀγορᾶς. Ἡ προνομιακὴ αὕτη κατάστασις εἶναι ἔτι σημαντικώτερα εἰς τὴν περίπτωσιν τῶν ἐπαρχιακῶν βιομηχανιῶν. Ἄν καὶ αἱ ἑλληνικαὶ ἐπιχειρήσεις ἐπὶ τοῦ παρόντος δὲν ἐπωφελοῦνται τοῦ προνομίου τούτου εἰς μεγάλην κλίμακα λόγῳ τοῦ ὅτι δὲν ἀντιμετωπίζουν μεγάλας ἐπεκτάσεις καὶ ἐκσυγχρονισμούς, ἐν τούτοις ἡ θέσις τούτων καθίσταται ἀναμφισβητήτως πλεονεκτικώτερα τῶν ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων τῶν χωρῶν τῆς Κ.Ε.Α. Πέραν τῶν ἀνωτέρω τὸ ἑλληνικὸν φορολογικὸν σύστημα προβλέπει καὶ ἄλλας ἀπαλλαγὰς εὐνοούσας ἐμμέσως τὴν χρηματοδότησιν τῶν ἐπιχειρήσεων, μεταξὺ τῶν ὁποίων σημαντικώτερα εἶναι ἡ θεσπίσθαις διὰ τοῦ Ν.Δ. 4002/1959, συμφωνῶς τῷ ὁποίῳ τὸ 50% τῶν καθαρῶν κερδῶν ἀπαλλάσσεται τοῦ φόρου μέχρι τοῦ ποσοῦ τῶν πραγματοποιηθεισῶν ἐπενδύσεων κατὰ τὴν χρονικὴν περίοδον μεταξὺ 1.10.59 καὶ 31.12.64.

2. Ἐνδεικτικῶς ἀναφέρομεν φορολογικὰς τινὰς διευκολύνσεις ἰσχυούσας εἰς χώρας τῆς Κοινῆς Εὐρωπαϊκῆς Ἀγορᾶς πρὸς τὸν σκοπὸν ἐμμέσου χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων.

Ὅτι, ἐν Γαλλίᾳ διὰ τὴν διατήρησιν τῆς παραγωγικῆς ἰκανότητος τῶν ἐπιχειρήσεων καθιερώθη σύστημα οἰονεὶ τιμῆς ἀντικαταστάσεως εἰς τὸν φορολογικὸν τομέα διὰ τὰς βιομηχανικὰς ἐπιχειρήσεις τὰς μετασηματιζούσας πρώτας ὕλας ὧν αἱ τιμαὶ λόγῳ τῆς φύσεώς των ὑφίστανται συνεχεῖς διακυμάνσεις εἰς τὴν διεθνή ἀγορὰν (ὡς μεταλλεύματα, καουτσούκ, ἀκάθαρτον πετρέλαιον, ἐλαιώδεις σπόροι κ.ο.κ.). Ἐν προ-





γ) Ἐκ τῆς κλιμακώσεως τοῦ φόρου εἰσοδήματος τῶν φυσικῶν προσώπων, καθ' ὅσον πολλάκις οἱ διευθύνοντες τὰς ἐπιχειρήσεις ἔχουν συμφέρον νὰ μὴ προβαίνουν εἰς διανομὰς κερδῶν, ἵνα ἐπωφελοῦνται τῆς υπεραξίας τῶν μετοχῶν καὶ ἀποφεύγουν ὑψηλὰ φορολογικὰ βάρη ἐπὶ τοῦ διανεμομένου μερίσματος, καὶ γενικώτερον ἐπὶ τῆς προσωπικῆς αὐτῶν φορολογίας.

Ἡ φορολογία ἐπὶ τῶν κερδῶν τῶν ἐπιχειρήσεων ἀποτελεῖ πράγματι οὐσιώδη παράγοντα αὐτοχρηματοδοτήσεως, ἰδίᾳ διὰ τὰς μικρὰς ἢ τὸ πρῶτον ἰδρυομένας ποριστικὰς μονάδας, διότι αὐταὶ ἀντιμετωπίζουν μεγαλυτέρας δυσχερείας ἐξευρέσεως τῶν ἀναγκασιούτων αὐταῖς κεφαλαίων ἐκ τῆς ἐν γένει χρηματαγορᾶς.

4. Πρὸς τὸν σκοπὸν τοῦτον καὶ ἐν τῇ προσπάθειᾳ τῆς ἐνισχύσεως τῶν μικρῶν καὶ μεσαίων, ἰδίᾳ, μονάδων, εἰς πλείστας χώρας τῆς Κοινῆς Εὐρωπαϊκῆς Ἀγορᾶς<sup>1</sup> (Βέλγιον, Ἰταλία, Λουξεμβούργον) ἐθεσπίσθησαν κανόνες προοδευτικῆς φορολογίας τῶν κερδῶν τῶν ἐπιχειρήσεων, τὰ δὲ ποσοστὰ τοῦ φόρου κλιμακοῦνται ἀναλόγως πρὸς τὸ μέγεθος τῶν ἐπιχειρηματικῶν κερδῶν.

Ἀντιθέτως εἰς τὴν Γαλλίαν ἡ φορολογία ἐπὶ τῶν κερδῶν τῶν ἀνωνύμων ἐταιρειῶν εἶναι βαρεία, ἀνέρχεται δὲ εἰς ποσοστὸν 50% ἀσχέτως μεγέθους τούτων καὶ ἀνεξαρτήτως ἐὰν ταῦτα διανεμῶνται ἢ παραμένουν ἐν τῇ ἐπιχειρήσει. Πέραν μάλιστα τοῦ ἀνωτέρω ὑψηλοῦ συντελεστοῦ κατὰ τὴν διανομὴν τῶν κερδῶν παρακρατεῖται φόρος 24%, τὸν ὅποιον ὁ μέτοχος κατὰ τὴν φορολογικὴν του δήλωσιν δὲν ἐκπίπτει ὀλοσχερῶς ἀλλὰ μόνον διὰ ποσοστὸν 18%. Τὸ ἕτερον ποσοστὸν 6%, ὅπερ δὲν ἐκπίπτεται, προσαυξάνει ἐμμέσως τὸν συντελεστὴν 50% τῶν φορολογητέων κερδῶν τῶν Α.Ε.

Καὶ ἐν Γερμανίᾳ τὰ κέρδη ἐπιχειρήσεων μορφῆς Ἀνωνύμου Ἑταιρείας φορολογοῦνται, εἴτε διανεμῶνται εἴτε μὴ, μὲ ποσοστὸν 51% (εἰς δὲ τὰς λοιπὰς ἐταιρικὰς μορφὰς μὲ συντελεστὴν 49%). Τὸ μέτρον τοῦτο ἐθεσπίσθη εἰς τὴν ἐν λόγῳ χώραν ἵνα διευκολύνεται ἡ παροχὴ μερισμάτων εἰς τοὺς μετόχους, διότι διὰ τοῦ τρόπου τούτου προσδοκᾶται ἡ ἐνθάρρυνσις τῆς κοινωνικῆς ἀποταμιεύσεως πρὸς παραγωγικὰς ἐπενδύσεις. Διότι τυχὸν ἐπὶ ἕλαττον φορολογία τῶν μὴ διανεμομένων κερδῶν ναὶ μὲν θὰ ἠῤῥξανε τὴν δυνατότητα αὐτοχρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων, ἐκ τῶν ἰδίων αὐτῶν κερδῶν, πλὴν ὁμως θὰ ἐξηφάνιζε τὸ ἐνδιαφέρον

1. Βλέπε ἀναλυτικῶς *L. Rebound: Systèmes fiscaux et Marché Commun*, Paris 1961, σελ. 231 ἐπ.

εκείνων οίτινες θὰ ἦσαν διατεθειμένοι νὰ προβοῦν εἰς ἀγορὰς μετοχῶν, λόγῳ μὴ διανομῆς μερισμάτων.

Τοιοῦτοτρόπως οἱ Γερμανοὶ ἀποβλέπουν περισσότερον εἰς τὴν χρηματοδότησιν τῶν ἐπιχειρήσεων μέσῳ τῆς ὁμαλῆς καὶ κανονικῆς κυκλοφορίας τῶν μετοχῶν παρὰ εἰς τὴν δι' ἀπαλλαγῆς ἢ μειώσεως τοῦ φόρου τῶν ἀδιανεμήτων κερδῶν δημιουργίαν εὐνοϊκῶν προϋποθέσεων αὐτοχρηματοδοτήσεως.

5. Ἐν Ἑλλάδι καὶ ἐν τῷ πλαισίῳ τῶν φορολογικῶν διευκολύνσεων πρὸς ἐνίσχυσιν τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων συνεχῶς λαμβάνεται μέριμνα καὶ θεσπίζονται διατάξεις εὐνοοῦσαι τὰς ἐπιχειρήσεις εἰς τὸν τομέα τοῦτον.

Πλὴν τοῦ ἀνωτέρω ἀναφερθέντος νόμου 4002/1959 καὶ τοῦ προϋπάρχοντος Ν.Δ. 2176/1952 περὶ « ἀποσβέσεων ἐπαρχιακῶν βιομηχανιῶν » ἐσχάτως ἐξεδόθησαν :

α) Τὸ Ν.Δ. 3765/1957, διὰ τοῦ ὁποίου τὰ ἀνώτατα ὄρια ἀποσβέσεων (τακτικῶν καὶ προσθέτων<sup>1</sup>) εἰς τὰς παραγωγικὰς ἐπιχειρήσεις αὐξάνονται κατὰ 50% ἐφ' ὅσον αὐταὶ προβαίνουν εἰς τὴν δημιουργίαν καινουργῶν ἐγκαταστάσεων ἢ ἀγορὰν νέων μηχανημάτων κατὰ τὸ διάστημα ἀπὸ 1/1/58—31.12.62 καὶ ἀνεξαρτήτως τόπου ἐγκαταστάσεως τῶν ἐπιχειρήσεων. Ὅμοιος τὸ αὐτὸ Ν.Δ. (ἄρθρ. 9 παρ. 1) ὀρίζει ὅτι ἡ προκύπτουσα ὑπεραξία ἐκ τῆς πωλήσεως μηχανημάτων ἢ βιομηχανικῶν ἐγκαταστάσεων δὲν ὑπόκειται εἰς φόρον εἰσοδήματος ἐφ' ὅσον ἤθελε χρησιμοποιηθῆ ὡς πρόσθετος ἀπόσβες ἐτέρων μηχανημάτων καὶ ἐν γένει βιομηχανικῶν ἐγκαταστάσεων.

Διὰ τοῦ ἀνωτέρω μέτρου δὲν ἀπαλλάσσεται φορολογικῶς ἡ ὑπεραξία, ἢ προκύπτουσα ἐκ τῆς πωλήσεως μηχανημάτων ἢ βιομηχανικῶν ἐγκαταστάσεων, ἀλλ' ἀπλῶς γίνεται χρονικὴ μεταθέσις ταύτης ἵνα παρασχεθῶν τὰ μέσα διὰ τὴν ἀνανέωσιν τοῦ τεχνικοῦ ἐξοπλισμοῦ τῶν ἐπιχειρήσεων. Δηλαδὴ ἐνταῦθα πρόκειται περὶ χρονικῆς μετατοπίσεως τῆς φορολογίας εἰς τὸ μέλλον.

β) Τὸ Ν.Δ. 4256/1962 περὶ « ἰδρύσεως καὶ ἐπεκτάσεως βιομηχανιῶν καὶ βιοτεχνιῶν » δι' οὗ παρέχονται ὠρισμένα φορο-

1. Ὡς πρόσθετοι ἀποσβέσεις νοοῦνται, κατὰ τὴν ἰσχύουσαν νομοθεσίαν μας, αἱ δυνάμει τοῦ Α.Ν. 942/49 (ὡς ἐτροποποιήθη διὰ τοῦ Ν.Δ. 2901/54) ἐπὶ πλέον τῶν τακτικῶν, 2,5% διὰ τὰ κτίσματα καὶ 6% διὰ τὰ μηχανήματα, ἀλλὰ μόνον ἐπὶ τῶν ἀπὸ 22.10.47 καὶ ἐφεξῆς ἐνεργηθειῶν σχετικῶν δαπανῶν. Πρόσθετοι ἀποσβέσεις δὲν ἐνεργοῦνται ἐπὶ τῶν ἐπίπλων καὶ σκευῶν. Βλέπε ἀπόφασιν Ἐλεγκτικοῦ Συνεδρίου 216/1959.

λογικαὶ διευκολύνσεις εἰς τὰς νεοῖδρουμένας ἢ ἐπεκτεινομένας ἐπιχειρήσεις. Αὗται συνοψίζονται εἰς τὰ ἀκόλουθα :

- Ἐπέκτασις διευκολύνσεως περὶ ἀναβολῆς φορολογίας ὑπερ-αξίας προσφερομένων εἰδῶν (Ν.Δ. 3765/57) καὶ προκειμένου περὶ συγχωνεύσεως βιομηχανικῶν ἢ βιοτεχνικῶν ἐπιχειρήσεων οἰασδήποτε νομικῆς μορφῆς (εἴτε ἀτομικῶν εἴτε ἐταιρικῶν) πρὸς δημιουργίαν νέας ἐπιχειρήσεως ὑπὸ μορφήν ἀνωνύμου ἐταιρείας ἢ ἐταιρείας περιορισμένης εὐθύνης ἢ καὶ προσωπικῆς ἐταιρείας, ἐφ' ὅσον αἱ συγχωνεύμεναι ἐπιχειρήσεις ὑφίστανται κατὰ τὴν 19/10/62 (ἡμερομηνία ἐνάρξεως ἰσχύος τοῦ Ν.Δ. 4256/62).

- Μεταφορὰ εὐεργετήματος Ν.Δ. 4002/1959 εἰς νεοῖδρουμένην ἀνωνύμον ἐταιρείαν ἢ ἐταιρείαν περιορισμένης εὐθύνης προερχομένην ἐκ συγχωνεύσεως ἢ μετατροπῆς βιομηχανικῶν ἢ βιοτεχνικῶν ἐπιχειρήσεων.

- Ἀπαλλαγὴ τοῦ φόρου μεταβιβάσεως τοῦ προβλεπομένου ὑπὸ τοῦ ἀρθρ. 12 τοῦ Ν.Δ. 3765/57, καὶ ἐπὶ συγχωνεύσεως βιομηχανικῶν ἢ βιοτεχνικῶν οἰασδήποτε νομικῆς μορφῆς ἐφ' ὅσον ἡ ἰδρυθησομένη ἐπιχειρήσις λάβει τὴν ἐταιρικὴν μορφήν τῆς ἀνωνύμου, προσωπικῆς, ἢ καὶ περιορισμένης εὐθύνης.

- Ἀπαλλαγὴ ἐκ τελῶν χαρτοσήμου κατὰ τὰς μεταβιβάσεις ἐν περιπτώσει συγχωνεύσεως.

- Ἀπαλλαγὴ ἐκ τοῦ Φ.Κ.Ε. τῶν προϊόντων τῆς ἐγχωρίου βιομηχανίας ἅτινα διατίθενται εἰς δικαιούχους ἀτελείας.

6. β) Ἡ ἐξωτερικὴ χρηματοδότησις πραγματοποιεῖται διὰ τῆς προσφυγῆς εἰς τὸ ξένον κεφάλαιον, ὅπερ διακρίνεται εἰς διαφόρους κατηγορίας βάσει τῶν ἀκολούθων κριτηρίων, κυριώτερον τῶν ὁποίων ἀπὸ ἀπόψεως χρηματοδοτήσεως εἶναι τὸ τῆς χρονικῆς χρησιμοποίησός του. Οὕτω ἀναλόγως :

- Τοῦ εἴδους : εἰς κεφάλαιον εἰς χρῆμα, εἰς ἐμπορεύματα καὶ εἰς ἐγγυήσεις.

- Τῆς ἐξασφαλίσεως : εἰς κεφάλαιον ἀκάλυπτον (ἢ προσωπικόν) καὶ κεκαλυμμένον.

- Τῆς χρονικῆς χρησιμοποίησός του : εἰς κεφάλαιον βραχυπρόθεσμον, μεσοπρόθεσμον καὶ μακροπρόθεσμον.

Τὸ βραχυπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον εἰσέρχεται εἰς τὴν ἐπιχείρησιν :

- Εἴτε ὑπὸ τύπον ἐμπορευματικῶν πιστώσεων.

1. Βλ. Μ. Γεωργιάδης : Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων, σελ. 171 ἐπ.

— Εἴτε ὑπὸ τύπον τραπεζικῶν πιστώσεων (ἦτοι: τρεχομένου λογαριασμοῦ, προεξοφλητικῆς πίστεως, ἀνοίγματος ἐνεγγύου ἀνεκκλήτου πιστώσεως κ.λ.π.).

Τὸ μακροπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον εἰσρέει πάλιν εἰς τὴν ἐπιχείρησιν :

- Εἴτε ὑπὸ τὴν μορφήν ὁμολογιακοῦ δανείου.
- Εἴτε ὑπὸ τὴν μορφήν ἀτομικοῦ ἐνυποθήκου δανείου.

7. Ἐνῶ ἡ ἐσωτερικὴ χρηματοδότησις δύναται συνήθως νὰ διενεργηταί ἀπεριορίστως, ἡ ἐξωτερικὴ ἀντιθέτως προσκρούει εἰς ὀρισμένα ὄρια, ἐπιβαλλόμενα εἴτε ἔξωθεν, εἴτε καὶ ἐσωθεν.

Ὅρια ἐπιβαλλόμενα ἔξωθεν εἶναι οὐ μόνον ἡ ἐξέλιξις τῆς Οἰκονομίας καὶ ἡ ἐκ ταύτης προσδοκωμένη διάθεσις τῶν προϊόντων τῆς ἐπιχειρήσεως, ἀλλὰ καὶ ἡ διαμορφωμένη ἐκάστοτε ἐν τῇ ἀγορᾷ χρήματος καὶ κεφαλαίου γενικωτέρα ἢ ειδικωτέρα ψυχολογία τῶν ἐν γένει κεφαλαιούχων. Διὰ τὴν ἐδραΐωσιν εὐνοϊκοῦ πιστωτικοῦ κλίματος ἡ ψυχολογία αὕτη ἀποφασιστικῶς ἐπηρεάζεται ἐκ τῶν ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως παρεχομένων ἐν γένει ἀσφαλειῶν, ἐνῶ ἡ ἐκτίμησις τῆς ἀναμενομένης μελλοντικῆς προσόδου δευτερευόντως μόνον ἔρηνύεται.

Ὅμοιως ὄρια ἐπιβαλλόμενα ἔξωθεν εἶναι καὶ αἱ ὑφιστάμεναι διὰ τὴν ὑπὸ χρηματοδότησιν ἐπιχείρησιν εἰδικαί συνθήκαι ἀνταγωνισμοῦ εἰς τὴν διεθνή ἀγοράν. Τοῦτο βεβαίως ἀφορᾷ τὰς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις αἵτινες συναντοῦν ὀξύτατον ἀνταγωνισμόν ἐκ μέρους ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων τῆς ἀλλοδαπῆς, λόγῳ παροχῆς ὑπὸ τούτων μεγάλων διευκολύνσεων πληρωμῆς εἰς τοὺς πελάτας των.

Τυχὸν ξένη χρηματοδότησις πρὸς ἀντιμετώπισιν τοιοῦτου ἀνταγωνισμοῦ θὰ ἀπέβαινε λίαν ἐπικίνδυνος<sup>1</sup>, ἰδίᾳ μάλιστα ἐὰν αἱ συνθήκαι τῆς ἐσωτερικῆς χρηματαγορᾶς τυγχάνουν δυσμενέστεραι τῆς ἀλλοδαπῆς τοιαύτης.

Πλὴν ὁμως τῶν ἔξωθεν ἐπιβαλλομένων ὀρίων ὑπάρχουν καὶ ὄρια ἐπιβαλλόμενα ἐξ αὐτῆς ταύτης τῆς ἐσωτερικῆς πλευρᾶς τῆς ἐπιχειρήσεως. Οὕτω ἡ παγία περιορῶσα δέον νὰ χρηματοδοτῆται κυρίως μὲ ἴδιον κεφάλαιον καὶ νὰ ὑπάρχη λελογισμένη σχέσις μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου. Ἡ σχέσις ὁμως αὕτη

1. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας πρὸς κατάκτησιν ἢ διατήρησιν τῆς ξένης ἀγορᾶς θὰ ἠδύνατο ἴσως νὰ υἰοθετηθῇ πολιτικὴ πωλήσεως βάσει διαφορικοῦ κόστους ἢ ἔστω καὶ ἀσκησις ἐμμέσων ντάμπινγκ. Τοιαύτη ὁμως πολιτικὴ ἐξαρτᾶται καὶ ἐκ τῶν περιθωρίων τοῦ δασμολογίου τῆς εἰσαγωγῆς ξένης χώρας.

φυσικά δὲν δύναται νὰ καθορισθῇ ἐπακριβῶς καὶ δι' ὅλας τὰς περιπτώσεις, καθ' ὅσον ποικίλλει κατὰ κλάδους ἐπιχειρήσεων.

Κανόνες ἰσχύοντες γενικῶς ἢ ἔστω καὶ κατὰ κλάδους ἐπιχειρήσεων, βάσει τῶν ὁποίων νὰ προσδιορίζεται ἡ ὄριακή σχέση μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου, δὲν ὑφίστανται, διότι ἐκάστη ἐπιχειρήσις παρουσιάζει ἰδίαν ἀτομικότητα καὶ πρέπει νὰ κρίνεται ἰδιαιτέρως ὅσον ἀφορᾷ τὴν διάρθρωσιν τῆς χρηματοδοτήσεώς της, ἥτις ἐν πολλοῖς ἐξαρτᾶται ἐκ τῶν ἰκανοτήτων καὶ τῆς προσωπικότητος τοῦ ἐπιχειρηματίου. Πάντως θεωρητικῶς τὰ ὄρια τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως κείνται εἰς τὸ σημεῖον ἐκεῖνο εἰς ὃ συνδυάζονται: ἡ ρευστότης, ἡ ἀσφάλεια καὶ ἡ ἀποδοτικότητα.

8. Οὕτω, καὶ ἐφόσον εἰδικώτεροι λόγοι δὲν ἀπαιτοῦν ἰδιαιτέραν ρύθμισιν, κατὰ τὸν προσδιορισμὸν τοῦ ὕψους τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως, ἰσχύουν αἱ κάτωθι ἀρχαί<sup>1</sup>:

α) Ἡ ξένη χρηματοδότησις δέον ν' ἀποφασίζεται καὶ νὰ χρησιμοποιῆται μετὰ μεγάλης περισκέψεως.

β) Πρέπει νὰ διατηρῆται παρὰ τῆς ἐπιχειρήσεως διαρκῆς ἰκανότης πληρωμῆς καὶ δὴ πρὸς ἐξυπηρέτησιν τοῦ τόκου καὶ τοῦ χρεωλυσίου.

γ) Αἱ πωλήσεις δέον νὰ προγραμματίζωνται βάσει μειωμένου καὶ οὐχὶ κανονικοῦ κύκλου ἐργασιῶν, ὥστε, ἐν περιπτώσει περιορισμοῦ τῆς καταναλώσεως καὶ τῆς συνεπείᾳ τούτου μειώσεως τῆς ἀπασχολήσεως, νὰ περιορίζωνται οἱ κίνδυνοι τόσον τῆς ρευστότητος (ἰδίᾳ ἐπὶ βραχυπροθέσμου δανείου) ὅσον καὶ τῆς ἀποδοτικότητος (λόγω τοῦ ἐκ τῶν τόκων δημιουργουμένου σταθεροῦ κόστους).

Πρὸς ἐπιτυχῆ ἀντιμετώπισιν τοῦ ἀνωτέρω προβλήματος καὶ διὰ τὸν καθορισμὸν τοῦ ἐλαχίστου κύκλου ἐργασιῶν ὡς ὀρίου διὰ τὴν ἀνάληψιν πιστώσεως ἐπιβάλλεται ἡ λεπτομερῆς ἔρευνα τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς (marketing research)<sup>2</sup>.

δ) Εἰς περίπτωσιν καθ' ἣν ἐξασφαλίζεται ὑψηλὸν ἐπίπεδον ἐλαχίστης καταναλώσεως (κύκλου ἐργασιῶν), ὁ βραχυπρόθεσμος δανεισμὸς δὲν συνεπάγεται κινδύνους, ἀλλὰ δύναται, μάλιστα

1. Βλέπε *Mellerowicz K.*, ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 81 ἐπ. *De Fossé G.*, ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 61 ἐπ. καὶ *Schmaltz K.*, εἰς *Bilanz und Betriebsanalyse*, Stuttgart 1931, σελ. 209.

2. Λεπτομερῶς περὶ τοῦ τρόπου διενεργείας τῆς ἐρεύνης τῆς ἀγορᾶς βλέπε *Μ. Γεωργιάδου*: *Τεχνικὴ ἐρεύνησ καὶ κατακτῆσεως τῆς Ἀγορᾶς (Marketing)*, Ἀθῆναι 1961.

κατ' ἐξαίρεσιν τοῦ κανόνος, νὰ καλύψῃ καὶ ἀνάγκας χρηματοδοτήσεως παγίων ἐπενδύσεων.

ε) Ἐπὶ ἐπεκτάσεως τῶν ἐπενδύσεων, ὁ προσδιορισμὸς τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου δὲν πρέπει νὰ περιορισθῇ μόνον εἰς τὰς ἐγκαταστάσεις, διότι ἡ ἀνάγκη χρηματικῶν μέσων ἐπιτείνεται καὶ ἐκ τοῦ λόγου αὐξήσεως τῶν ἡμερημισθίων, τῶν ἀποθεμάτων, ὡς καὶ τοῦ ὕψους τῶν πρὸς τοὺς πελάτας πιστώσεων.

Ἡ χρηματοδότησις τῶν ἀνωτέρω δέον νὰ εἶναι ἐξησφαλισμένη, πρὸς εὐρυθμὸν λειτουργίαν τῆς τε παραγωγῆς καὶ τῆς διαθέσεως.

Παρουσιασθησομένη τυχὸν διαφορὰ μεταξὺ ἀναμενομένης αὐξήσεως τῶν πωλήσεων καὶ ἀνάγκης κεφαλαίου πρὸς κάλυψιν τῶν ἀνωτέρω ἠϋξημένων ἀπαιτήσεων δέον νὰ καλυφθῇ δι' ἰδίας χρηματοδοτήσεως.

στ) Ἀπαιτεῖται ὀρθολογικὴ ὀργάνωσις τῶν ἀποθεμάτων πρὸς περιορισμὸν τῶν πληρωμῶν. Πράγματι, διὰ τῆς λελογισμένης μειώσεως τῶν πάσης φύσεως ἀποθεμάτων ἀποφεύγεται ἡ ὑπέρμετρος δέσμευσις κεφαλαίου καὶ οὕτω ἀπελευθεροῦνται διαθέσιμα μέσα.

ζ) Τέλος πρέπει νὰ τονισθῇ ὅτι, πλὴν τῶν προβλημάτων ρευστότητος καὶ τῶν κινδύνων τῶν προκαλουμένων ἐκ τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως, δημιουργοῦνται καὶ προβλήματα κοστολογήσεως, ἥτοι ἀκριβοῦς λογισμοῦ τῶν ἐξόδων χρηματοδοτήσεως, ὡς καὶ ἀναλύσεως τόσον τῶν ἐν γένει ἐπιβαρύνσεων ὅσον καὶ τῆς ἐπιτυγχανομένης ἀποδοτικότητος, εἰς τοὺς διαφόρους βαθμοὺς τῆς ἀποσχολήσεως.

Ἐκ τῶν ἀνωτέρω ἀρχῶν καταδεικνύεται ὅτι διὰ τὴν ἐπιτυχῆ ἀντιμετώπισιν τῶν προβλημάτων τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως δὲν ἀρκεῖ ἀπλῆ ἀνάλυσις τοῦ ἰσολογισμοῦ, ἀλλ' ἀπαιτεῖται κατάρτισις λεπτομεροῦς χρηματοοικονομικοῦ σχεδίου, διὰ τοῦ ὁποίου παρακολουθεῖται τὸ ὅλον ρεῦμα καὶ αἱ προθεσμιαὶ τῶν πληρωμῶν, ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὰς πωλήσεις καὶ τὴν διακύμανσιν τῆς ἀποσχολήσεως.

II. Ἀπὸ ἀπόψεως ἐπαρκείας τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου ἡ χρηματοδότησις διακρίνεται<sup>1</sup>:

- Εἰς ὁ μ α λ ἦ ν ἢ κανονικὴν χρηματοδότησιν.
- Εἰς ὑ π ο χ ρ η μ α τ ο δ ὴ τ η σ ι ν.
- Εἰς ὑ π ε ρ χ ρ η μ α τ ο δ ὴ τ η σ ι ν.

1. Βλέπε Beckmann: Die Betriebswirtschaftliche Finanzierung, Stuttgart 1956, σελ. 27 ἐπ.

• *‘Ομαλή* ἢ *κανονική* χρηματοδότησις εἶναι ἐκείνη καθ’ ἣν ὑφίσταται ἐπάρκεια κεφαλαίων. Βασικῶς δύναται νὰ λεχθῆ ὅτι ἐπιχειρησίς τις ὀμαλῶς χρηματοδοτεῖται ὅταν τόσον αἱ διαρκεῖς ὅσον καὶ αἱ τρέχουσαι εἰς κεφάλαιον ἀνάγκαι τῆς εἶναι οὕτω πως διηρθρωμένοι, ὥστε νὰ μὴ ἐμφανίζωνται χρηματοοικονομικὰ ἐμπόδια κατὰ τὴν λειτουργίαν τῆς. Ἐπομένως ἡ ὀμαλή ἢ κανονική χρηματοδότησις δὲν πρέπει νὰ θεωρῆται φαινόμενον στατικόν, ἀλλὰ δυναμικόν δεδομένου ὅτι δέον ν’ ἀποτελῆ διαρκῆ φροντίδα ἐπιτυχῶς προμηθείας καὶ διαθέσεως τοῦ ἀπαραιτήτου κεφαλαίου ἐν ὄψει γεγονότων καὶ ἐπιδράσεων φύσεως ἐπιχειρηματικῆς, ἀλλὰ καὶ ἐξωεπιχειρηματικῆς.

• *‘Υποχρηματοδότησις* εἶναι ἡ περίπτωση καθ’ ἣν ἡ ἐπιχείρησις διαθέτει χρηματικὰ ἐν γένει μέσα ὀλιγώτερα ἐκείνων ἅτινα ἀπαιτοῦνται διὰ τὴν ὀμαλὴν καὶ ἀπρόσκοπτον λειτουργίαν τῆς, γεγονὸς ὅπερ ἐξαναγκάζει ταύτην νὰ καταφεύγῃ εἰς συνεχεῖς δανεισμοὺς ἢ ἀνανεώσεις, πολλάκις λίαν ἐπαχθεῖς, τῶν ὀφειλῶν τῆς, ἵνα δυνηθῆ ν’ ἀντιμετωπίσῃ τὰς ληξιπροθέσμους ὑποχρεώσεις τῆς καὶ οὕτω διατηρήσῃ τὸν ἀναγκαῖον βαθμὸν ρευστότητός τῆς. Ἡ μόνιμος ἔλλειψις ρευστότητος εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις ἀποτελεῖ δεῖγμα χρονίας ὑποχρηματοδοτήσεως, ἐφ’ ὅσον δὲ καθίσταται ἐκ τῶν πραγμάτων ἀδύνατος ἡ θεραπεία ταύτης, μοιραίως ἡ οἰκονομικὴ μονὰς τελεῖ ὑπὸ λανθάνουσας διάλυσιν.

9. Ἡ ὑποχρηματοδότησις, ὁσάκις ἐκδηλοῦται εἰς τὰ πλαίσια τῆς κυκλοφοροῦσης περιουσίας, χαρακτηριστικὸν γνώρισμα ἔχει, πλὴν τῆς ἀδυναμίας διατηρήσεως ἐπαρκῶς ρευστότητος, καὶ τὴν ἀνικανότητα ταύτης ὅπως ἐξασφαλίσῃ κανονικὴν καὶ εὐρυθμὸν παραγωγικὴν ἀπασχόλησιν λόγῳ ἀδυναμίας ἐγκαίρου προμηθείας πρώτων ἢ βοηθητικῶν ὑλῶν ἢ τῆς συγκροτήσεως τῶν ἀπαραιτήτων ἐκ τούτων ἀποθεμάτων. Ἀλλὰ καὶ τὸν τομέα τῆς διαθέσεως πλήττει ἡ ὑποχρηματοδότησις, τὸ μὲν διότι καθιστᾷ ἀδύνατον τὴν δημιουργίαν τῶν ἀναγκαίων ἀποθεμάτων ἐτοιμῶν προϊόντων, τὸ δὲ διότι ἀποτρέπει τὴν πρὸς τοὺς πελάτας χορήγησιν τῶν ἀπαραιτήτων διὰ τὴν προώθησιν τῶν πωλήσεων πιστώσεων.

Ἡ εἰς τὸν τομέα τῆς παγίας περιουσίας ἐκδήλωσις τῆς ὑποχρηματοδοτήσεως συνεπάγεται τὴν ἑλλιπῆ πραγματοποίησιν τῶν ἀναγκαίων εἰς ἐγκαταστάσεις καὶ ἐν γένει μηχανικὸν ἐξοπλισμὸν ἐπενδύσεων, μὲ ἀποτέλεσμα τὴν ἐντατικὴν ἀπασχόλησιν τούτων ἵνα δύνανται ν’ ἀνταποκρίνωνται πρὸς τὸ ἐκάστοτε τιθέμενον πρόγραμμα παραγωγῆς. Ἀλλὰ ἡ τυχὸν ὑπερφόρτωσις τοῦ



μηχανικοῦ ἐξοπλισμοῦ, πλὴν τῆς ἀνάγκης χρησιμοποιοῦσεως καὶ νυκτερινῆς ἐργασίας—ἥτις εἰς πλείστας περιπτώσεις ὀδηγεῖ εἰς ἠϋξημένον κόστος παραγωγῆς οὐ μόνον λόγῳ προσθέτων ἀμοιβῶν ἀλλὰ καὶ λόγῳ μειωμένης ποσοτικῆς ἢ ποιοτικῆς ἀποδόσεως—συνεπάγεται συχνότερας βλάβας, ἢ διακοπὰς, προσθέτους ἐπισκευάς, ἀντικαταστάσεις καὶ συντηρήσεις καὶ ὡς ἐκ τούτου ὑπερμετρον ἀΐξισιν τοῦ σχετικοῦ τεχνικοπαραγωγικοῦ κόστους.

Τούτου ἕνεκα καὶ ἐπειδὴ ἡ ὑποχρηματοδότησις εἰς τὸν τομέα τῆς παγίας περιουσίας ἐκδηλοῦται κατὰ τρόπον ἐντονώτερον καὶ καθίσταται ἐπαχθεστέρα ἐκείνης ἣτις ἀναφέρεται εἰς τὴν κυκλοφοροῦσαν περιουσίαν, αἱ ἐπιχειρήσεις δεόν ταχέως νὰ διαγιγνώσκουν καὶ ἐγκαίρως ν' ἀντιμετωπίζον ταύτην.

10. Ἡ ὑποχρηματοδότησις εἰς τὸν τομέα τῶν παγίων ἀντιμετωπίζεται ἐν μέρει μὲν ὀργανωτικῶς, ἐν μέρει δὲ χρηματοοικονομικῶς.

Ἡ πρὸς ἀμφοτέρους τοὺς τομεις τῆς περιουσίας (παγίας-κυκλοφορούσης) ἐκδηλουμένη ὑποχρηματοδότησις δύναται νὰ θεωραπευθῇ :

- Διὰ τῆς προχρηματοδοτήσεως.
- Διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως μέσῳ προκαταβολῶν, ἢ τέλους
- Διὰ τῆς μισθώσεως κινήτων ἢ παγίων ξένης ἰδιοκτησίας.

Αἱ δύο πρῶται περιπτώσεις ἀπὸ ἀπόψεως χρόνου περιλαμβάνονται μεταξὺ τῆς βραχυπροθέσου χρηματοδοτήσεως, ἐνῶ ἡ τελευταία εἶναι συνήθως μακροπροθέσου φύσεως.

11. α) Ὡς προχρηματοδότησιν (préfinancement) νοοῦμεν τὴν ἀνάληψιν βραχυπροθέσου ξένου κεφαλαίου διὰ τὴν προσωρινὴν κάλυψιν μακροπροθέσου ἀναγκῶν καὶ μέχρι τῆς ἐξοφλήσεώς του δι' ἰδίον ἢ μακροπροθέσου ξένου κεφαλαίου. Συχνὰ εἰς τὴν πρᾶξιν τὸ φαινόμενον τοῦτο χαρακτηρίζεται ὡς ἐνδιάμεσος ἢ γερφωστικὴ χρηματοδότησις.

Εἰς τὴν σύγχρονον βιομηχανικὴν οἰκονομίαν ἡ χρηματοδότησις τοῦ ἀρχικοῦ ἐξοπλισμοῦ πραγματοποιεῖται, κατὰ κανόνα, οὐχὶ δι' ὀριστικῆς ἀναλήψεως τοῦ συνολικῶς ἀπαιτουμένου κεφαλαίου, ἀλλὰ διὰ προχρηματοδοτήσεως. Οὕτω προοίους τῆς ἀνεγέρσεως τῶν ἐγκαταστάσεων αἱ ἀναλαβοῦσαι τὴν χρηματοδότησιν Τράπεζαι ἐξοφλοῦν τὰ εἰς αὐτὰς ἀποστελλόμενα τιμολόγια τῶν ἐργολάβων οἰκοδομῶν, τῶν προμηθευτῶν μηχανημάτων κ.ο.κ., μέχρι τοῦ ὕψους τῆς καθορισθείσης ἐνδιαμέσου πιστώσεως. Ἄμα τῷ πέρατι

τῶν ἐργασιῶν ἐξοφλεῖται ἢ πίστωσις, εἴτε διὰ καταθέσεων τῶν ἐταίρων εἴτε, σπανιότερον, δι' ἐνυποθήκου δανείου.

Ἡ προχρηματοδότησις ἐπίσης συναντᾶται καὶ εἰς τὸ ἐξαγωγικὸν ἐμπόριον<sup>1</sup>.

Πολλάκις ἡ προχρηματοδότησις ἐπιβάλλεται καὶ λόγῳ προσωρινῶν δυσμενῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς κεφαλαίου (μακροπροθέσμου δανεισμοῦ). Δηλαδή ἐν προκειμένῳ καὶ λόγῳ τῆς καταστά-

1. Ἐν Γαλλίᾳ, διὰ τὴν προώθησιν τῶν ἐξαγωγῶν, μεταξὺ τῶν ἄλλων διοικητικῆς φύσεως διευκολύνσεων, παρέχεται εἰς τοὺς ἐξαγωγεῖς καὶ προχρηματοδότησις διὰ τὴν προμήθειαν πρώτων ὑλών, τὴν βιομηχανοποίησιν τούτων καὶ τὴν συγκρότησιν τῶν ἀπαραιτήτων ἀποθεμάτων διὰ τὴν ταχείαν ἐκτέλεσιν ἐνδεχομένων παραγγελιῶν. Ἡ τοιαύτη προχρηματοδότησις χορηγεῖται: α) εἴτε ἀνευ προηγουμένου κλεισίματος παραγγελιῶν, τοῦ μεγέθους ταύτης ἐξαρτωμένου ἐκ τῆς ὑπὸ τῆς τραπέζης ἐκτιμωμένης ικανότητος ἐξαγωγῆς, εἴτε β) κατόπιν κλεισίματος παραγγελίας, ὅποτε καὶ χρηματοδοτεῖται μὲ ποσοστὸν 50-70% ἐπὶ τῆς ἀξίας ταύτης. Βλέπε *Maurin R.*: Les financements des Exportations, Paris 1960. Καὶ παρ' ἡμῶν ἀπὸ τοῦ ἔτους 1959 ἡ Νομοματικὴ Ἐπιτροπὴ, πρὸς διευκόλυνσιν τῶν ἐξαγωγῶν παρέσχε σημαντικὰ χρηματοοικονομικὰ διευκολύνσεις πρὸς τὰς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις. Οὕτω κατ' ἀρχὴν ἐθεσπίσθη ὅτι τὸ ἀνώτατον ὄριον ἐπιτοκίου τῆς παρεχομένης πρὸς τὸν σκοπὸν τούτου χρηματοδοτήσεως ἐκ μέρους τῶν Τραπεζῶν ἀνέρχεται εἰς 6%, πλέον προμηθείας 1% ἐτησίως. Ἐπίσης οἱ ἐξαγωγεῖς προκειμένου νὰ χρηματοδοτηθοῦν ἀπαλλάσσονται τῆς ὑποχρέωσως προσκομίσεως εἰς τὰς Τραπεζὰς πιστοποιητικῶν φορολογικῆς καὶ ἀσφαλιστικῆς ἐνημερότητος. Εἰδικώτερον ἡ χρηματοδότησις τῶν ἑλληνικῶν ἐξαγωγικῶν ἐπιχειρήσεων διενεργεῖται διὰ τῶν ἀκολουθῶν τρόπων:

α) Διὰ προχρηματοδότησεως τῶν ἐμπορικῶν ἢ βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων διὰ τὴν συγκέντρωσιν, συσκευασίαν ἢ παραγωγικὴν ἐπεξεργασίαν τῶν πρὸς ἐξαγωγὴν εἰδῶν, ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν βεβαίως ὅτι αἱ ἐξαγωγικαὶ ἐπιχειρήσεις προσεκόμισαν στοιχεῖα, ἐξ ὧν ἀποδεικνύεται ἡ πραγματοποίησις τῆς ἐξαγωγῆς καὶ ἐφ' ὅσον ἡ ἐξαγωγή καὶ ἡ ἐξόφλησις τῆς προχρηματοδοτήσεως διενεργοῦνται ἐντὸς τῶν τασσομένων ἐκίστετε προθεσμιῶν.

β) Διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως ἐπὶ φορτωτικῶν ἐγγράφων ἐνεργηθειῶν ἐξαγωγῶν, παραδιδομένων εἰς τὴν Τράπεζαν πρὸς εἰσπραξίν.

γ) Διὰ τῆς χρηματοδοτήσεως ἀνοιγομένων ὑπὲρ ἑλληνικῶν ἐξαγωγικῶν ἐπιχειρήσεων ἐνεργῶν πιστώσεων καὶ διὰ χρονικὸν διάστημα ἴσον πρὸς τὴν διάρκειαν τῆς ἐνεργῆς πιστώσεως.

Δύναται ἐπίσης, κατόπιν ἀποφάσεως τῆς ὑποεπιτροπῆς πιστώσεων τῆς Ν.Ε., νὰ διενεργηθῇ χρηματοδότησις ἐξαγωγῶν μὲ προθεσμιακῶν διακανονισμῶν ἀνώτερον τῶν 6 μηνῶν ἢ καὶ δι' ἐξαγωγῆν ἐπὶ παρακαταθήκῃ.

Τέλος, ὑπὸ τὰς προϋποθέσεις τῆς ὑπ' ἀριθ. 1139/60 ἀποφάσεως τῆς Ν.Ε. ἐπιτρέπεται ἡ χορηγήσις μεσοπροθέσμων τραπεζικῶν δανείων εἰς τὰς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις διὰ τὴν ἀνανέωσιν τῶν ἐν γένει ἐγκαταστάσεών των. Τὸ ποσοῦν τοῦ δανείου δὲν δύναται νὰ ὑπερβῇ τὸ 70% τῆς προβλεπομένης πρὸς τὸν σκοπὸν τούτου δαπάνης. Ἡ διάρκεια τούτου εἶναι μέχρι 7 ἐτῶν, τὸ δὲ ἐπιτόκιον ἀνέρχεται εἰς 7%, πλέον προμηθείας 1% ἐτησίως.

σεως τῆς ἀγορᾶς κεφαλαίου κατ' ἀρχὰς μὲν ἀντιμετωπίζονται αἱ ἀνάγκαι διὰ βραχυπροθέσμων πιστώσεων, εἶτα δέ, ὑπὸ εὐμενεστέρων περιστάσεων, ἐπακολουθεῖ ἡ ἐκδοσις ὁμολογιακοῦ δανείου<sup>1</sup>.

12. Συμβάσεις μεγάλης ἀξίας, αἵτινες συνεπάγονται μακροχρόνιον ἐκτέλεσιν ἔργου (ναυπήγησιν πλοίων, κατασκευὴν μεγάλων μηχανημάτων κ.ο.κ.), ὠδήγησαν εἰς ἓν ἰδιαίτερον εἶδος χρηματοδοτήσεως, γνωστὸν ὑπὸ τὴν ὀνομασίαν διὰ προκαταβολῶν χρηματοδοτήσεως<sup>2</sup>. Οὕτω κατὰ τὴν περιγραφὴν τῶν ὄρων πληρωμῆς συμφωνεῖται ὅπως τὸ  $\frac{1}{3}$ , φέρ' εἰπεῖν, τῆς ἀξίας τῆς συμβάσεως καταβάλλεται κατὰ τὴν παραγγελίαν, τὸ δεύτερον τρίτον κατὰ τὴν παράδοσιν τοῦ ἀντικειμένου καὶ τὸ τελευταῖον τρίτον μετὰ πάροδον ὀρισμένου χρονικοῦ διαστήματος. Ἐνίοτε συμβαίνει ἡ παραγγελία καὶ ἡ προκαταβολὴ νὰ λαμβάνουν χώραν πολὺ πρὸ τῆς ἐνάρξεως τῆς παραγωγῆς καὶ τοῦτο ἵνα ὁ παραγγέλλων ἐπιτύχη καλλιτέραν σειρὰν προτεραιότητος. Ἡ τοιαύτη ὅμως προκαταβολικὴ χρηματοδότησις συχνὰ δυνατὸν νὰ ἔχη δυσμενεῖς συνεπείας, εἴτε διότι οἱ προκαταβάλλοντες προσπαθοῦν νὰ καταστήσουν ὑποτελεῖς ὀρισμένας βεβαρημένας διὰ χρεῶν ἐπιχειρήσεις, εἴτε διότι ὁ ἀναλαμβάνων τὴν παραγγελίαν ἀσκεῖ κερδοσκοπίαν διὰ τὸ μὴ εἰσέτι ἀναγκαιοῦν εἰς αὐτὸν μέρος τῆς προκαταβολῆς. Κατὰ κανόνα ὅμως δύναται νὰ λεχθῆ ὅτι ἡ χρηματοδότησις διὰ προκαταβολῶν εἶναι ἀπαραίτητος, καθ' ὅσον μόνον μέσῳ ταύτης εἶναι δυνατὸν νὰ παραχθοῦν ἀγαθὰ ἢ νὰ ἐκτελεσθοῦν ἔργα μεγάλης ἀξίας, ἅτινα φυσικὸν εἶναι ν' ἀπορροφοῦν τεράστια κεφάλαια.

Ἐπειδὴ εἰς προκαταβολὰς ἔναντι παραγγελιῶν δύναται νὰ προβοῦν μόνον ἐπιχειρήσεις διαθέτουσαι ἐπαρκῆ κεφάλαια, τὸ εἶδος τοῦτο τῆς χρηματοδοτήσεως πλήττει τὰς μεσαίας καὶ μικρὰς ἐπιχειρήσεις, αἵτινες ἀδυνατοῦν ν' ἀνταποκριθοῦν εἰς τοιαύτας ἀπαιτήσεις τῶν προμηθευτῶν των, καὶ ὡς ἐκ τούτου δὲν προτιμῶνται εἰς ἐκτελέσεις ἔργων ἢ δὲν δύναται νὰ ἐπιτύχουν εὐνοϊκὰς τιμὰς.

13. β) Αἱ ἐν γένει δυσχέρειαι αἵτινες ἀνακύπτουν κατὰ τὰς χρηματοδοτήσεις τῶν ἐπιχειρήσεων δύναται ἐνίοτε νὰ παρακαμφθοῦν ἢ καὶ ὀλοσχερῶς νὰ ἀρθοῦν διὰ τῆς μισθώσεως τῶν μέσων

1. Προκειμένου περὶ ἐφοδιασμοῦ κεφαλαίου ἡ πείρα ἀπέδειξεν ὅτι ἀπὸ ψυχολογικῆς ἀπόψεως ἡ ἄνοξις θεωρεῖται πάντοτε ἡ εὐνοϊκότερα ἐποχὴ τοῦ ἔτους διὰ τὴν ἐκδοσιν ὁμολογιακοῦ δανείου παρὰ τὸ φθινόπωρον.

2. Βλέπε Beckmann, ἔνθ' ἄνωτ., σελ. 48 ἐπ.

Handwritten scribbles at the bottom of the page.

παραγωγῆς εἴτε πρόκειται περὶ κινήτων εἴτε περὶ ἀκινήτων ἢ ἀκόμη καὶ δλοκλήρου ἐκμεταλλεύσεως.

Καὶ ἐνταῦθα πρόκειται περὶ μιᾶς ἐμμέσου χρηματοδοτήσεως, καθ' ἣν ὁ κύριος τῶν παραγωγικῶν μέσων, ἐπιθυμῶν νὰ διατηρήσῃ τὴν κυριότητα ἐπ' αὐτῶν, παραχωρεῖ μόνον τὴν χρῆσιν τούτων ἔναντι μισθώματος. Εἶναι εὐνόητον ὅτι εἰς περιόδους στενότητος κεφαλαίων ἐν τῇ χρηματαγορᾷ εἶναι συνήθεις αἱ τοιαῦται πράξεις μισθώσεως. Ὁ μισθωτὴς χρησιμοποιεῖ τὰ παραγωγικὰ μέσα συνήθως εἰς ἴδιον αὐτοῦ χῶρον ἔναντι ὄρισμένου μισθώματος, τοῦ ὁποίου τὸ μέγεθος εἶναι τοιοῦτον ὥστε νὰ καλύπτῃ τὴν ἀξίαν φθορᾶς των (ἀπόσβεσιν), τοὺς τόκους τοῦ εἰς αὐτὰ ἐπενδυσθέντος κεφαλαίου, τὸ ἀσφάλιστρον τῶν πάσης φύσεως κινδύνων, τὸ ποσὸν καθαροῦ κέρδους ὡς καὶ τοῦ σχετικοῦ ἐπ' αὐτοῦ φόρου. Ὅσάκις πρόκειται περὶ μισθώσεως δλοκλήρου ἐκμεταλλεύσεως, τὸ μίσθωμα περιλαμβάνει περίπου τὰ αὐτὰ ὡς καὶ ἀνωτέρω στοιχεῖα, μὲ τὴν διαφορὰν ὅτι τὸ συμβόλαιον τῆς μισθώσεως τῶν ἀκινήτων δυνατὸν νὰ περιέχῃ ρήτραν ὀρίζουσαν ὅτι τὸ μίσθωμα μεταβάλλεται ἀναλόγως πρὸς τὸν ἐκάστοτε βαθμὸν ἀπασχολήσεως τῶν μισθωθεισῶν ἐγκαταστάσεων ἢ τὰς διακυμάνσεις τοῦ κύκλου ἐργασιῶν. Ἐνίοτε μάλιστα προβλέπεται ἐν τῇ μισθωτικῇ συμβάσει καὶ δικαίωμα συμμετοχῆς εἰς τὰ κέρδη τοῦ ἐκμισθοῦντος τὰ παραγωγικὰ μέσα.

Ἡ μίσθωσις κινήτων καὶ ἀκινήτων δύναται νὰ ὀδηγήσῃ καὶ εἰς σχηματισμὸν κοινοπραξίας ὅταν μόνον διὰ τοῦ τρόπου τούτου δύνανται νὰ ἐξευρεθοῦν τὰ μέσα παραγωγῆς.

• Ὑπερχρηματοδότησις ἀντιθέτως ἐμφανίζεται ὁσάκις ἡ ἐπιχειρήσις διαθέτει χρηματικὰ μέσα καὶ ἐν γένει κεφάλαια περισσότερο τῶν ἀναγκαιούντων διὰ τὴν ὀμαλὴν ταύτης λειτουργίαν. Καὶ εἰς τὸν τομέα μὲν τῆς κυκλοφορούσης περιουσίας ἡ ὑπερχρηματοδότησις δύναται νὰ προκληθῇ, εἴτε πρὸς ὡρισμένως, συνεπεία ἐσόδων προερχομένων ἐξ εἰσπραττομένων μέσων τῶν τιμῶν πωλήσεως ἀποσβέσεων, εἴτε χρονίως, λόγῳ μειώσεως τοῦ κύκλου ἐργασιῶν τῆς ἐπιχειρήσεως, εἰς τὸν τομέα δὲ τῆς παγίας περιουσίας ἡ ὑπερχρηματοδότησις ἐκδηλοῦται ὁσάκις ἡ δυναμικότης παραγωγῆς τῶν ἐγκαταστάσεων καὶ τῶν ἐν γένει παγίων λόγῳ τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς εἶναι μονίμως ἀνωτέρα τῆς ἀπασχολήσεώς των.

Ὅτω ἐφ' ὅσον δὲν καθίσταται δυνατὴ ἡ διαρκὴς καὶ πλήρης ἀπασχόλησις τοῦ παγίου ἐξοπλισμοῦ, ἡ ἐπιχειρήσις εὐρίσκεται πρὸ

ἀδυναμίας εισπράξεως τοῦ ἐπενδυθέντος εἰς τοῦτο κεφαλαίου, μέσῳ τῶν ἐτησίων ἀποσβέσεων. Τέλος, ἡ ὑπερχρηματοδότησις δυνατὸν νὰ ὀφείλεται εἰς τὴν προμήθειαν ἢ τὴν κατασκευὴν τοῦ ἐν γένει ἐξοπλισμοῦ τῆς ἐπιχειρήσεως εἰς τιμὰς κτήσεως ἢ κόστους κατὰ πολὺ ὑψηλοτέρας τῶν ἀντιστοίχων ὁμοειδῶν παγίων στοιχείων τῶν ἀνταγωνιστριῶν ἐπιχειρήσεων. Ἡ περίπτωσις αὕτη τῆς ὑπερχρηματοδοτήσεως ὁμοιάζει μὲ ἐκείνην τῆς ἀποκτήσεως μηχανικοῦ ἐξοπλισμοῦ ὑπερτέρου τοῦ ἀναγκαιοῦντος καὶ ὀφείλεται ἐπίσης ἐν πολλοῖς εἰς σφάλματα ὀργανωτικῆς φύσεως.

Συνοψίζοντες καταλήγομεν εἰς τὸ συμπέρασμα ὅτι ἡ ὑπερχρηματοδότησις ἀποτελεῖ ἐν εἶδος ἀραιώσεως τοῦ κεφαλαίου (*Kapitalverwässerung*, *Annacquamento del Capitale*<sup>1</sup>), ὡς συνέπειαν δὲ ἔχει τὴν μείωσιν τῆς ἀποδοτικότητος τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐνῶ ὁσάκις μὲ ὅσον τὸ δυνατὸν ὀλιγώτερον κεφάλαιον ἐπιδιώκεται ἢ ἐπίτευξις μετρίονος βαθμοῦ ἀποδοτικότητος εὐρισκόμεθα πρὸς τοῦ φαινομένου τῆς συμπίεσιν ἢ συμπίεσεως τοῦ κεφαλαίου (*Kapitalkomprimierung*). Ἡ ἐπιτάχυνσις τῆς κυκλοφορίας τοῦ κεφαλαίου ὀδηγεῖ εἰς τὴν ἔτι μεγαλύτεραν συμπίεσιν ἢ συμπίεσιν τοῦ μεγέθους τούτου.

✓ III. Ἀπὸ ἀπόψεως ἀφορμῶν χρηματοδοτήσεως. Αἱ ἀφορμαὶ αἰ προκαλοῦσαι τὴν χρηματοδότησιν δυνατὸν νὰ εἶναι:

- Εἶτε τακτικά.
- Εἶτε ἔκτακτοι.

14. α) Τακτικαὶ ἀφορμαὶ χρηματοδοτήσεως εἶναι αἰ καθημεριναὶ ἀνάγκαι χρήματος, τόσον διὰ τὴν ἐκπλήρωσιν παλαιότερων βραχυπροθέσμων ὑποχρεώσεων, ὅσον καὶ διὰ τὴν κάλυψιν τῶν ἀναγκῶν εἰς κεφάλαιον κινήσεως. Πρόκειται ἐνταῦθα περὶ τῆς λεγομένης *τρεχοῦσης χρηματοδοτήσεως*, δι' ἧς ἡ ἐπιχείρησις καλύπτει τὰ τυχὸν ἐμφανιζόμενα ἑλλείμματα μεταξὺ ἐξόδων καὶ ἐσόδων.

Ἐνδείκνυται νὰ τονισθῇ ὅτι ἡ ἐκ μέρους τῆς ἐπιχειρήσεως κάλυψις ἀπάντων τῶν δημιουργουμένων ἐξόδων ἐξ ἰδίων αὐτῆς μέσων ἀποτελεῖ συνήθως σπανίαν περίπτωσιν. Κατὰ κανόνα, πρὸς ἀντιμετώπισιν τῶν ἀνωτέρω καταβολῶν γίνεται προσφυγὴ εἰς ξένον κεφάλαιον βραχυπροθέσμου φύσεως, κυριώτεροι μορφαὶ τοῦ ὁποίου εἶναι: αἰ πιστώσεις ἐκ τῶν προμηθευτῶν, αἰ προκατα-

1. Βλέπε *Vicenzo Mazzi*: *Analisi di bilancio delle imprese*, Bologna 1963, σελ. 31.

βολαί τῶν πελατῶν, τὰ μὴ διατεθέντα μερίσματα, ὡς καὶ αἱ πάσης φύσεως τραπεζικαὶ πιστώσεις.

15. β) Ἐκτακτοὶ ἀφορμαὶ χρηματοδοτήσεως—μακροχρονίου κατὰ κανόνα φύσεως—εἶναι<sup>1</sup> αἱ προκύπτουσαι εἰς περιπτώσεις:

- Ἰδρυσεως καὶ μετατροπῆς.
- Ἐπεκτάσεως.
- Ἐξυγιάνσεως.

βα) Ἰδρυσις καὶ μετατροπή. Κατὰ τὴν ἰδρυσιν, πλὴν τῶν ὀργανωτικῶν τίθενται καὶ προβλήματα φύσεως χρηματοοικονομικῆς, συνιστάμενα εἰς τὴν κατάλληλον ἐπιλογὴν τῶν πηγῶν κεφαλαίου, τὴν ἐνδεδειγμένην τούτων ἐπένδυσιν εἰς παραγωγικὰ μέσα, ὡς καὶ τὴν ἐξασφάλισιν τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου κινήσεως. Τοῦτ' αὐτὸ συμβαίνει καὶ ἐν περιπτώσει μετατροπῆς, ἥτις, ἂν καὶ βασικῶς ἀποτελεῖ πρᾶξιν νομικῆς φύσεως, ἐν τούτοις συνδέεται στενῶτα καὶ δημιουργεῖ χρηματοοικονομικὰ προβλήματα.

Εἰς τὴν καθ' αὐτὸ μετατροπὴν παρέλκει ἡ ἀνάγκη τῆς διαλύσεως καὶ ἐκκαθαρίσεως. Ἐὰν ὅμως προηγήται ἡ ἐν λόγῳ διαδικασίᾳ, τότε ἐν τῇ οὐσίᾳ πρόκειται περὶ ἐπανιδρύσεως.

Ἄν καὶ ἡ μετατροπὴ συντελεῖται κατ' ἀρχὴν ἔκουσίως καὶ ἀποβλέπει εἴτε εἰς τὴν μεταβολὴν τοῦ μεγέθους κεφαλαίου εἴτε εἰς τὸν περιορισμὸν τοῦ ἐκ τῆς διαθέσεώς του κινδύνου, ἐν τούτοις δύναται νὰ ἐπιβάλλεται καὶ νομοθετικῶς διὰ λόγους δημιουργίας μεγαλυτέρων οἰκονομικῶν μονάδων<sup>2</sup>.

† 16. Γενικῶς, τὰ αἷτια τὰ ὀδηγοῦντα εἰς μετατροπὴν τῆς νομικῆς μορφῆς τῶν ἐπιχειρήσεων εἶναι ποικίλα, κυριώτερα δὲ τούτων εἶναι:

✓ Ἡ διὰ τῆς ἀξίσεως τοῦ κεφαλαίου δημιουργία μεγαλυτέρων μονάδων. Πράγματι, διὰ τῆς μετατροπῆς ἀτομικῆς ἐπιχειρήσεως ἢ προσωπικῆς ἐταιρείας εἰς ἀνώνυμον τοιαύτην εὐχερέστερον δυνάμεθα νὰ ἐξεύρωμεν κεφάλαιον, διότι διὰ τῆς ἐκδόσεως μετοχῶν ἀποτείνόμεθα εἰς πολυάριθμον κοινὸν καὶ εἰς μικρὰς εἰσφοράς.

1. Βλ. ἀναλυτικῶς Beckmann ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 99 ἐπ.

2. Οὕτω παρ' ἡμῶν, δυνάμει τοῦ Ν. 3190/55 ὠρίσθη ὅτι αἱ ἀνώνυμοι ἐταιρεῖαι ὃν τὸ κεφάλαιον εἶναι κατώτερον τοῦ 1 ἑκατ. δραχμῶν δεόν νὰ μετατραποῦν εἰς ἐταιρεῖας περιορισμένης εὐθύνης.

Ἡ δυνατότης περιορισμοῦ τοῦ κινδύνου. Ἡ ἀνώνυμος ἐταιρεία ὅλως ἰδιαιτέρως εὐνοεῖται ἀπὸ τῆς πλευρᾶς ταύτης, δεδομένου ὅτι ὁ μέτοχος, πλὴν τοῦ ὅτι εὐθύνεται μέχρι τοῦ ποσοῦ τῆς μετοχῆς του, δύναται ἐπὶ πλέον ν' ἀποφύγη ἀπειλουμένους κινδύνους καὶ διὰ τὸ ποσὸν τοῦτο, διὰ τῆς ἐγκαίρου πωλήσεως ταύτης.

Ἡ ἐξασφάλις εὐρύτερας πιστωτικῆς βάσεως. Εἰς τὴν ὁμόρρυθμον, φέρ' εἰπεῖν, ἐταιρείαν—ἐφ' ὅσον μάλιστα πρόκειται περὶ συνεταίρων μεγάλης οικονομικῆς ἰσχύος—ἐξασφαλίζεται εὐρύτερα πιστωτικὴ ἐπιφάνεια, λόγῳ τῆς ἀπεριορίστου εὐθύνης των, παρὰ εἰς τὴν ἐταιρείαν περιορισμένης εὐθύνης, ἔνθα οἱ ἑταῖροι εὐθύνονται μόνον μέχρι τοῦ ποσοῦ τῆς ἐταιρικῆς των μερίδος.

✓ Ἡ ἀπόλαυσις φορολογικῶν ἀπαλλαγῶν, αἵτινες εἴτε παρέχονται εὐθέως ἐκ μέρους τοῦ νομοθέτου πρὸς διευκόλυνσιν συγκροτήσεως μεγαλυτέρων μονάδων, εἴτε προκύπτουν ἐμμέσως ἐκ τῆς συγκριτικῆς ἐρεῦνης τῆς κειμένης φορολογικῆς νομοθεσίας τῶν καθ' ἕκαστα νομικῶν ἐπιχειρηματικῶν μορφῶν.

17. Εἰς πλείστας περιπτώσεις ἡ μετατροπὴ συνδυάζεται μὲ τὴν ὀργανωτικὴν καὶ οικονομικὴν σταθεροποίησιν (αὔξησιν κεφαλαίου) τῆς οὕτω προκυπτούσης νέας μορφῆς ἐπιχειρήσεως. Οὕτω συχνὰ ἐταιρεῖαι περιορισμένης εὐθύνης κατ' ἀρχὴν μετατρέπονται εἰς ἀνωνύμους ἐταιρείας, ἐν συνεχείᾳ δὲ προβαίνουν εἰς τὴν αὔξησιν τοῦ κεφαλαίου των δι' ἐκδόσεως νέας σειρᾶς μετοχῶν.

Ἀπὸ ἀπόψεως χρηματοοικονομικῆς ἡ ὅλη τεχνικὴ τῆς μετατροπῆς ἔγκειται εἰς τὸν ἀκριβῆ προσδιορισμὸν τοῦ κατὰ τὴν στιγμὴν ταύτην πραγματικοῦ κεφαλαίου, περιλαμβανομένων καὶ τῶν ἄϋλων, ἵνα ἀποκαλυφθῶν τυχὸν ὑπάρχοντα λανθάνοντα ἀποθεματικά ἢ ὑπερεκτιμηθέντα ἤδη περιουσιακὰ στοιχεῖα, καὶ καθορισθῶν τόσον ἡ συμμετοχὴ τῶν νεοεισερχομένων ὅσον καὶ τὰ δικαιώματα τῶν ἀποχωρούντων.

ββ) Ἐπέκτασις. Καὶ ἡ ἐπέκτασις τῆς ἐπιχειρήσεως ἀπαιτεῖ τὴν ἑκτακτον διάθεσιν κεφαλαίου. Ἡ ἐπέκτασις αὕτη δυνατὸν ν' ἀναφέρεται καὶ ν' ἀντανακλᾷ εἴτε εἰς τὸν τομέα τῆς κυκλοφορούσης, εἴτε εἰς τὸν τομέα τῆς παγίας περιουσίας, εἴτε καὶ εἰς ἀμφοτέρους τοὺς τομείς.

Ἐὰν ἡ ἐπέκτασις ἀφορᾷ τὴν κυκλοφοροῦσαν περιουσίαν, τοῦτο σημαίνει αὔξησιν τῶν ἀποθεμάτων πρώτων καὶ βοηθητικῶν ὑλῶν διὰ τὴν διεύρυνσιν τῆς παραγωγῆς ἢ χορήγησιν ηὔξημένων πρὸς τοὺς πελάτας πιστώσεων (ἐνεργητικὴ χρηματοδότησις) διὰ τὴν αὔξησιν τοῦ κύκλου ἐργασιῶν.

Ἐὰν ἡ ἐπέκτασις ἀφορᾷ τὴν παγίαν περιουσίαν, τότε εὐρισκόμεθα πρὸ ὀργανωτικῆς προσπαθείας ἀποβλεπούσης εἰς τὴν αὐξήσειν τοῦ μεγέθους τῶν ἐγκαταστάσεων καὶ τοῦ ἐν γένει μηχανικοῦ ἐξοπλισμοῦ. Ἡ πηγὴ κεφαλαίου εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην εἶναι τελείως διάφορος τῆς πρώτης.

18. Ἀπὸ ἀπόψεως λογισμοῦ ἢ χρηματοδότησις πρὸς ἐπέκτασιν τῆς παγίας περιουσίας θέτει ὑπὸ ἔρευναν δύο βασικά προβλήματα. Ἐὰν ἑνὸς μὲν ἐὰν ἢ ἐν λόγῳ ἐπέκτασις θὰ ὀδηγήσῃ οὐχὶ μόνον εἰς τὴν ἀπόλυτον ἀλλὰ καὶ τὴν σχετικὴν (ὡς πρὸς τὸ κεφάλαιον) αὐξήσειν τῶν ἐσόδων, καὶ ἄφ' ἑτέρου ἐὰν τὰ ἐκ τοῦ δανεισμοῦ δημιουργούμενα νέα χρηματοοικονομικὰ βάρη θὰ δύνανται νὰ κοστολογηθοῦν καὶ νὰ καλυφθοῦν ἀπὸ τὰς ἐν τῇ ἀγορᾷ τρεχούσας τιμὰς.

Ἐντὸς τοῦ κύκλου τῶν προβλημάτων τῆς ἐν λόγῳ χρηματοδοτήσεως δέον νὰ ἐρευνηθῇ καὶ τὸ ἐὰν ἢ ἐπέκτασις τῶν παγίων πρόκειται νὰ συντελεσθῇ ἐντὸς βραχυτάτου χρονικοῦ διαστήματος ἢ ἐντὸς μακροῦς χρονικῆς περιόδου. Εἰς τὴν πρώτην περίπτωσιν καθίσταται ἀναγκαία ἢ προσφυγὴ εἰς ἐξωτερικὴν χρηματοδότησιν (ἐκδοσις νέων μετοχῶν ἢ ὁμολογιῶν), ἐνῶ εἰς τὴν δευτέραν τὸ ἀναγκαιοῦν πρὸς τοῦτο κεφάλαιον δύνανται νὰ ἐξευρεθῇ καὶ δι' ἐσωτερικῆς χρηματοδοτήσεως, ἥτοι ἀποταμιεύσεως τῶν κερδῶν (αὐτοχρηματοδοτήσεως).

Ἄν καὶ ἡ ἀνωτέρω αὐξήσις τοῦ κεφαλαίου προκαλεῖται λόγῳ ἀνάγκης ἐπεκτάσεως τῆς τεχνικοπαραγωγικῆς ὀργανώσεως (ἐκμεταλλεύσεως) τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐν τούτοις ἐνίοτε εἶναι δυνατὴ ἢ αὐξήσις τοῦ κεφαλαίου πρὸς ἐπέκτασιν τῆς ἐπιχειρήσεως ἄνευ ἀντιστοίχου καὶ ἀμέσου ἐπεκτάσεως τῆς ἐκμεταλλεύσεώς της.

Τοῦτο συναντᾶται κυρίως ὁσάκις δι' αὐξήσεως τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου τῆς ἀνωνύμου εταιρείας ἐπιδιώκεται ἢ συμμετοχὴ εἰς ἄλλας ἐπιχειρήσεις, ἢ ἢ ἰδρυσις θυγατέρων ἐπιχειρήσεων.

βγ) *Ἐξυγίανσις*. Ὑπὸ τὴν εὐρύτεραν τοῦ ὅρου ἔννοιαν ἢ ἐξυγίανσις περιλαμβάνει πᾶν μέτρον ἀποσκοποῦν εἰς τὴν ἀποκατάστασιν τῆς ὀμαλῆς λειτουργίας ἐπιχειρήσεώς τινος. Τὰ μέτρα ταῦτα δυνατὸν νὰ εἶναι τόσον φύσεως τεχνικῆς (τεχνικὴ ἐξυγίανσις) ὅσον καὶ φύσεως χρηματικῆς (χρηματικὴ ἐξυγίανσις).

Εἰς τὰ πλαίσια τῆς χρηματοδοτήσεως ἐξετάζονται τὰ μέτρα τὰ σχέσιν ἔχοντα μὲ τὴν χρηματικὴν ἐξυγίανσιν, ἥτοι τὴν ἀποκα-



τάστασιν τῆς οἰκονομικῆς ἰσορροπίας<sup>1</sup> ἢ τὴν ἐπαναφορὰν τῆς χρηματοδοτήσεως εἰς τὰ κανονικὰ αὐτῆς ἐπίπεδα.

19. Οὕτω ἡ χρηματικὴ ἐξυγίανσις ἐπιδιώκει τὴν ἐπαναφορὰν τῆς πραγματικῆς ἀξίας τῆς περιουσίας εἰς τὸ μέγεθος τοῦ ἐν τῷ ἰσολογισμῷ ἀπεικονιζομένου ὀνομαστικοῦ κεφαλαίου<sup>2</sup>. Πρὸς ἐπίτευξιν τοῦ σκοποῦ τούτου συνήθως προτείνεται :

- Εἴτε ἡ μείωσις τοῦ μετοχικοῦ (ὀνομαστικοῦ) κεφαλαίου.
- Εἴτε ἡ αὕξησις τούτου.
- Εἴτε ἡ ἐκ τῆς ἐπιχειρήσεως ἀπομάκρυνσις περιουσιακῶν στοιχείων.

Κατὰ τὴν πρώτην περίπτωσιν ἐξισοῦται λογιστικῶς ἡ ἐν τῷ ἐνεργητικῷ ἀναγραφομένη ζημία διὰ τῆς μείωσης τοῦ κεφαλαίου καὶ ἐφ' ὅσον βεβαίως τὸ ἀντίστοιχον πρὸς τὴν μείωσιν ποσὸν δὲν περιέρεται εἰς τοὺς μετόχους<sup>3</sup>. Ἡ λογιστικὴ μείωσις τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου ἐπιτυγχάνεται ἢ διὰ μείωσης τῆς ἀξίας τῶν μετοχῶν<sup>4</sup>—μέχρι τοῦ κατωτάτου ἐπιτρεπομένου ὑπὸ τοῦ νόμου ὀρίου ὀνομαστικῆς ἀξίας τούτων—ἢ δι' ἀριθμητικοῦ περιορισμοῦ τῶν κυκλοφορουσῶν μετοχῶν (φέρ' εἰπεῖν δ' ἀνταλλαγῆς 2 παλαιῶν

1. Ἄλλὰ πλὴν τῆς συσσωρεύσεως ζημιῶν ἡ χρηματοοικονομικὴ ἰσορροπία δύναται νὰ διαταραχθῇ καὶ ἐξ ἄλλων αἰτίων, ὡς ἐπὶ παραδείγματι: ἡ ποσοτικὴ ἢ χρονικὴ δυνατολογία μεταξὺ λαμβανομένων καὶ χορηγουμένων πιστώσεων, ἡ ἢ συνεχῆς ἀνανέωσις (πάγωμα) βραχυπρόθεσμων χορηγηθεισῶν πιστώσεων, ἡ ἢ ἀδυναμία μετατροπῆς εἰς μακροπρόθεσμον δανεισμὸν πιστώσεων βραχυπρόθεσμων ληφθεισῶν (μεταβατικῆς φύσεως), ἡ τέλος ὅταν συνεπέα δυσμενῶν συνθηκῶν τῆς «ἀγορᾶς χρημάτων» δὲν δύναται νὰ ἐπιτευχθῇ βραχυπρόθεσμος δανεισμὸς ὑπὸ τὴν μορφὴν τραπεζικῶν προεξοφλήσεων. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας ἐνδείκνυται ἡ ἄμεσος χρηματικὴ ἐξυγίανσις, ἣτις συνήθως ἐπιτυγχάνεται εἴτε διὰ τῆς μεταβολῆς τῶν πιστωτικῶν προθεσμιῶν εἴτε—περίπτωσις σχετικῶς σπανία—διὰ τῆς μετατροπῆς τῶν ἐν γένει δανειστῶν εἰς μετόχους ἢ ἐταίρους.

2. Κατ' ἐξοχὴν εἰς τὰς ἀνώνυμους ἐταιρείας, ἔνθα τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον ἀποτελεῖ μέγεθος σταθερόν.

3. Κατὰ κανόνα ὅμως διὰ τῆς ἐξυγιάνσεως δὲν ἐπιδιώκεται μόνον ἡ ἐξάλειψις τῆς ἐν τῷ ἰσολογισμῷ εἰκονιζομένης ζημίας, ἀλλὰ ταυτοχρόνως καὶ ἡ οἰκονομικὴ ἐνίσχυσις τῆς ἐπιχειρήσεως διὰ τῆς δημιουργίας θετικοῦ ὑπὲρ αὐτῆς περιθωρίου. Οὕτω, ἐὰν ἐπὶ παραδείγματι τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον ἀνέρχεται εἰς 30, ἡ δὲ ζημία εἰς 9, τὸ νέον κεφάλαιον δὲν προσδιορίζεται εἰς 21, ἀλλὰ εἰς πολὺ μικρότερον μέγεθος (ἔστω 18 ἢ 15), τὸ δὲ θετικὸν περιθώριον (κέρδος ἐξυγιάνσεως) χρησιμοποιεῖται διὰ τὴν διενέργειαν ἐνισχυμένων ἀποσβέσεων ἢ τὸν σχηματισμὸν λανθάνοντων ἀποθεματικῶν κ.ο.κ.

4. Γίνεται σφράγις τούτων δι' ἀναγραφῆς τῆς μειωμένης νέας ἀξίας των.

μετοχῶν πρὸς 1 νέαν), ἢ δι' ἔκουσίας παραιτήσεως ἐκάστου μετόχου ἕξ ἀριθμοῦ τινος τῶν μετοχῶν του<sup>1</sup>.

Ἐπίσης εἶναι δυνατὴ ἡ ἀποφυγὴ τῆς μειώσεως τοῦ κεφαλαίου διὰ τῆς χρησιμοποίησεως τυχόν λαμβανόντων ἀποθεματικῶν<sup>2</sup>. Ἐνταῦθα βεβαίως πρόκειται περὶ οἷον εἰ χρηματικῆς ἐξυγιάνσεως, δεδομένου ὅτι ἡ ἐμφανιζομένη λογιστικῶς ζημία προέκυψε, φέρ' εἰπεῖν, λόγῳ ἐπιταχυνθέντος ρυθμοῦ ἀποσβέσεων ἢ τυχόν ἀποκρῦψεως κερδῶν. Πρὸς ἀποκατάστασιν τῆς ἐν τῷ ἰσολογισμῷ ἰσορροπίας συνήθως διενεργεῖται ἀναπροσαρμογὴ τῆς ἀξίας τῶν παγίων.

*Κατὰ τὴν δευτέραν περίπτωσιν* καὶ ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν ὅτι ἡ ζημία εἶναι πραγματικὴ καὶ οὐχὶ λογιστικὴ—ὡς εἰς τὴν περίπτωσιν ὑπερέτρων ἀποσβέσεων—ἡ οἰκονομικὴ ἰσορροπία ἀποκαθίσταται δι' εἰσορῆς νέων χρηματικῶν μέσων. Ἡ περίπτωσις αὕτη συνιστᾷ τὴν γνησίαν χρηματικὴν ἐξυγίανσιν, ἣτις διὰ τὴν πραγματοποιηθῆ προϋποθέτει μικρὸν ἀριθμὸν μετόχων, ὡς καὶ σύμφωνον γνώμην αὐτῶν περὶ αὐξήσεως τῶν εἰσφορῶν τῶν.

*Τέλος κατὰ τὴν τρίτην περίπτωσιν*, ἂν καὶ ἐκ πρώτης ὄψεως φαίνεται αὕτη ὀλίγον παράδοξος, ἡ προκύπτουσα ζημία εἶναι ἀποτελέσμα ὑπερβολικῆς εἰσορῆς κεφαλαίου ἐπενδυθέντος εἴτε εἰς πάγια εἴτε εἰς κυκλοφοριακὰ εἴτε καὶ εἰς ἀμφοτέρας τὰς κατηγορίας περιουσιακῶν στοιχείων. Οὕτω, ἡ ἐπὶ σειρὰν ἐτῶν ἀδράνεια τῶν παγίων ἐπιβαρύνει τὸ κόστος τῶν παραγομένων προϊόντων μὲ τὰς ἀντιστοίχους ἀποσβέσεις, αἵτινες μὴ δυνάμεναι νὰ εἰσπραχθῶσι ὀλοσχερῶς ἐκ τοῦ τιμήματος ὀδηγοῦν εἰς ζημίας. Ἐν προκειμένῳ ἐνδείκνυται ἡ ἀπομάκρυνσις ἐκ τῆς ἐκμεταλλεύσεως τῶν στοιχείων τοῦ ἀργοῦντος παγίου ἐνεργητικοῦ.

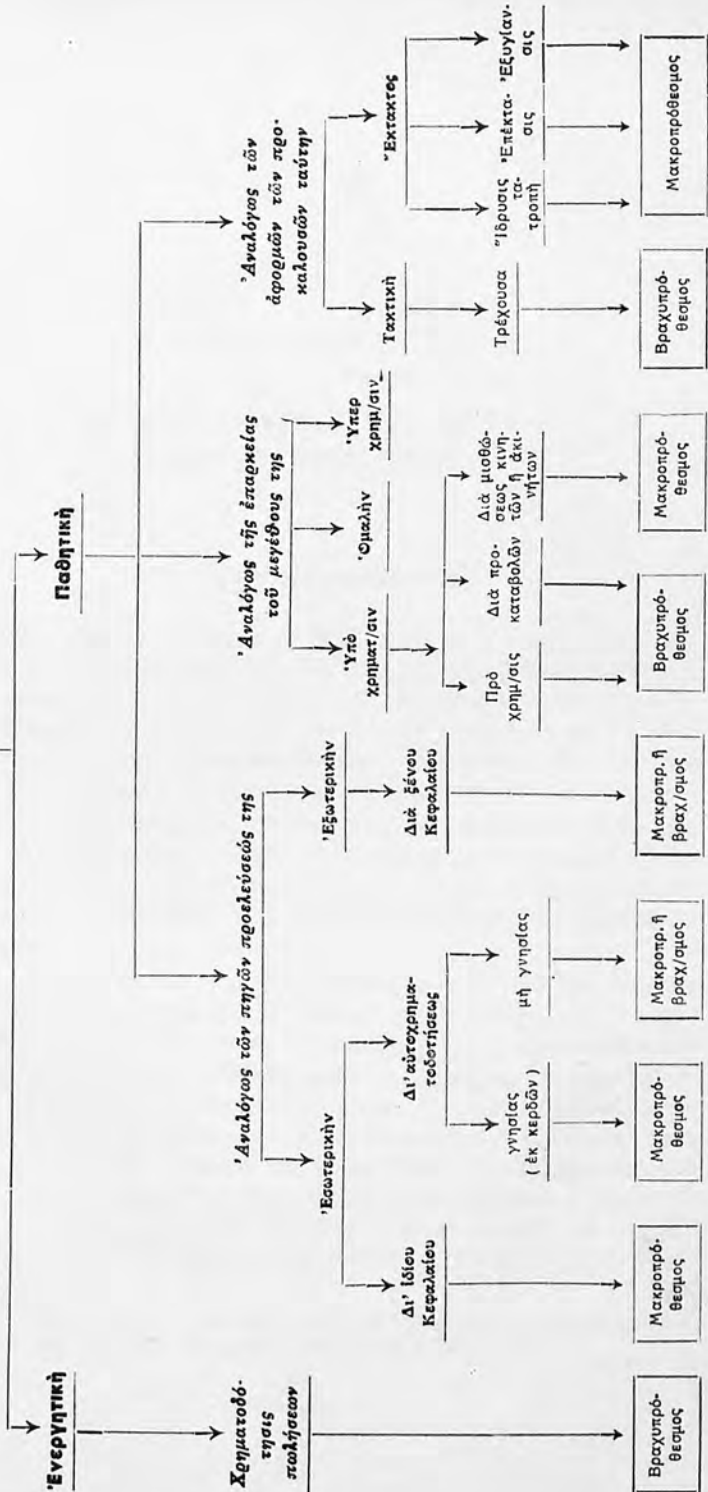
Ἐκ τῶν ἀνωτέρω περιπτώσεων χρηματικῆς ἐξυγιάνσεως μόνον ἡ δευτέρα προκαλεῖ θέματα παθητικῆς χρηματοδοτήσεως.

Τὰς ἀνωτέρω ἐκτεθείσας διακρίσεις τῆς χρηματοδοτήσεως συνοψίζομεν εἰς τὸ ἐπόμενον σχεδιάγραμμα :

1. Ἡ περίπτωσις αὕτη ἐμφανίζεται εἰς Ἄνωνόμους Ἐταιρείας οἰκογενειακῆς μορφῆς. Ἐν προκειμένῳ ἡ παραιτήσις αὕτη τεχνικῶς καθίσταται εὐχερῆς, δεδομένου ὅτι πολλάκις αἱ μετοχαὶ οὐδὲ κἄν εἶναι ἐκτυπωμένοι.

2. Βλέπε *Beckmann*, ἔνθ' ἄνωτ., σελ. 165, *Tondory H.* καὶ *E. Gsell*: *Finanzierungen*, 1948, σελ. 300.

# ΒΑΣΙΚΑ ΔΙΑΚΡΙΣΕΙΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ



## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 3<sup>ΟΝ</sup>

### ΑΓΟΡΑΙ, ΟΡΓΑΝΑ ΚΑΙ ΜΕΣΑ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

#### § 1. Ἀγοραὶ χρηματοδοτήσεως

1. Ἡ ἐν γένει χρηματαγορὰ ἢ ἀγορὰ πίστεως περιλαμβάνει δύο μερικώτερα τμήματα: ἀφ' ἑνὸς μὲν τὴν ἀγορὰν χρήματος, ἔνθα ἐξισορροπεῖται ἡ προσφορὰ καὶ ζήτησις τοῦ βραχυπροθέσμου κεφαλαίου<sup>1</sup>, ἀφ' ἑτέρου δὲ τὴν ἀγορὰν κεφαλαίου, εἰς ἣν γίνονται διαπραγμάτευσις μακροπροθέσμου κεφαλαίου, εἴτε ὑπὸ τὴν μορφήν δανεισμοῦ, εἴτε ὑπὸ τὴν μορφήν συμμετοχῶν.

Τὰ δύο ταῦτα τμήματα τῆς ἐν γένει χρηματαγορᾶς ἢ ἀγορᾶς πίστεως ἀλληλεξαρτῶνται, δεδομένου ὅτι αἰχμαὶ προσφορᾶς καὶ ζήτησεως ἐμφανιζόμεναι εἰς τινὰ ἐκ τούτων καὶ μὴ δυνάμεναι νὰ ικανοποιηθῶσι ἀναζητοῦν τὴν ἐξισορρόπησίν των εἰς τὴν ἑτέραν τῶν ἀγορῶν.

Αἱ ἀμοιβαῖαι αὗται ἀλληλεπιδράσεις μεταξὺ τῶν δύο ἀγορῶν δυνατὸν νὰ προέρχωνται καὶ ἐξ ἑτέρων παραγόντων, ὡς αἱ νομισματικαὶ συνθήκαι μιᾶς χώρας ἢ αἱ αὐξομειώσεις τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ εἰς ἑκατέραν τῶν ἀγορῶν προσφερομένου κεφαλαίου. Οὕτω, ἡ μείωσις τῆς ἀποδοτικότητος τῶν μετοχῶν, συνδυαζομένη μὲ νομισματικὴν σταθερότητα καὶ ικανοποιητικὸν ἐπιτόκιον τραπεζικῶν καταθέσεων, δύναται νὰ προκαλέσῃ τὴν διοχέτευσιν τοῦ προσφερομένου κεφαλαίου ἐκ τῆς μακροπροθέσμου ἀγορᾶς (ἢ ἀγορᾶς κεφαλαίου) εἰς τὴν βραχυπροθέσμου ἀγορὰν (ἢ ἀγορὰν χρήματος). Τοῦτ' αὐτὸ δύναται νὰ συμβῇ καὶ ἐν περιπτώσει νομι-

1. Καὶ ἐντὸς τῆς ἀγορᾶς χρήματος δύνανται νὰ διαμορφοῦνται μερικώτερα ἀγοραὶ ἀναλόγως τοῦ κριτηρίου τοῦ χρόνου (ἑνὸς μηνός, 6 μηνῶν κλπ.).

σματος ἀσταθείας ἢ ἐτέρων δυσμενῶν ἐπιδράσεων φύσεως κοινωνικῆς ἢ καὶ πολιτικῆς.

Ἡ ἀγορὰ χρήματος χρησιμεύει κυρίως διὰ τὴν χρηματοδότησιν τῆς καθ' αὐτὸ παραγωγικῆς λειτουργίας τῶν ἐπιχειρήσεων ἢ τῆς ἐν γένει ἐμπορικῆς τῶν κυκλοφορίας<sup>1</sup> σπανιότατα δὲ τῶν ἐπενδύσεων τῶν, ἐνῶ ἡ ἀγορὰ κεφαλαίου προσφέρεται διὰ τὴν χρηματοδότησιν τῶν ἐν γένει ἐπενδύσεων.

2. Ἀμφότεραι αἱ ἀγοραὶ ἀπὸ ἀπόψεως ἐκτάσεως διαιροῦνται εἰς κλειστάς καὶ ἀνοικτάς<sup>2</sup>.

*Κλεισταὶ ἀγοραὶ* χρήματος ἢ κεφαλαίου εἶναι τὸ τμήμα ἐκείνο τῶν ἀγορῶν ἐνθα τοπικῶς καθίσταται δυνατὴ ἡ ἄμεσος ἐξίσωσις μεταξὺ προσφορᾶς καὶ ζητήσεως εἴτε βραχυπροθέσμων εἴτε μακροπροθέσμων πιστώσεων. Ὅργανα τῶν κλειστῶν ἀγορῶν εἶναι συνήθως αἱ Τράπεζαι, ἐν περιπτώσει δὲ μακροπροθέσμου κεφαλαίου αἱ ἐν γένει ἐταιρεῖαι χρηματοδοτήσεως. Ἀνοικταὶ ἀγοραὶ χρήματος καὶ κεφαλαίου εἶναι ἐκεῖναι αἰτίνες ἐξέρχονται τῶν περιορισμένων τοπικῶν ὁρίων, βασικόν<sup>3</sup> δὲ ὄργανον τούτων

1. Βλέπε *Hoffmann*: *Wirtschaftslehre*. Leipzig, σελ. 420, ἐπ. *Gerstenberg*: *Financial Organisation and Management*, σελ. 168 ἐπ. *Fischer*: *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*, σελ. 221 ἐπ. *P. Andrews*: *Manufacturing Business*, σελ. 236 ἐπ.

2. Βλέπε *Beckmann L.*: *Die Betriebswirtschaftliche Finanzierung*, München 1956, σελ. 83 ἐπ.

3. Ἐν τούτοις πλὴν καὶ αὐτῆς τῆς διεθνοῦς χρηματιστηριακῆς πίστεως ὀφειλομένον ἢ ἀναφέρωμεν καὶ τοὺς κυριωτέρους συγχρόνους διεθνεῖς πιστοδοτικοὺς ὁργανισμοὺς, οἵτινες εἶναι :

α) Ἡ Διεθνὴς Τράπεζα ἀνασυγκροτήσεως καὶ β) ὁ Διεθνὴς Ὅργανισμὸς χρηματοδοτήσεως. Ἡ Διεθνὴς Τράπεζα ἀνασυγκροτήσεως (*International Bank Reconstruction and Development*), ἔχει ὡς ἀποστολὴν τὴν οικονομικὴν ἐνίσχυσιν τῶν χωρῶν αἰτίνες ὑπέστησαν καταστροφᾶς ἐκ τοῦ τελευταίου πολέμου. Διὰ τὴν δανειοδότησιν χώρας τινὸς ἢ ἐν λόγῳ τράπεζα δύναται ἢ ἀπαιτῆσθαι τὴν ἐφαρμογὴν ὁρισμένης δημοσιονομικῆς ἢ βιομηχανικῆς πολιτικῆς. Κατὰ τὸν δανεισμόν ἐφαρμόζονται ἰδιωτικοοικονομικὰ κριτήρια, καταβάλλονται δὲ ὑπ' αὐτῆς προσπάθειαι ἐνισχύσεως ἰδιωτικῶν κυρίως ἐπιχειρήσεων πρὸς δημιουργίαν νέων ἐπενδύσεων. Διὰ τὴν χορήγησιν ὑπ' αὐτῆς πιστώσεων ἀπαιτεῖται ἡ παροχὴ ἐγγυήσεως ἐκ μέρους τῆς κυβερνήσεως τῆς χρηματοδοτουμένης ἐπιχειρήσεως. Ἡ Διεθνὴς Τράπεζα ἀνασυγκροτήσεως ἔθεσεν ὡς ἀρχὴν τῶν δανεισμῶν χωρῶν αἰτίνες ἔχουν ἐξοφλήσει τὰς πρὸς τὸ ἐξωτερικὸν παλαιὰς ὀφειλάς των. Διὰ καταρτισθείσης συμφωνίας τῶν κρατῶν - μελῶν τῆς διεθνοῦς τραπεζικῆς ἀνασυγκροτήσεως καὶ ὑπὸ τὴν αἰγίδα αὐτῆς, εἰς ἣν συγκαταλέγεται καὶ ἡ Ἑλλάς - καὶ βάσει τῆς ἀποφάσεως τῆς 9ης Γενικῆς Συνελεύσεως τοῦ Ο.Η.Ε. ἰδρύθη ὁ Διεθνὴς Ὅργανισμὸς Χρηματοδοτήσεως, σκοπὸς τοῦ ὁποίου εἶναι ἡ ἐνθάρρυνσις τῆς ἀναπτύξεως τῶν ἰδιωτικῶν παραγωγικῶν

είναι τὸ χρηματιστήριον, εἰς ὃ διενεργοῦνται πράξεις, εἴτε βραχυπροθέσμου φύσεως (μέσῳ προεξοφλήσεων ἢ ἀγορᾶς συναλλάγματος κλπ.), εἴτε μακροπροθέσμου, ὡς αἱ ἐν γένει κεφαλαιακαὶ συμμετοχαὶ (ἀγοραπωλησίαι ἐπὶ μετοχῶν), ἢ οἱ δανεισμοὶ (ἀγοραπωλησίαι ἐπὶ πάσης φύσεως ὁμολογιῶν).

3. Ἐξ ἐτέρας ἀπόψεως, καὶ δὴ ἀναλόγως τοῦ μεσολαβοῦντος εἰς αὐτὰς ὄργανου, αἱ ἀγοραὶ *χρήματος* καὶ *κεφαλαίου* δύνανται νὰ διακρίνωνται εἰς ὀργανωμένους καὶ ἀνοργανώτους.

Ἡ ὀργανωμένη ἀγορὰ *χρήματος* περιλαμβάνει, ἀφ' ἑνὸς μὲν τὸ τμήμα τῆς χρηματιστηριακῆς ἀγορᾶς, ἔνθα κυρίως διενεργοῦνται αἱ πράξεις βραχυπροθέσμου δανεισμοῦ ἐπὶ χρεωγράφων καὶ ἀφ' ἐτέρου τὸ τμήμα τῆς τραπεζικῆς ἀγορᾶς ἔνθα διαπραγματεύονται αἱ πάσης φύσεως βραχυπρόθεσμοι πιστώσεις<sup>1</sup>.

Τὸ Χρηματιστήριον εἶναι μία ἐπὶ τούτῳ ὀργανωμένη ἀγορὰ προσφορᾶς καὶ ζητήσεως κεφαλαίων ὑπὸ ὄρους ἐγγνωμένους τὴν μεγίστην δυνατὴν ἀσφάλειαν καὶ ἀρίστην ἀποδοτικότητα, ὑπὸ καθεστὼς πλήρους ἀνταγωνισμοῦ καὶ δημοσιότητας. Τὸ Χρηματιστήριον προσφέρει δυνατότητας τόσοσιν ἀρχικῆς χρηματοδοτήσεως ἐπενδύσεων ἐπιχειρήσεων (μέσῳ τῆς ἐκδόσεως τίτλων), ὅσων καὶ ἐπιγενομένης τοιαύτης διὰ τῆς ρευστοποιήσεως τῶν εἰς χεῖρας

ἐπενδύσεων τῶν ὀλιγώτερον ἀνεπτυγμένων χωρῶν - μελῶν τοῦ ὀργανισμοῦ τούτου. Ὁ ὀργανισμὸς οὗτος ἀποβλέπει εἰς τὴν συμπλήρωσιν τοῦ ἔργου τῆς Διεθνoῦς Τραπεζῆς Ἀνασυγκροτήσεως. Ἡ λειτουργία τοῦ ὀργανισμοῦ τούτου ἤρχισε τὸν Ἰούλιον τοῦ 1956 καὶ περιελάμβανε 56 κράτη - μέλη. Τὸ κεφάλαιον τοῦ Ὄργανισμοῦ ὄρισθη εἰς 100.000.000 δολλ. καὶ εἶναι διηρημένον εἰς 100.000 μετοχὰς ὀνομαστικῆς ἀξίας 1.000 δολλαρίων ἑκάστη. Ὁλόκληρον τὸ κεφάλαιον τοῦτο ἔχει καλυφθῆ ὑπὸ τῶν 56 κρατῶν - μελῶν, ἢ δὲ Ἑλλάς συμμετέχει δι' ἐγγραφῆς τῆς εἰς 277 μετοχὰς ἀξίας 277.000 δολλαρίων.

Ὁ μεγαλύτερος μέτοχος τοῦ ὀργανισμοῦ τούτου εἶναι αἱ Η.Π.Α. μὲ 35.168 μετοχῶν, ἀξίας 35.168.000 δολλαρίων. Ὁ ὀργανισμὸς οὗτος, συμφώνως τῷ ἄρθρῳ 6 τοῦ ἰδρυτικοῦ του, ἔχει ἰδίαν ὄντοτητα καὶ κεφαλαιακὴν αὐτοτέλειαν διάφορον τῆς Διεθνoῦς Τραπεζῆς Ἀνασυγκροτήσεως. Ἡ ἔδρα τοῦ ὀργανισμοῦ τούτου εὐρίζεται εἰς τὸν τόπον ὅπου ἐκάστοτε ἐδρεύει καὶ ἡ Τράπεζα Ἀνασυγκροτήσεως. — Βλέπε ἀναλυτικῶς ἐπὶ τῶν ἀνωτέρω **Ε. Τσοουρέλλη**. Ἡ Βιομηχανικὴ Πίστις, Ἀθήναι 1957, σελ. 34 ἐπ.

1. Ἀναλόγως τοῦ τρόπου τῶν χορηγουμένων πιστώσεων διακρίνονται αἱ κάτωθι κατηγορίαι τῆς ἀγορᾶς *χρήματος* τῶν τραπεζῶν :

- Ἡ προεξοφλητικὴ πίστις.
- Ἡ πίστις ἐπὶ τρεχομένων λογαριασμῶν.
- Ἡ πίστις βάσει συναλλαγματικῶν τρίτων.
- Ἡ πίστις βάσει συναλλαγματικῆς ἰδίας ἀποδοχῆς.
- Ἡ πίστις βάσει ἐνεχύρου κ.ο.κ.

τῶν ἐπιχειρήσεων πάσης φύσεως χρηματιστηριακῶν τίτλων<sup>1</sup>.

Ἡ ἀνοργάνωτος ἀγορὰ χρήματος περιλαμβάνει τὰς ἐξωχρηματιστηριακῶς καὶ ἐξωτραπεζικῶς ἀναπτυσσομένης πάσης φύσεως πιστωτικὰς σχέσεις μεταξύ ἰδιωτῶν. Αἱ πιστώσεις τῆς κατηγορίας ταύτης τόσον ἀπὸ ἀπόψεως χρόνου, ὅσον καὶ ἀπὸ ἀπόψεως τρόπου χορηγήσεών των τυγχάνουν τελείως διάφοροι τῶν προηγουμένων.

Τὸ Χρηματιστήριο, ὡς ὀργανωμένος τομεὺς τῆς κεφαλαιαγορᾶς, καὶ ἡ ἀνοργάνωτος ἐξωχρηματιστηριακὴ ἀγορὰ τελοῦν ἐν ἀμοιβαίᾳ ἐξαρτήσει μεταξύ των. Ἡ τελευταία δὲν ἔχει ἐνιαίαν συγκρότησιν καὶ στερεῖται δημοσιότητος. Αὕτη δημιουργεῖ τὰ διαθέσιμά της κυρίως ἀπὸ τοὺς ἰδιώτας βάσει ὑψηλοτόκων καὶ συνήθως ὑπεράνω τῶν νομίμων ἐπιτοκίων, βραχυπροθέσμων δανείων τοποθετεῖ δὲ ταῦτα κατὰ κανόνα μακροπροθέσμως καὶ δὴ ὁσάκις δύναται νὰ ἐπιτύχη παρτάσιν τούτων.

Τέλος, εἰς τὴν ὠ ρ γ α ν ω μ έ ν η ν ἀγορὰν κεφαλαίου διενεργεῖται ἡ κυκλοφορία μακροπροθέσμου κεφαλαίου μέσῳ τραπεζῶν καὶ χρηματιστηρίων βάσει συμβάσεων ἐπὶ χρεωγράφων καὶ ὑποθηκῶν ἢ ἐκδόσεως καὶ κυκλοφορίας τίτλων σταθεροῦ ἢ μεταβλητοῦ εἰσοδήματος<sup>2</sup>, εἰς δὲ τὴν ἀνοργάνωτον, ἥτις τελεῖ ἐκτὸς τῶν τραπεζῶν καὶ τοῦ χρηματιστηρίου, συντελοῦνται αἱ συναλλαγαὶ μεταξύ ἰδιωτῶν, εἴτε κατόπιν ἀγγελιῶν, εἴτε τῇ βοήθειᾳ μεσολαβούντων προσώπων.

4. Αἱ συνήθεις πηγαὶ τῆς ἐν γένει « ἀγορᾶς κεφαλαίου » εἶναι :

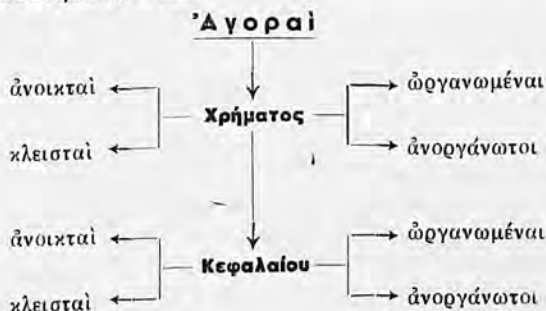
- Τὰ κ έ ρ δ η τῶν ἐπιχειρήσεων.
- Ἡ ἐν γένει κοινωνικὴ ἀποταμίευσις.
- Ἡ ἐκ τῆς ἀγορᾶς χρήματος διοχέτευσις πλεοναζόντων χρηματικῶν μέσων.

Συνήθως πᾶσα ἐπιχείρησις ἔρχεται εἰς ἐπαφὴν κυρίως μὲ τὴν κλειστὴν χρηματαγορὰν, συνδεομένη μετὰ τινος Τραπεζῆς.

1. Ἀναλυτικῶς, βλ. *Δ Γεωργακόπουλον*: « Τὸ Χρηματιστήριο Ἀθηνῶν καὶ ἡ Ἑλληνικὴ Χρηματαγορὰ ». Ἀθῆναι 1960, σελ. 7 ἐπ.

2. Οὕτω ἡ ὀργανωμένη ἀγορὰ κεφαλαίων δύναται νὰ ὑποδιαιρηθῆται: εἰς ἀγορὰν τίτλων σταθεροῦ τόκου (ὀμολογιῶν) καὶ εἰς ἀγορὰν τίτλων μεταβλητοῦ εἰσοδήματος (μετοχῶν). Ἡ ἀγορὰ τίτλων σταθεροῦ τόκου δύναται πάλιν νὰ ὑποδιαιρηθῆται εἰς ἀγορὰν κρατικῶν ὀμολογιῶν καὶ εἰς ἀγορὰν ἰδιωτικῶν ὀμολογιῶν (βιομηχανικῶν, τραπεζικῶν, ὑποθηκικῶν), ἢ δὲ ἀγορὰ τίτλων μεταβλητοῦ εἰσοδήματος δύναται νὰ ἀναφέρεται εἰς μετοχὰς βιομηχανικῶν, τραπεζικῶν, μεταφορῶν κ.ο.κ.

Κατόπιν τῶν ἀνωτέρω τὸ σχῆμα τῆς ταξινομήσεως τῶν ἀγορῶν χρηματοδοτήσεως εἶναι :



### §§ Σύντομος ἐπισκόπησις τῆς συγχρόνου καταστάσεως τῆς Ἑλληνικῆς Χρηματαγορᾶς

5. Ἡ κατὰ τὰ τελευταῖα ἔτη παρατηρηθεῖσα μείωσις τῶν ἐπιτοκίων καταθέσεων ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὴν ἔκδοσιν χρηματιστηριακῶν τίτλων (μετοχῶν - ὁμολογιῶν) πείθουν ὅτι καθίσταται δυνατὴ ἢ διεύρυνσις τῆς ἑλληνικῆς ἀγορᾶς κεφαλαίου. Ἐπίσης ἡ παρατηρουμένη πρόοδος εἰς τὰς ἰδιωτικὰς παρὰ τραπεζαῖς καταθέσεις, ἀποτελεῖ ἔνδειξιν ὅτι ὑφίστανται ἤδη αἱ συνθήκαι τῆς εὐχεροῦς διοχετεύσεως μεγάλου τμήματος τῆς ἀποταμιεύσεως ἐκ τῆς ἀγορᾶς χρήματος πρὸς τὴν ἀγορὰν κεφαλαίων. Πέραν ὅμως τῆς τραπεζικῆς ἀγορᾶς δύναται ὑπὸ τὰς παρούσας συνθήκας ν' ἀξιοποιηθῆ καὶ τεθῆ εἰς κίνησιν ὁ μηχανισμὸς τῆς χρηματιστηριακῆς κεφαλαιαγορᾶς ὥστε νὰ ἐπέλθῃ στροφή τῆς κοινωνικῆς ἀποταμιεύσεως πρὸς τοὺς ἐν γένει χρηματιστηριακοὺς τίτλους. Βεβαίως πρὸς τὴν κατεύθυνσιν ταύτην οὐσιωδῶς θὰ συνέβαλον ὠρισμένοι προϋποθέσεις καὶ δῆ: α) ἡ εἰσαγωγή νέων εἰδῶν χρηματιστηριακῶν τίτλων (προνομιούχων μετοχῶν ἢ μετατρεψίμων ὁμολογιῶν εἰς μετοχάς)<sup>1</sup>, β) ἡ συμπλήρωσις τῆς νομοθεσίας περὶ ἀνωνύμων ἐταιριῶν<sup>2</sup>, γ) ἡ βελτίωσις τῆς ἀποδοτικότητος τῶν χρηματιστηριακῶν τίτλων (ἰδίᾳ ἐν συγκρίσει πρὸς τὰς ἀποδόσεις τῶν προθεσμιακῶν ἢ καταθέσεων ταμιευτηρίου).

1, 2. Διὰ τοῦ ἐσχάτως ἐκδοθέντος Ν.Δ. 4237/1962 ἐτροποποιήθη ὁ παρ' ἡμῖν βασικὸς νόμος 2190/1920 περὶ Ἄνωνύμων Ἐταιρειῶν, κυρίως ὡς πρὸς τὰ δικαιώματα τῆς μειοψηφίας, τὴν ἀύξησιν τοῦ κεφαλαίου τῶν Α.Ε. διὰ τῆς ἐκδόσεως μετατρεψίμων εἰς μετοχὰς ὁμολογιῶν, ὡς καὶ τὴν προσθήκην νέας κατηγορίας προνομι-



Παρά την συμβολήν του χρηματιστηρίου αξιῶν εἰς τὰς ἐκδόσεις τοῦ παραγωγικοῦ δανείου (1954) καὶ τῶν ὁμολογιακῶν δανείων τῆς Δ.Ε.Η., ἐν τούτοις, δι' οὓς λόγους ἐξεθέσαμεν, ἡ κεφαλαιαγορὰ αὕτη δὲν ἠδυνήθη νὰ συμβάλῃ οὐσιωδῶς εἰς τὴν ἐκδοσὶν νέων χρηματιστηριακῶν τίτλων<sup>1</sup>.

6. Ἄλλ' ἡ στενότης τῆς ἐλληνικῆς κεφαλαιαγορᾶς πέραν τῶν ὡς ἄνω ὀργανικῶν αἰτίων θὰ ἠδύνατο ἔν τινι μέτρῳ ν' ἀποδοθῆ καὶ εἰς τὴν ἔλλειψιν συγχρόνων ὀρ γ ά ν ω ν (φορέων) χρηματοδοτήσεως, μεταξὺ τῶν ὁποίων ἰδιαιτέραν θέσιν κατέχουν αἱ ἀλλαχοῦ λίαν διαδεδομέναι ἔ τ α ι ρ ε ῖ α ι ἐ π ε ν δ ῦ σ ε ω ν.

Οὕτω ἐν τῇ οὐσίᾳ ἡ Ἑλληνικὴ Χρηματαγορὰ ἀποτελεῖται σήμερον ἀπὸ τὴν τραπεζικὴν ἀγορὰν χρήματος καὶ κεφαλαίου<sup>2</sup> αἰτι-

οῦχων μετοχῶν. Καὶ ὅσον ἀφορᾷ μὲν τὸ δικαίωμα συμμετοχῆς τῆς μειοψηφίας εἰς τὴν διοίκησιν, τοῦτο ἱκανοποιεῖται ἐν μέρει καὶ ὑπὸ ὀρισμένας προϋποθέσεις κατοχυρούσας τὸ ἐπαγγελματικὸν ἀπόρρητον.

Ὅσον ἀφορᾷ δὲ τὴν ἐκδοσὶν μ ε τ α τ ρ ε ψ ῖ μ ω ν εἰς μετοχὰς ὁμολογιῶν, τοῦτο ἐπιτρέπεται ἀλλὰ διὰ ποσὸν μὴ ὑπερβαῖνον τὸ ἥμισυ τοῦ καταβεβλημένου κεφαλαίου.

Τέλος, διὰ τοῦ ἀρθροῦ 1 τοῦ ὡς ἄνω ν.δ. προβλέπεται ἡ ἐκδοσὶς προνομιούχων μετοχῶν ἄνευ ψήφου (ἐπὶ τραπεζικῶν ἐπιχειρήσεων καὶ διὰ ποσὸν μὴ ὑπερβαῖνον τὸ 1/4 τοῦ ὀνομαστικοῦ κεφαλαίου), ὡς ἀντάλλαγμα δὲ χορηγεῖται εἰς ταύτας ὀρισμένους τόκος καὶ ἐν ἀνυπαρξίᾳ ἡ ἀνεπαρκείᾳ ἔτι κερδῶν. Οὕτω εἰς τὰ διὰ τοῦ ἀρθροῦ 3 παρ. 1 τοῦ ν. 2190 (διατύπωσης ἀρθρ. 1 ν. 5294/31) προβλεπόμενα προνόμια: τῆς ἀναλήψεως τοῦ κατὰ τὸ ἀρθρον 45 (τοῦ ν. 2190/1920) πρώτου μερισματος, τῆς ἀναδρομικῆς καταβολῆς μερισματος διὰ τὰς χρήσεις καθ' ἃς δὲν ἐχορηγήθη τοιοῦτον λόγῳ ἐλλείψεως κερδῶν καὶ τῆς προνομιακῆς ἀναλήψεως ἐκ τοῦ προϊόντος τῆς ἐκκαθάρισεως τοῦ καταβληθέντος ὑπὸ τῶν προνομιούχων μετοχῶν κεφαλαίου, προστίθεται πλέον καὶ τὸ ἀνωτέρω προνόμιον.

1. Ἡ συμμετοχὴ τῆς χρηματιστηριακῆς κεφαλαιαγορᾶς εἰς τὴν χρηματοδότησιν ἐπενδύσεων ὑπῆρξεν ἐλαχίστη, ἀνελεθοῦσα εἰς τὰ κατωτέρω ποσὰ (εἰς ἑκατ. δραχμῶν).

	1955	1956	1957	1958	1959
*Εκδοσὶς κινητῶν ἀξιῶν.....	128	38	4	364	407
*Ακαθάριστοι ἐπενδύσεις....	9.853	13.223	15.330	15.950	—
Σχέσεις ἐκδόσεως κινητῶν ἀξιῶν πρὸς ἀκαθάρτους ἐπενδύσεις.....	1,3 %	0,28 %	0,028 %	2,3 %	

Βλέπε μελέτην Ο.Β.Α. «Γενικὴ ἐπισκόπησις ἐλληνικῆς βιομηχανίας», 1961, σ 76.

2. Ἡ τραπεζικὴ ἀγορὰ κεφαλαίου τυγχάνει παρ' ἡμῖν λίαν περιορισμένη, αἱ δὲ Ἑλληνικαὶ Τράπεζαι ἀσχολοῦνται μὲ βραχυπροθέσμιους, ὡς ἐπὶ τὸ πλεῖστον, δανεισμούς. Μακροπρόθεσμος χρηματοδότησις βιομηχανικῶν ἐπενδύσεων συνετελέσθη μετα-

νες κινούνται ἐντὸς τοῦ πλαισίου ὠρισμένων κανόνων ἐλέγχου τῆς πίστεως<sup>1</sup>.

Οἱ κανόνες οὗτοι ἐλέγχου τῆς πίστεως καθιεροῦνται διὰ γενικῶν ἢ ἐιδικῶν ἀποφάσεων τῆς Νομισματικῆς Ἐπιτροπῆς, αἵτινες μεταβάλλονται ἐκάστοτε ἐπὶ τὸ αὐστηρότερον ἢ ἐπεικέστερον ἀναλόγως πρὸς τὴν ἐξέλιξιν τῆς νομισματικῆς κυκλοφορίας, τῶν παρὰ τραπέζαις συσσωρευομένων καταθέσεων καὶ τῶν ἐν γένει ἀναγκῶν τῆς οἰκονομίας.

Ἡ ἐν λόγῳ ἐπιτροπὴ ἀπλῶς ἐξετάζει ἐὰν ἡ χρηματοδότησις συντελῆται ἐντὸς τῶν πλαισίων καὶ κανόνων τῆς ἀσκουμένης ἐκάστοτε νομισματικῆς καὶ πιστωτικῆς πολιτικῆς<sup>2</sup>, τὸν δὲ κίνδυνον ἐκ τοῦ δανεισμοῦ φέρει ἀποκλειστικῶς ἡ μεσολαβοῦσα τράπεζα.

πολεμικῶς κυρίως διὰ τῶν κεφαλαίων τῆς ἀμερικανικῆς βοήθειας. Ὁ ἐν λειτουργίᾳ σήμερον Ὁργανισμὸς Χρηματοδοτήσεως Οἰκονομικῆς Ἀναπτύξεως (Ο.Χ.Ο.Α.) ἐδημιούργησε μὲν τὰς προϋποθέσεις ὑποτιπώδους κεφαλαιαγορᾶς διὰ τὴν χρηματοδότησιν τῶν ἐπενδύσεων εἰς βιομηχανίας, ἐν τούτοις λόγῳ τῶν περιορισμένων ὑπ' αὐτοῦ μέσων ἢ συμβολῆ τούτου διὰ τὴν βιομηχανικὴν ἀνάπτυξιν δὲν κατέστη οὐσιώδης. Προσπάθεια πρὸς τὴν κατεύθυνσιν βελτιώσεως τῆς κεφαλαιαγορᾶς διὰ συμμετοχῆς εἰς τὸ κεφάλαιον λειτουργουσῶν ἢ νεοῖδρυσμένων ἐπιχειρήσεων καταβάλλει ὁ νέος Ὁργανισμὸς Βιομηχανικῆς Ἀναπτύξεως (Ο.Β.Α.). Περὶ τούτου βλέπε κατωτέρω.

1. Ὁ ἔλεγχος τῆς πίστεως ἀπετέλεσεν ἀντικείμενον νομοθετικῆς ρυθμίσεως ἀπὸ τοῦ ἔτους 1945, ὅτε τὸ πρῶτον ἐτέθη εἰς ἐφαρμογὴν. Ἀρχικῶς τὸ καθεστὼς τοῦ ἐλέγχου πίστεως ἐρρυθμίζετο διὰ τοῦ Α.Ν. 675/45 «περὶ ἐλέγχου πίστεως», ὅστις κατηργήθη σχεδὸν ἀμέσως διὰ τοῦ Α.Ν. 685/45, ἀργότερον δὲ καὶ οὗτος κατηργήθη διὰ τοῦ Ν.Δ. 588/1948 «περὶ ἐλέγχου τῆς πίστεως», ὅστις ἰσχύει μέχρι σήμερον.

Συμφώνως τῷ ἄρθρῳ 2 τοῦ ἀνωτέρω Ν.Δ. καθορίζεται ὅτι ἡ ἀσκῆσις τῆς πιστωτικῆς πολιτικῆς ὡς καὶ ἡ ἐποπτεία αὐτῆς ἀνατίθενται εἰς τὴν Νομισματικὴν Ἐπιτροπὴν, ἔχουσαν κυρίως τὰς κατωτέρω ἀρμοδιότητας :

- α) Τὸν καθορισμὸν ὀρίου κατὰ παραγωγικούς κλάδους χρηματοδοτήσεως, ὡς ἐπίσης τῶν ὄρων καὶ προϋποθέσεων χορηγητέων πιστώσεων.
- β) Τὸν καθορισμὸν τόκου, προμηθειῶν καὶ ἐξόδων χορηγουμένων πιστώσεων.
- γ) Τὸν καθορισμὸν ποσοστοῦ ταμειακῶν διαθεσίμων, ἅτινα δέον νὰ τηρῶσιν αἱ Τράπεζαι ἕναντι τῶν ἀμέσων αὐτῶν ὑποχρεώσεων (ρευστότης).
- δ) Τὸν καθορισμὸν κανόνων διὰ τὸν ἔλεγχον χορηγήσεων καὶ ἐκτελέσεως πιστώσεων.
- ε) Τὴν ἐπιβολὴν κυρώσεων ἐν περιπτώσει παραβάσεως ἀποφάσεών της.

Ὁ ἔλεγχος πιστώσεως, συμφώνως πρὸς τὸ ἄρθρον 3 τοῦ ἀνωτέρω Ν.Δ., ἐνεργεῖται ὑπὸ τῆς Τραπεζῆς τῆς Ἑλλάδος δι' ὑπαλλήλων αὐτῆς, ἀναφέρεται δὲ κυρίως εἰς τὸν τρόπον, χρόνον διαθέσεως καὶ ἐπιστροφῆς τῶν πιστώσεων παρὰ τῶν λαβόντων ταύτας φυσικῶν καὶ νομικῶν προσώπων.

2. Ἐν περιπτώσει παραβάσεως διατάξεώς τινος περὶ χρηματοδοτήσεως, ἡ Ν.Ε. δύναται νὰ κηρύξη τὴν χρηματοδότησιν ληξιπρόθεσμον καὶ νὰ στερήσῃ τὰς παραβά-

7. Βάσει τοῦ ἰσχύοντος καθεστώτος ἡ τραπεζικὴ καὶ ἐν γένει χρηματοδότησις πρὸς τὰς βιομηχανίας διενεργεῖται παρ' ἡμῖν :

α) *Εἴτε διὰ προεξοφλήσεως ἐμπορικῶν γραμματίων, ἕτινα ὁμως δεόν νὰ προκύπτουν ἐκ πραγματικῶν συναλλαγῶν<sup>1</sup>.*

β) *Εἴτε διὰ προκαταβολῶν ἐπὶ φορτωτικῶν ἐγγράφων, ἐν περιπτώσει προπωλήσεως ἐμπορευμάτων, εἴτε διὰ χορηγήσεως εἰς τοὺς δικαιούχους ἐνεγγύων πιστώσεων ἐξωτερικοῦ τμήματος ἢ καὶ ὀλοκλήρου<sup>2</sup> τῆς ἀξίας τῆς ὑπὲρ αὐτῶν ἀνοίγεισης πιστώσεως ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν παραδόσεως τῶν φορτωτικῶν ἐγγράφων.*

γ) *Εἴτε διὰ τρεχουμένου ἀνοικτοῦ λογαριασμοῦ ἐπὶ προσωπικῇ ἀσφαλείᾳ, μὲ πρόσθετον ἀσφάλειαν προσημειώσεως ἢ ὑποθήκης ἐπὶ ἀκινήτου ἢ συναλλαγματικῶν εὐκολίας ἢ τέλος ἐμπορικοῦ χαρτοφυλακίου ἀντιστοίχου, πρὸς τὸ δάνειον, λήξεως<sup>3</sup>.*

δ) *Εἴτε διὰ χορηγήσεως συνήθως μεσοπρόθεσμων βιομηχανικῶν δανείων διαρκείας μέχρι 6 μηνῶν, ὑπὸ προϋποθέσεις ὀριζομένης ὑπὸ τῶν τραπεζῶν, καὶ συμφώνως πρὸς τὰς ἐκάστοτε ἀποφάσεις*

τιδας ἐπιχειρήσεις πάσης περαιτέρω χρηματοδοτήσεως, ἀκόμη καὶ προεξοφλήσεως γραμματίων δι' ὄρισμένον ἢ ἄοριστον χρόνον.

<sup>1</sup>Επίσης ἀποκλείονται χρηματοδοτήσεως ἄνω τῶν 50.000 αἱ ἐπιχειρήσεις αἰτίες δὲν εἶναι ἐνήμεροι εἰς τὰς ὑποχρεώσεις των πρὸς τὸ Δημόσιον ἐκ φόρων καὶ πρὸς τὸ ΙΚΑ ἐξ εἰσφορῶν. Τὰ πιστοποιητικὰ φορολογικῆς ἐνημερότητος εἶναι 3μήνου ἰσχύος, τὰ δὲ τοιαῦτα ἀσφαλιστικῆς ἐνημερότητος 2μήνου διαρκείας ἀπὸ τῆς ἐκδόσεώς των. Τοῦ ἀνωτέρω κανόνος ἐξαιροῦνται αἱ χρηματοδοτήσεις πρὸς διευκόλυνσιν ἐξαγωγῆς ἑλληνικῶν προϊόντων.

1. Ἡ Νομισματικὴ ἐπιτροπὴ ἐπιούρει ὅπως ἰδιαιτέρως τὴν προσοχὴν τῶν τραπεζῶν διὰ τὴν διαπίστωσιν τοῦ γεγονότος τούτου, δι' ἃ αἱ προεξοφλούμεναι συναλλαγματικαὶ ἢ γραμμάτια δεόν νὰ συνοδεύονται ὑπὸ ἀντιστοίχου εἰς ἀξίαν τιμολογίου χονδρικῆς πωλήσεως πρὸς τὴν ἐπιχείρησιν τὴν ἐκδώσαν ἢ ἀποδεχθεῖσαν τοὺς τίτλους τούτους ἢ πρὸς τὸν τελευταῖον ὀπισθογράφου.

2. Μέχρι τοῦ ἔτους 1959 τὸ ποσοστὸν τῆς τοιαύτης χρηματοδοτήσεως ἀνήρχετο εἰς 85% ἐπὶ τοῦ ποσοῦ τῆς ἀνοίγεισης ὑπὲρ τοῦ ἐξαγωγέως πιστώσεως. Ἀπὸ τοῦ 1959 ἤρθη κατ' οὐσίαν πᾶς περιορισμός, αἱ δὲ ἐμπορικαὶ τράπεζαι δύνανται νὰ χρηματοδοτοῦν τὰς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις εἰς οἰονδήποτε κατὰ τὴν κρίσιν των μέγεθος μέχρι τοῦ 100% τῆς ἀξίας τῆς ἐξαγωγῆς καὶ διὰ χρονικὸν διάστημα μέχρι 9 μηνῶν. Ἐπίσης διὰ τὸν ἐκσυγχρονισμόν τῶν ἐγκαταστάσεων τῶν ἐξαγωγικῶν ἐπιχειρήσεων (βιομηχανικῶν, ἐμπορικῶν κλπ.) παρέχεται ἡ εὐχέρεια χορηγήσεως μακροτέρως διαρκείας δανείων. Καὶ ἔνεαυθα τὰ ἐπιτόκια χρηματοδοτήσεως ἀπὸ τοῦ ἔτους 1958 ἐμειώθησαν ἀπὸ 8%—6%.

3. Διὰ τῶν ὑπ' ἀριθ. 1105/13.7.59 καὶ 1146/13.4.60 ἀποφ. τῆς Ν.Ε. παρεσχέθη ἡ δυνατότης εἰς τὰς ἐμπορικὰς τράπεζας ὅπως χρηματοδοτοῦν τὰς ἐπιχειρήσεις δι' ἀνοικτοῦ τρεχουμένου λογαριασμοῦ, δυναμένου ν' ἀνέλθῃ μέχρι τοῦ 10% τοῦ ἔτησιου κύκλου πωλήσεών των.

της Ν. Ε. Διὰ τὰς χορηγήσεις πέραν τῶν 6 καὶ μέχρι 18 μηνῶν ἀπητεῖτο<sup>1</sup> εἰδικὴ ἔγκρισις τῆς Ὑποεπιτροπῆς πιστώσεων.

ε) Ἐἴτε διὰ τῆς δανειοδοτήσεώς των δι' εἰσαγωγῆς κεφαλαίου ἐκ τοῦ ἐξωτερικοῦ<sup>2</sup> πρὸς ἐνίσχυσιν τοῦ κεφαλαίου κινήσεώς των ἢ πρὸς δημιουργίαν νέων ἐπενδύσεων.

ς) Ἐἴτε διὰ τῆς συμμετοχῆς τῶν τραπεζῶν εἰς τὸ νεοεκδιδόμενον ὁμολογιακὸν δάνειον ἢ μετοχικὸν κερφάλαιον βιομηχανικῶν ἐπιχει-

1. Διὰ τῆς ὑπ' ἀριθ. 1149/3.5.60 Ἀποφ. κατηγορήθησαν οἱ ὑφιστάμενοι περιορισμοὶ ὡς πρὸς τὰς χορηγήσεις ἔναντι ἐξαμηνίων γραμματίων καὶ μετεβλήθη οὐσιωδῶς τὸ καθιερωτὸς μακροπρόθεσμον χρηματοδοτήσεως τῶν βιομηχανικῶν διὰ τῆς καταργήσεως τῆς εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας προεγκρίσεως τῶν δανείων ὑπὸ τῆς Ὑποεπιτροπῆς Πιστώσεως ὡς καὶ διὰ τῆς διευρύνσεως τῆς διαρκείας τῶν δανείων ἀπὸ 5 εἰς 10 ἔτη.

2. Σχετικῶς ἐξεδόθησαν οἱ νόμοι 2687/53 « Περὶ ἐπενδύσεως καὶ προστασίας κεφαλαίων ἐξωτερικοῦ » καὶ 4171/61, δι' οὗ παρέχονται φορολογικαὶ τινες διευκολύνσεις εἰς ἐπιχειρήσεις αἰτινες πραγματοποιοῦν μεγάλας ἐπενδύσεις.

Τὸ Ν.Δ. 2687/53 προβλεπόμενον ὑπὸ τοῦ ἀρθρ. 112 τοῦ Συντάγματος μᾶς εἶναι ἐπισημμένης τυπικῆς ἰσχύος. Διὰ τοῦ νομοθετικοῦ τούτου διατάγματος προστατεύονται: α) Αἱ μακροπρόθεσμοι τοποθετήσεις κεφαλαίων τοῦ ἐξωτερικοῦ ὑπὸ μορφὴν συναλλάγματος, μηχανημάτων κλπ., β) πλοίων μὲ ἑλληνικὴν σημαίαν, γ) βραχυπρόθεσμων καταθέσεων κεφαλαίων εἰς συνάλλαγμα εἰς Ἑλληνικὰς Τραπεζὰς καὶ δ) πιστώσεων πρὸς ἐπιχειρήσεις.

Βασικῶς διὰ τοῦ ἀνωτέρω Ν.Δ. ἐξασφαλίζεται ἡ ἰδιοκτησία τῶν οὕτω πως εἰσαχθέντων περιουσιακῶν στοιχείων ἔναντι πάσης ἀναγκαστικῆς ἀπαλλοτριώσεως ἢ ἐπιτάξεως. Πρόκειται περὶ προσθέτου προστασίας πέραν τῆς διὰ τοῦ ἀρθρου 17 τοῦ Συντάγματος καθιερουμένης. Διὰ τοῦ ἐν λόγω Ν.Δ. προβλέπεται οὖν οἱ ἀπαξ διὰ τῆς πράξεως τῆς Διοικήσεως καθορισθέντες ὄροι ἀποκλείεται νὰ μεταβληθοῦν βραδύτερον μονομερῶς ὑπὸ τῆς Ἑλληνικῆς Κυβερνήσεως. Ἐπίσης ἡ ἐπανεξαγωγή τῶν οὕτω εἰσαχθέντων κεφαλαίων δύναται νὰ ἐξικινήται μὲχρι ποσοστοῦ 10% ἑτησίως, τῶν δὲ κερδῶν μέχρι ποσοστοῦ 12%.

Τέλος διὰ τοῦ Ν.Δ. 2687/53 παρέχονται φορολογικαὶ τινες διευκολύνσεις, κυριώτεροι τῶν ὁποίων εἶναι :

α) Ἡ καθιέρωσις, διὰ μίαν 10ετίαν, τῆς ἰσχυοῦσης κατὰ τὴν ἔκδοσιν τῆς ἐγκριτῆς πράξεως φορολογίας καθαρῶν προσόδων καὶ τυχόν ἀλλαγῆς ταύτης μόνον ἐν περιπτώσει μειώσεως τῶν φορολογικῶν συντελεστῶν.

β) Ἡ μείωσις ἢ ἀπαλλαγὴ ἐπὶ διάστημα μὴ ὑπερβαίνον τὴν 10ετίαν ἐκ τῶν δαμῶν, εἰσφορῶν ἢ ἄλλων φόρων καὶ τελῶν ἐπὶ εἰσαγομένων μηχανημάτων, ἐξαρτημάτων, ἀνταλλακτικῶν καὶ ἐργαλείων.

γ) Ἡ ἀπαγόρευσις ἐπιβολῆς ἀναδρομικῆς φορολογίας.

δ) Ἡ μείωσις ἐκ φόρων καὶ τελῶν κατὰ τὴν σύνταξιν τῶν συμβολαίων διὰ τὴν ἔγγραφὴν ὑποθήκης ἢ σύστασιν ἐνεῦρου πρὸς ἐξασφάλισιν τῶν εἰσαγομένων κεφαλαίων κ.ο.κ. Ἀπὸ τοῦ ἔτους 1954 μέχρι τῆς 31 Δεκεμβρίου 1960 (μὴ συμπεριλαμβα-

ρήσεων, τοῦτο δὲ ἐφ' ὅσον τὸ κεφάλαιον τῶν τραπεζῶν ἀνέρογεται τοῦλάχιστον εἰς 20 ἑκατ. δραχμῶν<sup>1</sup>.

η) *Ἐἴτε διὰ τῆς παροχῆς ἐγγυητικοῦ κεφαλαίου ὑπὸ τὴν μορφήν ἐγγυητικῶν ἐπιστολῶν<sup>2</sup>.*

Ἡ χρηματοδότησις τοῦ εἴδους τούτου ἐπετράπη κατόπιν τῶν ὑπ' ἀριθ. 1139/1/26.2.60 καὶ 1150/1/13.5.60 ἀποφάσεων τῆς Νομισματικῆς Ἐπιτροπῆς.

θ) *Ἐἴτε τέλος, διὰ τοῦ καθορισμοῦ εὐνοϊκῶν ἐπιτοκίων καὶ πιστωτικῶν διευκολύνσεων πρὸς τὰς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις.*

Τὸ μέτρον τοῦτο ὀδηγεῖ ἀφ' ἐνὸς μὲν εἰς ἕμμεσον χρηματοδότησιν τῶν ἐξαγωγικῶν βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων, ἀφ' ἑτέρου δὲ εἰς τὴν εὐθυγράμμισιν τῶν παρ' ἡμῖν ὄρων χρηματοδοτήσεως πρὸς τοὺς ἰσχύοντας εἰς τὴν ἀλλοδαπὴν καὶ δὴ εἰς χώρας τῆς Εὐρωπαϊκῆς Κοινότητος.

νομένων τῶν ἐπαναπαρισθέντων πλοίων) εισέρρουσαν εἰς τὴν Ἑλλάδα ἐκ τῆς ἀλλοδαπῆς τὰ κατωτέρω πάσης φύσεως ἰδιωτικά κεφάλαια.

	Εἰσροή	Ἐκροή	(Εἰς ἑκατ. δολλάρια) Πιστωτικῶν ὑπόλοιπων
Κεφάλαια Ν.Α. 2687/53 . . . . .	33,0	5,8	27,2
Καταθέσεις Ν.Α. 2687/53 . . . . .	50,8	35,1	15,7
Λοιπὰ ἰδιωτ. Κεφάλαια (ἀνευ προστασίας) . . . . .	191,3	23,2	168,1
Ἐμπορικαὶ πιστώσεις ἀλλοδαπῆς . . . . .			101,7

Δι' ἰσοῦτος ἐγκρίσεις δι' εἰσαγωγῆν κεφαλαίων τῆς πρώτης κατηγορίας ἀνέρονται εἰς 90 ἑκ. \$, ἅτινα ὅμως εισρέουν τμηματικῶς σὺν τῇ προσόδῳ τῶν ἐκτελουμένων ἔργων. Βλέπε σχετικῶς « Ὁδηγὸς ἐπενδύσεων ἐν Ἑλλάδι » τοῦ ΟΒΑ.

1. Ἐν πάσῃ περιπτώσει δυνάμει τοῦ Ν. 5076/1931 ἀπαγορεύεται εἰς τὰς Τραπεζάς, πλὴν ὀρισμένων ἐξαιρέσεων, ὅπως χορηγήσουν δάνεια ἢ πιστώσεις πάσης φύσεως εἰς τὸ αὐτὸ πρόσωπον, διὰ ποσὸν ἀνώτερον τοῦ 1/5 τοῦ κεφαλαίου (μετοχικοῦ καὶ ἀποθεματικοῦ) τῶν. Τὸ ὅριον τοῦτο δύνανται κατ' ἐξαιρέσιν ν' ἀψῆθη κατόπιν ἀποφάσεως τοῦ Ὑπουργοῦ Ἐμπορίου καὶ μετὰ σύμφωνον γνώμην τῆς Νομισματικῆς Ἐπιτροπῆς.

2. Καὶ διὰ τὴν ὑπὸ τῶν τραπεζῶν χορήγησιν ἐγγυητικῶν ἐπιστολῶν ὑφίστανται ὀρισμένοι περιορισμοί, οἵτινες καθορίζονται διὰ τῆς 975/2/12.7.56 ἀποφ. τῆς Ν.Ε. Οὕτω ἀπαγορεύεται ἡ χορήγησις ἐγγυητικῆς ἐπιστολῆς ὑπὲρ τοῦ αὐτοῦ προσώπου διὰ ποσὸν ὑπερβαῖνον τὸ 1/5 τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου καὶ ἀποθεματικοῦ τῆς Τραπεζῆς. Ἐπίσης ἀπαγορεύεται ἡ ἐκδοσις ἐγγυητικῶν ἐπιστολῶν διὰ τὴν ἐξασφάλισιν ἐξωτραπεζικῶν δανεισμῶν κ.ο.κ.

Διὰ τῆς ὑπ' ἀριθ. 58633/4.3.54 Ἀποφάσεως τοῦ Ὑπουργείου Οἰκονομικῶν ὀρίζονται αἱ τράπεζαι τῶν ὁποίων αἱ ἐγγυητικαὶ ἐπιστολαὶ γίνονται δεκταὶ ὑπὸ τοῦ Δημοσίου ἢ Ν.Π.Δ.Δ.

Λεπτομερείας ἐπὶ τοῦ τρόπου ἐφαρμογῆς τοῦ μέτρου τούτου, τόσον διὰ χορηγήσεις, πρὸς τὰς ἐν γένει βιομηχανίας, μακροπροθέσμων δανειῶν διὰ παγίας ἐγκαταστάσεις, ὅσον καὶ διὰ μεσοπροθέσμους δανεισμοὺς πρὸς κάλυψιν ἀναγκῶν κεφαλαίου κινήσεως αὐτῶν, καθορίζει ἡ ὑπ' ἀριθ. 1236/21.3.62 ἀπόφασις τῆς Νομισματικῆς Ἐπιτροπῆς<sup>1</sup>.

1. Κατ' αὐτὴν αἱ ἐπιχειρήσεις αἰτινες ἠθελον χαρακτηρισθῆ ὡς ἐξαγωγικαὶ δικαιουῦνται τοῦ ἐκάστοτε ἰσχύοντος ἐπιτοκίου ἐξαγωγικοῦ ἐμπορίου διὰ τὰς πάσης φύσεως ἐκ Τραπεζῶν χρηματοδοτήσεις, πλὴν τῶν νέων δανειῶν διὰ παγίας ἐγκαταστάσεις αὐτῶν, διὰ τὰ ὅποια προβλέπεται εἰδικὴ μεταχείρισις διὰ τῆς αὐτῆς ἀποφάσεως. Ὅταν τὰ ἐπιτόκια μακροπροθέσμου καὶ μεσοπροθέσμου δανεισμοῦ τῶν ἐξαγωγικῶν βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων κλιμακοῦνται ἀναλόγως πρὸς τὰς ὑπ' αὐτῶν ἐτησίως πραγματοποιουμένους ἐξαγωγάς, ὡς ἀκολούθως:

α) Ἐπὶ μακροπροθέσμου δανεισμοῦ διὰ παγίας ἐγκαταστάσεις.

αα) Διὰ τὰς νεοῖδρυομένας:

- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 25 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 7 %.
- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 40 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 5 %.
- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 60 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 4 %.

αβ) Δι' ἐκσυχρονιζομένας καὶ ἐπεκτεινομένας:

- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 20 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 7 %.
- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 25 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 5 %.
- Ἐπὶ ἐξαγωγῶν 40 % τοῦλάχιστον τῶν συνολικῶν πωλήσεών των, ἐπιτόκον πλεόν προμήθεια 4 %.

Τὰ ἀνωτέρω χαμηλότερα ἐπιτόκια δικαιουῦνται αἱ ἐπιχειρήσεις μόνον διὰ τὸ ἔτος ἐντὸς τοῦ ὁποίου θὰ ἐπιτύχουν τὰ ἀντιστοίχως ὀριζόμενα ποσοστὰ ἐξαγωγῶν, ὅπως ἐπίσης καὶ δι' ἐκεῖνο ἐντὸς τοῦ ὁποίου ναὶ μὲν δὲν θὰ πραγματοποιηθοῦν ἐπακριβῶς τὰ ἐν λόγῳ ποσοστὰ, θὰ συμπληρωθοῦν ὁμως ταῦτα μὲ τυχόν πέραν τούτων πλεόνασμα ἐξαγωγῶν τοῦ ἀμέσως προηγούμενου ἢ ἀμέσως ἐπομένου ἡμερολογικοῦ ἔτους. Κατ' ἐξαιρέσειν καὶ ἐφ' ὅσον ἐντὸς τῆς πρώτης διετίας ἀπὸ τῆς ἐνάρξεως λειτουργίας τῶν χρηματοδοτηθειῶν ἐγκαταστάσεων πραγματοποιηθοῦν τὰ ἀνωτέρω ποσοστὰ ἐπὶ τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεων τῆς διετίας, ἀδαιρέτως λαμβανομένης, ἡ χρηματοδοτηθεῖσα ἐπιχείρησις δικαιουῖται τοῦ ἀντιστοίχου χαμηλοτέρου ἐπιτοκίου, ἀναδρομικῶς ἀπὸ τῆς συνάψεως τοῦ δανείου.

β) Ἐπὶ μεσοπροθέσμου δανεισμοῦ διὰ μόνιμα κεφάλαια κινήσεως

Διὰ δάνεια πρὸς ἐξαγωγικὰς ἐπιχειρήσεις ἰσχύουν αἱ διὰ βραχυπροθέμους πιστώσεις ρυθμίσεις ἐπιτοκίων τῆς αὐτῆς (1236/21.3.62) ἀποφάσεως τῆς Ν.Ε.

Ἐξ ἐξαγωγικαὶ βιομηχανικαὶ ἐν γένει ἐπιχειρήσεις χαρακτηρίζονται ἐκεῖναι αἱ ὅποια ἔναντι ἐλευθέρου συναλλάγματος καὶ ἀνεξαρτήτως χώρας προορισμοῦ πραγμα-

Ἡ τραπεζικὴ χρηματοδότησις τοῦ ἐσωτερικοῦ καὶ εἰσαγωγικοῦ ἔμπορίου διενεργεῖται ἐπίσης ἐντὸς ὁρίων τὰ ὅποια διευρύνονται μὲν ὀλίγον κατ' ὀλίγον ἐπὶ τῷ σκοπῷ ὁμαλῆς κυκλοφορίας τῶν ἐν γένει προϊόντων ἐν τῇ ἀγορᾷ, χωρὶς ὅμως τοῦτο νὰ ὀδηγῇ εἰς ὑπέρμετρον αὔξησιν τῶν ἐπὶ πιστώσει πωλήσεων, ἢ τὴν διόγ-

τοποιῶν ἐτησίας ἐξαγωγᾶς προϊόντων ἰδικῆς τῶν παραγωγῆς ἢ παραγωγῆς ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων εἰς τὰ ἀκόλουθα ποσοστὰ τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεων τῶν τοῦ ἀμέσως προηγουμένου ἡμερολογιακοῦ ἔτους, πάντως ὁμως οὐχὶ κατωτέρας τῶν 600 χιλ. δρχ. "Ἦτοι: α) τὸ 1962 6% τοῦλάχιστον τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεών των κατὰ τὸ ἔτος 1961. β) Τὸ 1963 9% τοῦλάχιστον τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεών των κατὰ τὸ ἔτος 1962. γ) Τὸ 1964 12% τοῦλάχιστον τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεών των κατὰ τὸ ἔτος 1963. δ) Τὸ 1965 15% τοῦλάχιστον τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεών των κατὰ τὸ ἔτος 1964. ε) Καὶ ἀπὸ τοῦ ἔτους 1966 20% τοῦλάχιστον τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεών των τοῦ ἀμέσως προηγουμένου ἡμερολογιακοῦ ἔτους.

Τὸ ποσὸν τῶν πωλήσεων ἐπὶ τῶν ὁποίων ὑπολογίζονται τὰ ἀνωτέρω ποσοστὰ ἐξαγωγῶν, οὐδέποτε δύναται νὰ εἶναι μικρότερον τοῦ ποσοῦ τῶν πωλήσεων τὰς ὁποίας ἐπραγματοποίησεν ἐκάστη ἐπιχειρήσις ἐντὸς τοῦ ἔτους 1961.

Αἱ κατὰ τὰ ἀνωτέρω χαρακτηριζόμεναι ἐξαγωγικαὶ ἐπιχειρήσεις δικαιοῦνται ἐπιτοκίου ἐξαγωγικοῦ ἔμπορίου διὰ χρηρηγήσεως μέχρι ποσοῦ—εἰς μέσον ἐτήσιον ἐπίπεδον λαμβανομένου—διπλασίου κατ' ἀνώτατον ὄριον τῆς εἰς τὸ τέλος τοῦ ἔτους κεφαλαιακῆς θέσεώς του. Ἡ κεφαλαιακὴ δὲ θέσις αὐτῶν ἐξευρίσκειται λαμβανομένου ἕν ὄψιν τοῦ καταβεβλημένου κεφαλαίου πλέον τῶν πάσης φύσεως ἀποθεματικῶν καὶ κατόπιν ἀφαίρεσεως τυχόν ζημιῶν ἐκ προηγουμένων χρήσεων, ὡς καὶ τῶν χρεωστικῶν ὑπολοίπων τῶν λογαριασμῶν ἐταίρων ἢ μετόχων.

Κατὰ τὴν αὐτὴν ἀπόφασιν τῆς Ν.Ε., βιομηχανικαὶ καὶ βιοτεχνικαὶ ἐπιχειρήσεις αἰτινες θὰ πραγματοποιήσουν τὰ ἀνωτέρω ὄρια ἐξαγωγῶν καὶ τῶν ὁποίων τὸ μέσον ἐτήσιον ὕψος τοῦ τραπεζικοῦ τῶν δανεισμοῦ, περιλαμβανομένων καὶ τῶν δανείων διὰ παγίας ἐγκαταστάσεις τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. καὶ τῶν Τραπεζῶν, θὰ εἶναι ἴσον ἢ κατώτερον τῆς κεφαλαιακῆς τῶν θέσεως εἰς τὸ τέλος τοῦ ἔτους, θὰ τύχουν ἐπιτοκίου τραπεζικοῦ δανεισμοῦ κατὰ μί α ν μ ο ν ἄ δ α κ α τ ω τ ἔ ρ ο υ τοῦ ἐκαστοτε ἰσχύοντος ἐπὶ ἐξαγωγικοῦ ἔμπορίου.

Ἐπίσης ἐπιχειρήσεις αἰτινες ἐπέτυχον ἐξαγωγᾶς τὸ 1962 12% τοῦ συνόλου τῶν ἐτησίων πωλήσεών των τοῦ προηγουμένου ἔτους, τὸ 1963 15%, τὸ 1964 20% καὶ ἀπὸ τοῦ 1965 25% ἐπὶ τοῦ συνόλου τῶν πωλήσεων τοῦ ἀμέσως προηγουμένου ἔτους, δικαιοῦνται ἐπιτοκίου κατὰ δ ὄ ο μ ο ν ἄ δ α κ α τ ω τ ἔ ρ ο υ τοῦ ἐκαστοτε ἰσχύοντος ἐπὶ ἐξαγωγικοῦ ἔμπορίου.

Ἐπίσης διὰ τῆς ἀνωτέρω ἀποφάσεως τῆς Ν.Ε. προβλέπονται καὶ ἕτεραι πρόσθετοι πιστωτικαὶ διευκολύνσεις. Τέλος, διὰ νεωτέρας ἀποφάσεως τῆς Ν.Ε. (1266/12.1.63), προβλέπεται πρόσθετος χρηματοδότησις τῶν ἐξαγωγικῶν βιομηχανιῶν διὰ τὰς ἀνάγκας τοῦ κεφαλαίου κινήσεώς των.

Ἐκρίναμεν σκόπιμον νὰ ἐπεκταθῶμεν ἐπὶ τῶν ἀνωτέρω ἀποφάσεων τῆς Ν.Ε. καθ' ὅσον αὐταὶ συνδέονται οὐ μόνον μὲ θέματα ἐμμέσου χρηματοδοτήσεως τῶν ἐξαγωγικῶν βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων, ἀλλὰ καὶ διότι καθιερῶνουν ἰδιαίτερα κίνητρα διὰ τὴν προώθησιν τῶν ἑλληνικῶν ἐξαγωγῶν.

κωσιν τῶν εἰσαγωγῶν εἰδῶν μὴ ἀπολύτως ἀναγκαίων διὰ τὴν κατανάλωσιν καὶ δὴ ὁσάκις ὁμοειδῆ τοιαῦτα παράγονται ἐν τῷ ἐσωτερικῷ.

8. Καὶ τὸ καθεστὼς τῆς χρηματοδοτήσεως τοῦ ἐσωτερικοῦ ἐμπορίου μετεβλήθη ἐπὶ τὰ βελτίω ἀπὸ τοῦ ἔτους 1959 δι' αὐξήσεως τῆς πρὸς αὐτὸ συνολικῆς χρηματοδοτήσεως κατὰ 46 % περίπου. Ἡ αὐξήσις αὕτη, συνδυνασθεῖσα καὶ πρὸς τὴν ἐπελθούσαν διεύρυνσιν τῶν δυνατοτήτων χρηματοδοτήσεως τούτου ἐκ μέρους τῆς βιομηχανίας, κατόπιν τῆς καταργήσεως τῶν περιορισμῶν ὡς πρὸς τὴν χρηματοδότησιν ἐναντι βρῆμων γραμματίων, προσέδωκεν εἰς τοῦτο μεγαλύτεραν εὐχέρειαν διὰ τὴν ὁμαλὴν κυκλοφορίαν τῶν ἐν γένει ἀγαθῶν.

Εἰδικώτερον ὡς πρὸς τὸ εἰσαγωγικὸν ἐμπόριον καὶ ἐφ' ὅσον τὰ εἰσαγόμενα εἶδη περιλαμβάνονται εἰς τοὺς οἰκείους πίνακας, τοὺς ἐκδιδομένους ἐκάστοτε δι' ἀποφάσεων τοῦ Ὑπουργείου Ἐμπορίου, παρέχεται εἰδικὴ χρηματοδότησις, ἀντιστοιχοῦσα πρὸς ὠρισμένον ποσοστὸν ἐπὶ τῆς ἀξίας τῶν εἰσαγομένων εἰδῶν. Ἡ διάρκεια τῆς χρηματοδοτήσεως ταύτης ὀρίζεται ὁμοίως διὰ σχετικῶν ἀποφάσεων.

## § 2. Ὅργανα χρηματοδοτήσεως

1. Ὡς ἤδη ἐτονίσθη, ἡ χρηματοοικονομικὴ λειτουργία τῶν ἐπιχειρήσεων προσλαμβάνει καθημερινῶς μεγαλύτεραν ὄλοεν σημασίαν, λόγῳ τῶν συνεχῶς αὐξανομένων εἰς κεφάλαια ἀναγκῶν τῶν ἐπιχειρήσεων.

Τὰς τοιαύτας εἰς κεφάλαια ἀνάγκας τῶν ἐπιχειρήσεων ἱκανοποιοῦν τὰ *διάφορα ὅργανα χρηματοδοτήσεως* (πάσης φύσεως ἐταιρεῖαι χρηματοδοτήσεως).

Ὡς *ἐταιρεῖαι χρηματοδοτήσεως* ἐν γένει νοοῦνται αἱ ἐπιχειρήσεις ἐκείναι αἵτινες συγκεντρώνουν τὸ κεφάλαιόν των δι' ἐκδόσεως μετοχῶν ἢ καὶ δι' ἄλλου τρόπου μακροπροθέσμου δανεισμοῦ, εἴτα δὲ προβαίνουν εἰς τὴν ἐπένδυσιν τούτου, εἴτε δι' ἀγορᾶς μετοχῶν ἐτέρων ἐπιχειρήσεων (συμμετοχαὶ εἰς τὸ κεφάλαιον), εἴτε διὰ τῆς χορηγήσεως πρὸς ταύτας πιστώσεων. Αἱ ἐν λόγῳ ἐταιρεῖαι δὲν διαθέτουν συνήθως ἰδίαν παραγωγικὴν λειτουργίαν, ἀλλὰ συμμετέχουν εἰς τὴν παραγωγικὴν δραστηριότητα ἐτέρων ἐπιχειρήσεων μέσῳ τῆς ὑπ' αὐτῶν ἀσκουμένης χρηματοδοτήσεως. Ἐν ἄλλοις λόγοις, αἱ ἐταιρεῖαι αὗται ἀνταλλάσσουν ἢ ὑποκαθιστοῦν τὰς



ιδίας αὐτῶν μετοχᾶς διὰ μετοχῶν ἐτέρων παραγωγικῶν ἐπιχειρήσεων, ἐξ οὗ καὶ συνήθως ὀνομάζονται ἐταιρεῖαι ὑποκαταστάσεως μετοχῶν ἢ ἀνταλλαγῆς κεφαλαίων (Effektensubstitutions Gesellschaften).

2. Ἀναλόγως τῆς ὑπὸ τῶν «ἐταιρειῶν χρηματοδοτήσεως» ἀσκουμένης ἐκάστοτε χρηματοδοτικῆς διαχειρίσεως τοῦ οὗτω πως ἐξυυρεθέντος κεφαλαίου των, αὗται διακρίνονται εἰς διαφόρους κατηγορίας, μεταξὺ τῶν ὁποίων κυριώτεραι εἶναι :

- ↳ Αἱ ἐμπορικαὶ ἢ τράπεζαι καταθέσεων (Banques d'affaires)<sup>1</sup>.
- Αἱ ἐταιρεῖαι χαρτοφυλακίου (Holding Companies), καὶ
- Αἱ ἐταιρεῖαι ἐπενδύσεων (Investment trusts, Sociétés de placement).

α) Αἱ ἐμπορικαὶ τράπεζαι<sup>2</sup> (Banques d'affaires).

3. Ὡς ἐμπορικαὶ τράπεζαι νοοῦνται ἐκεῖναι αἵτινες, εἴτε δι' ἀναλήψεως μετοχῶν εἴτε διὰ χορηγήσεως πιστώσεων, χρηματοδοτοῦν τὰς ἐν γένει ἐπιχειρήσεις οὐ μόνον διὰ τὴν ἀπόκτησιν μερισματος ἢ τόκου, ἀλλὰ καὶ διὰ τὴν κάρπωσιν τυχόν ἐπὶ πλεόν διαφορᾶς ἐκ τῆς ἀνατιμῆσεως τῶν εἰς χεῖρας των τίτλων.

1. Εἰς τὰς ἀγγλοσαξωνικὰς χρηματαγορὰς αἱ ἐμπορικαὶ τράπεζαι (Banques d'affaires) συνήθως ὀνομάζονται «Investment Banks». Ὁ Dewing: εἰς Financial policy of Corporations. Vol. II, σελ. 1031 προβαίνει εἰς διάκρισιν μεταξὺ «Commercial Banks» καὶ «Investment Banks». Κατ' αὐτὸν αἱ πρῶται παρέχουν βραχυπρόθεσμοις πιστώσεις, ἐνῶ αἱ δευτέραι διενεργοῦν μακροπρόθεσμοις δανεισμούς.

2. Πλὴν τῶν Τραπεζῶν ὡς ὀργάνων χρηματοδοτήσεως, παρ' ἡμῖν καὶ δὴ ἀμέσως μετὰ τὴν ἀπελευθέρωσιν ἐλειτούργησαν καὶ λειτουργοῦν εἰσὶν διάφοροι χρηματοδοτικοὶ ὀργανισμοί, οἵτινες σκοποῦν ἐν γένει τὴν ταχύτεραν ἀνόρθωσιν τῆς μεταπολεμικῆς Ἑλληνικῆς Οἰκονομίας.

Ὁῦτω, κατ' ἀρχὴν, ὡς πρότυπον μορφήν πιστωτικοῦ ὀργανισμοῦ λειτουργήσαντος διὰ κεφαλαίων τῆς Ἀμερικανικῆς βοήθειας δυνάμεθα ν' ἀναφέρωμεν τὴν Κε ν τ ρ ι κ ῆ ν Ἐ π ι τ ρ ο π ῆ ν Δ α ν ε ἰ ὶ ω ν (Κ. Ε. Δ.). Αἱ αἰτήσεις δανειοδοτήσεως ὑπεβάλλοντο ὑπὸ τῶν ἐπιχειρήσεων εἰς τὴν Κ.Ε.Δ. μέσῳ τῶν ἐμπορικῶν τραπεζῶν, μεθ' ὧν αὗται συνειργάζοντο. Ὁ χρόνος ἐξοφλήσεως τῶν ἐν λόγῳ δανείων, ἅτινα ἦσαν ἐξησφαλισμένα μὲ ρήτραν δολλαρίου καὶ ἐπὶ ὑποθήκῃ τῶν βιομηχανικῶν ἐγκαταστάσεων τῶν δανειοδοτηθειῶν ἐπιχειρήσεων, ἐκυμαινετο μεταξὺ 20—30 ἐτῶν, τὸ δὲ ἐπιτόκιον δανειομὸς ἀνήρχετο εἰς 5—8%. Ἡ Ἐπιτροπὴ αὕτη συντόμως ἀπέτυχε τοῦ σκοποῦ τῆς, μὴ δυνηθεῖσα ν' ἀνταποκριθῇ εἰς τὴν σοβαρότητα τοῦ ὑπ' αὐτῆς ἀναληφθέντος ἔργου, τόσοσιν διότι κατὰ τὰς χρηματοδοτήσεις τῆς παρεξέκλινε τῶν αὐστηρῶν τραπεζικῶν κριτηρίων, ὅσον καὶ διότι λόγῳ ἑλλιποῦς τεχνικοοικονομικῆς ὀργανώσεως τῆς ἐστρεῖτο προγράμματος ἀρμονικῆς καὶ συμμετροῦ ἀναπτύξεως ἀπάν-

Αἱ ἔμπορικά τράπεζαι, εἰς ἃς περιπτώσεις συμμετέχουν κεφαλαιακῶς ἢ παρέχουν μακροπροθέσμου διαρκείας πιστώσεις εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις καὶ προκειμένου νὰ περιορίσουν τὸν σχετικὸν ἐξ αὐτῶν κίνδυνον, φροντίζουν νὰ ὑπεισέρχονται εἰς τὴν διοίκησιν τούτων ὥστε νὰ παρακολουθοῦν καὶ ἐλέγχουν τὴν ἐν γένει δραστηριότητα των.

των τῶν κλάδων τῆς Οἰκονομίας μας.

Τὴν ἀνωτέρω κατάστασιν ἐπεδειώσασε καὶ ἡ ἐν ἔτει 1953 ἐπελθούσα νομισματικὴ ἀναπροσαρμογὴ, δι' ἧς ἡ τιμὴ τοῦ δολλαρίου ἐδικλασιάσθη εἰς σημεῖον ὥστε αἱ ἀντιοικονομικῶς χρηματοδοτηθεῖσαι ἐπιχειρήσεις νὰ εὐρεθοῦν πρὸ ἀδυναμίας ὅπως ἀνταποκριθῶσι εἰς τὴν πληρωμὴν τῶν ληξιπροθέσμων τοκοχρεωλυσιῶν των.

Διὰ τὴν συνέχισιν τῆς διαχειρίσεως τῶν μακροπροθέσμων δανείων τῆς Κ.Ε.Δ. ἐπῆλθεν ἡ πλήρης ἀναδιοργάνωσις ταύτης, μετονομασθείσης ταυτοχρόνως εἰς Ο.Χ.Ο.Α.

Τὸ πιστωτικὸν τοῦτο ἴδρυμα, ὅπερ λειτουργεῖ ὑπὸ μορφῆν νομικοῦ προσώπου Ἰδιωτικοῦ Δικαίου, συνεστήθη βάσει τῆς ἀπὸ 29 Ἰουλίου 1954 συμφωνίας μεταξὺ Ἑλληνικῆς Κυβερνήσεως, τῆς ἐν Ἑλλάδι Ἀποστολῆς Προγραμμάτων ΗΠΑ καὶ τῆς Τραπεζῆς Ἑλλάδος, κυρωθείσης διὰ τοῦ Ν.Δ. 2970/1954. Σκοπὸς τοῦ ὄργανισμοῦ τούτου εἶναι ἡ διευκολύνσις τῆς κανονικῆς εἰσπράξεως τῶν ὀφειλῶν τῆς καταργηθείσης Κ.Ε.Δ., ὡς καὶ ἡ ἀποτελεσματικότερα χρησιμοποίησις τῶν ἐπιστρεφόμενων ὑπὸ μορφῆν τοκοχρεωλυσιῶν κεφαλαίων.

Ἡ ἀρχικὴ συμφωνία περὶ συστάσεως τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. συνεπληρώθη: α) Διὰ τῆς ἀπὸ 12.7.55 συμφωνίας μεταξὺ τοῦ Ὑπουργείου Συντονισμοῦ καὶ τῆς Ἀμερικανικῆς ἀποστολῆς δι' ἧς ἐλήφθησαν μέτρα πρὸς πληρετέραν ἐξασφάλισιν τῶν χορηγηθέντων πρὸ τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. δανείων καὶ β) Διὰ τῆς ἀπὸ 9.12.55 συμφωνίας μεταξὺ τοῦ Ὑπουργοῦ Συντονισμοῦ, τοῦ Διοικητοῦ Τραπεζῆς Ἑλλάδος καὶ τῆς Ἀμερικανικῆς Ἀποστολῆς, συμφωνίας τῇ ὁποίᾳ τὸ ἔργον τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. ἐπεκτείνεται καὶ πέραν τῆς διαχειρίσεως κεφαλαίων τῆς Βοηθείας, δηλαδὴ παρέχεται ὑπὸ τὸ δικαίωμα ἀντλήσεως κεφαλαίων ἐκ τῆς Ἑλληνικῆς Ἀγορᾶς δι' ἐκδόσεως δανείων, ἀποδοχῆς καταθέσεων ἐπὶ προθεσμίᾳ καὶ τοῦ δανεισμοῦ ἐκ ξένων ὀργανισμῶν. Κατόπιν τῆς τοιαύτης διευρύνσεως τοῦ ἀντικειμένου δράσεώς του ὁ Ο.Χ.Ο.Α. ἀποτελεῖ πλέον Ὀργανισμὸν ἀσκήσεως μακροπροθέσμου βιομηχανικῆς πίστεως.—Ἀναλυτικῶς ἐπὶ τῶν ἀνωτέρω βλέπε *Ε. Τσουτρελλῆ*: «Ἡ Βιομηχανικὴ Πίστις». Ἀθῆνα 1957, σελ. 21 ἐπ. Μὲ τὴν ἴδρυσιν τοῦ Ο.Β.Α. καὶ τὴν μελετωμένην ἀναδιοργάνωσιν τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. διαμορφοῦνται ἐν τῇ χώρᾳ μας ὄργανα μακροπροθέσμου βιομηχανικῆς χρηματοδοτήσεως. Ὁ Ο.Β.Α. ἀποβλέπει εἰς τὴν ἴδρυσιν νέων ἐπιχειρήσεων ἢ τὴν ἀναδιοργάνωσιν ἤδη λειτουργουσῶν, ἢ καὶ τὴν συνεργασίαν μετὰ ἐπιχειρήσεων ἐξωτερικοῦ δόξαις δὲν ἐκδηλοῦται ἐνδιαφέρον ἐν τῷ ἐσωτερικῷ. Οὕτω ἐκ τῶν ἀνωτέρω προκύπτει ὅτι ὁ Ο.Β.Α. ἀναπτύσσει ἐπιχειρηματικὰς πρωτοβουλίας, συμμετέχων καὶ εἰς τὸ κεφάλαιον ἐτέρων βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων, ἐνῶ τὸ ἔργον τοῦ Ο.Χ.Ο.Α. συνίσταται κυρίως εἰς τὴν δανειοδότησιν ὑπὸ εὐνοϊκοῦς ὁρους ἔργων βασικῆς σημασίας. Τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον τοῦ Ο.Β.Α., ἀνερχόμενον εἰς 40 ἐκ. δολλάρια, ἐκαλύφθη κατὰ 45% ὑπὸ τοῦ Ἑλληνικοῦ Δημοσίου, κατὰ 24% ὑπὸ τῆς Ἑθνικῆς Τραπεζῆς Ἑλλάδος, κατὰ 20% ὑπὸ τοῦ Ταμείου Παρακαταθηκῶν καὶ Δανείων, κατὰ 10% ὑπὸ τῶν Τραπεζῶν Ἐμπορικῆς, Ἴονικῆς καὶ Λαϊκῆς καὶ κατὰ 1% ἀπὸ διαφόρων ἰδιωτῶν.

Τὰ πρὸς χρηματοδότησιν κεφάλαια τῶν ἐν λόγῳ τραπεζῶν τὰ προοριζόμενα δι' ἐπενδύσεις εἰς ἐτέρας ἐπιχειρήσεις δέον νὰ προέρχονται ἐξ ἰδίων μέσων<sup>1</sup> ἢ ἐκ μακροπροθέσμων δανεισμῶν, δεδομένου ὅτι ὁ χρόνος τῆς ἐπανεισπράξεώς των, μολονότι ἐκ τῶν προτέρων εἶναι γνωστός, ἐν τούτοις πολλάκις παρατείνεται συνεπεία τῆς οἰκονομικῆς καταστάσεως τῆς χρηματοδοτηθείσης ἐπιχειρήσεως.

Ἐνίοτε αἱ ἐν λόγῳ Τράπεζαι ἀρχικῶς μὲν καὶ ὑπὸ μορφήν προχρηματοδοτήσεων πιστοδοτοῦν τὰς ἐπιχειρήσεις, ἐν συνεχείᾳ δὲ καὶ εἰς κατάλληλον χρόνον μετατρέπουν τὰς ἀπαιτήσεις των εἰς κεφαλαιακὰς συμμετοχὰς (ἀνάληψις μετοχῶν), μέρος τῶν ὁποίων διατηροῦν διὰ τὴν ἀσκήσιν ἐλέγχου, τὸ δὲ ὑπόλοιπον πωλοῦν εἰς τὸ κοινόν, χρηματιστηριακῶς<sup>2</sup>.

1. Τὸ μέγεθος τῶν ἰδίων κεφαλαίων τῶν τραπεζῶν εἰς πλείστας χώρας ὁρίζεται νομοθετικῶς, ὅπως ἐπίσης καθορίζεται καὶ ἡ σχέση τούτων πρὸς τὸ ξένον αὐτῶν κεφάλαιον (ἦτοι τὰς ἐκ καταθέσεως ὑποχρεώσεις των). Οὕτω γῶροι μὲ ὑψηλὴν τραπεζικὴν παράδοσιν καὶ ὀργάνωσιν, ὡς ἡ Ἑλβετία, Γερμανία, Νορβηγία κλπ., καθιέρωσαν ἐλάχιστον ποσοστὸν ἰδίου κεφαλαίου τῶν τραπεζῶν μεταξὺ 5 καὶ 10 % ἐπὶ τῶν συνολικῶν παρ' αὐταῖς καταθέσεων. Ἀλλὰ καὶ ἐκεῖ ὅπου δὲν ὑφίσταται νομοθετικὴ ρύθμισις αἱ τράπεζαι τηροῦν οἰκιοθελῶς ποσοστὰ ἀνάλογα. Εἰς Η.Π.Α., φέρ' εἰπεῖν, ἡ σχέση μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου τῶν τραπεζῶν ἀνέρχεται εἰς 10 %, εἰς Καναδᾶν 8 %, εἰς Ὀλλανδίας 15 %, εἰς Αὐστρίαν 13 %, εἰς Γαλλίαν 9 %. Εἰς τὴν Ἀγγλίαν ἡ σχέση αὕτη ναὶ μὲν εἶναι χαμηλοτέρα, ἐν τούτοις ὁμως λαμβάνεται πρόνοια ὅπως αἱ τραπεζικαὶ ἐργασίαι ἐν τῇ χώρᾳ ταύτῃ παρουσιάζουν ἠῤῥημένον βαθμὸν ρευστότητος καὶ ἀσφαλείας. Ἐν Ἑλλάδι ὁ Νόμος τοῦ 1931 καθώριζε μόνον τὸ ἐλάχιστον ὄριον τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου τῶν τραπεζῶν (15 ἐκ. δραχμῶν), οὐχὶ δὲ καὶ τὴν σχέση μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου. Σήμερον δὲ μὲ τὸν συνεχῶς ἀξιογόμενον ρυθμὸν καταθέσεων ἡ σχέση μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου εἰς τὰς ἑλληνικὰς τραπεζὰς εἶναι περίπου 5 %. Ὡς ἐκ τούτου ἵνα δυνηθῶν αἱ ἑλληνικαὶ τράπεζαι νὰ συμβάλλουν εἰς τὴν οἰκονομικὴν ἀνάπτυξιν τῆς χώρας διὰ τῆς παροχῆς μακροπροθέσμων δι' ἐπενδύσεις κεφαλαίων ἐνδείκνυται ὅπως προβῶσιν εἰς τὴν αὐξησιν τοῦ μετοχικοῦ των κεφαλαίου. Τὸ πιστωτικὸν κλίμα ὑπὸ τὰς παρούσας συνθήκας τυγχάνει εὐνοϊκόν, ἢ δὲ προσφυγὴ των εἰς τὴν λαϊκὴν ἀποταμίευσιν νομιζομεν ὅτι θὰ εὖρη ἀπήχησιν. Τὰ ἀνωτέρω στοιχεῖα παρέχει ὁ Δ. Παλάνης, εἰς ἄρθρον του ἐν τῇ Ναυτεμπορικῇ τῆς 2.1.62 μὲ τίτλον « Μετοχικὸν Κεφάλαιον Τραπεζῶν καὶ Κεφαλαιαγορά ».

2. Οὕτω πως συνοψίζει ὁ R. Aron: εἰς τὸ ἔργον του La Banque de Paris et des Pays Bas, Paris 1959, τὴν ἐν γένει δραστηριότητα τῶν ἐμπορικῶν τραπεζῶν. Οὗτος φρονεῖ ὅτι αἱ τράπεζαι αὗται ὡς ἀποστολὴν ἔχουν:

α) Τὴν τοποθέτησιν (placement) κεφαλαίων μέσῳ συνήθως ἐφ' ἀπαξ ἀγορᾶς τίτλων ἄλλων ἐπιχειρήσεων καὶ ἐν συνεχείᾳ τὴν τμηματικὴν πώλησιν τούτων, β) τὴν ἴδρυσιν νέων ἢ τὴν ἀναδιοργάνωσιν ἤδη λειτουργουσῶν ἐπιχειρήσεων, καὶ γ) τὴν παρέμβασιν εἰς περιόδους χρηματοοικονομικῆς στενότητος διὰ τὴν ἀποκατάστασιν τῆς ἰσορροπίας εἰς ἤδη κλονισθείσας ἐπιχειρήσεις.

Διὰ τῶν ἐμπορικῶν Τραπεζῶν διευκολύνεται ἡ ἀνάπτυξις ὄλων ἐκείνων τῶν ἐπιχειρηματικῶν ἐπιδιώξεων, αἵτινες θὰ παρέμενον ἀπραγματοποίητοι λόγῳ ἐλλείψεως τῶν ἀπαραιτήτων κεφαλαίων καὶ οὕτω πως ἐπέχεται μία ἐξισορροπημένη καὶ σύμμετρος πρόοδος εἰς τὸν τομέα ἰδίᾳ τῆς βιομηχανίας.

4. Πέραν τούτου αἱ ἐμπορικαὶ τράπεζαι οὐσιωδῶς συμβάλλουν καὶ ἀπὸ τῆς ἀπόψεως τῆς ἀναλήψεως τῶν κινδύνων, οὓς δὲν θὰ ἦσαν εἰς θέσιν νὰ ἐπωμισθοῦν αἱ ἐπὶ μέρους ἐπιχειρήσεις. Πράγματι, αἱ Τράπεζαι αὗται μετριάζουν τοὺς ἀναφρομένους εἰς κάθε παραγωγικὴν ἢ κερδοσκοπικὴν προσπάθειαν κινδύνους, οὐ μόνον λόγῳ τῆς ὑπ' αὐτῶν διατιθεμένης ὀργανώσεως (πλήρες σύστημα ἐμπορικῶν πληροφοριῶν, χρησιμοποίησις καταλλήλων τεχνικῶν ἢ οἰκονομικῶν συμβούλων), ἀλλὰ καὶ λόγῳ τῆς δυνατότητος κατανομῆς τοῦ κινδύνου εἰς μεγαλύτερον ἀριθμὸν ἐπιχειρήσεων εἰς ἃς συνήθως συμμετέχουν.

Ὅσακις πρόκειται περὶ χρηματοδοτήσεων μεγάλης ἐκτάσεως, ἔνθα τὸ κεφάλαιον μιᾶς μόνον Τραπεζῆς τυγχάνει ἀνεπαρκές καὶ πρὸς τὸν σκοπὸν ὅπως μὴ ἀναλαμβάνηται ὀλοσχερῶς ὁ κίνδυνος ὑπὸ ταύτης, συνήθως συνενοῦνται περισσότεραι Τράπεζαι (ἢ γενικώτερον, χρηματοδοτοῦσαι ἐπιχειρήσεις), σχηματίζουσαι μίαν *κοινοπραξίαν* (Konsortium) χρηματοδοτήσεως. Τὸ *Konsortium* ἀποτελεῖ σύνηθες ὄργανον χρηματοδοτήσεως ἐν τῇ συγχρόνῳ οἰκονομίᾳ, λόγῳ τῆς ὅλοῦν ἀξιοσημείωτης εἰς κεφάλαια ἀνάγκης τῶν ἐπιχειρήσεων, ὡς καὶ τῶν προσθέτων κινδύνων οὓς συνεπάγεται ἡ ἀναπόφευκτος πλέον μεγάλη ἐξειδίκευσις τούτων, συντελεῖ δὲ εἰς τὴν ἐξασφάλισιν πηγῶν κεφαλαίου καὶ πέραν τῆς τοπικῆς χρηματογορίας.

β) *Αἱ ἐταιρεῖαι χαρτοφυλακίου* ( Holding Companies ).

5. Ὡς ἐταιρεῖαι χαρτοφυλακίου θεωροῦνται ἐκεῖναι ὧν τὸ ἐνεργητικὸν ἀπαρτίζεται ἀπὸ μετοχὰς διαφόρων ἐπιχειρήσεων καὶ δὴ εἰς ἀριθμὸν τοιοῦτον ὥστε νὰ δύνανται νὰ ἐξασφαλίσουν ἔλεγχον ἐπ' αὐτῶν. Πρόκειται περὶ ἀνωνύμων ἐταιρειῶν χρηματοδοτήσεως, αἵτινες ἐλέγχουν εὐρύτερον ἢ περιορισμένον ἀριθμὸν ἐπιχειρήσεων, εἴτε κατὰ τρόπον ἄμεσον (πλειοψηφικὴ συνήθως<sup>1</sup>

1. Λέγομεν συνήθως, διότι πολλάκις λόγῳ τοῦ κατεσπαρμένου τῶν μετοχῶν εἰς χεῖρας πλειόνων μικρῶν μετόχων δύνανται νὰ ἐπιτευχθῇ ἡγεσία ἐπὶ ἐπιχειρήσεως τινὸς καὶ διὰ κεφαλαίου μικροτέρου τοῦ ἡμίσεος τοῦ συνόλου τῶν μετοχῶν.

συμμετογή εις τὸ κεφάλαιόν των), εἴτε κατὰ τρόπον ἔμμεσον<sup>1</sup> (πλειοψηφικὴ συμμετογὴ εἰς τὸ κεφάλαιον μιᾶς ἐπιχειρήσεως ἣτις ἐλέγχει ἑτέρας).

Ἐνταῦθα, αἱ ἐλεγχόμενα ὑπὸ τοῦ Holding ἐπιχειρήσεις, παρὰ τὸ ὅτι ἐν τῇ οὐσίᾳ συνιστοῦν ἐνιαῖον τι τεχνικοοικονομικὸν συγκρότημα, ἐν τούτοις διατηροῦν τὴν τυπικὴν (νομικὴν) τῶν ὑπόστασιν καὶ αὐτοτέλειαν πρὸς ἐξασφάλισιν ὀρισμένων πλεονεκτημάτων φύσεως φορολογικῆς, ὀργανωτικῆς ἢ τέλος χρηματοληπτικῆς<sup>2</sup>.

Πράγματι, ἄλλοτε μὲν καθίσταται προτιμότερα μία κεχωρισμένη φορολογία κερδῶν, ἄλλοτε πάλιν λόγοι ὀργανωτικοὶ ἢ καὶ χρηματοδοτήσεως ἐπιβάλλουν τὴν διατήρησιν τῆς τοιαύτης τυπικῆς αὐθυπαρξίας.

6. Ἡ πολιτικὴ διοικήσεως τοῦ Holding δυνατὸν ν' ἀκολουθῇ ἢ συγκεντρωτικὸν σύστημα ἐπὶ τῶν θυγατέρων (Filiales) ἐπιχειρήσεων—καθορίζουσα παραγωγικοὺς τομεῖς δράσεως μιᾶς ἐκάστης ἐξ αὐτῶν ἢ τιμὰς πωλήσεως τῶν προϊόντων τῶν ἢ πρόγραμμα χρηματοδοτήσεώς των κ.ο.κ.—ἢ νὰ ἐφαρμόξῃ σύστημα ἀποκεντρωτικόν, βάσει τοῦ ὁποίου νὰ παραχωρῇ πλήρη ἐλευθερίαν δράσεως εἰς ταύτας, ἐντὸς βεβαίως τῶν καθορισθέντων ὑπὸ τῆς ἀνωτάτης διοικήσεως πλαισίων.

Σχεδὸν ὅμως πάντοτε εἰς τὸν τομέα τῆς χρηματοδοτήσεως τὸ Holding ἀσκεῖ συγκεντρωτικὴν πολιτικὴν, οὐ μόνον διὰ νὰ ἐλέγξῃ τὴν χρηματοοικονομικὴν κατάστασιν τῶν ὑποτελεῶν ἐπιχειρήσεων, ὥστε ν' ἀποφεύγῃ ἀναταραχαὶ εἰς τὴν σύνθεσιν καὶ διάρθρωσιν τοῦ κεφαλαίου τούτων, ἀλλὰ καὶ διὰ νὰ διευκολύνῃ τὰς ἐπιχειρήσεις ἀπὸ ἀπόψεως εὐνοϊκωτέρων ὄρων ἐξευρέσεως τοῦ ἀναγκαιοῦντος αὐταῖς κεφαλαίου.

Πέραν τῆς ἀνωτέρω περιπτώσεως τοῦ ἀμιγῶς « Holding » ὡς καθ' αὐτὸ ἐταιρείας χρηματοδοτήσεως (καλουμένου ἐν Ἀμερικῇ « Pure Holding Companies ») ὑπάρχει καὶ τὸ μικτὸν καλούμενον (Mixed or operating Holding Companies), καθ' ὃ ἡ ἐπιχειρήσεις ἢ ἀσχοῦσα τὴν κεφαλαιακὴν ἡγεσίαν, συνήθως βιομηχανικὴ ἢ ἐμπορικὴ, ἔχει ἰδίαν παραγωγικοτεχνικὴν ἐκμετάλλευσιν<sup>3</sup>, ἀσκεῖ

1. Βλέπε *M. Γεωργιάδης*: Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων, Ἀθήνα 1960, σελ. 88 ἐπ.

2. Ἐπὶ τῆς καταστάσεως τῶν ἰσολογισμῶν τῶν Holdings καὶ γενικώτερον ἐπὶ τῶν Ἐνοποιημένων Ἰσολογισμῶν, βλέπε *Δ. Παπαδημητρίου*: Ἐνοποιημένοι Ἰσολογισμοί, Ἀθήνα 1960.

3. Βλέπε *A. S. Dewing*, εἰς *The financial policy of Corporations* (Vol. 11, σελ. 974).

δὲ ἔλεγχον τόσον ἐπὶ τοῦ παραγωγικοῦ προγράμματος ὅσον καὶ ἐπὶ τῆς ἐν γένει ἐμπορικῆς δραστηριότητος τῶν ἐξηρημένων ἐξ αὐτῆς ἐπιχειρήσεων.

γ) *Αἱ ἐταιρεῖαι ἐπενδύσεων* (Investment trusts).

7. Ἡ ἀνάπτυξις τῶν ἐταιρειῶν ἐπενδύσεων εἶναι σχετικῶς πρόσφατος καὶ στενῶς συνδέεται μὲ τὴν ἐπέκτασιν τοῦ θεσμοῦ τῶν ἀνωνύμων ἐταιρειῶν καὶ τῶν χρηματαγορῶν.

Αἱ ἐταιρεῖαι αὗται, μορφῆς ἀνωνύμου ἐταιρείας, σκοπὸν ἔχουν ἀφ' ἐνὸς μὲν τὴν συγκέντρωσιν κεφαλαίων ἐξ ἐνὸς πλήθους ἀποταμιευτῶν, ἀφ' ἑτέρου δὲ τὴν ἐπένδυσιν τούτων εἰς μετοχὰς ἢ ὁμολογίας διαφόρων ἐπιχειρήσεων, ἐπὶ τῷ σκοπῷ ἀποκτίσεως ὅσον τὸ δυνατὸν μεγαλυτέρας ἀποδοτικότητος, τὸν περιορισμὸν τοῦ ἐκ τῆς ἐπενδύσεως κινδύνου, ὡς καὶ τὴν ἄσκησιν σχετικῆς ἐπὶ τῶν ἐλεγχόμενων ἐπιχειρήσεων ἐπιρροῆς<sup>1</sup>.

Ἐναλόγως τοῦ ἐκάστοτε τρόπου συντονισμοῦ μεταξὺ διαθέσιμων μέσων καὶ τῶν πραγματοποιουμένων ἐπενδύσεων αἱ ἐταιρεῖαι αὗται εἰς τὰς ἀγγλοσαξωνικὰς χώρας ἐμφανίζονται ὑπὸ διαφόρους τύπους καὶ ὀνομασίας, ἐπικρατέστεροι τῶν ὁποίων εἶναι:

γα) Αἱ «Closed-end Investment Trusts καὶ αἱ Open-end investement Trusts».

8. Εἰς τὰς «Closed-end» ἐταιρείας ἐπενδύσεων συγκεντροῦνται κεφάλαια διὰ κλήσεως τῶν ἀποταμιευτῶν ὅπως καταθέσωσι ταῦτα εἰς τὴν ἐταιρείαν διὰ μακρὸν, ὡς ἐπὶ τὸ πλεῖστον, χρονικὸν διάστημα, ἐνῶ εἰς τὰς «Open-end» ἐταιρείας ἐπενδύσεων, συγκεντροῦνται κεφάλαια διὰ καταθέσεως ὁμοίως ἐκ μέρους ἐνός

1. Εἰς πλείστας χώρας, ὡς εἰς Η.Π.Α., Ἀγγλίαν καὶ ἄλλαχού, πέραν τοῦ καταβλημένου μετοχικοῦ κεφαλαίου τῶν ἐν λόγῳ ἐταιρειῶν συναντῶνται καὶ αἱ μετοχαὶ ἐπὶ παρακαταθήκῃ ἢ ἐπὶ ἀποθέματι (βλ. Hoffmann A.: Wirtschaftslehre der Unternehmung. Leipzig 1932, σελ. 404 ἐπ.). Αἱ μετοχαὶ αὗται ἐκδίδονται μὲν κατόπιν ἀποφάσεως τῆς γενικῆς συνελεύσεως τῶν μετόχων, πλὴν ὁμως δὲν τίθενται ἄμεσως εἰς κυκλοφορίαν, ἀλλὰ παραδίδονται εἰς τὸ Διοικητικὸν Συμβούλιον τῆς Ἐταιρείας, τὸ ὁποῖον διαθέτει ταύτας μέσῳ τοῦ Χρηματιστηρίου καὶ ὁσάκις κρίνει τοῦτο σόπιμον, ἰδίᾳ δὲ προκειμένου ν' ἀποφύγῃ τὴν ξένην χρηματοδότησιν ἐὰν συμπέσῃ αὕτη νὰ εἶναι ἀσύμφορος.

Τὸ εἶδος τῶν μετοχῶν τούτων χρησιμοποιεῖται συχνότατα καὶ εἰς τὰς ἐταιρείας ἐπενδύσεων, αἵτινες διατηροῦν τὰς μετοχὰς των ἐν ἀποθέματι, θέτουν δὲ εἰς κυκλοφορίαν ταύτας μόνον ὁσάκις ἐπιθυμοῦν νὰ ἐξεύρουν μέσα διὰ νὰ ἀποκτήσουν μετοχὰς ἄλλων ἐπιχειρήσεων μὲ ὑψηλὸν βαθμὸν ἀσφαλείας, ρευστότητος καὶ ἀποδοτικότητος.

πλήθους άποταμειυτών, οίτινες όμως δύνανται ν' αναλάβωσι ταύτα άνά πάσαν στιγμήν.

Θά ήδύναντο αί δύο άνωτέρω κατηγορίαί τών εταιρειών έπενδύσεων νά παραλληλισθώσι πρὸς τὰς τραπέζας καταθέσεων έπί προθεσμία και ὄψεως με μόνην τήν διαφοράν ὅτι ένῶ αί τράπεζαι έπωμίζονται τούς εκ τών έπενδύσεων κινδύνους, εις τήν προκειμένην περίπτωση αι τυχόν ζημιαί ή τὰ προκύπτοντα εκ τών τοποθετήσεων κέρδη περιέρχονται εις τούς έν λόγω κεφαλαιοδότης.

γβ) Αί « Fixed Investment Trusts », αί « Semifixed » και αί « Management ».

9. Ένταυθα τὸ κριτήριον βασίζεται έπί τοῦ διαφόρου τρόπου έπενδύσεως τών συγκεντρωθέντων κεφαλαίων.

Οὔτω εις τὰ « Fixed Investment Trusts » προκαθορίζονται έπακριβῶς ή κατηγορία ή ή συγκεκριμένη έπιχείρησις εις ήν θά έπενδυθούν τὰ συγκεντρούμενα κεφάλαια, μόνον δὲ υπό εξαιρετικὰς συνθήκας δύνανται νά μεταβάλληται ὁ προκαθορισθεις τομεὺς έπενδύσεως τών μετοχῶν. Έπί παραδείγματι καθορίζεται ὅτι εκαστον πιστοποιητικὸν καταθέσεως εις τήν εταιρείαν έπενδύσεως άντιστοιχεί πρὸς μίαν μετοχήν τῆς εταιρείας Α, δύο μετοχὰς τῆς εταιρείας Β, κ.ο.κ.

Εις τὰ « Semifixed Investment Trust » δύνανται έλευθέρως νά επέλθουν μεταβολαί εις τήν σύνθεσιν τών εις τὸ πιστοποιητικὸν καταθέσεως κεφαλαίου άντιστοιχουσῶν μετοχῶν ή έν γένει τίτλων, πάντως όμως ὀρίζονται εκ τών προτέρων αί ένδεχόμεναι κατηγορίαί τίτλων αίτινες περιλαμβάνονται εις τοῦτο.

Τέλος, εις τὰ « Management Investment Trust », έλευθέρως και κατὰ τήν κρίσιν τών διοικούντων ταῦτα, έναλλάσσονται οί περιλαμβανόμενοι εις τὰ πιστοποιητικά τίτλοι, βάσει όμως ποσοστῶν προκαθορισθέντων<sup>1</sup>.

Οὔτω, επί παραδείγματι, ὀρίζεται ὅτι τὰ κατατιθέμενα κεφάλαια θά επενδύωνται εις μετοχὰς οίκοδομικῶν έπιχειρήσεων κατὰ 3%, εις μετοχὰς σιδηροδρομικῶν κατὰ 4% κ.ο.κ., αλλά ή εκλογή άφίεται έλευθέρα εις τήν διοίκησιν τοῦ Investment Trust.

10. Η συγκέντρωσις τών κεφαλαίων εις τὰς εταιρείας επενδύσεων κυρίως διενεργείται, είτε διὰ περιοδικῶν εκδόσεων (εις τὸ

1. Συνήθως καθορίζονται άνώτατα ποσοστά επενδύσεως εις τίτλους τῆς αὐτῆς έπιχειρήσεως ή τοῦ αὐτοῦ κλάδου ή έπιχειρήσεων αίτινες δροῦν εις ὀρισμένην άγοράν. Τὰ άνώτατα ταῦτα ποσοστά επενδύσεων εις ένα και τὸν αὐτὸν τίτλον εις πλείστας περιπτώσεις ρυθμίζονται και νομοθετικῶς.

closed-end), είτε διὰ συνεχῶν ἐκδόσεων (εἰς τὸ open-end) ἐνὸς ἢ περισσοτέρων τύπων μετοχῶν ἢ πιστοποιητικῶν συμμετοχῆς.

Ὁ ἀγοράζων πιστοποιητικὰ συμμετοχῆς ἢ μετοχὰς ἐκ τοῦ Investment Trust δύναται εὐχερῶς νὰ ρευστοποιήσῃ ταύτας, τόσον διὰ τῆς πωλήσεώς των εἰς τὸ χρηματιστήριον, ὅσον καὶ διὰ τῆς εἰσπράξεως τοῦ ἀντιτίμου των ἐκ τοῦ Trust. Μέρος τοῦ κεφαλαίου τῆς ἐταιρείας ἐπενδύσεως δύναται νὰ ἐξευρεθῇ—ἐφ' ὅσον τοῦτο ἐπιτρέπεται ἐκ τοῦ συμφωνητικοῦ—καὶ διὰ τῆς ἐκδόσεως ὁμολογιῶν ἢ τῆς προσφυγῆς εἰς ἐτέρου εἴδους δανεισμούς.

11. γγ) Τέλος, αἱ ἐταιρεῖαι ἐπενδύσεων διακρίνονται : εἰς ἐκεῖνας αἵτινες συγκεντρώνουν τὰ κεφάλαιά των δι' ἐκδόσεως κοινῶν μετοχῶν καὶ ἐκεῖνας αἵτινες ἐξευρίσκουν τὰ κεφάλαιά των δι' ἐκδόσεως περισσοτέρων τύπων μετοχῶν (κοινῶν, προνομιοῦχων κλπ.) ἢ πιστοποιητικῶν συμμετοχῆς εἰς τὸ χαρτοφυλάκιον τῆς Ἐταιρείας<sup>1</sup>. Εἰς τὰς πρώτας τὰ κέρδη διανέμονται ἐξ ἴσου εἰς ἅπαντας τοὺς συμμετέχοντας, εἰς τὰς δευτέρας δύνανται νὰ καθορίζωνται ὑπὲρ τῶν κατόχων προνομιοῦχων τίτλων ἠϋξημένα δικαιώματα κατὰ τὴν παροχὴν τοῦ μερίσματος.

Ἡ ἐπελθοῦσα κατὰ τὰ τελευταῖα ἔτη ἀνάπτυξις τῶν ἐταιρειῶν ἐπενδύσεως εἰς τὰς πλέον οἰκονομικῶς ὀργανωμένας χώρας ὡς καὶ ἡ θετικὴ συμβολὴ αὐτῶν, τόσον εἰς τὸν τομέα τῆς χρηματοδοτήσεως τῆς παραγωγικῆς δραστηριότητος ὅσον καὶ τῆς συγκεντρώσεως τῆς κοινωνικῆς ἀποταμιεύσεως, ἐξώθησαν τὰς νομοθεσίας πλείστων χωρῶν<sup>2</sup> ὅπως θεσπίσουν κανόνας πρὸς τὸν σκοπὸν τῆς ἐνθαρρύνσεως τῆς ὅλης προσπαθείας τῶν ἐν λόγῳ ἐταιρειῶν.

1. Ἡ τιμὴ ἐκδόσεως τῶν ἐν λόγῳ πιστοποιητικῶν συμμετοχῆς, εἴτε εἰς ὁλόκληρον, εἴτε εἰς ὀρισμένης κατηγορίας χαρτοφυλάκιον τίτλων τῆς ἐταιρείας ἐπενδύσεων, καθορίζεται δι' ἀποφάσεως ταύτης. Τὰ διὰ τῆς πωλήσεως τῶν πιστοποιητικῶν συγκεντρούμενα χρηματικὰ μέσα ἐπενδύονται εἰς μετοχὰς ἢ ὁμολογίας ἄλλων ἐταιρειῶν. Ἀπὸ τῆς στιγμῆς ταύτης ἡ πραγματικὴ (ἐσωτερικὴ) ἀξία τοῦ ἐν λόγῳ πιστοποιητικοῦ ἀφίσταται ἐπὶ πλέον ἢ ἐπὶ ἔλαττον τῆς ὀνομαστικῆς, ἀναλόγως τῆς ἐξελίξεως τῆς χρηματιστηριακῆς τιμῆς τῶν τίτλων τῶν ἀντιστοιχοῦντων εἰς τὰ πιστοποιητικὰ. Αἱ ἐπακολουθοῦσαι νέαι ἐκδόσεις πιστοποιητικῶν πρὸς ἐπέκτασιν τῆς δραστηριότητος τῆς ἐταιρείας ἐπενδύσεων διενεργοῦνται εἰς τιμὰς ἀναλόγους πρὸς τὴν πραγματικὴν ἀξίαν τῶν προγενεστέρως ἐκδοθέντων καὶ ἤδη κυκλοφορούντων πιστοποιητικῶν.

Πρὸς τὰ ἀνωτέρω πιστοποιητικὰ συμμετοχῆς ὁμοιάζουν αἱ ἐν τῷ Χρηματιστηρίῳ Ἀθηνῶν θεσπισθεῖσαι « Ἐπιλογαὶ » A & B, βάσει τῶν ὁποίων διὰ μιᾶς πράξεως γίνεται ἐπένδυσις εἰς πλείονας χρηματιστηριακὰς ἀξίας.

2. Εἰς Η.Π.Α. τὸ πρῶτον ἐλήφθη νομοθετικὴ μέριμνα διὰ τοῦ Investment Company Act τοῦ 1940. Βάσει τοῦ νόμου τούτου αἱ ἐν γένει ἐταιρεῖαι ἐπενδύσεως



Ἡ ὁλονὲν ἀύξανομένη εἰς κεφάλαια ἀνάγκη τῶν ἐπιχειρήσεων καὶ τὸ γεγονός ὅτι τὰ κεφάλαια δεόν νὰ ἐξευρίσκωνται τελικῶς ἀπὸ τὴν ἀποταμίευσιν τοῦ κοινωνικοῦ συνόλου, ὠδήγησε κυρίως τὰς Η.Π.Α. εἰς τὴν δημιουργίαν νέων ὀργάνων, μέσῳ τῶν ὁποίων θὰ καθίσταται δυνατὴ ἡ συγκέντρωσις τῆς ἀποταμιεύσεως τοῦ κοινοῦ καὶ ἐν συνεχείᾳ ἡ διοχέτευσίς ταύτης εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις, διὰ τῆς ἀγορᾶς μετοχῶν τούτων.

Τὰ ὄργανα ταῦτα σκοπὸν ἔχουν νὰ διαφωτίσουν τοὺς μικροὺς ἀποταμιεὺς καὶ νὰ ἀποδείξουν εἰς τούτους τόσον τὰ εἰδικώτερα ὀφέλη ὅσον καὶ τὴν εὐρύτεραν κοινωνικοοικονομικὴν σημασίαν τῆς εἰς μετοχὰς ὀρισμένων ἐπιχειρήσεων ἐπενδύσεως κεφαλαίων.

Πολλάκις μάλιστα τὰ ὄργανα ἀναλαμβάνουν ἔναντι ἴσων μηνιαίων καταθέσεων, ὑπὸ τύπον δόσεων τῶν ἐν λόγῳ ἀποταμιευτῶν, νὰ ἀγοράζουν διὰ λογαριασμόν των, μετοχὰς συγκεκριμένων ἐπιχειρήσεων. Οὕτω πῶς προσελκύονται οἱ μικροὶ ἀποταμιευταὶ καὶ συγκεντροῦνται ποσά, ἅτινα λόγῳ τοῦ περιορισμένου μεγέθους των, ἢ θὰ ἐτρέποντο πρὸς ἄλλας τοποθετήσεις ἢ θὰ παρέμενον νεκρὰ πρὸς ζημίαν τῆς ἐν γένει χρηματαγορᾶς<sup>1</sup>.

ἵνα δρῶσι νομίμως δεόν νὰ καταχωροῦν τὴν σχετικὴν ἰδρυτικὴν των πράξιν εἰς εἰδικῶν μητρώων τηρούμενον παρὰ τῆς Security and Exchange Commission, ὥστε νὰ καθίστανται γνωστὰ εἰς τὸ εὐρὸν κοινόν: ὁ τύπος τῆς ἔταιρείας ἐπενδύσεων, οἱ τρόποι ἐκδόσεως τῶν διαφόρων εἰδῶν μετοχῶν, τὰ τιθέμενα ὄρια ἐπὶ τῆς ἀποκτίσεως μετοχῶν ἄλλων ἐπιχειρήσεων, τὰ ὀνόματα τῶν διαχειριστῶν κ.ο.κ. Ἐν Εὐρώπῃ, τὸ πρῶτον ἐν Γαλλίᾳ διὰ τοῦ νόμου τῆς 2.11.45 ἐρρυθμίσθησαν θέματα ἀναγόμενα εἰς τὴν λειτουργίαν τῶν ἔταιρειῶν ἐπενδύσεων. Ὁ νόμος οὗτος κυρίως προέβλεψε τὴν ρύθμισιν τῆς λειτουργίας ἐνὸς εἰδικοῦ κρατικοῦ Investment Trust συσταθέντος διὰ τὴν κινητοποίησιν τῶν κεφαλαίων τῶν προελθόντων ἐκ μετοχῶν παραχωρηθεισῶν εἰς τὸ Κράτος ἀπὸ ἐπιχειρήσεις πρὸς ἐξόφλησιν ἐκτάκτου αὐτῶν φορολογίας.

Τὸ ἔτος 1957 ἡ νομοθετικὴ μέριμνα τοῦ τρόπου δράσεως τῶν ἔταιρειῶν ἐπενδύσεων ἐπεξετάθη καὶ εἰς Γερμανίαν. Τέλος ὁ Βέλγος νομοθέτης τὸ ἔτος 1958 εἰσήγαγε τὸν θεσμόν τῆς ἔταιρείας ἐπενδύσεων καὶ εἰς τὴν χώραν ταύτην. Ἀξιόλογον ἔρευναν ἐπὶ τῆς σχετικῆς νομοθεσίας βλέπε *Jean Marie Didier*: « Les rapports de droit au sein des fonds communs de placement » δημοσιευθεῖσαν εἰς « *Revue de la Banque* » 1957.

1. Βεβαίως διὰ τὴν προσέλκυσιν τῶν ἐν λόγῳ μικροαποταμιεύσεων πρέπει βασικῶς νὰ ὑφίσταται πλήρης ἐμπιστοσύνη τοῦ κοινοῦ διὰ τὴν ἐν γένει ἐξέλιξιν τῆς οικονομίας. Ἡ ἐμπιστοσύνη αὕτη δημιουργεῖται: α) διὰ τῆς διατηρήσεως ἐν τῇ ἀγορᾷ σταθεροῦ ἐπιπέδου τιμῶν, β) διὰ τῆς ἐξασφαλίσεως μερισμάτων ἱκανοποιητικῶν, γ) διὰ τῆς κατοχυρώσεως τῆς θέσεως τῆς μειοψηφίας εἰς τὰς ἀνωνύμους ἔταιρειάς, δ) διὰ τῆς ἀναπτύξεως ἐγκαρδίων σχέσεων συνεργασίας μεταξὺ ἐπιχειρήσεων καὶ ἐν γένει κεφαλαιοδοτῶν, ε) διὰ τῆς υπάρξεως πολιτικῆς σταθερότητος καὶ κοινωνικῆς ὁμαλότητος κ.ο.κ. Πλεῖστα ἐκ τῶν ἀνωτέρω προϋποθέσεων ἐλλείπουν εἰσὶ ἐν τῇ ἑλλή-

## § 3. Μέσα χρηματοδότησεως

1. Τὰ μέσα χρηματοδότησεως δύνανται νὰ εἶναι εἴτε *ἴδια* εἴτε *ξένα*.

Τὰ *ἴδια* μέσα προέρχονται :

Ἐκ καταθέσεως νέου κεφαλαίου (αὐξήσις κεφαλαίου) ὑπὸ τοῦ ἐπιχειρηματίου (έταίρων ἢ μετόχων), ἢ ἐκ τῆς κεφαλαιοποιήσεως κερδῶν τῆς ἐπιχειρήσεως (αὐτοχρηματοδότησις).

Τὰ *ξένα* μέσα προκύπτουν, ἐν γένει, ἀπὸ δανεισμόν, προερχόμενον κυρίως :

— Ἐκ τραπεζῶν (Δάνεια συνήθως ἠγγυημένα, τρεχούμενοι λογαριασμοί, συν/καί, ἐγγυήσεις).

— Ἐκ προμηθευτῶν (κυρίως ἐμπορευματικαὶ πιστώσεις).

— Ἐκ πελατῶν (κυρίως προπληρωμαί).

— Ἐξ ἰδιωτῶν (φιλικοὶ δανεισμοί, εἴτε ὁμολογιακὰ δάνεια).

Ἡ ἐξεύρεσις καὶ χρησιμοποίησις τοῦ καταλληλοτέρου ἐκάστοτε μέσου χρηματοδότησεως ἀποτελεῖ θέμα ἀναγόμενον εἰς τὴν *τεχνικὴν τῆς χρηματοδότησεως*. Ἄν καὶ δὲν προτιθέμεθα νὰ εἰσέλθωμεν εἰς λεπτομερεῖς ἀναλύσεις ἐπὶ τῆς τεχνικῆς ταύτης, ἥτις εἰς πολλὰ σημεῖα ἄπτεται τοῦ τε Ἐμπορικοῦ Δικαίου καὶ τῆς Λογιστικῆς, ἐν τούτοις διὰ λόγους συστηματικῆς διερευνήσεως τοῦ προβλήματος τῆς χρηματοδότησεως ἀναφέρομεν τὰ κυριώτερα μέσα χρηματοδότησεως καὶ τὰς πηγὰς τούτων :

2. Οὕτω τὰ *ἴδια* μέσα χρηματοδότησεως προέρχονται :

Ι. Δι' αὐξήσεως τοῦ ἰδίου κεφαλαίου, ἥτις εἰς τὰς ἀωνύμους εταιρείας—δεδομένου ὅτι εἰς τὰς προσωπικὰς συντελεῖται διὰ συμπληρωματικῆς καταθέσεως ἐκ μέρους τῶν ἐταίρων—δύναται νὰ πραγματοποιηθῇ :

— Δι' ἐγγραφῆς εἰς νέας μετοχάς.

— Δι' ἐγγραφῆς εἰς warrants.

— Διὰ τῆς μετατροπῆς τῶν πιστωτῶν εἰς μετόχους.

— Δι' ἐνσωματώσεως ὑπαρχόντων ἀποθεματικῶν εἰς τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον.

νικῆ οἰκονομία, ἐξ οὗ καὶ ἡ παρατηρουμένη ἐπιφυλακτικότης εἰς τὸν τομέα τῶν ἐπενδύσεων εἰς μετοχάς.

3. α) Ἡ ἔκδοσις νέων μετοχῶν δημιουργεῖ τεχνικὰ προβλήματα ἀναγόμενα εἰς τὴν ὀνομαστικὴν των ἀξίαν<sup>1</sup>, εἰς τὸν καθορισμὸν τοῦ τρόπου ἐξοφλήσεως τούτων (μετρητοῖς-εἰς εἶδος, ἄμεσος ἢ κατὰ δόσεις ἐξόφλησις), τῆς μορφῆς καὶ τοῦ τρόπου μεταβιβάσεως (εἰς τὸν κομιστὴν ἢ ὀνομαστικῶς<sup>2</sup>), τῶν παρεχομένων ὑπ' αὐτῶν

1. Βάσει τοῦ Ν.Δ. 4237/62 ἡ ὀνομαστικὴ ἀξία τῶν μετοχῶν δεῖον νὰ εἶναι τοῦλάχιστον 100 δραχ. καὶ οὐχὶ ἀνωτέρα τῶν 30 000 δραχμῶν.

2. Παρ' ἡμῖν διὰ τοῦ Α.Ν. 1527/1950 κυρωθέντος διὰ τοῦ Ν. 1644/51 κατηγογήθη τὸ ἀρθρ. 35 τοῦ Ἐμπορικοῦ Νόμου ὡς καὶ πάσα ἄλλη σχετικὴ διάταξις καὶ ἀπηγορεύθη ἡ ἔκδοσις μετοχῶν εἰς τὸν κομιστὴν. Ἐν συνεχείᾳ διὰ τοῦ Ν.Δ. 3330/1955 κατηγογήθη ὁ Ν. 1644/51, αἱ δὲ ὀνομαστικοποιηθεῖσαι μετοχαὶ τῶν ἐταιρειῶν κατέστησαν ἀδοτικαίως ἀνόνημοι, ἐκτός ἐάν δι' ἀπόφασιν τῆς Γεν. Συνελεύσεως τῶν μετόχων ἤθελεν ἀποφασισθῆ ἡ διατήρησις τῶν τίτλων ὀνομαστικῶν. Εἰδικῶς διὰ τὰς Τραπεζικὰς, Ἀσφαλιστικὰς, Σιδηροδρομικὰς καὶ Ἀεροπορικὰς Α.Ε., ὡς καὶ τὰς ἄσκούσας ἐπιχειρήσιν παραγωγῆς φωταερίου, παραγωγῆς καὶ διανομῆς ἠλεκτρικοῦ ρεύματος, ὑδρεύσεως, τηλεπικοινωνιῶν, ραδιοφωνίας καὶ κατασκευῆς παντὸς πολεμικοῦ ὕλικου καὶ ἀποχετεύσεως πόλεων, ὀρίζεται ὅτι αἱ μετοχαὶ αὐτῶν θὰ εἶναι ὀνομαστικαὶ (Ν.Δ. 3330/1955 ἀρθρ. 3).

Ἐπίσης διὰ τοῦ ἐσχάτως ἐκδοθέντος Ν.Δ. 4237/62 ἐπιτρέπεται ἡ ἔκδοσις δεσμευμένων ὀνομαστικῶν μετοχῶν τῶν ὁποίων ἡ μεταβίβασις ἐξαρτᾶται ἀπὸ τὴν ἔγκρισιν τῆς Ἀνωμόμου Ἐταιρείας. Τὴν ἔγκρισιν ταύτην παρέχουν ἢ τὸ Διοικητικὸν Συμβούλιον ἢ ἡ Γενικὴ Συνέλευσις.

Ἡ κατάργησις τοῦ Ν. 1644/51 περὶ ὀνομαστικοποίησεως ἀπασῶν τῶν μετοχῶν τῶν Α.Ε. ἐπῆλθε, διότι ἀφ' ἑνὸς ἐπεβραδύνοντο αἱ χρηματιστηριακαὶ συναλλαγαί, ἀφ' ἑτέρου διότι παρατηρήθη μεγάλη ἀπροθυμία τῶν ἀποταμιευτῶν ὅπως ἐπενδύσουν τὰ κεφάλαια εἰς ὀνομαστικὸς τίτλους.

Πράγματι οἱ ὀνομαστικοὶ τίτλοι, οὐ μόνον παρ' ἡμῖν, ἀλλὰ καὶ ἐν τῇ ἀλλοδαπῇ, οὐδὲν εὐνοοῦν τὰς ἐπενδύσεις εἰς μετοχὰς ἐταιρειῶν.

Πρὸς θεραπείαν κυρίως τοῦ ἐν λόγῳ μειονεκτικῆτος εἰς ἡς χώρος κυκλοφοροῦν εἰσέτι ὀνομαστικαὶ μετοχαὶ ἐπενοήθησαν τὰ πιστοποιητικὰ κατὰ θέσιν (certificati di deposito). Ταῦτα ἀποτελοῦν πιστωτικὸς τίτλος ἐκδιδόμενος εἰς τὸν κομιστὴν συνήθως ἀπὸ τραπεζικὰ Ἰδρύματα (εὐρεῖα χρῆσις τούτων γίνεται ὑπὸ τῶν ἀμερικανικῶν, ἐλβετικῶν, βελγικῶν, ἀγγλικῶν καὶ ὀλλανδικῶν τραπεζῶν) καὶ κατὰ κανόνα ἐναντι ὀνομαστικῶν μετοχῶν εὐρισκομένων εἰς χεῖρας αὐτῶν. Τὰ ἐν λόγῳ πιστοποιητικὰ δίδουν δικαίωμα ἀπολήψεως τῶν ἀντιστοιχῶν μερισμάτων τῶν χορηγουμένων ὑπὸ τῆς Α.Ε. εἰς ἣν αἱ μετοχαὶ ἀνήκουν, τῆς ἀναλήψεως τοῦ εἰς αὐτὰς ἀναγαφομένου κεφαλαίου ἢ καὶ τῆς χορηγήσεως τοῦ πρωτοτύπου τίτλου ὁσάκις ἤθελε ζητηθῆ ὑπὸ τοῦ κομιστοῦ τοῦ πιστοποιητικοῦ. Στεροῦνται ὁμως δικαίωματος ψήφου, ὅπερ ἀσκεῖται ἀπὸ τὰς τραπεζὰς εἰς ἧς εἶναι αὐταὶ κατατεθειμένα. Οἱ σκοποὶ δι' οὓς τὰ ἐν λόγῳ πιστοποιητικὰ ἐκδίδονται εἶναι διάφοροι. Καὶ ἐνῶ συνήθως διὰ τοῦ τρόπου τούτου διευκολύνεται ἡ καθοδήγησις τῶν ἀποταμιευτῶν ὅπως ἐπενδύσουν τὰ κεφάλαιά των εἰς μετοχὰς ἐταιρειῶν τῶν ὁποίων τὴν οἰκονομικὴν σταθερότητα καὶ ἀπόδοσιν ἐμμέσως ὑποδεικνύουν αἱ τραπεζαὶ αἱ κυκλοφοροῦσαι ἐν λόγῳ πιστοποιητικὰ, εἰς ἄλλας πάλιν περιπτώσεις διὰ τοῦ τρόπου τούτου τῆς ἐκδόσεως κατακερματίζεται ἡ ἀξία τῆς μετοχῆς (συνήθως μεγάλη) καὶ οὕτω καθίσταται δυ-

δικαιωμάτων (κοινάς, προνομιούχους<sup>1</sup>, ἄρτιον, ὑπὲρ τὸ ἄρτιον<sup>2</sup>).

4. β) Τὰ «warrants» εἶναι λίαν διαδεδομένα εἰς τὴν ἀμερικανικὴν χρηματαγοράν. Ταῦτα ἀποτελοῦν τίτλους οἵτινες παρέχουν εἰς τοὺς κατόχους τὸν δικαίωμα ὅπως βάσει τιμῆς ἐκ τῶν προτέρων καθορισθείσης ζητήσουν ἐντὸς ὄρισμένου χρονικοῦ διαστήματος τὴν ἐκδοσὶν καὶ παράδοσιν εἰς τούτους μετοχῶν τῆς ἐταιρείας. Φυσικὰ, ἡ ἐκδοσις τῶν warrants εἶναι δυνατὴ μόνον ἐφ' ὅσον ἐλήφθη ἀπόφασις ὑπὸ τῆς Γενικῆς Συνελεύσεως τῆς Α.Ε. περὶ ἐλευθέρως ἐκδόσεως νέων μετοχῶν.

Τὰ warrants εἶναι τίτλοι ἐλευθέρως διαπραγματευόμενοι, ἢ δὲ

νατὴ ἢ προσφυγὴ καὶ εἰς τὰς μικρὰς ἀποταμιεύσεις.

Εἰς τὴν πραγματικότητα τὰ κίνητρα τῆς εὐρείας διαδόσεως τῶν τοιούτων πιστοποιητικῶν δέον ν' ἀναζητηθῶν εἰς τὴν τάσιν τῶν ἀποταμιευτῶν ὅπως ἐπενδύουν τὰς ἀποταμιεύσεις των εἰς τίτλους εἰς τὸν κομιστήν.

1. Εἰς τὴν Ἀμερικανικὴν Χρηματαγοράν κυκλοφοροῦν τρεῖς βασικαὶ κατηγορίαι προνομιούχων μετοχῶν: α) αἱ «preferred stocks» (προτιμήσεως) β) αἱ «guaranteed stocks» (αἱ ἐξησφαλισμένα ἢ ἠγγυημένα) καὶ γ) αἱ «class A common stocks». Αἱ preferred stocks ἄλλοτε παρέχουν κεχωρισμένως, ἄλλοτε συνδυαστικῶς: δικαίωμα προτεραιότητος καταβολῆς προκαθορισμένου μερίσματος, δικαίωμα προτεραιότητος κατὰ τὴν ἐπιστροφὴν τοῦ κεφαλαίου, δικαίωμα διατηρήσεως τῶν αὐτῶν δικαιωμάτων μὲ ἐκεῖνα ἄλλα δυνατόν νὰ χορηγηθῶν μελλοντικῶς εἰς προνομιούχους μετόχους, ὡς καὶ δικαίωμα συμμετοχῆς εἰς τὰς καταστατικὰς συνελεύσεις τῆς Α.Ε. Πολλάκις οἱ κάτοχοι προνομιούχων μετοχῶν τῆς ἐν λόγω κατηγορίας στεροῦνται δικαιώματος ψήφου (no voting stocks) ἢ ἔχουν δικαίωμα ψήφου μόνον εἰς δεδομένας περιπτώσεις καὶ ὑπὸ ὄρισμένας συνθήκας (stocks with contingent voting power). Οὕτω δυνατόν τὸ δικαίωμα ψήφου νὰ χορηγῆται, φέροντες εἰπεῖν, ὅταν τὰ κέρδη πίπτουν κάτω ἐνὸς ὄρισμένου ποσοστοῦ π.ο.κ. Παρ' ἡμῖν διὰ τοῦ Ν.Δ. 4237/62 δύνανται νὰ ἐκδοθῶν μετοχαὶ προνομιούχοι καὶ ἄνευ δικαιώματος ψήφου, ὁπότε πλὴν τῶν ἀνωτέρω προνομίων ἐπιτρέπεται ὁ καθορισμὸς ὑπὲρ αὐτῶν καὶ δικαιώματος ἀναλήψεως τόκου, ἔστω καὶ ἐν ἀνυπαρξίᾳ κερδῶν. Αἱ guaranteed stocks, εἶναι ἐκεῖνα καθ' ἃς τὸ συμφωνηθὲν ὕψος ἐτησίως χορηγομένου μερίσματος καὶ διὰ μίαν ὄρισμένην χρονικὴν περίοδον ἐξασφαλίζεται ὑπὸ ἐτέρας προὔπαρχούσης καὶ οἰκονομικῆς ἰσχυροτέρας ἐπιχειρήσεως. Τὸ εἶδος τοῦτο τῶν μετοχῶν συναντᾶται εἰς τὴν πρᾶξιν εἰς Ἐπιχειρήσεις Ἐταιρείας αἰτινες ἀποτελοῦν μὲλη εὐρυτέρου ἐπιχειρηματικοῦ συνασπισμοῦ, ὁπότε εἴτε ἡ ἰθύνουσα εἴτε ἐτέρα ἐπιχειρήσεις ἐγγυῶνται ὑπὲρ τῶν ἐξηρηθμένων (filiales) τὴν ἐπὶ ὄρισμένον χρονικὸν διάστημα χορηγήσιν τοῦ συμφωνηθέντος μερίσματος.—Τέλος αἱ «class A common stocks» διαφέρουν τῶν κοινῶν μετοχῶν (αἰτινες φέρονται μὲ τὴν ὀνομασίαν class B common stocks), καθ' ὅσον παρέχουν πρόσθετά τινα δικαιώματα, καθοριζόμενα ἐκάστοτε.

2. Παρ' ἡμῖν διὰ τοῦ Ν.Δ. 3746/57 ἐπὶ τῷ σκοπῷ ἐνισχύσεως τῆς ἐλληνικῆς ἀγορᾶς κεφαλαίου ἐπιτρέπεται ὅπως πρὸς χρηματοδότῃσιν βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων ἐκδίδωνται μετοχαὶ ἢ ὁμολογίαι παρέχουσαι ὄρισμένα πλεονεκτήματα εἰς τοὺς κομιστὰς αὐτῶν κατ' ἐξαιρέσειν τῆς κειμένης νομοθεσίας.

ἀξία των μεταβάλλεται ἀναλόγως τῆς τρεχούσης τιμῆς τῶν μετοχῶν εἰς τὰς ὁποίας ταῦτα παρέχουν τὸ δικαίωμα ἀποκτήσεως. Οὕτω τὰ warrants δίδουν εἰς τὸν κάτοχον τούτων τὴν δυνατότητα ὅπως συμμετάσχη μελλοντικῶς εἰς τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον τῆς ἐπιχειρήσεως ἀποκτῶν μετοχὰς ἐκ ταύτης τὴν στιγμὴν καθ' ἣν ἡ τρέχουσα τιμὴ τούτων ὑπερβῆ τὴν τιμὴν ἐγγραφῆς. Πρόκειται δηλαδὴ ἐν ταῦθα περὶ ἐνὸς προνομίου, ὅπερ ὁμως ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς εὐδότησεως τῶν ἐργασιῶν τῆς ἐπιχειρήσεως καὶ τῆς συνεπειᾶ ταύτης ἀνατιμήσεως τῶν μετοχῶν τῆς ἐν τῇ χρηματαγορᾷ<sup>1</sup>.

5. Τὰ warrants δυνατόν νὰ ἐκδίδονται καὶ παραχωροῦνται εἴτε δ ω ρ ε ἄ ν εἰς τοὺς ἀρχικῶς ἐγγραφομένους εἰς τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον τῆς Α.Ε.—ὁπότε τὸ μὲν καθιστοῦν πλέον ἐλκυστικὴν τὴν παροῦσαν ἐγγραφήν, τὸ δὲ διευκολύνουν τὰς ἐν συνεχείᾳ νέας ἐκδόσεις μετοχῶν, δεδομένου ὅτι παρέχουν εἰς τοὺς κατόχους τούτων τὴν εὐχέρειαν ἀνταλλαγῆς των μὲ νέας μετοχὰς εἰς τιμὰς προκαθορισθείσας—εἴτε ἐπὶ π λ η ρ ω μ ῆ ἐνὸς ὠρισμένου ποσοῦ, ὁπότε ἐγγράφονται εἰς ταῦτα ἐκεῖνοι οἵτινες προβλέπουν ἀνατίμησιν τῶν μετοχῶν. Οὕτω ἔναντι ἐνὸς μικροῦ ποσοῦ ὅπερ καταβάλλουν ἀποκτοῦν τὸ δικαίωμα ὅπως ἀνταλλάξουν ταῦτα μὲ μετοχὰς ἐν ἡ περιπτώσει ἐπέλθῃ ἀνατίμησις τούτων ἐν τῷ χρηματιστηρίῳ, ἄνω τῆς προκαθορισθείσης τιμῆς.

Τὰ warrants δυνατόν ἐπίσης νὰ ἐκδίδονται καὶ χορηγοῦνται πρὸς ἐκείνους οἵτινες ἐπιδιώκουν ὅπως διατηροῦν καὶ ἐξασφαλίσουν τὴν κυρίαρχον θέσιν των ἐν τῇ διοικήσει τῆς ἐπιχειρήσεως, χωρὶς νὰ δεσμεύουν πρὸς τοῦτο μεγάλα κεφάλαια διὰ τὴν διατήρησιν μονίμου πλειοψηφίας ἐπὶ τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου. Πράγματι, μέσῳ τῶν warrants καθίσταται δυνατὴ ἡ ἀπόκτησις τῶν ἀπαιτουμένων ἐκάστοτε μετοχῶν διὰ τὴν ἐξασφάλισιν τῆς ἀπαιτουμένης πλειοψηφίας.

Ἡ ἐπὶ μακρὸν ὄμως χρόνον διατήρησις ἐν κυκλοφορίᾳ τῶν ἐν λόγῳ warrants δυνατόν νὰ βλάβῃ τὴν χρηματοοικονομικὴν κατάστασιν τῆς ἐπιχειρήσεως, δεδομένου ὅτι ἡ ἐκ μέρους ταύτης ἀπόκτησις νέων κεφαλαίων ἐξαρτᾶται ἐκ τῆς συμπεριφορᾶς καὶ τῶν διαθέσεων τῶν κατόχων τῶν τοιούτων παραστατικῶν τίτλων.

Ἐπειδὴ δὲ ἡ ἐλευθέρα καὶ ἀπεριόριστος ἐκδοσις warrants δυνατόν νὰ ὀδηγήσῃ εἰς ἐπικίνδυνον μείωσιν τῆς ἀξίας τῶν ἤδη κυκλοφορουσῶν μετοχῶν, εἰδικὴ νομοθεσία εἰς Η.Π.Α. προβλέπει τὰ

1. Βλ. σχετικῶς *Marcel Gohlet*; Les techniques de financement par action et obligatiions aux Etats Unis d'Amérique, Paris 1959, σελ. 165.

τῆς δημοσιότητος καὶ κυκλοφορίας τῶν ἐν λόγῳ τίτλων, εἰς τρόπον ὥστε οἱ μέτοχοι νὰ ἐνημεροῦνται ἐπὶ τοῦ ἀριθμοῦ των, ὡς καὶ τῶν πιθανῶν ἐπιπτώσεων καὶ ἐπιδράσεων τῆς τοιαύτης κυκλοφορίας ἐπὶ τῆς τιμῆς τῶν μετοχῶν των.

6. γ) Ἐπίσης ἡ μετατροπὴ τῶν ὀφειλῶν εἰς Μετοχικὸν Κεφάλαιον, ἣτις ἀποτελεῖ ἰδιάζουσαν μορφήν αὐξήσεως τοῦ κεφαλαίου, δέον νὰ ἐξετάζηται ἐν ὄψει τῆς ἐκάστοτε χρηματοοικονομικῆς καταστάσεως τῆς ἐπιχειρήσεως (βαθμὸς πίεσεως ἐκ ξένου δανεισμοῦ, ἀποφυγὴ ἐκκαθαρίσεως ἢ καὶ πτωχεύσεως) καὶ τῆς προβλεπομένης ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου αὐτῆς κεφαλαίου, δεδομένου ὅτι ὁσάκις ἀναμένονται ἠϋξημένα μελλοντικὰ κέρδη, θὰ ἔδει ν' ἀποφεύγηται ἡ τοιαύτη μετατροπὴ.

7. Τέλος, ἡ αὐξησης τοῦ ὀνομαστικοῦ (μετοχικοῦ) κεφαλαίου δύναται νὰ ἐπέλθῃ καὶ δι' ἐνσωματώσεως τῶν ἀποθεματικῶν εἰς τὸ μετοχικὸν κεφάλαιον ἢ διὰ τῆς μετατροπῆς τῶν ἀποθεματικῶν εἰς νέας μετοχὰς χορηγούμενας εἰς τοὺς παλαιοὺς μετόχους. Βεβαίως, ἐνταῦθα πρόκειται περὶ τυπικῆς αὐξήσεως ἢ μᾶλλον περὶ ἀναπροσαρμογῆς τοῦ ὀνομαστικοῦ πρὸς τὸ μέγεθος τοῦ πραγματικοῦ κεφαλαίου, δεδομένου ὅτι ἡ οὐσιαστικὴ αὐξησης ἐπέρχεται κατὰ τὴν στιγμήν τῆς συγκροτήσεως τῶν ἀποθεματικῶν, ἐν τούτοις ἡ τυπικὴ αὐξησης τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου συνεπάγεται καὶ τὴν βελτίωσιν τῆς πιστωτικῆς ἐπιφανείας τῆς ἐπιχειρήσεως, δεδομένου ὅτι τὰ ἐνσωματούμενα εἰς τοῦτο ποσά, ἰδίᾳ τῶν προαιρετικῶν ἀποθεματικῶν, δεσμεύονται καὶ δὲν δύναται νὰ χρησιμοποιηθοῦν εἰμὴ μόνον διὰ τὴν κάλυψιν γενικῶν ζημιῶν.

II. Ἡ αὐτοχρηματοδότησις. Περὶ ταύτης ἡσχολήθημεν εἰς προηγούμενον κεφάλαιον. Ἦδη τονίζομεν ὅτι αὕτη ἀποτελεῖ σὺνήθεσ μέσον χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων, τὸ δὲ μέγεθός της ἐπιηρεάζεται τόσον ἐκ τῆς ἀσκουμένης ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως πολιτικῆς κερδῶν καὶ μερισμάτων ὅσον καὶ ἐκ τοῦ ἐκάστοτε θεσπιζομένου ποσοστοῦ φορολογίας ἀδιανειμῆτων κερδῶν ὡς καὶ συντελεστῶν φορολογικῶν ἀποσβέσεων.

\*•\*

8. Ἐξ ἄλλου τὰ ξένα μέσα χρηματοδοτήσεως προέρχονται :
- Ἐκ τῶν τραπεζῶν.
  - Ἐκ τῶν προμηθευτῶν.
  - Ἐκ τῶν πελατῶν.
  - Ἐξ ἰδιωτῶν.

α) Ἐκ τῶν ἐν γένει *τραπεζῶν*. Συνηθέστερα τούτων εἶναι :

- Τὰ ἐκ *τραπεζῶν δάνεια*, κατὰ κανόνα, ἡγγυημένα.
- Οἱ *πρεχούμενοι τοκοφόροι λογαριασμοί*.
- Αἱ *προεξοφλήσεις συναλλαγματικῶν*.
- Αἱ *ἐγγυήσεις* (ἐγγυητικά ἐπιστολαί).

Τὰ ὑπὸ τῶν *τραπεζῶν* χορηγούμενα δάνεια εἶναι συνήθως ἡγγυημένα εἴτε δι' ἐμπραγμάτου ἀσφαλείας (ἐνέχυρα - ὑποθήκαι) <sup>1</sup> εἴτε δι' ἐγγυήσεως παρεχομένης ὑπὸ τρίτων φερεγγύων προσώπων.

Αἱ ὑπὸ τῶν *τραπεζῶν* ἡγγυημένοι δανειοδοτήσεις διενεργοῦνται <sup>2</sup> :

- *Ἐπὶ ἐνεχύρῳ ἐμπορικῶν συναλλαγματικῶν* συνήθως μείζωνος λήξεως τῆς ἐπιτρεπομένης προεξοφλήσεως. Ἐνταῦθα δὲν διενεργεῖται προεξόφλησις ἀλλ' ἀπλῶς παραχωρεῖται τὸ χαρτοφυλάκιον τῆς ἐπιχειρήσεως πρὸς ἐξασφάλισιν τοῦ ὑπὸ τῆς *τραπέξης* χορηγούμενου δανείου.

- *Διὰ προκαταβολῶν ἐναντι φορτωτικῶν*. Καὶ ἐνταῦθα ἡ *τράπεζα* διασφαλίζεται ἐμπραγμάτως διὰ τῆς μεταβιβάσεως πρὸς ταύτην τῶν φορτωτικῶν ἐγγράφων ἐμπορευμάτων προελεύσεως ἐσωτερικοῦ ἢ ἐξωτερικοῦ. Οὕτω αἱ *τράπεζαι* ἀποκτοῦν δικαίωμα ἐνεχύρου ἐπὶ τῶν ἐμπορευμάτων, δύνανται δὲ νὰ προβοῦν εἰς ἐκποίησιν τούτων ἐν περιπτώσει μὴ ἐγκαίρου ἐξοφλήσεως τῆς χορηγηθείσης πιστώσεως.

- *Ἐπὶ ἐνεχύρῳ χρεογράφων*. Αἱ *τράπεζαι* προτιμοῦν περισσότερο τοιαῦτα ἐνέχυρα, διότι εὐχερέστερον ρευστοποιοῦνται, ἰδίᾳ μάλιστα ὡς ἀκίνητα περὶ τίτλων χρηματιστηριακῶν. <sup>3</sup>

- *Ἐπὶ ἐνεχύρῳ ἐμπορευμάτων εὐρισκομένων ὑπὸ κλεῖδα τῆς τραπεζῆς*. Ἐν προκειμένῳ ἡ χορήγησις τῆς *τραπέξης* ἐξασφαλίζεται δι' ἐνεχύρου ὄπερ ἀπομονοῦται εἰς ἀνεξάρτητον ἀποθήκην τοῦ ὀφειλέτου, αἱ δὲ κλεῖδες αὐτῆς παρέχονται εἰς τὴν *τράπεζαν*, ἥτις φροντίζει διὰ τὴν συντήρησιν τοῦ ἐνεχύρου εἰς καλὴν κατάστασιν.

- *Ἐπὶ ὑποθήκῃ*. Τὰ δάνεια ταῦτα, μακροπροθέσμου φύσεως ἐν ἀντιθέσει πρὸς τὰ ἀνωτέρω ἄτινα εἶναι μεσοπρόθεσμα ἢ βραχυπρόθεσμα, χορηγοῦνται συνήθως ὑπὸ τῶν κτηματικῶν *τραπεζῶν* καὶ μόνον κατ' ἐξαιρέσιν ὑπὸ τῶν *τραπεζῶν* καταθέσεων,

1. Τῆς ὑποθήκης προτιμᾶται συνήθως ἡ προσημείωσις ἰδίᾳ ἐπὶ βραχυπροθέσμου δανεισμῶν λόγῳ μικροτέρου κόστους ἐναντι τῆς πρώτης.

2. Βλέπε ἀναλυτικῶς *Ε. Τσουτσέλλη*: Τεχνικὴ καὶ οἰκονομικὴ τῶν *τραπεζικῶν ἐργασιῶν*, Ἀθῆναι 1961, σελ. 119 ἐπ.

λόγω εμφανιζομένης δυσχερείας εις τὴν ρευστοποίησιν τῆς παρεχομένης ἐμπραγμάτου ἀσφαλείας ἐπὶ τοῦ ἀκινήτου.

- *Διὰ τρεχουμένων ἢ ἀλληλοχρῶν λογαριασμῶν.* Αἱ τραπεζικαὶ χρηματοδοτήσεις βάσει τρεχουμένου λογαριασμοῦ δυνατόν νὰ εἶναι εἴτε ἀκάλυπτοι εἴτε κεκαλυμμένοι. Ἐν προκειμένῳ αἱ τράπεζαι πιστώνουν τὸν λογαριασμὸν τοῦ πελάτου τῶν μὲ ἐν ὄρισμένον ποσόν, ὅπερ οὗτος δύναται νὰ χρησιμοποιήσῃ εἴτε ἐφ' ἅπαξ εἴτε τμηματικῶς. Τὸ μέσον τοῦτο τῆς βραχυπροθέμου χρηματοδοτήσεως τυγχάνει λίαν διαδεδομένον, προϋποθέτει ὅμως ὅτι ὁ πιστοῦχος εἶναι πρόσωπον φερέγγυον καὶ εὐρείας πιστωτικῆς ἐπιφανείας.

- *Διὰ προεξοφλήσεως συναλλαγματικῶν.* Τὸ σύνθηρ<sup>1</sup> τοῦτο μέσον τῆς βραχυπροθέμου χρηματοδοτήσεως δὲν ἐξασφαλίζει εἰς τὴν ἐπιχειρήσιν νέα κεφάλαια, ἀλλ' ἀπλῶς ὑποβοηθεῖ τὴν ταχύτεραν ρευστοποίησιν τῶν ὑπ' αὐτῆς χορηγηθεισῶν πρὸς τοὺς πελάτας τῆς ἐμπορευματικῶν πιστώσεων. Δηλαδή, ἡ προεξοφλήσις συναλλαγματικῶν, ἐν τῇ οὐσίᾳ, ἀποτελεῖ μεταβίβασιν εἰς τὴν τράπεζαν, ἔναντι ὄρισμένων οικονομικῶν θυσιῶν, τοῦ δικαιώματος εἰσπράξεως παραχωρηθείσης ἤδη ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως πιστώσεως.

- *Διὰ παροχῆς ἐγγυήσεως* (ἐγγυητικαὶ ἐπιστολαὶ) πρὸς διευκόλυνσιν τῶν ἐν γένει συναλλαγῶν τῶν πελατῶν τῆς ἢ πρὸς ἀποφυγὴν δεσμεύσεως ὑπὸ τούτων αὐτοῦσιου χρήματος, τὸ

1. Εἰς ἐμπορικὰς συναλλαγὰς τῶν ΗΠΑ ὡς καὶ εἰς τὴν Ἀγγλίαν ἡ προεξοφλήσις συναλλαγματικῶν εἶναι σχεδὸν ἄγνωστος. Τὸ μέσον τοῦτο χρησιμοποιεῖται μόνον προκειμένου περὶ διεθνῶν συναλλαγῶν (εἰσαγωγαί - ἐξαγωγαί). Τοῦτο βεβαίως δὲν σημαίνει ὅτι οἱ προμηθευταὶ δὲν παραχωροῦν πιστώσεις πρὸς τοὺς πελάτας τῶν, ἀντιθέτως μάλιστα, πλὴν τῶν βραχυπροθέμων πιστώσεων, ἀνοίγουν ὑπὲρ αὐτῶν πιστώσεις μέχρις ὄρισμένου ποσοῦ, ἐντὸς τῶν ὁποίων οὗτοι κινοῦνται, ἐξοφλοῦν δὲ τὰς πιστώσεις ταύτας δι' ἐπιταγῶν.

Ἐάν ὅμως τὸ μέσον τοῦτο τῆς ταχύτερας ρευστοποίησεως εἶναι ξένον πρὸς τὰς συνθηκὰς τῆς ἀμερικανικῆς, ἰδίᾳ, ἀγορᾶς, τοῦτο ὀφείλεται εἰς τὴν ἀφθονίαν τῶν κεφαλαίων ὅσον τῶν τραπεζῶν, αἰτινες προβαίνουν εἰς ἀπ' εὐθείας δανεισμούς, ὅσον καὶ τῆς οικονομικῆς εὐχερείας τῶν ἐπιχειρήσεων, αἰτινες μέσῳ τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως διαθέτουν ὑπερπαρακτὴ κεφάλαια. Διὰ νὰ τονίσωμεν τὴν τοιαύτην ἀφθονίαν τῶν κεφαλαίων παραθέτομεν ὄρισμένους δείκτας, ἐξ ὧν καταφαίνεται ὅτι αἱ καταθέσεις ὄψεως τῶν τραπεζῶν τῶν ΗΠΑ εἶναι 3 1/2 φορὰς μεγαλύτεραι τοῦ κυκλοφοροῦντος χρήματος καὶ ὅτι αἱ ἀνάγκαι χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων καλύπτονται κατὰ 7,2% ἀπὸ τραπεζικὸν δανεισμόν, κατὰ 65,6% ἀπὸ αὐτοχρηματοδότησιν, κατὰ 20,7% ἀπὸ μακροπρόθεμον κεφάλαιον (μετοχαὶ καὶ ὁμολογίαι) καὶ κατὰ τὸ ὑπόλοιπον ἀπὸ λοιποὺς δανεισμούς πλὴν τῶν τραπεζικῶν. Βλέπε Ἐκδόσις Α.Γ.Α.Ρ. «Le Recours au Crédit pour le financement des Entreprises» Paris, 1956. Ἐντι-



ὁποῖον εἶτε στεροῦνται εἶτε δύνανται μὲν νὰ ἐξεύρουν ἀλλὰ ὑπὸ ὄρους χρηματοδοτήσεως ἐπαχθεστέρους τῆς τραπεζικῆς πίστεως. Αἱ ὑπὸ τῶν τραπεζῶν παρεχόμεναι ἐγγυήσεις δημιουργοῦν εἰς βάρους τῶν ἀνεκκλήτους εὐθύνας πληρωμῆς, δι' ὃ δόσakis προβαίνουν εἰς τοιαύτας πράξεις φροντίζουν νὰ ἐξασφαλίζονται ἔναντι τοῦ πελάτου τῶν :

- Εἶτε διὰ δεσμεύσεως ὑφισταμένης καταθέσεώς του.
- Εἶτε διὰ δεσμεύσεως τμήματος τῆς προεξοφλητικῆς του πιστώσεως.
- Εἶτε δι' ἐνεχύρου.

9. β) *Τὰ ἐκ τῶν προμηθευτῶν* προκύπτοντα μέσα χρηματοδοτήσεως ἐντοπίζονται συνήθως εἰς τὰς ἐν γένει λαμβανομένας ἐμπορευματικὰς πιστώσεις.

Αἱ πιστώσεις αὗται, κατὰ κανόνα ἀκάλυπτοι βραχυπρόθεσμοι, παρέχονται ὑπὸ τῶν ἐν γένει προμηθευτῶν διὰ τὴν προώθησιν καὶ ἐπιτάχυνσιν τῆς διαθέσεως τῶν ὑπ' αὐτῶν παλουμένων εἰδῶν. Ἡ χρηματοδοτουμένη οὕτω πως ἐπιχείρησις δύναται ν' αὐξήσῃ τὸν κύκλον ἐργασιῶν τῆς χωρὶς νὰ δεσμεύσῃ μεγαλύτερον κεφάλαιον. Ἐὰν μάλιστα αὕτη ἐπιτύχῃ νὰ θέτῃ εἰς κυκλοφορίαν τὰ εἶδη τῆς διὰ τῆς παροχῆς πρὸς τοὺς πελάτας τῆς πιστώσεων μικροτέρων τῶν ληφθεισῶν τόσον χρονικῶς ὅσον καὶ ποσοτικῶς, τότε ἀσφαλῶς βελτιώνει αἰσθητῶς τὴν χρηματοοικονομικὴν κατάστασιν ὡς καὶ τὸν βαθμὸν τῆς ρευστότητός τῆς.

10. γ) *Τὰ ἐκ πελατῶν* μέσα χρηματοδοτήσεως ἀποτελοῦνται κυρίως ἀπὸ τὰς π ρ ο κ α τ α β ο λ ἄ ς τούτων ἔναντι μελλοντικῶν παραλαβῶν τῶν. Εἰς περιόδους ἀνεπαρκοῦς δι' ἀγαθῶν ἐφοδιασμοῦ τῆς ἀγορᾶς, αἱ ἐμπορικαὶ ἐπιχειρήσεις προβαίνουν εἰς προαγοράς, προκαταβάλλουσαι εἶτε μέρος εἶτε καὶ ὅλον τὸ τίμημα τῶν παραγγελλομένων ποσοτήτων, ἵνα ἀφ' ἑνὸς μὲν προτιμηθῶσι κατὰ τὴν σειρὰν τῶν παραδόσεων, ἀφ' ἑτέρου δὲ τύχῳσιν εὐνοικωτέρων ὄρων πληρωμῆς.

θέτως εἰς τὴν Ἑλλάδα κατὰ μέσον ὄρον (1959) αἱ ἀνάγκαι χρηματοδοτήσεως τῶν βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων καλύπτονται κατὰ 31,7% ἀπὸ ἴδια καὶ κατὰ 68,3% ἀπὸ ξένα κεφάλαια. Δεδομένου δὲ ὅτι τὸ 31,7% ἀντιστοιχεῖ εἰς 3.709 ἑκατ. δραχμῶν (ἔτος 1959 ἐπὶ 421 βιομηχανικῶν ἐπιχειρήσεων βλ. ἔρευναν Συνδέσμου Ἑλλήνων Βιομηχανῶν) καὶ ὅτι κατὰ τὸ αὐτὸ ἔτος τὰ ἀποθεματοποιηθέντα κέρδη τῶν ἐν λόγῳ ἐπιχειρήσεων ἀνῆλθον εἰς 92,5 ἑκ., προκύπτει τὸ συμπέρασμα ὅτι εἰς τὰς ἐλληνικὰς βιομηχανίας ὁ βαθμὸς αὐτοχρηματοδοτήσεως ἀνέρχεται μόλις εἰς 2,4%, ἡ δὲ ἐκ τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως κάλυψις τῶν ἀναγκῶν τῶν εἰς συνολικὰ κεφάλαια (ἀνελθόντα τὸ ἔτος 1959 εἰς 11.718 ἑκ.) εἰς ποσοστὸν 0,7%.

11. δ) Τέλος, μέσα χρηματοδοτήσεως δύνανται νὰ προκύψουν καὶ ἐξ αὐτῶν τῶν ἰδιωτῶν :

- Εἴτε μέσῳ φιλικῶν καὶ δὴ συνήθως ἀμοιβαίων δανεισμῶν.
- Εἴτε μέσῳ ἐκδόσεως ὁμολογιακοῦ δανείου.

Κατὰ τὴν πρώτην περίπτωσιν αἱ ἐπιχειρήσεις, ἐφ' ὅσον ἐξαντλήσουν τὰ περιθώρια ἢ ἀποκλεισθοῦν τοῦ τραπεζικοῦ δανεισμοῦ, καταφεύγουν πρὸς ἰδιώτας (ἄτομα ἢ χρηματομεσιτικὰ γραφεῖα) διὰ νὰ ἐξεύρουν τὰ ἀναγκαιοῦντα αὐταῖς χρηματικά μέσα. Τὸ φαινόμενον τοῦτο παρατηρεῖται εἰς περιόδους περιορισμοῦ τῶν τραπεζικῶν πιστώσεων, ἔχει δὲ ὡς συνέπειαν τὴν αὐξήσιν τοῦ χρηματοοικονομικοῦ κόστους λόγῳ παροχῆς ὑπὸ τούτων προσθέτων ἀσφαλειῶν καὶ ἠϋξημένων ἐπιτοκίων.

Πέραν ὅμως τοῦ μέσου τούτου χρηματοδοτήσεως, εἰς τὴν πρᾶξιν καὶ δὴ μεταξὺ ἐμπορευομένων, σύνηθες εἶναι τὸ φαινόμενον τῆς ἀμοιβαίας πιστωτικῆς των διευκολύνσεως δι' ἀνταλλαγῆς ὑπογραφῶν πρὸς ἀπόκτησιν τίτλου τραπεζικῶς προεξοφλησίμου. Οἱ πιστωτικοὶ τίτλοι τοῦ εἴδους τούτου, μὴ προκύπτοντες ἐκ πραγματικῶν ἐμπορικῶν συναλλαγῶν, καλοῦνται *συναλλαγματικὰ καὶ ἢ γραμμὰ τια εὐκολίας*.

Παρομοίους τίτλους πρὸς ἐξέυρεσιν ἀναγκαιοῦντων χρηματικῶν μέσων συναντῶμεν καὶ μεταξὺ ἐπιχειρήσεων ἐξηρητημένων, ἔνθα ἡ μήτηρ ἐπιχείρησις δύναται ν' ἀνταλλάσῃ ἀμοιβαίως μὲ τὰς θυγατέρας αὐτῆς συναλλαγματικὰς εὐκολίας ἐπὶ τῷ σκοπῷ τραπεζικῆς χρηματοδοτήσεως τῆς.

12. Ἡ ἐκδοσις ὁμολογιῶν προϋποθέτει ἀπαραιτήτως τὴν μορφήν τῆς Ἐταιρείας. Αἱ ἐκδιδόμεναι εἴτε ἀπ' εὐθείας εἴτε μέσῳ Τραπεζῶν ὁμολογίαι διοχετεύονται εἰς τὴν ἀγοράν.

Ὡς προκειμένου περὶ μετοχῶν (αὐξήσις κεφαλαίου ἀνωνύμων ἐταιρειῶν) οὕτω καὶ ἐπὶ ὁμολογιῶν γεννῶνται πλεῖστα προβλήματα ἀναγόμενα εἰς τὴν τεχνικὴν τῆς ἐκδόσεως τούτων (ὡς ἐπὶ παραδείγματι : ὁ καθορισμὸς τῆς τιμῆς ἐκδόσεως τούτων, ἥτοι εἰς τὸ ἄρτιον, ὑπὸ τὸ ἄρτιον, ὑπὲρ τὸ ἄρτιον), τὰ τυχὸν παρεχόμενα πλεονεκτήματα (ρῆτραι τιμαριθμικαὶ<sup>1</sup> συναλλάγματος ἢ χρυσοῦ, ἢ φορολογικαὶ ἀπαλλαγαί, χορήγησις ποσοστοῦ ἐκ τῶν κερδῶν πλὴν τόκου — obligations participantes — κ.ο.κ.), ἢ διάρκεια τοῦ δανείου, τὸ

1. Σχετικῶς προέβλεψε παρ' ἡμῖν τὸ Ν.Δ. 3746/57.

ένδεχόμενον τῆς μετατροπῆς των εἰς μετοχὰς (μετατρέψιμοι ὁμολογίαι<sup>1</sup>) κ.ο.κ.

---

1. Συνήθως συναντῶνται εἰς ἐποχὰς ἀσυφόρους ἐκδόσεως νέων μετοχῶν λόγῳ ἐλλείψεως κερδῶν καὶ κατὰ συνέπειαν χορηγήσεως μερίσματος. Οὕτω κατ' ἀρχάς, ὁ κάτοχος τοῦ τίτλου θεωρεῖται ὡς δανειστής καὶ λαμβάνει τὸν σχετικὸν τόκον, μετὰ δὲ ὠρισμένον χρόνον καὶ ἐφ' ὅσον τὸ διανεμόμενον μέρημα ὑπερβῆ τὸν χορηγούμενον τόκον, οὗτος μετατρέπεται εἰς μέτοχον.

Δύναται ὁμοίως αἱ ὁμολογίαι νὰ εἶναι μετατρέψιμοι καὶ εἰς μετοχὰς ἐτέρων ἐπιχειρήσεων συμμετεχουσῶν συνήθως εἰς τὸ Holding. Περίπτωσις μετατρέψιμων ὁμολογιῶν εἶναι καὶ ἐκεῖναι ὧν τὸ σχετικὸν δικαίωμα τῆς μετατροπῆς διατυπῶνται εἰς ἰδιαίτερον πιστοποιητικόν, ὅπερ αὐτοτελῶς ἀποτελεῖ ἀντικείμενον διαπραγματεύσεως εἰς τὸ χρηματιστήριον. Ἡ περίπτωσις αὕτη φέρεται ὑπὸ τὴν ὀνομασίαν ὁμολογίαι « Warrants ». Βλέπε σχετικῶς *Visentini*, *Le obbligazioni convertibili in Azioni* εἰς « *Rassegna della associazione bancaria* », Σ/βριος 1947.

## ΑΙ ΒΑΣΙΚΑΙ ΑΡΧΑΙ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ

Ἡ χρηματοδότησις τῆς ἐπιχειρήσεως δέον νὰ διενεργῆται βάσει ὀρθολογικῶν ἀρχῶν<sup>1</sup>. Ἄν καὶ εἰς τὴν πρᾶξιν τοῦτο συνήθως ἐντοπίζεται εἰς τὴν ὀρθὴν ἐκλογὴν μεταξὺ μακροπροθέσμου καὶ βραχυπροθέσμου, ἐσωτερικῆς καὶ ἐξωτερικῆς, ἰδίᾳς καὶ ξένης χρηματοδοτήσεως, ἐν τούτοις εἰς τὴν θεωρίαν διευπλώθησαν καὶ ἕτεραι βασικαὶ ἀρχαί, κυριώτεραι τῶν ὁποίων εἶναι αἱ ἀκόλουθοι :

### Ι. Ἀρχὴ τοῦ καθορισμοῦ τοῦ ἀπαραιτήτου μεγέθους τοῦ κεφαλαίου

1. Ὁ ἀκριβὴς προσδιορισμὸς τοῦ μεγέθους τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου ἀποτελεῖ πρόβλημα λίαν δυσχερές, δεδομένου ὅτι κατὰ τοὺς ὑπολογισμοὺς ὑπεισέρχονται πλείστοι ἀστάθμητοι παράγοντες, ἀναγόμενοι κυρίως εἰς τὰς συνθήκας τῆς ἀγορᾶς, αἵτινες ἀνατρέπουσιν οἰανδήποτε πρόβλεψιν. Μία πρόσκαιρος, φέρον εἰπεῖν, ἀζητησία τῶν παραγομένων ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως εἰδῶν ἢ μία αὔξησις τῆς πρὸς τοὺς πελάτας πιστοδοτήσεως πρὸς ἀπόκτησιν νέων ἀγορῶν, ἢ εἰς περιορισμὸς τῶν τραπεζικῶν προεξοφλήσεων κ.ο.κ., ἀποτελοῦν γεγονότα ἀνατρέποντα κάθε προϋπολογισμὸν τῶν ἀναγκαιοῦντων εἰς τὴν ἐπιχείρησιν κεφαλαίων.

Τοὺς ἀνωτέρω ἀσταθμήτους, κατ' ἀρχὴν, παράγοντας προσπαθεῖ ἡ χρηματο-οικονομικὴ λειτουργία τῆς ἐπιχειρήσεως νὰ

1. Βλέπε *Mellerowicz K.*, ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 65 ἐπ. *U. Vaes*: ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 59 ἐπ., *Defossé G.*: *La gestion financière des entreprises*, Paris 1948, σελ. 57, *Sellien H.*: *Finanzierung und Finanzplanung*, Wiesbaden, σελ. 51 ἐπ., *Depallens G.*: *Théorie et pratique de la Gestion financière de l'Entreprise*. Paris 1960, σελ. 257 ἐπ.

περιορίση εἰς τὸ ἐλάχιστον μέσῳ πλήρους συστήματος ἀναλύσεως τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς, ἐπακριβῶν, ὅσον τὸ δυνατόν, μετρήσεων τῆς προβλεπομένης ζητήσεως καὶ βάσει τούτων ἀναλυτικοῦ λογισμοῦ τοῦ εἰς ἕκαστον τομέα δράσεως ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου.

2. Οὕτω διὰ τὴν μέτρησιν τοῦ ἀναγκαιοῦντος εἰς τὴν ἐπιχείρησιν συνολικοῦ κεφαλαίου βασικῶς ἀπαιτεῖται :

α) Ὁ προσδιορισμὸς τοῦ δι' ἐπενδύσεις εἰς πάγια (ἀκίνητοποιήσεις) ἀπαραιτήτου κεφαλαίου καὶ

β) Ὁ καθορισμὸς τοῦ ἀπαραιτήτου διὰ τὴν ἀξιοποίησιν τῶν ἐν γένει ἀκίνητοποιήσεων κεφαλαίου, ὅπερ ἐπεκράτησε νὰ καλεῖται κεφάλαιον κινήσεως.

Ἀμφότεραι αἱ ὡς ἄνω κατηγορίαι κεφαλαίων δεόν νὰ εὐρίσκωνται εἰς ὁρθὴν ἀναλογίαν καὶ ἁρμονικὴν σχέσιν, ὥστε κάθε τμήμα ἀπασχολουμένου εἰς τὴν ἐπιχείρησιν κεφαλαίου νὰ καθίσταται παραγωγικόν. Οὕτω προκειμένου περὶ χρηματοδοτήσεως δι' ἐπέκτασιν τῶν παγίων δεόν νὰ καθορίζηται παραλλήλως καὶ ἡ πρόσθετος ἀνάγκη δημοιουργίας κεφαλαίου κινήσεως, καθόσον αὐξανομένης τῆς παραγωγικῆς δυναμικότητος τῆς ἐπιχειρήσεως αὐξάνουν καὶ αἱ ἀνάγκαι αὐτῆς εἰς κυκλοφορικὰ μέσα.

Εἰς τὴν πρᾶξιν δυστυχῶς παραμελεῖται τοῦτο, ἡ δὲ προσοχὴ τῶν χρηματοδοτουμένων στρέφεται σχεδὸν ἀποκλειστικῶς πρὸς τὴν χρηματοδότησιν τῶν εἰς πάγια ἐπενδύσεων. Δὲν ἀποδίδεται ἴσως ἡ δέουσα σημασία εἰς τὸ ὅτι διὰ τὴν αὐξήσιν τῆς παραγωγῆς δὲν ἀρκοῦν μόνον αἱ ἐγκαταστάσεις, ἀλλ' ἀπαιτοῦνται καὶ ἠύξημένοι πρῶται ὕλαι, ἐργατικαὶ χεῖρες, ὡς καὶ ἠύξημένοι πωλήσεις, αἵτινες ὁμως πάλιν διὰ νὰ πραγματοποιηθοῦν προϋποθέτουν τὴν παροχὴν περισσοτέρων πιστώσεων πρὸς τοὺς πελάτας.

3. Ἡ σχέσις μεταξὺ τῶν ἀνωτέρω δύο κατηγοριῶν κεφαλαίων ποικίλλει μεγάλως ἀναλόγως τοῦ εἴδους τῆς ἐπιχειρήσεως. Οὕτω, εἰς τὰς ἐν γένει ἐμπορικὰς ἢ τραπεζικὰς ἐπιχειρήσεις τὸ κεφάλαιον κινήσεως καταλαμβάνει μεγαλύτερον μέρος τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου, ἐνῶ εἰς τὰς ἐν γένει μετασχηματιζούσας ἢ πρωτογενοῦς παραγωγῆς (ἐξορυκτικὰς, συλλεκτικὰς κλπ.) τὸ εἰς πάγια ἐπενδεδυμένον (ἀκίνητοποιημένον) κεφάλαιον αἰσθητῶς ὑπερέχει ἔναντι τοῦ πρώτου.

Ἄλλ' ἐκτὸς τῆς στατικῆς διαρθρώσεως τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου, πλεῖσται ὄσαι μεταβολαὶ καὶ διακυμάνσεις ἐμφανίζονται εἰς τὰ ἀρχικῶς καθορισθέντα μεγέθη ἀμφοτέρων τῶν κατηγοριῶν τούτου, συνεπεία τῶν καθ' ἡμέραν ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως διενεργουμένων πράξεων.

Μειώσεις τοῦ ἀκίνητοποιηθέντος κεφαλαίου συνεπεία χρόσεως ἢ φθορᾶς τῶν παγίων, ἴσαι πρὸς τὰ ποσὰ τῶν ἐκάστοτε ἀποσβέσεων, ἀξάνου ἀντιστοίχως τὰ ποσὰ τοῦ κεφαλαίου κινήσεως.

Τοῦτ' αὐτὸ συμβαίνει ὁσάκις ἐκποιεῖται μέρος τοῦ μὴ παραγωγικῶς χρησιμοποιουμένου παγίου ἐνεργητικοῦ κ.ο.κ.

Κατὰ τὸν προσδιορισμὸν τοῦ ἀπαραίτητου ἐκάστοτε κεφαλαίου κινήσεως βασικῶς ἐπιδροῦν: ἡ διάρκεια τοῦ παραγωγικοῦ κυκλώματος, ὁ ἀπαραίτητος χρόνος ἀποθηκεύσεως, ὁ ρυθμὸς τῆς διαθέσεως, ὡς καὶ αἱ ἐπικρατοῦσαι συνθήκαι τῆς πίστεως<sup>1</sup> τόσον κατὰ τὴν προμήθειαν ὅσον καὶ κατὰ τὴν πώλησιν. Ἐπὶ τῶν θεμάτων τούτων ἡσχολήθημεν ἤδη ἀνωτέρω.

4. Οὐσιώδης ὁμως παράγων σχετιζόμενος μὲ τὰ ἀνωτέρω καὶ καθορίζων τὸ μέγεθος τοῦ ἀναγκαιοῦντος κεφαλαίου κινήσεως εἶναι καὶ ἡ ἐξέλιξις τοῦ κόστους παραγωγῆς, ὡς καὶ ἡ μετ' αὐτῆς συνήθως συνδεομένη μεταβολὴ τῶν τιμῶν εἰς τὴν ἀγοράν.

1. Ἡ διάρκεια τῶν λαμβανομένων καὶ παραχωρουμένων πρὸς τοὺς πελάτας πιστώσεων ἐπιδρά μεγάλως ἐπὶ τοῦ κεφαλαίου κινήσεως τῆς ἐπιχειρήσεως. Ἐὰν ἡ ἐπιχειρήσις πληρῶνῃ τοῖς μετρητοῖς ἅπαντα τὰ ὑπ' αὐτῆς προμηθεύμενα εἶδη, πωλῆ δὲ τὰ προϊόντα τῆς ἀποκλειστικῶς τοῖς μετρητοῖς, τὸ κεφάλαιον κινήσεως αὐτῆς δεόν νὰ εἶναι εἰς μέγεθος τοιοῦτον ὥστε νὰ δύναται νὰ καλύπτῃ ἀπύσας τὰς δαπάνας τῆς καθ' ὅλην τὴν διάρκειαν τοῦ κυκλώματός της. Τὸ ἐν λόγῳ κεφάλαιον κινήσεως καλεῖται «κἄνονικόν».

Κάθε λήψις πιστώσεως ἐπιτρέπει εἰς τὴν ἐπιχείρησιν τὴν μείωσιν τοῦ κανονικοῦ κεφαλαίου κινήσεώς της, κάθε δὲ παραχώρησις πιστώσεως ὀδηγεῖ εἰς τὴν αὔξησιν τούτου. Οὕτω ἐξάγεται ὁ κατωτέρω κανὼν, βάσει τοῦ ὁποίου προσδιορίζεται τὸ κεφάλαιον κινήσεως ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὴν διάρκειαν τοῦ παραγωγικοῦ κυκλώματος καὶ κατὰ τὸν ὁποῖον ἐὰν ἡ ἐπιχείρησις πωλῆ τὰ προϊόντα τῆς τοῖς μετρητοῖς καὶ λαμβάνῃ πιστώσεις ἀπὸ τοὺς προμηθευτάς της, τὸ ποσοστὸν μείωσης τοῦ κεφαλαίου κινήσεως της θὰ ἐξενρευθῆ διὰ πολλαπλασιασμοῦ τῆς σχέσεως μεταξὺ τοῦ ποσοῦ τῆς δαπάνης δι' ὃ λαμβάνεται πίστωσις καὶ τοῦ συνόλου τῶν δαπανῶν τῶν διενεργουμένων κατὰ τὴν διάρκειαν τοῦ κυκλώματος, ἐπὶ τὴν σχέσιν μεταξὺ τῆς διαρκείας τῆς λαμβανομένης πιστώσεως καὶ τῆς διαρκείας τοῦ κυκλώματος τῆς ἐκμεταλλεύσεως. Ἔστω, φέρ' εἰπεῖν, ἐπιχειρήσις τῆς ὁποίας ἡ διάρκεια τοῦ κυκλώματος τῆς ἐκμεταλλεύσεως ἀνέρχεται εἰς 1 μῆνα καὶ ὅτι αἱ δαπάναι αἱ ἀπαιτούμεναι διὰ τὴν ὀλοκλήρωσιν τοῦ ὡς ἄνω κυκλώματος ἀναβιβάζονται εἰς δρχ. 800.000, ἐκ τῶν ὁποίων τὰ 2/4 χρησιμεύουν διὰ τὴν ἀγοράν πρῶτων ὑλῶν, τὸ 1/4 διὰ τὴν πληρωμὴν ἡμερομισθίων καὶ τὸ ἑτε-

507 Οὕτω, ἐὰν διὰ τὴν αὐξήσιν τῶν πωλήσεων εἶδους τινὸς τὸ κατὰ μονάδα κόστος τούτου (παραγωγῆς ἢ διαθέσεως) καθίσταται αὐξόν, ἢ ἐπιχειρήσεις, κατ' ἀρχήν, θὰ ἐνόμιζέ τις ὅτι εἶναι ἠναγκασμένη ὅπως διαθέτῃ ἠϋξημένα κεφάλαια κινήσεως, ἵνα ἀνταποκρίνεται πρὸς τὰς ἀπαιτήσεις τῆς τε παραγωγῆς καὶ τῆς κυκλοφορίας τῶν προϊόντων τῆς. Τὸ ἐν λόγῳ ὅμως μειονέκτημα, ἰδίᾳ εἰς ἀγαθὰ ἀνελαστικῆς ζήτησεως, εἶναι τελείως φαινομενικόν, δεδομένου ὅτι εἰς παρομοίας περιπτώσεις αἱ μεσολαβοῦσαι ἐμπορικαὶ ἐπιχειρήσεις, μὴ ἀντιμετωπίζουσαι περιπτώσιν ζημίας λόγῳ πτώσεως τῶν τιμῶν καὶ ἐπὶ τῷ σκοπῷ νὰ καρποθῶσι τὴν διαφορὰν—λόγῳ ἀνατιμήσεως τῶν εἰδῶν συνελεῖα παραγωγῆς τῶν δι' ἠϋξημένου κόστους—προαγοράζουσι ἱκανὰς ποσότητας πρὸς δημιουργίαν ἀποθεμάτων, ἅτινα μελλοντικῶς θ' ἀξιοποιήσουσι ἐν καταλήλῳ χρόνῳ καὶ τόπῳ. Τοιοῦτοτρόπως, ἢ παράγουσα ἐπιχειρήσεις οὐδόλως πιέζεται διὰ τὴν χορήγησιν πιστώσεων κυκλοφορίας τῶν προϊόντων τῆς, ἢ τὴν δημιουργίαν ἀποθεμάτων διὰ τὴν διατήρησιν σταθερῶν βαθμῶν παραγωγικῆς ἀπασχολήσεως, καὶ ὡς ἐκ τούτου συμπτύσσει χρονικῶς τὸ ἐν γένει ποριστικόν τῆς κύκλωμα, μὲ ἀποτελεσματὴν τὴν ἀνάγκην μικροτέρου κεφαλαίου κινήσεως.

Ἀντιθέτως, ἐὰν ἐπὶ αὐξανομένης παραγωγῆς καὶ πωλήσεων,

ρον  $\frac{1}{2}$  διὰ τὰ λοιπὰ παραγωγικὰ ἔξοδα. Ἐὰν ἢ ἐν λόγῳ ἐπιχειρήσεις λαμβάνη μηνιαίαν πίστωσιν δι' ἀπάσας τὰς ἀνωτέρω δαπάνας αὐτῆς ἢ μειώσεις τοῦ κεφαλαίου κινήσεώς τῆς θὰ ἀνέλθῃ εἰς  $\frac{1}{2} \cdot \frac{1}{2} = \frac{1}{4}$ , δηλαδὴ οὐδόλως ἔχει ἀνάγκην κεφαλαίου κινήσεως. Ἐὰν λαμβάνη πιστώσεις 15θήμερους μόνον κατὰ τὴν ἀγορὰν πρώτων ὑλῶν ἢ μειώσεις τοῦ κεφαλαίου κινήσεώς τῆς θὰ ἀνέλθῃ εἰς  $\frac{2}{4} \cdot \frac{1}{2} = \frac{1}{4}$ . Δηλαδὴ ἀντὶ τῶν 800.000 δρχ. ἀπαιτεῖται κεφάλαιον κινήσεως 800.000— $(800.000 \cdot \frac{1}{2}) = 600.000$ . Ἐὰν πάλιν πέραν τῆς 15θήμερου προμηθευτικῆς πιστώσεως ἐπὶ τῶν πρώτων ὑλῶν λαμβάνη 15θήμερους πιστώσεις καὶ διὰ τὰς λοιπὰς παραγωγικὰς δαπάνας πληρώσῃ καὶ τὰ ἐν γένει ἔξοδα ἐργασίας ἀνὰ 15θήμερον, τὸ κανονικὸν κεφάλαιον κινήσεως θὰ κατέλθῃ εἰς δρχ. 400.000. \*Ἦτοι :

$$[(\frac{2}{4} \cdot \frac{1}{2}) + (\frac{1}{4} \cdot \frac{1}{2}) + (\frac{1}{4} \cdot \frac{1}{2})] \cdot 800.000 = 400.000.$$

Τὸ ἀντίθετον ἀκρίβως θὰ συμβῇ ἐὰν ἢ ἐπιχειρήσεις πληρώσῃ τὰς ἐν γένει δαπάνας τῆς τοῖς μετρητοῖς, πολλῇ δὲ τὰ παρ' αὐτῆς παραγόμενα προϊόντα ἐπὶ πιστώσει. Τέλος, ἐὰν ἢ ἐπιχειρήσεις λαμβάνη πιστώσεις ἐκ τῶν προμηθευτῶν τῆς, χορηγῇ δὲ ἀντιστοιχῶς πιστωτικὰς διευκολύνσεις πρὸς τοὺς πελάτας τῆς—ἄπερ ἀποτελεῖ τὴν σπουδαιότεραν περιπτώσιν—δ' ὑπολογισμὸς τοῦ κανονικοῦ κεφαλαίου κινήσεως θὰ γίνῃ διὰ τοῦ συνδυασμοῦ τῶν λαμβανόμενων καὶ χορηγουμένων πιστώσεων.

Οὕτω, ἐὰν αἱ λαμβανόμεναι πιστώσεις ἐπιτρέπουσι τὴν μείωσιν τοῦ κεφαλαίου κινήσεως κατὰ  $\frac{1}{2}$ , αἱ δὲ χορηγούμεναι ὁδηγοῦν εἰς αὐξήσιν τούτου κατὰ  $\frac{1}{4}$ , τὸ κανονικὸν μέγεθος τοῦ κεφαλαίου κινήσεως ἀνέρχεται εἰς: 800.000—800.000  $(\frac{1}{2} - \frac{1}{4}) = 600.000$ . Πρβλ. *U. Vaes*: La Technique du financement des entreprises. Paris, 1946, σελ. 52 ἑπ.

τὸ κατὰ μονάδα προϊόντος κόστος καθίσταται φθίνον, ἢ εἰς κεφάλαιον κινήσεως ἀνάγκη ἀντιστρόφως καθίσταται μεγαλυτέρα, δεδομένου ὅτι οἱ ἐν γένει ἐνδιάμεσοι εἶναι λίαν ἐπιφυλακτικοὶ εἰς τὰς ἀγορὰς τῶν πρὸς δημιουργίαν ἀποθεμάτων, ἀπαιτητικοὶ δὲ καὶ πιεστικοὶ διὰ τὴν ἀπόκτησιν πάσης δυνατῆς πιστωτικῆς διευκολύνσεως διὰ τὴν προμήθειαν τῶν ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως παραγομένων εἰδῶν.

5. Τὸ δι' ἐπενδύσεις εἰς πάγια προοριζόμενον κεφάλαιον εὐχερέστερον δύναται νὰ ὑπολογισθῇ, ἐφ' ὅσον προηγουμένως καθορισθῇ τὸ ἐκάστοτε ἐνδεδειγμένον, ἀνάλογως τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς καὶ τοῦ ἐν γένει ἀνταγωνισμοῦ, μέγεθος τῆς ἐπιχειρήσεως. Τοῦτο δέον νὰ καλύπτῃ :

α) Τὰ ἔξοδα ἀρχικῆς ἐγκαταστάσεως καὶ ἀπαραίτητων ἐρευνῶν<sup>1</sup>, διενεργουμένων τόσοσιν κατὰ τὴν ἰδρυσιν ὅσον καὶ κατὰ τὴν ἐν συνεχείᾳ δρᾶσιν τῆς ἐπιχειρήσεως. Διὰ τὸν ἀκριβῆ προσδιορισμὸν τῶν πρώτων ἀπαραίτητον εἶναι ὅπως ἡ χρηματοοικονομικὴ λειτουργία τῆς ἐπιχειρήσεως στενωῶς συνεργάζεται μετὰ τῆς τεχνικῆς τοιαύτης. Διὰ τὴν ἐκτίμησιν δὲ τῶν ἐξόδων ἐρευνῶν τὸ πρόβλημα ἐμφανίζει μεγαλυτέρας δυσχερείας, δεδομένου ὅτι καὶ αἱ θυσίαι αὗται οὐ μόνον εἶναι, πολλάκις, ἀβεβαίας ἀποδόσεως (μεταλλευτικαὶ ἐπιχειρήσεις), ἀλλὰ καὶ τὸ μέγεθος τούτων τυγχάνει ἐκ τῶν προτέρων ἄγνωστον.

1. Εἶναι γνωστὸν ὅτι αἱ προοδευτικαὶ ἐπιχειρήσεις συνεχῶς φροντίζουν διὰ τὴν ἐμφάνισιν νέων εἰδῶν ἢ τὴν διενέργειαν πειραματικῶν ἐρευνῶν, πρὸς βελτίωσιν ἢ τελειοποίησιν τῶν ἤδη κυκλοφορούντων προϊόντων των. Πρὸς τὸν σκοπὸν δὲ τοῦτον ἀπαιτοῦνται πολλάκις τεράστια κεφάλαια, αἵτινα ἐξευρίσκονται διὰ τῆς συγκροτήσεως ἀποθεματικῶν κατὰ τὰς κερδοφόρους χρήσεις. Αἱ φαρμακευτικαὶ βιομηχανίαι ἢ αἱ βιομηχανίαι ἀρωμάτων καὶ ἐν γένει καλλυντικῶν ἀναλίσκουν τεράστια ποσὰ διὰ τοιαύτας πειραματικὰς ἐρεῦνας. Πολλάκις, πρὸς ἐπιτυχεστέραν ἀντιμετώπισιν τῆς ἐν λόγῳ ἀνάγκης, ἐπιχειρήσεις τοῦ αὐτοῦ κλάδου ἰδρῶν ἐιδικὰς πειραματικὰς ἐταιρείας, ὡς χρηματοδοτοῦν εἴτε ἐφ' ἅπαξ, εἴτε περιοδικῶς, μὲ ἀποκλειστικὸν ἀντικείμενον τὴν διενέργειαν ἐρευνῶν πρὸς ὄφελός των. Τοιαῦται πειραματικαὶ ἐρεῖναι ἴσως γνωσταὶ παλαιότερον εἰς τὴν ἀγροτικὴν οἰκονομίαν, ἐνθα μὲ τὴν βοήθειαν τῶν συνεταιρισμῶν ἐκτελοῦνται πρότυποι καλλιέργειαι, ἐξευγενισμὸς σπόρων κ.ο.κ. Πρὸς τὸ ὡς ἄνω εἶδος χρηματοδοτήσεως ὁμοιάζει καὶ ἡ διάθεσις κεφαλαίου διὰ τὴν προμήθειαν διπλώματος εὐρεσιτεχνίας ἢ ἀδείας ἐκμεταλλεύσεως ὠρισμένης πλουτοπαραγωγικῆς πηγῆς. Θὰ ἠδύνατό τις ν' ἀπαριθμῆσῃ καὶ ἑτέρας περιπτώσεις ἐκτάκτου χρηματοδοτήσεως, ὡς ἡ συμμετοχὴ εἰς διεθνεῖς ἐκθέσεις, ἢ ἀσκήσις μεγάλου προγράμματος διαφημιστικῆς ἐξορηγήσεως κ.ο.κ., αἵτινες ὁμοιάζουν πρὸς τὰς ἀνωτέρω.



β) Τὰ ἀπαραίτητα ποσὰ διὰ τὴν συγκρότησιν τῶν ἐν γένει «σιδηρῶν ἀποθεμάτων» πρώτων βοηθητικῶν ἢ δυναμικῶν ὑλῶν ὡς καὶ ἡμικατεργασμένων ἢ ἐτοιμῶν προϊόντων, ἅτινα, ὡς ἤδη ἐτονίσθη, συνιστοῦν μέρος τοῦ παγίου ἐνεργητικοῦ τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐξευρίσκονται ἐπίσης μέσῳ τοῦ ἀκίνητοποιουμένου κεφαλαίου τῆς ἐπιχειρήσεως. Πρόκειται ἐνταῦθα περὶ μιᾶς ὀριζήσεως μάζης κυκλοφορουσῶν ἀξιών διὰ τὴν εὐρυθμὴν λειτουργίαν τῆς τε παραγωγῆς καὶ τῆς διαθέσεως τῆς ἐπιχειρήσεως, ἣτις ἐξευρίσκειται διὰ μακροχρονίου κεφαλαίου.

Τὸ μέγεθος δὲ ἐκάστου «σιδηροῦ ἀποθέματος» τῶν ἐν γένει ὑλῶν, ὡς ἤδη ἐτονίσθη (σελ. 29), θὰ ἐξευρεθῆ ἐὰν λάβωμεν ὑπ' ὄψιν τὸν μέσον χρόνον ὅστις ἀπαιτεῖται διὰ τὸν ὀμαλὸν ἐφοδιασμὸν ὡς καὶ τὴν ἡμερησίαν ἀνάλωσιν τούτων. Ἐὰν καὶ ἐνταῦθα ὑπεισέρχονται πλείστοι ἀστάθμητοι παράγοντες, οἵτινες δύνανται ν' ἀνατρέψουν τοὺς ὑπολογισμοὺς (π.χ. ἀπαγορεύσεις εἰσαγωγῶν, καθυστέρησις εἰς τὴν ἀφίξιν φορτίων λόγῳ ἀνωτέρας βίας, ἀδυναμία ἐγκαίρου παραδόσεως ἐκ μέρους τοῦ προμηθευτοῦ κ.ο.κ.), ἐν τούτοις αἱ ἐπιχειρήσεις δύνανται νὰ προσδιορίζουν τὰ οὕτω ἀπαραίτητα ἀποθέματά των μετὰ τινος περιθωρίου ἀσφαλείας, ὥστε νὰ ἐξασφαλίσουν τὴν ἀπρόσκοπτον λειτουργίαν τῆς ἐκμεταλλεύσεώς των.

γ) Τὰ ἀναγκαῖα ποσὰ διὰ τὴν συγκρότησιν τοῦ ἀπαραιτήτου μηχανικοῦ καὶ ἐν γένει ἐργαλειοῦ ἐξοπλισμοῦ, ὅστις ἐξαρτᾶται ἐκ τοῦ προγραμματισθέντος κύκλου ἐργασιῶν βάσει ἀναλύσεως τῶν συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς, ἐν συνδυασμῷ πρὸς τὸ ἄριστον μέγεθος τῆς ἐπιχειρήσεως, ὅπερ εἶναι ἐκεῖνο εἰς ὃ οἱ παραγωγικοὶ συντελεσταὶ συνδυάζονται κατὰ τρόπον ὥστε νὰ ἐπιτυγχάνεται τὸ εὐνοϊκώτερον κόστος. Καὶ ἐνταῦθα ὁ ὑπολογισμὸς τοῦ κεφαλαίου τοῦ ἀπαιτουμένου διὰ τὴν κάλυψιν τῆς ἀνωτέρας ἀνάγκης τυγχάνει μᾶλλον εὐχερῆς καὶ ἐξαρτᾶται ἐκ τοῦ ἐπακριβοῦς προγράμματος τῶν εἰς πάγια ἐπενδύσεων, ὡς καὶ τῆς ἐπαληθεύσεως τῶν εἰς τοῦτο περιληφθεισῶν τιμῶν προμηθείας των. Τὰ ἐν λόγῳ προγράμματα ἐπενδύσεως διὰ λόγους χρηματοδοτήσεώς των τυγχάνουν λίαν ἐλαστικά, ἐν τῇ πράξει δὲ ἐκτελοῦνται σταδιακῶς καὶ ἀναλόγως τῆς προόδου τῶν πωλήσεων τῆς ἐπιχειρήσεως<sup>1</sup>.

1. Ἐπειδὴ κατὰ κανόνα αἱ ἐπιχειρήσεις δὲν διαθέτουν ἐπαρκῆ κεφάλαια διὰ τὴν πραγματοποίησιν ἀπασῶν τῶν ἐπιθυμητῶν ἐπενδύσεων, διὰ τὸν λόγον τοῦτον θέτουν μίαν σειρὰν προτεραιότητος ἀναλόγως τοῦ βαθμοῦ τοῦ ἐπείγοντος τούτων. Συνήθως προηγούνται αἱ ἐπενδύσεις αἱ ἐξαλείφουσαι τὰ ἐμπόδια μιᾶς κανονικῆς παραγωγῆς, εἴτα δὲ ἐπονται ἐκεῖναι αἵτινες ἀποβλέπουν εἰς τὸν ἐκουγχρονισμὸν καὶ τὴν βελτίωσιν τῆς ποιότητος τῶν προϊόντων, τέλος δὲ πραγματοποιοῦνται ἐκεῖναι αἵτινες ἀποσκο-

## II. Ἀρχὴ τῆς χρηματοοικονομικῆς ἀντιστοιχίας

6. Διὰ νὰ ὑφίσταται χρηματοοικονομικὴ ἰσορροπία ἐν τῇ ἐπιχειρήσει δὲν εἶναι ἀρκετὸν μόνον ὅπως τὰ συγκεντρούμενα κεφάλαια ἰσοῦνται πρὸς τὸ συνολικὸν ποσὸν τῶν ἀναγκῶν ἐκάστης κατηγορίας, ἀλλ' ἐπίσης καὶ ἡ διάρκεια δι' ἣν τὰ κεφάλαια τίθενται εἰς τὴν διάθεσιν τῆς ἐπιχειρήσεως ν' ἀντιστοιχῇ πρὸς τὴν διάρκειαν τῶν προβλεπομένων χρησιμοποιήσεων.

Δηλαδή διὰ λόγους ρευστότητος ἐπιβάλλεται ὅπως τὰ ἐν γένει μέσα χρηματοδοτήσεως χρησιμοποιῶνται κατὰ τρόπον τοιούτου ὥστε τὸ μὲν νὰ ἐνισχύουν τὴν χρηματοοικονομικὴν θέσιν τῆς ἐπιχειρήσεως, τὸ δὲ νὰ συμπλήρῃ χρονικῶς ἢ λήξῃς τῆς ὑποχρέωσως μὲ τὸν χρόνον τῆς ρευστοποιήσεως τῆς ἀντιστοιχοῦ ἐπενδύσεως. Τὸ ἀξίωμα τοῦτο, ὅπερ ἐπεκράτησε νὰ καλῆται «χρυσόξυλο», ἀποτελεῖ βασικὴν ἀρχὴν πάσης ὀρθῆς χρηματοδοτήσεως. Διὰ τὴν ἐξέυρεσιν ὅμως τοῦ βαθμοῦ τῆς ρευστότητος, ἥτοι τῆς σχέσεως μεταξὺ κατεχομένων καὶ ἀναγκαιούντων, ἀπαιτεῖται ἀφ' ἑνὸς μὲν ἡ τακτοποιήσις τῶν στοιχείων τοῦ ἰσολογισμοῦ, ἀφ' ἑτέρου δὲ ἡ ἀνακατάταξις τῶν μὲν ἐνεργητικῶν κατὰ βαθμὸν ρευστοποιήσεως, τῶν δὲ παθητικῶν κατὰ χρόνον λήξεως.

7. Κατὰ τὴν τακτοποίησιν λαμβάνεται μέρος ὅπως:

– Τὸ μὴ καταβληθὲν κεφάλαιον ἀφαιρεθῇ ἐκ τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου.

– Τὰ ἀφανῆ ἀποθεματικὰ προστεθοῦν εἰς τὸ ἴδιον κεφάλαιον.

– Αἱ δοθεῖσαι προκαταβολαὶ ἀφαιρῶνται ἐκ τῶν βραχυπροθέσμων ὑποχρεώσεων.

– Τὰ ὀριακὰ κονδύλια, ἀναλόγως τοῦ χαρακτῆρος τῶν τακτοποιῶνται καταλλήλως. Οὕτω, ἐνεργητικὰ ὀριακὰ κονδύλια, ὡς πληρωμαὶ τῆς παρούσης χρήσεως καὶ δαπάναι τῆς ἐπομένης (προκαταβληθέντα, φέρε' εἶπεῖν, ἀσφάλιστρα κλπ.), δεόν νὰ μειῶνουν τὰς βραχυπροθέσμους ὑποχρεώσεις, ἢ καί, ἀντιθέτως, εἰσπράξεις τῆς ἐπομένης χρήσεως, ἔσοδα τῆς παρούσης, δεόν νὰ προσαυξάνουν τὰς βραχυπροθέσμους ἀπαιτήσεις κ.ο.κ.

Ἐπίσης κατὰ τὴν ἀνακατάταξιν τῶν στοιχείων τοῦ ἐνεργητικοῦ καὶ παθητικοῦ γίνεται προσπάθεια ταξινομήσεως τούτων τὸ μὲν κατὰ βαθμὸν ρευστοποιήσεως (ταχύτερον ἢ βραδύτερον ρε-

ποῦν εἰς τὴν ἐπέκτασιν τῆς παραγωγικῆς ἰκανότητος πρὸς διασφάλισιν ἀποκτηθεισῶν νέων ἀγορῶν.

στοποίησιμα), τὸ δὲ κατὰ χρόνον λήξεως (βραχυπρόθεσμα - μακροπρόθεσμα).

Ὁ βαθμὸς ὅμως ρευστοποιήσεως περιουσιακοῦ τινος στοιχείου δέον νὰ ἐξευρίσκηται ἐν ὄψει ἀβιάστου καὶ φυσιολογικῆς κυκλοφορίας τούτου, ὡς ἀπορρέει αὕτη ἐκ τοῦ ἐκάστοτε ρυθμοῦ τῶν συναλλαγῶν.

Ἐκ τούτου ἔπεται ὅτι τόσον αἱ ἐξωτερικαὶ συνθήκαι τῆς ἀγορᾶς καὶ ἡ ἐν γένει κατάστασις τῆς οικονομικῆς συγκυρίας (ἐποχικὴ διακύμανσις) ὅσον καὶ ὁ διάφορος ἐντοπισμὸς τῶν ἐπιχειρήσεων ἐπηρεάζουν τὸν χρόνον ρευστοποιήσεως τῶν περιουσιακῶν στοιχείων. Οὕτω ἔστωσαν αἱ κάτωθι περιπτώσεις:

<i>Ἐπιχειρήσεις Α'</i>		<i>Ἐπιχειρήσεις Β'</i>	
Πάγια . . . . .	150	Πάγια . . . . .	100
Ἐμπορεύματα . . . . .	80	Ἐμπορεύματα . . . . .	100
Χρεῶσαι . . . . .	50	Χρεῶσαι . . . . .	50
Διαθέσιμα . . . . .	20	Διαθέσιμα . . . . .	50
	<u>300</u>		<u>300</u>

Ἐνῶ ἡ ἐπιχείρησις Β' ἐξεταζομένη στατικῶς φαίνεται ὅτι ἔχει περιουσιακὴν διάρθρωσιν ρευστοτέραν τῆς Α', ἐν τούτοις ἐνδέχεται εἰς τὴν πραγματικότητα νὰ μὴ ἀληθεύσῃ τοῦτο, διότι ἡ ζήτησις, φέρ' εἰπεῖν, τῶν ἐμπορευμάτων τῆς Β' εἶναι μικροτέρα τῶν τῆς Α', ἢ διότι αἱ ἀπαιτήσεις αὐτῆς εἶναι ἐπισφαλέστεραι, ἢ τέλος διότι τὸ πάγιον ἐνεργητικόν τῆς εἶναι διαφόρου χρόνου ρευστοποιήσεως (ἀποσβέσεων).

Πρὸς ἐξεύρεσιν ἄρα τοῦ πραγματικοῦ βαθμοῦ ρευστοποιήσεως ἐκάστου στοιχείου, ἐπὶ τῷ σκοπῷ συγκρίσεως τῶν ἀνωτέρω δύο ἐπιχειρήσεων, θὰ εἶδει ν' ἀγνοήσωμεν τὸν ἐξωτερικὸν<sup>1</sup> (δηλ. τὸν

1. Τοῦτο ἐπιβάλλεται ἐτι πλέον, δοθέντος ὅτι αἱ ἐπιχειρήσεις, ἵνα διευρύνωσι τὴν πιστωτικὴν τῶν ἐπιφάνειαν, προβαίνουν πολλάκις εἰς τὸν καλούμενον « ἐξωραϊσμὸν τοῦ ἰσολογισμοῦ » (εἰς τὴν ἀγγλοσαξωνικὴν προᾶξιν φέρεται μὲ τὴν ὀνομασίαν Window dressing), ὅστις ἀνήκει εἰς τὴν γενικωτέραν ἔννοιαν τῆς πολιτικῆς τοῦ ἰσολογισμοῦ.

Οἱ εἰδικώτεροι λόγοι τῆς τοιαύτης ἐντέχνου ἐμφανίσεως βελτιωμένης ρευστότητος καὶ ἀποδοτικότητος τῶν ἰσολογισμῶν εἶναι ἡ προπαρασκευὴ τοῦ κοινοῦ διὰ τὴν εὐμενῆ ὑπόδοχην ἐκδόσεως ἐνὸς ὁμολογιακοῦ δανείου, εἴτε ἀξίσεως τοῦ μετοχικοῦ κεφαλαίου. Πολλάκις μάλιστα διὰ τὴν ἐπιτυχίαν τοῦ ἐν λόγῳ σκοποῦ αἱ ἐπιχειρήσεις ὀδηγοῦνται εἰς τὴν ἐμφάνισιν εἰκονικῶν κερδῶν, τὴν φορολογικὴν ἐπιβάρυνσιν τούτων, ὡς καὶ τὴν διανομὴν μερισμάτων. Πάντα ὁμως ταῦτα ἀποτελοῦν ἐν προκει-

ἐκ τοῦ ἰσολογισμοῦ ἐμφανιζόμενον) βαθμὸν ρευστοποιήσεως καὶ νὰ στηριχθῶμεν εἰς τὸν ἐσωτερικὸν (ἢ πραγματικὸν) τοιοῦτον, ὅστις προκύπτει ἐκ τῆς ἀναλύσεως τῶν ἐσωλογιστικῶν δεδομένων. Διὰ τῆς ἀναλύσεως ταύτης καθορίζεται ὁ πραγματικὸς χρόνος μετατροπῆς εἰς χρήμα ἐκάστου περιουσιακοῦ στοιχείου. Οὗτω δὲν πρέπει ν' ἀρκοῦμεθα εἰς τὴν ἐκ τοῦ ἰσολογισμοῦ (ἢ ἐξωτερικὴν) ἐξαγωγήν τοῦ βαθμοῦ τῆς ρευστότητος, ἀλλὰ νὰ προβαίνωμεν ἐσωλογιστικῶς εἰς τὴν ἔρευναν ἐκάστου κονδυλίου τοῦ ἐνεργητικοῦ.

### III. Ἀρχὴ τῆς προσαρμογῆς τοῦ εἴδους τῆς χρηματοδοτήσεως πρὸς τὸν κίνδυνον τῆς ἐπενδύσεως

8. Πρὸς ἐκπλήρωσιν τῆς ἀπαιτήσεως ταύτης περὶ ἐπαρκoῦς καλύψεως τοῦ κινδύνου—γεγονὸς ὃπερ ἐξασφαλίζει τόσον τὴν ἐπιχειρήσιν ὅσον καὶ τὸν δανειστήν—ἐνδείκνυται ἡ προσφυγὴ εἰς τὴν *ιδίαν* χρηματοδότησιν προκειμένου περὶ ἐπισηφαιῶν ἐπενδύσεων, ὡς ἐπὶ παραδείγματι εἶναι ἡ διεξαγωγή πειραματικῶν ἐρευνῶν ἀβεβαίας ἀποδόσεως ἢ ἡ δοκιμαστικὴ ἀνάπτυξις τῆς ἐπιχειρήσεως κ.ο.κ. Ἡ χρησιμοποίησις ξένου κεφαλαίου εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας αὐξάνει τὴν κρίσιμον εὐαισθησίαν τῆς ἐπιχειρήσεως, καθ' ὅσον τόκοι καὶ χρεωλύσια—ἀποτελοῦντα σταθερὰς πληρωμὰς—ἀποβαίνουν βάρη δυσβάστακτα ἐν περιπτώσει ἀποτυχίας τῶν ἐρευνῶν ἢ κάμψεως τῆς ἀπασχολήσεως.

Διὰ τὴν ἐκτίμησιν τῆς ἐν γένει καταστάσεως τῆς ἐπιχειρήσεως καὶ τὸν προσδιορισμὸν τοῦ καταλληλοτέρου εἴδους χρηματοδοτήσεως ἐπιβάλλεται τὸ μὲν *ἀνάλυσις*, τὸ δὲ *συγκριτικὴ* ἔρευνα τοῦ ἰσολογισμοῦ τῆς ἐπιχειρήσεως, καὶ δὴ οὐ μόνον ἀπὸ ἀπόψεως *ποσοτικῆς*, ἀλλὰ καὶ ἀπὸ ἀπόψεως *ποιοτικῆς*.

9. Ἡ ποσοτικὴ ἔρευνα τῶν στοιχείων τοῦ ἰσολογισμοῦ ἀποβλέπει κυρίως εἰς τὴν ἐξαγωγήν σχέσεων ἢ ἀριθμοδεικτῶν μεταξύ:

α) Παγίας καὶ κυκλοφορούσης περιουσίας (βαθμὸς παγιοποιήσεως περιουσίας).

β) Ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου (βαθμὸς δανειακῆς ἐπιβαρύνσεως).

---

μὲν ἀναγκαίαν πρόσθετον χρηματοοικονομικὴν ἐπιβάρυνσιν διὰ τὴν προλείανσιν καὶ δημιουργίαν κλίματος ἐπιτυχoῦς εἰς ἔκτασιν καὶ ὑπὸ εὐνοϊκοῦς ὄρους χρηματοδοτήσεως.

γ) Παγίας περιουσίας και ιδίου κεφαλαίου (βαθμός καλύψεως παγίων).

10. Ἡ σχέση μεταξύ:  $\frac{\text{Παγίας περιουσίας}}{\text{Κυκλοφορούσης περιουσίας}}$

δεικνύει κατὰ πόσον ὑφίσταται ἄρμονία μεταξύ παγίων καὶ κυκλοφοριακῶν στοιχείων, ὡς καὶ ἐὰν τὰ ἐν γένει κυκλοφοριακὰ καθιστοῦν δυνατὴν—τοῦλάχιστον ἀπὸ ἀπόψεως χρηματοδοτήσεως—τὴν ὁμαλὴν λειτουργίαν τῶν παγίων ἄνευ ἀνάγκης προσφυγῆς εἰς ξένην χρηματοδότησιν. Ἐνταῦθα δηλαδὴ ἐξετάζεται κατὰ πόσον ὑφίσταται ἐπαρκὲς κεφάλαιον κινήσεως διὰ τὴν ἀξιοποίησιν τῶν ἐν γένει παγίων.

Ἡ σχέση μεταξύ:  $\frac{\text{Ἰδίου κεφαλαίου}}{\text{Ξένου κεφαλαίου}}$

δεικνύει μὲ πόσας μονάδας ἰδίου κεφαλαίου καλύπτεται ἐκάστη μονὰς ξένου κεφαλαίου, εἰς τρόπον ὥστε νὰ καθορισθῇ ὁ βαθμὸς ἀσφαλείας, ὡς καὶ ἡ ἰκανότης ἐπιστροφῆς τῶν δανεισθέντων ὑπὸ τῆς ἐπιχειρήσεως ποσῶν.

Τέλος, ἡ σχέση μεταξύ:  $\frac{\text{Παγίας περιουσίας}}{\text{Ἰδίου κεφαλαίου}}$

ἐμφαίνει τὸν βαθμὸν καθ' ὃν ἡ παγία περιουσία καλύπτεται ἐκ τοῦ ἰδίου κεφαλαίου τῆς ἐπιχειρήσεως. Ἐὰν τὸ ἴδιον κεφάλαιον εἶναι ἀνώτερον τῆς παγίας περιουσίας, ἐν τοιαύτῃ περιπτώσει ἡ ἐπιχείρησις διαθέτει ἠϋξημένον βαθμὸν ρευστότητος, δεδομένου ὅτι καὶ μέρος τοῦ κυκλοφοροῦντος ἐνεργητικοῦ τῆς καλύπτεται ἐξ ἰδίων αὐτῆς χρηματικῶν μέσων.

11. Πέραν τῆς ποσοτικῆς ἐρεῦνης ὑφίσταται καὶ ἡ ποιοτικὴ ἐρευνα τῶν στοιχείων τοῦ ἰσολογισμοῦ. Αὕτη, κυρίως, ἀποβλέπει εἰς τὴν ἐξακριβῶσιν :

- Τοῦ βαθμοῦ τῆς περιστροφῆς τῶν ἀποθεμάτων.
- Τοῦ βαθμοῦ τῆς περιστροφῆς τῶν χορηγουμένων πιστώσεων.
- Τοῦ βαθμοῦ παγιοποιήσεως τῶν χρεῶν.
- Τοῦ βαθμοῦ τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ συνολικοῦ καὶ ἰδίου κεφαλαίου (earning power).

α) Διὰ τὴν ἐξεύρεσιν τοῦ δείκτου περιστροφῆς ἀποθεμάτων, ἦτοι :

$\frac{\text{Κύκλος ἐργασιῶν}}{\text{Μέσος ὄρος ἀποθεμάτων}}$

ἀπαιτείται ὁ ἀκριβὴς προσδιορισμὸς τοῦ κύκλου ἐργασιῶν τοῦ πραγματοποιουμένου ἐκ μιᾶς ἐκάστης κατηγορίας ἐκ τούτων, ἀφαιρουμένου τοῦ κατὰ τὴν πώλησιν πραγματοποιηθέντος κέρδους<sup>1</sup>, καὶ ἡ σύγκρισις τούτου μὲ τὸ κόστος τῶν καθ' ἕκαστα ἀποθεμάτων.

Ὁ ἐν λόγῳ δείκτης θὰ πρέπει νὰ συγκριθῆ μὲ τὸν ἀντίστοιχον παρομοίων ἐπιχειρήσεων, εἰς τρόπον ὥστε νὰ ἐξακριβωθῆ ἐὰν οὗτος τυγχάνῃ ἰκανοποιητικός.

β) Ὁ δείκτης περιστροφῆς τῶν χορηγουμένων πιστώσεων,

*Κύκλος ἐργασιῶν*

*Χορηγούμεναι πιστώσεις*

δεικνύει τὸν χρόνον καθ' ὃν ἀνανεοῦνται αἱ χορηγούμεναι πιστώσεις ἢ ἐν ἄλλοις λόγοις ὅτι κάθε μονὰς χορηγουμένης πιστώσεως ἀντιστοιχεῖ πρὸς τόσας μονάδας κύκλου ἐργασιῶν. Ὁ ἐν λόγῳ δείκτης, συνδυαζόμενος πρὸς τὰς ἀντιστοίχως λαμβανομένας πιστώσεις, εἶναι ὑψίστης σημασίας διὰ τὴν ἄσκησιν ὀρθῆς πιστωτικῆς πολιτικῆς πωλήσεων ἐκ μέρους τῆς ἐπιχειρήσεως.

γ) Ὁ δείκτης παγιοποιήσεως τῶν χρεῶν ὑποδηλοῖ τὴν σχέσιν μεταξὺ μακροπροθέσμου καὶ βραχυπροθέσμου ξένου κεφαλαίου.

Ἄν καὶ ἐπεκράτησε νὰ θεωρῆται ἐν τῇ πράξει ὡς ὀμαλὴ ἡ σχέση 1 : 1, ἐν τούτοις ὡσάκις ὁ δείκτης οὗτος εἶναι ἀνώτερος τῆς μονάδος, τούτο σημαίνει ὅτι ἡ ἐπιχείρησις εὐρίσκεται περισσότερον ἀσφαλῆς ἔναντι τῶν ὀφειλῶν τῆς.

δ) Τέλος, ὁ βαθμὸς τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ συνολικοῦ καὶ τοῦ ἰδίου κεφαλαίου παρέχει πληροφορίας περὶ τῆς κερδοφόρου ἰκανότητος τῆς ἐπιχειρήσεως. Οὗτος συγκρινόμενος πρὸς τοὺς ἀντιστοίχους δείκτας παρομοίων ἐπιχειρήσεων καθιστᾷ γνωστὸν κατὰ πόσον ἡ ἐπιχείρησις κέκμηται ἀξίας ὑπερπροσόδου (goodwill) ἐν σχέσει πρὸς ἑτέρας.

12. Ἡ συγκριτικὴ ἀνάλυσις τῶν ἰσολογισμῶν διενεργεῖται εἴτε διὰ τῆς ἀντιπαραβολῆς τῶν δεδομένων δύο ἢ περισσοτέρων χρήσεων τῆς αὐτῆς ἐπιχειρήσεως (σύγκρισις κάθετος) εἴτε διὰ τῆς συσχετίσεως τῶν δεδομένων τῆς ἐπιχειρήσεως πρὸς τὰ δεδομένα ἑτέρας ἐπιχειρήσεως (σύγκρισις ὀριζόντιος). Ἡ σύγκρισις αὕτη, ἣτις παρέχει πολυαριθμους χρησίμους πληροφορίας τόσον ὡς πρὸς τὴν διάρθρωσιν τῆς περιουσίας ὅσον καὶ ὡς πρὸς τὴν συγκρότησιν τοῦ κεφαλαίου, χρησιμεύει κυρίως τὸ μὲν διὰ τὴν παρα-

1. Ὁρθότερον θὰ πρέπει νὰ ἐξευρεθῆ ἡ παρούσα ἀξία τῶν πωλήσεων δι' ἐσωτερικῆς ὑφαιρέσεως.

κολούθησιν τῆς χρηματοδοτήσεως τῆς ἐπιχειρήσεως, τὸ δὲ διὰ τὸν ἔλεγχον τῆς χρηματοοικονομικῆς ἰσορροπίας ταύτης, ἵτις δυνατὸν νὰ διακυβεύεται :

- εἴτε λόγῳ ὑπεραποθεματοποιήσεων ἐμπορευμάτων,
- εἴτε λόγῳ ὑπερμέτρων χορηγήσεων πιστώσεων,
- εἴτε λόγῳ ἀνεπαρκείας ἰδίων κεφαλαίων,
- εἴτε λόγῳ μειωμένης ἀποδοτικότητος κ.ο.κ.

**13.** Γενικῶς, ἡ διάρθρωσις τῆς χρηματοοικονομικῆς καταστάσεως θεωρεῖται καλῶς θεμελιωμένη ὅταν τὸ πάγιον ἐνεργητικὸν μετὰ τῶν σιδηρῶν ἀποθεμάτων καλύπτονται ἐξ ὀλοκλήρου δι' ἰδίων μέσων<sup>1</sup>. Ἐπίσης κατὰ τὴν ἐκλογὴν μεταξὺ ἰδίας καὶ ξένης χρηματοδοτήσεως πρέπει νὰ ἐρευνᾶται προσεκτικῶς ἡ διανουμένη φάσις τῆς οἰκονομικῆς συγκυρίας, δεδομένου ὅτι αὕτη ἐπιδρᾷ ἀποφασιστικῶς τόσον ἐπὶ τῆς δυνατότητος τοποθετήσεως μετοχῶν ἢ ὁμολογιῶν εἰς τὴν ἀγορὰν κεφαλαίου ὅσον καὶ ἐπὶ τοῦ βαθμοῦ τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ ἀπασχολουμένου ἰδίου κεφαλαίου.

Οὕτω, ἐν περιπτώσει μειωμένης ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου κεφαλαίου καὶ ὑψηλοῦ τόκου τοῦ ξένου θὰ προκριθῆ ἡ ἰδία χρηματοδότησις, ἐνῶ ἐπὶ ὑψηλῆς ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου καὶ χαμηλοῦ τόκου τοῦ ξένου κεφαλαίου προτιμητέα καθίσταται ἡ ξένη χρηματοδότησις.

Ἄλλὰ πέραν τῆς ἐκλογῆς μεταξὺ ἰδίας καὶ ξένης χρηματοδοτήσεως ἡ εἰδικὴ ἔρευνα τῶν στοιχείων τοῦ ἐνεργητικοῦ εἰς ἃ πρόκειται νὰ ἐπενδυθῆ τὸ κεφάλαιον χρησιμεύει καὶ διὰ τὴν πρόκρισιν μεταξὺ βραχυπροθέσμου καὶ μακροπροθέσμου δανεισμοῦ,—πρόβλημα ὅπως ἰδιαίτερας σημασίας—δεδομένου ὅτι ἕκαστος ἐκ τῶν τρόπων τούτων συνεπάγεται καὶ διαφόρους κοστολογικὰς ἐπιβαρύνσεις διὰ τὴν ἐπιχείρησιν.

1. Ἡ ἀπαίτησις ἐπαρκῆς ἰδίου κεφαλαίου εἶναι ἰδιαίτερας σημασίας διὰ τὰς μέσας καὶ μικρὰς ἐπιχειρήσεις, διότι τὸ ἐπαρκές ἰδιον κεφάλαιον ἀποτελεῖ οὐσιώδη προϋπόθεσιν διὰ τὸν τραπεζικὸν δανεισμόν. Εἰς τὰς περιπτώσεις ταύτας ἡ σχέση ἰδίου καὶ ξένου 50:50 θεωρεῖται ἀνεπαρκῆς καὶ ἀπαιτεῖται μεγαλύτερα ἀνάλογια τοῦ ἰδίου ἐναντι τοῦ ξένου κεφαλαίου.

Ἐν Ἑλλάδι, ἐκ σχετικῆς ἐρεῦνης τοῦ Συνδέσμου Ἑλλήνων Βιομηχάνων (πεπραγμένα 1960), ἀναφερομένης εἰς τὰ ἔτη 1957, 1958, 1959, ἐπὶ 400 περίπου βιοτικῶν βιομηχανιῶν νομικῆς μορφῆς Α.Ε. καὶ Ε.Π.Ε. προσέκυψεν ὅτι ἡ σχέση τοῦ παγίου ἐνεργητικοῦ (κατόπιν ἀφαίρεσεως τῶν ἀποσβέσεων) καὶ ἰδίου κεφαλαίου διὰ τὸ σύνολον τῶν ἀνωτέρω ἐπιχειρήσεων ὄλων τῶν κλάδων βιομηχανίας εἶναι :

1957	1 : 0,86	ἰδιον κεφάλαιον	
1958	1 : 0,82	>	>
1959	1 : 0,85	>	>

## VI. Ἡ ἀρχὴ τῆς ἀρμονικῆς σχέσεως μεταξὺ ιδίου καὶ ξένου κεφαλαίου

14. Κατὰ τὴν ἴδρυσιν τῆς ἐπιχειρήσεως τὸ ἴδιον κεφάλαιον καλύπτει, κατὰ κανόνα, τὸ σύνολον τῶν εἰς κεφάλαια ἀναγκῶν τῆς ἐπιχειρήσεως. Εὐθύς ὅμως μετὰ τὴν ἴδρυσιν, ἡ ἐπιχείρησις αἰσθάνεται τὴν ἀνάγκην ὅπως προσφύγῃ καὶ εἰς τὸ ξένον κεφάλαιον, εἴτε διότι ἐκ τῶν πραγματοποιημένων, πωλήσεων δὲν δύνανται νὰ καλυφθοῦν αἱ ἀνάγκαι τῶν νέων προμηθειῶν, εἴτε διότι ἐμφανίζονται ἰδιαιτέρως εὐνοϊκαὶ εὐκαιρίαὶ ἀγορῶν, εἴτε τέλος διότι τὸ εἶδος τῆς ἐπιχειρήσεως εἶναι τοιοῦτον (τραπεζικαὶ ἢ καὶ ἀσφαλιστικαὶ) ὥστε δὲν δύναται νὰ νοηθῇ ἀνάπτυξις τῆς δραστηριότητός των ἄνευ χρησιμοποίησεως—καὶ δὴ εἰς μεγάλην ἔκτασιν—ξένου κεφαλαίου.

Συνάγεται, ὅθεν, ὅτι ὑπὸ τὴν σύγχρονον ὀργάνωσιν τῆς Οἰκονομίας μας, κατὰ κανόνα τυγχάνει ἀπαραίτητος ἡ συνδρομὴ τοῦ τε ἰδίου καὶ τοῦ ξένου κεφαλαίου κατὰ τὴν χρηματοδότησιν τῶν ἐπιχειρήσεων. Ὅ,τι δὲ ἐτονίσθη διὰ τὸ ἴδιον κεφάλαιον, τοῦτ' αὐτὸ ἰσχύει καὶ διὰ τὸ ξένον, καθ' ὅσον εἶναι γνωστὸν ὅτι αἱ ἐπιχειρήσεις εἶναι ἀδύνατον νὰ στηρίζωνται μονοπλευρῶς καὶ ἀποκλειστικῶς ἐπὶ τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως. Ἡ ξένη χρηματοδότησις, ὡς ἀλλαγῆς ἀνεπτόχθη, προϋποθέτει τὴν ὑπαρξίν ἰδίου κεφαλαίου, δοθέντος ὅτι τοῦτο ἀναλαμβάνει πρωτίστως τὸν ἐπιχειρηματικὸν κίνδυνον καὶ ἐξασφαλίζει τὴν ἀκεραιότητα τοῦ ξένου κεφαλαίου.

Ἀμείλικτον ὅμως τίθεται τὸ ἐρώτημα τῆς ἁ ρ ἰ σ τ η ς σ χ έ σ ε ω ς μεταξὺ τῶν δύο κατηγοριῶν κεφαλαίου. Ἐπὶ τοῦ θέματος τούτου τόσον ἡ ἐπιστήμη ὅσον καὶ ἡ πρᾶξις προσεπάθησαν νὰ καθορίσουν ὠρισμένους κανόνας, μεταξὺ τῶν ὁποίων κυριώτεροι εἶναι οἱ ἀκόλουθοι<sup>1</sup>:

15. α) Ὁ κανὼν τῆς ἰσότητος μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου.

Ὁ κανὼν οὗτος καθιερῶνει, οὐχὶ τὴν ἀπόλυτον ἰσότητα, ἀλλὰ ἀπλῶς τὴν τάσιν πρὸς ἐξίσωσιν τῶν δύο τούτων κατηγοριῶν κεφαλαίου, μὲ ὄριον πρὸς τὰ κάτω μὲν τὴν παντελῆ ἔλλειψιν τοῦ ξένου κεφαλαίου, πρὸς τὰ ἄνω δὲ τὴν περίπου ἰσότητα μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου. Εἰς τὸν κανόνα τοῦτον ὑπάρχουν ἀσφαλῶς ἐξαι-

1. Βλέπε Sellien H. : Finanzierung und Finanzplanung, ἐνθ' ἄνωτ., σ. 51 ἐπ.



ρέσεις, ὅπως, ἐπὶ παραδείγματι, ἐπὶ ξένης χρηματοδοτήσεως δι' ἐκδόσεως μακροχρόνιου (πολλάκις μέχρι 99 ἐτῶν) ὁμολογιακοῦ δανείου, ἦτις, λόγῳ τοῦ ὅτι δὲν ἀπαιτεῖ ἰδιαίτερας φροντίδας κατὰ τοὺς ὑπολογισμοὺς τῆς ρευστότητος, οἰοῦναι προσλαμβάνει τὸν χαρακτήρα τῆς ἰδίας χρηματοδοτήσεως, ὅπως ἐπίσης ἐπὶ ὑποθηκικῶν τραπεζῶν ἢ ἀσφαλιστικῶν ἐπιχειρήσεων ζωῆς, αἵτινες λόγῳ τῆς φύσεώς των λειτουργοῦν μὲ ἀσήμαντον ἴδιον κεφάλαιον, βασιζόμεναι κυρίως εἰς τὴν ἔκτασιν τοῦ ξένου τοιοῦτου.

Αἱ ἐξαιρέσεις ὅμως αὗται οὐδόλως ἀνατρέπουσιν τὴν ὡς ἄνω τεθεῖσαν ἀρχὴν τῆς ἰσότητος, πολλῶν δὲ μᾶλλον καθ' ὅσον ὁ ἄνωτέρω κανὼν, ὡς ἐτονίσθη, δὲν τυγχάνει ἀνελαστικὸς καὶ ἀκαμπτος, ἀλλὰ δέον νὰ προσαρμοζῆται πρὸς τὰς ἰδιαίτερας συνθήκας λειτουργίας καὶ δράσεως καὶ αὐτῶν ἀκόμη τῶν ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων, δεδομένου ὅτι καὶ μεταξὺ τούτων ἄλλαι μὲν πωλοῦν ἀποκλειστικῶς τοῖς μετρητοῖς καὶ ὡς ἐκ τούτου ἔχουν ἀνάγκην μικροτέρου ξένου κεφαλαίου, ἄλλαι δὲ ἐπεκτείνονται εἰς πωλήσεις ἐπὶ πιστώσει, ὁπότε χρησιμοποιοῦν εἰς εὐρύτεραν κλίμακα ξένον κεφάλαιον, καὶ ὡς ἐκ τούτου ἀμεσώτερον ἐξαρτῶνται ἐκ τῆς ξένης χρηματοδοτήσεως.

Οὕτω ὀδηγούμεθα εἰς τὸν ἐκ τῆς συνθέσεως τῆς περιουσίας καθορισμὸν τῆς ὑγιοῦς σχέσεως μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου καὶ προαγόμεθα εἰς τὸν ἀκόλουθον κανόνα :

16. β) *Ὁ κανὼν τῆς ἰσότητος τοῦ ἡμίσεος τῆς κυκλοφοροῦσης περιουσίας πρὸς τὸ βραχυπρόθεσμον ξένον κεφάλαιον.*

Ὁ κανὼν οὗτος, καλούμενος 1:2, ἰδιαίτερος ἐξαιρεται ἐν τῇ ἀμερικανικῇ ἐπιστήμῃ καὶ πράξει, ἐφαρμόζεται δὲ ὅλως ἰδιαίτερος κατὰ τὰς ὑπὸ τῶν τραπεζῶν πρὸς τὰς ἐπιχειρήσεις χρηματοδοτήσεις. Καὶ ἐνταῦθα ὅμως ἄς μὴ νομισθῆ ὅτι πρόκειται περὶ ἀλανθᾶστου «συνταγῆς» ἀπολύτου σταθερότητος καὶ ἀκαμψίας.

17. γ) *Ὁ κανὼν τῆς διπλῆς ἰσότητος :*

Παγία περιουσία = Ἴδιον κεφάλαιον  
Κυκλοφοροῦσα περιουσία = Ξένον κεφάλαιον

Ἡ βασικὴ σκέψις ἐνταῦθα εἶναι ὅτι τὸ ξένον κεφάλαιον πρέπει πάντοτε νὰ ἐξυπηρετῆται ἐκ τῆς κυκλοφοροῦσης περιουσίας, διὰ νὰ μὴ τίθεται ἐν κινδύνῳ ὁ ἀπαραίτητος δι' αὐτὴν ταύτην τὴν λειτουργίαν τῆς ἐπιχειρήσεως μηχανικὸς ἐξοπλισμὸς καὶ τὰ συναφῆ πρὸς τοῦτον πάγια στοιχεῖα. Ἄλλὰ καὶ ἡ ἄποψις αὕτη ἐμ-

φανίξει αδυναμίας τινὰς καὶ ὡς ἐκ τούτου δὲν δύναται νὰ εἶναι γενικῆς ἰσχύος.

Ἄλλωστε, οὐδόλως δύναται νὰ ὑποστηριχθῆ ὅτι διὰ τῆς διαφυλάξεως ἀπλῶς καὶ μόνον τῆς παγίας περιουσίας δύναται νὰ ἐπιζήση μία ἐπιχειρήσις. Αὐτὸς εἶναι ὁ λόγος διὰ τὸν ὁποῖον τινὲς εἰς τὴν ἔννοιαν τῆς παγίας περιουσίας ἐντάσσουν καὶ τὰ « σιδηρᾶ ἀποθέματα », δι' ὧν ἐξασφαλίζεται ἡ βᾶσις τῆς λειτουργίας καὶ δράσεως μιᾶς ἐπιχειρήσεως.

18. δ) Ὁ κανὼν τῶν φυσιολογικῶν ὁρίων μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου.

Ἐκ τοῦ συνδυασμοῦ τῶν ἀνωτέρω προαγόμεθα εἰς τὸν ὑπὸ τοῦ Schmidt (« Die organische Tageswertbilanz ») διατυπωθέντα, γνωστὸν ἐν τῇ βιβλιογραφίᾳ, κανόνα τῶν φυσιολογικῶν ὁρίων μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου.

Κατὰ τὸν Schmidt, ἅπαντα τὰ πραγματικὰ (ὕλικὰ) στοιχεῖα τῆς περιουσίας (πάγια, ὕλαι, προϊόντα, μετοχαὶ ἄλλων ἐπιχειρήσεων κλπ.) δέον νὰ ἀποκτῶνται ἐξ ἰδίας χρηματοδοτήσεως, ἐνῶ τὰ χρηματικὰ ἢ ὀνομαστικὰ τοιαῦτα (ταμείον-ἀπαιτήσεις) διὰ τῆς ἀναλήψεως χρεῶν, δηλαδὴ διὰ ξένης χρηματοδοτήσεως.

Ἡ ἀξία τῶν πραγματικῶν στοιχείων τῆς περιουσίας μεταβάλλεται ἀναλόγως τῶν ἐκάστοτε συνθηκῶν τῆς ἀγορᾶς, ἐνῶ ἡ ἀξία τῶν χρηματικῶν-ὀνομαστικῶν στοιχείων τῆς περιουσίας ἐξαρτᾶται ἐκ τῶν ἐκάστοτε νομισματικῶν συνθηκῶν.

Ὅθεν, ἐν περιπτώσει ἀνόδου τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν προκαλεῖται αὐξήσις τῆς ἀξίας τῶν πραγματικῶν ἀγαθῶν, ἣτις δύναται νὰ θεωρηθῆ ὡς εἰσροὴ νέου ἰδίου κεφαλαίου, ἐν περιπτώσει δὲ πτώσεως τοῦ ἐπιπέδου τῶν τιμῶν προκαλεῖται μείωσις τῆς περιουσίας, ἣτις ἀντιστοίχως σημαίνει σχετικὴν αὐξήσιν τοῦ ξένου κεφαλαίου. Ἡ τελευταία αὕτη περίπτωσις ἐξηγεῖ καὶ χαρακτηρίζει τὸν κίνδυνον ὅστις ἀπορρέει ἐκ τῆς χρησιμοποίησεως ξένου κεφαλαίου διὰ τὴν ἀπόκτησιν πραγματικῶν ἀγαθῶν.

Ἴδου διατί ὁ ἐπιχειρηματίας εἰς περιόδους ἀνατιμήσεων δέον νὰ ἐργάζεται μὲ ὅσον τὸ δυνατὸν περισσότερον ξένον κεφάλαιον, ἐνῶ εἰς περιόδους ὑποτιμήσεων μὲ ὅσον τὸ δυνατὸν περιορισμένον τοιοῦτον.

19. Ἄπαντες οἱ ἀνωτέρω διατυπωθέντες κανόνες σχέσεως μεταξὺ ἰδίου καὶ ξένου κεφαλαίου κυριαρχοῦνται ἐκ τῆς βασικῆς

σκέψεως τῆς ἐξασφαλίσεως ὑπὲρ τῆς ἐπιχειρήσεως τοῦ ἀναγκαιοῦντος αὐτῆ β α θ μ ο ὕ ρ ε υ σ τ ό τ η τ ο ς. Ἡ ἀρίστη ὁμως σχέσις μεταξὺ τῶν δύο κατηγοριῶν κεφαλαίου δὲν πρέπει νὰ καθορίζηται μόνον ἐν ὄψει τῆς ἐξασφαλίσεως καὶ τῆς ρευστότητος, ἀλλὰ ἐν συνδυασμῷ μετὰ τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ συνολικῶς ἐν τῇ ἐπιχειρήσει ἀπασχολουμένου κεφαλαίου, περὶ ἧς κατωτέρω.

#### V. Ἀρχὴ τῆς ἀρίστης ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου καὶ ὀριακῆς ἀποδοτικότητος τοῦ συνολικοῦ κεφαλαίου

20. Βάσει τῆς ἀρχῆς ταύτης, ὅσον μικρότερα εἶναι ἡ συμμετοχὴ τοῦ ἰδίου κεφαλαίου εἰς τὸ συνολικὸν κεφάλαιον—καὶ ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν πραγματοποιήσεως ἴσων κερδῶν—τόσον ὑψηλότερα εἶναι ἡ ἀποδοτικότης τοῦ ἰδίου κεφαλαίου.

Οὕτω ὑψηλὴ ἀποδοτικότης τοῦ ἰδίου κεφαλαίου, κατὰ κανόνα, συντρέχει μόνον μὲ τὴν ὑψηλὴν συμμετοχὴν τοῦ ξένου κεφαλαίου.

Καίτοι δὲ ἡ ὑψηλὴ συμμετοχὴ ξένου κεφαλαίου συνεπάγεται ὑψηλοὺς τόκους καὶ λοιπὰς συμπαρομαρτούσας ἐπιβαρύνσεις, ἐν τούτοις, ὡς ἤδη ἐτονίσθη ἀλλαχοῦ, διὰ λόγους φορολογικούς, ἡ ὑπὸ εὐνοϊκῶν ὄρων χρησιμοποίησις τοῦ ξένου κεφαλαίου ἀποτελεῖ τὸ σύνδρομον τῆς ἀξιοποιήσεως καὶ αὐξήσεως τῆς ἀποδοτικότητος τοῦ ἰδίου κεφαλαίου.

Τέλος, οὐσιώδεις προϋπόθεσις ὀρθῆς χρηματοδοτήσεως καὶ δὴ προκειμένου περὶ νέων ἐπενδύσεων εἶναι καὶ ἡ ἀρχὴ τῆς «ὀριακῆς ἀποδοτικότητος τοῦ κεφαλαίου», καθ' ἣν δέον νὰ ἐρευνᾶται ἡ ἀποδοτικότης ἐκάστου νέου στρώματος ἐπενδεδυμένου κεφαλαίου. Καὶ ἐὰν μὲν ἡ ὀριακὴ ἀποδοτικότης εἶναι ὑψηλότερα τοῦ μέσου ὄρου, ἐπόμενον εἶναι ὅτι αὕτη βελτιώνει τὴν κερδοφόρον ἰκανότητα τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐὰν ὁμως αὕτη τυγχάνη κατωτέρα τοῦ μέσου ὄρου φυσικὸν εἶναι νὰ καθιστᾷ τὴν θέσιν τῆς ἐπιχειρήσεως δυσμενεστέραν.

Ὅπως λοιπὸν τὸ ὀριακὸν κόστος ἀποτελεῖ οὐσιῶδες κριτήριον εἰς τὸν τομέα τῆς παραγωγῆς, οὕτω καὶ ἡ ὀριακὴ ἀποδοτικότης ἀποτελεῖ ἀποφασιστικὸν παράγοντα εἰς τὴν σφαιρὰν τῆς χρηματοδοτήσεως.

21. Βάσει τῶν ἀνωτέρω ἐκτεθεισῶν ἀρχῶν θὰ ἔδει νὰ ρυθμίζονται τὰ θέματα τῆς χρηματοδοτήσεως τῶν ἐπιχειρήσεων.

Αἱ κλασσικαὶ ὁμως αὐταὶ ἀρχαὶ εἰς τὴν πράξιν δὲν ἐμφανίζουν ἀπεριόριστον δυνατότητα ἐφαρμογῆς, ἰδίᾳ ὁσάκις ἐν τῇ

ἀγορᾶ ὑπάρχει στενότης ἐξευρέσεως κεφαλαίων. Εἰς τὴν περίπτωσιν ταύτην πολλάκις παρατηρεῖται προσωρινὴ ἀπομάκρυνσις ἐκ τῶν ὡς ἄνω κανόνων, ἥτις ὅμως δὲν δύναται νὰ κρατήσῃ ἐπὶ μακρόν, καθ' ὅσον ἡ ἐπιχειρήσις θᾶπτον ἢ βράδιον θὰ εὐρεθῇ πρὸ ἀδισξόδου<sup>1</sup>.

Αἱ ὀρθολογικαὶ ἀρχαὶ χρηματοδοτήσεως, αἱ ὁποῖαι κατ' οὐσίαν ἐξασφαλίζουν: ἀποδοτικότητα, ρευστότητα καὶ σταθερότητα, παρέχουν ἐπίσης τὴν δυνατότητα τῆς ἐπιλογῆς τοῦ μέσου τῆς χρηματοδοτήσεως. Πλήθος ὅμως παραγόντων ἐπιδρᾶ ἐκάστοτε κατὰ διάφορον βαθμὸν. Οἱ παράγοντες οὗτοι ἀλληλοσυγκρούονται, εἰς τρόπον ὥστε νὰ καθίσταται λίαν δυσχερὴς ἡ ἐκλογή τοῦ μέσου τῆς χρηματοδοτήσεως.

Οὕτω τὸ ὕψος τοῦ ἀναγκαίου κεφαλαίου, ἡ ἀρχὴ τῆς καλύψεως τῶν κινδύνων, αἱ ἔξωθεν ἐπιδράσεις ἐπὶ τῶν ἀποφάσεων τῆς διευθύνσεως τῆς ἐπιχειρήσεως, αἱ νομοθετικαὶ καὶ εἰδικώτερον αἱ φορολογικαὶ σταθμίσεις, ἐπηρεάζουν τὰς ἀποφάσεις τῆς χρηματοδοτήσεως, ἥτις, ἀναλόγως πρὸς τὰς ἐκάστοτε ἐκτιμήσεις τῶν ἀνωτέρω παραγόντων καὶ τοῦ ἐπιδιωκομένου σκοποῦ, ὀδηγεῖται εἰς τὴν τελικὴν διάρθρωσιν τῶν σχέσεων καὶ τὴν ὀρθὴν συγκρότησιν τοῦ κεφαλαίου ἐν τῇ ἐπιχειρήσει.

1. 'Ἐάν, φέρε' εἰπεῖν, ἡ χρηματοδοτήσις τῆς ἐπεκτάσεως τῶν παγίων διενεργῆται συνεχῶς διὰ βραχυπροθέσου δανεισμοῦ.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 5<sup>ΟΝ</sup>

### ΤΟ ΣΧΕΔΙΟΝ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΣ\*

#### § 1. Γενικά περί σχεδίου χρηματοδοτήσεως

1. Τὸ σχέδιον τῆς χρηματοδοτήσεως ἀποτελεῖ τὸν, ἀπὸ ποσοτικῆς καὶ χρονικῆς ἀπόψεως, προκαθορισμὸν τῶν εἰς κεφάλαια πιθανῶν ἀναγκῶν τῆς ἐπιχειρήσεως, πρὸς ἐξασφάλισιν τῆς ὁμαλῆς ἐκτελέσεως τοῦ προγράμματος τῆς τε παραγωγῆς καὶ τῶν ἐπενδύσεων.

Ὁ τοιοῦτος προκαθορισμὸς καὶ ἐν γένει ἐκ τῶν προτέρων λογισμῶς εἶναι γνωστὸς ἐν τῇ πράξει ὑπὸ τὴν ὀνομασίαν «σχέδιον χρηματοδοτήσεως» ἢ «προϋπολογισμὸς χρηματοδοτήσεως».

Ἄν ὅμως εἰς τὴν πράξιν ἐναλλάσσωνται οἱ δύο οὔτοι ὄροι, εἰς τὴν θεωρίαν γίνεται σαφῆς διαχωρισμὸς μεταξὺ τούτων, θεωρουμένου τοῦ μὲν πρώτου (σχεδίου) ὡς εὐρύτερας καὶ μᾶλλον περιεκτικῆς προεκτιμήσεως, τοῦ δὲ δευτέρου (προϋπολογισμοῦ) ὡς αἰσθητικῶς συστηματικοῦ καὶ ἀκάμπτου λογισμοῦ τῶν μελλουσῶν εἰς χρηματικὰ μέσα ἀναγκῶν<sup>1</sup>.

Προτιμῶμεν τὸν ὄρον «σχέδιον χρηματοδοτήσεως», διότι εἰς τὰς ἐπιχειρήσεις, ἐν ἀντιθέσει πρὸς τὸ κράτος—ἐνθα χρησιμοποιεῖται ὁ ὄρος προϋπολογισμὸς—οὐδέποτε αἱ τοιαῦται προεκτι-

\* Dr H. Sellien: Finanzierung und Finanzplanung, Wiesbaden 1959. Mellerowicz: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Berlin 1959. Beckmann L.: Die Betriebswirtschaftsliche Finanzierung, Berlin 1959. Edey H.: Business Budgets and Accounts, London 1959. Financial Handbook: N. Y. 1950, III edition, σελ. 669—707.

1. Οἱ Γερμανοὶ πλὴν τῶν ὄρων «Plan», «Budget», χρησιμοποιοῦν καὶ τὸν ὄρον «Etat», κυρίως ἐπὶ Ν.Π.Δ.Δ., ὁ δὲ Mellerowicz τὸν ὄρον «Programma» προκειμένου περὶ συνόλου πολλῶν καθ' ἕκαστα σχεδίων.

μήσεις ἀναγκῶν εἰς κεφάλαια εἶναι τόσον ἄκαμπτοι. Πράγματι, παράγοντες, συνήθως ἐξωτερικοί, ἰσχυρότεροι καὶ πλέον πιστικοὶ ἀπὸ τὴν θέλησιν καὶ δυνατότητα τῆς ἐπιχειρηματικῆς διοικήσεως, καθιστοῦν ἀναγκαίαν τὴν ἀναπροσαρμογὴν τῶν ἀρχικῶν διαπιστώσεων καὶ προβλέψεων.

2. Προϋποθέσεις διὰ τὴν ἐπιτυχῆ κατάρτισιν τοῦ σχεδίου χρηματοδοτήσεως εἶναι :

α) Ἡ ὀρθὴ διάταξις τῶν σχεδίων. Βασικὸν εἶναι τὸ σχέδιον πωλήσεων, ἐπονταὶ δὲ τὰ σχέδια παραγωγικῆς δυναμικότητος καὶ ἐπενδύσεων.

Τὰ ὄρια μεταξὺ τῶν ἀνωτέρω σχεδίων εἶναι ρευστά. Οὕτω τὸ σχέδιον παραγωγικῆς δυναμικότητος ἐπιδρᾷ ἐπὶ τῶν ἀναγκῶν ἐπενδύσεων, ἐπὶ τοῦ προσωπικοῦ καὶ τῶν ἀποθεμάτων.

β) Ἡ κατὰ ἐκμεταλλεύσεις σύνταξις τῶν σχεδίων. Αἱ ἀποκεντρωμέναι καθ' ἕκαστον ἐκμεταλλεύσεις ὑποβάλλουν τὰ σχέδιά των εἰς τὰς ἱεραρχικῶς ἀνωτέρας θέσεις.

γ) Ἡ ὀρθὴ ἐκτίμησις τῶν δεδομένων ὑπὸ τοῦ ἀρμοδίου, ὡς πρὸς τὸν συντοπισμὸν τῶν καθ' ἕκαστα σχεδίων. Ἐνταῦθα, ὡς σπουδαιότερα προϋπὸθεσις ἑνὸς ἐπιτυχοῦς σχεδίου θεωρεῖται ἡ ὑπαρξίς ἱκανοῦ διευθυντοῦ τῆς χρηματοοικονομικῆς λειτουργίας.

## § 2. Κατηγορίαι σχεδίων χρηματοδοτήσεως

Τὰ σχέδια χρηματοδοτήσεως, κατὰ κανόνα, ταξινομοῦνται βάσει τῶν ἀκολούθων κριτηρίων :

α) Τῆς περιοδικῆς ἢ μὴ καταρτίσεώς των, εἰς τακτικά καὶ ἔκτακτα.

β) Τοῦ ὑπ' αὐτῶν καλυπτομένου χρονικοῦ διαστήματος, εἰς μακροχρόνια καὶ βραχυχρόνια.

γ) Τοῦ περιεχομένου αὐτῶν, εἰς γενικά (ἢ συνολικά) καὶ μερικά (ἢ εἰδικά).

### Ι. Τακτικὸν καὶ ἔκτακτον σχέδιον χρηματοδοτήσεως

1. Τὸ τακτικὸν σχέδιον χρηματοδοτήσεως σκοπὸν ἔχει ν' ἀντιμετώπισῃ τὰς ἐν γένει εἰσπράξεις καὶ πληρωμὰς τὰς δημιουργουμένας ἐκ τῆς κανονικῆς λειτουργίας τῆς ἐπιχειρήσεως, περιλαμβανομένων καὶ τῶν πρὸς τοῦτο τακτικῶν καὶ ἀναγκαίων ἐπενδύσεων, καὶ δὴ ἀνανεώσεων, ἐνῶ τὸ ἔκτακτον σχέδιον ἀντιμετωπίζει

περιπτώσεις ἐφ' ἅπαξ χρηματοδοτήσεως, ἐμφανιζομένης λόγῳ ἰδρύσεως, ἐπεκτάσεως, ἐξυγιάνσεως, μετατροπῆς, συγχωνεύσεως κ.ο.κ.

Τὸ τακτικὸν σχέδιον χρηματοδοτήσεως περιλαμβάνει: ἀφ' ἑνὸς μὲν τὰς εἰσπράξεις, ἀφ' ἑτέρου δὲ τὰς πληρωμὰς τὰς δημιουργουμένας ἐκ τῆς κανονικῆς λειτουργίας τῆς ἐπιχειρήσεως, περιλαμβανομένων καὶ τῶν τακτικῶν καὶ ἀναγκαίων ἐπενδύσεων καὶ δὴ ἀνανεώσεων. Ἐξ ἄλλου τὸ ἔκτακτον σχέδιον χρηματοδοτήσεως ἀντιμετωπίζει τὰς ἐκτάκτους αὐξήσεις τῆς περιουσίας καὶ ἰδιαιτέρας τῆς παγίας τοιαύτης, ὡς καὶ τὰς περιπτώσεις τῆς ἐφ' ἅπαξ χρηματοδοτήσεως λόγῳ ἰδρύσεως, ἐπεκτάσεως, ἐξυγιάνσεως, μετατροπῆς, συγχωνεύσεως κ.τ.λ.

2. Τινὲς<sup>1</sup> διαχωρίζουν τὸ τακτικὸν σχέδιον:

— Εἰς σχέδιον ἀναφερόμενον εἰς τὰς λειτουργίας τῆς ἐπιχειρήσεως (ἐφοδιασμός - παραγωγή - πωλήσεις) καὶ

— Εἰς σχέδιον τρεχοῦσῶν ἐπενδύσεων.

Ἐπι δὲ καὶ αὐτὸ τὸ τακτικὸν σχέδιον τὸ ἀναφερόμενον εἰς τὰς λειτουργίας τῆς ἐπιχειρήσεως ὑποδιακρίνεται, κατ' αὐτοῦς:

— Εἰς σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν.

— Εἰς σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν, τοῦ ἀθροίσματος τῶν δύο τούτων παριστάνοντος τὸ σχέδιον τῶν ἐν συνόλῳ διαθέσιμων μέσων πληρωμῆς.

3. Εἰδικώτερον:

α) Τὸ σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἐκ τῆς τακτικῆς παραγωγικῆς δραστηριότητος. Τοῦτο καθορίζει τὰς ἐκ τῆς δραστηριότητος τῆς παραγωγῆς καὶ διαθέσεως προκυπτούσας εἰσροὰς καὶ ἐκροὰς χρήματος, καὶ οὕτω διχάζεται εἰς σχέδιον πληρωμῶν καὶ σχέδιον εἰσπράξεων.

Τὸ σχέδιον πληρωμῶν συνδέεται στενώτατα, τόσον ἀπὸ ἀπόψεως χρόνου ὅσον καὶ ἀπὸ ἀπόψεως μεγέθους, μὲ τὰ ποσὰ πληρωμῶν. Εἶναι ὁμως δυσχερῆς ἢ προσαρμογὴ τῶν κονδυλίων πληρωμῶν πρὸς τὰς ἀντιστοιχοῦσας εἰσπράξεις. Τὰ πλεῖστα ἐκ τῶν κονδυλίων πληρωμῶν, ὡς συμβαίνει π.χ. ἐπὶ ἀγορῶν ἀποθεμάτων ἢ ἐργασιῶν συντηρήσεως αἵτινες δὲν δύνανται νὰ προγραμματισθῶσιν ὡς πρὸς τὸν ἀκριβῆ χρόνον τῆς ἐκτελέσεώς των, δὲν εἶναι δεκτικὰ ἐπακριβοῦς χρονικῆς τοποθετήσεως καὶ ποσοτικοῦ προσδιορισμοῦ. Ἐλάχιστα κονδύλια τοῦ ἐν λόγῳ σχεδίου δύ-

1. Βλέπε Mellerowicz: ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 84 ἐπ.

νανται νὰ προγραμματισθῶσιν ἀπὸ τῶν δύο ἀνωτέρω ἀπόψεων καὶ οὕτω τὸ σημαντικώτερον τμήμα τῶν πληρωμῶν καὶ ὡς πρὸς τὴν ἔκτασιν καὶ ὡς πρὸς τὴν προθεσίαν πραγματοποιήσεως ἐκφεύγει πάσης προβλέψεως.

Τὸ σχέδιον εἰσπράξεων στηρίζεται κυρίως εἰς τὴν ἐκ τῶν πωλήσεων προϊόντων καὶ ἐν γένει παροχῶν ὑπηρεσιῶν εἰσροὴν χρήματος. Ἔτερα κονδύλια εἰσπράξεων εἶναι τὰ προερχόμενα ἐξ ἐνοικίων, μερισμάτων, τόκων κ.τ.λ. Πρὸς ἀντιμετώπισιν ὑψηλοτέρων πληρωμῶν δυνάμεθα ἐν τέλει νὰ δημιουργήσωμεν συμπληρωματικὰς εἰσπράξεις διὰ τῆς ἐκποίησησεως πλεοναζόντων ἐνεργητικῶν στοιχείων, ὡς, ἐπὶ παραδείγματι, ἀποθεμάτων, ἀξιογράφων κ.ο.κ.

Καίτοι ἐκ τῶν ἀνωτέρω προκύπτει ὅτι τὸ ἐκ τῆς παραγωγῆς καὶ διαθέσεως σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἐλάχιστα συμβάλλει εἰς τὴν ἐξίσωσιν τῶν ἀντιθέτων ρευμάτων τῶν κινήσεων τοῦ χρήματος, ἐν τούτοις ἐπιτρέπει τὴν ἀπάμβλυσιν καὶ τὸν περιορισμὸν τῶν θετικῶν καὶ ἀρνητικῶν ἐκ ταύτης ἀποκλίσεων. Τὰ ὀπωσδήποτε ὅμως ἀκάλυπτα ἑλλείμματα ἢ πλεονάσματα τούτου καλεῖται νὰ ἐξισώσῃ τὸ ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν.

β) *Σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν.* Τοῦτο περιλαμβάνει τὴν ἐκ τῆς προγραμματισθείσης λήψεως καὶ ἐξοφλήσεως πιστώσεων κινήσιν τῶν πιστωτικῶν συναλλαγῶν.

Παραλλήλως περιλαμβάνει τὸν προγραμματισμὸν τῶν ὑποσχέσεων λήψεως καὶ παροχῆς πιστώσεων, ὡς καὶ τὰς μεταβολὰς τούτων, κατὰ τρόπον ὥστε διὰ συγκρίσεως τῶν (πρὸς λήψιν) ἀξιουμένων πρὸς τὰς ὑπεσχημένας (πρὸς χορήγησιν) πιστώσεις τεθῶσιν αἱ βάσεις διὰ τὴν περαιτέρω πιστωτικὴν πολιτικὴν καὶ τὴν διασφάλισιν τῆς ρευστότητος.

Ἄλλὰ καὶ τὸ σχέδιον τοῦτο δὲν προσφέρει μίαν αὐτόματον κάλυψιν τῶν εἰς μέσα πληρωμῆς ἀνοιγμάτων, καὶ ἐπομένως δὲν ἐξασφαλίζει ἄριστον βαθμὸν ρευστότητος, καθ' ὅσον οὗτος προϋποθέτει τὴν σύμπτωσιν τοῦ ἀθροίσματος τῶν ἀποθεμάτων ταμείου καὶ τῶν νέων εἰσροῶν χρηματικῶν μέσων πρὸς τὰς ὑποχρεώσεις πληρωμῶν. Ἐξ ἄλλου, ἀπὸ ἀπόψεως ἀποδοτικότητος προκρίνεται ἀντὶ τῆς ἀντιοικονομικῆς διατηρήσεως ἀποθέματος μέσων πληρωμῆς ἢ ὑπαρξίς διαθεσίμων πιστώσεων.

Ἡ ἰδιομορφία τοῦ, ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν, σχεδίου εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἔγκειται εἰς τὸ ὅτι τὰ ἐν τούτῳ σημαντικὰ κονδύλια εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν εἶναι ἐπίδεκτικὰ



κατευθύνσεως, μέρος δὲ τῶν πληρωμῶν (π.χ. πληρωμὴ καθυστερημένων πιστώσεων) ἔτι πλέον εἶναι καὶ ἐκ τῶν προτέρων καθωρισμένον. Πρέπει δὲ ἀκόμη νὰ τονισθῇ ὅτι τὸ σχέδιον τοῦτο ἀποτελεῖ τὸν συνδετικὸν κρίκον μεταξὺ τοῦ ἐκ τῆς παραγωγῆς καὶ διαθέσεως σχεδίου εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν καὶ τοῦ, εὐθύς ἀμέσως κατωτέρω ἀναπτυσσομένου, σχεδίου τῶν ἐν συνόλῳ διαθεσίμων μέσων πληρωμῆς, ἦτοι: μεταξὺ τῶν ἐν συνόλῳ ἀναμενομένων εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν καὶ τῶν διαθεσίμων ἀποθεμάτων μέσων πληρωμῆς, ὡς καὶ τῶν μεταβολῶν ἀμφοτέρων.

Ἐν τέλει, τὸ σχέδιον εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν, ἀποβλέπον εἰς τὴν ἐπίτευξιν ἀρίστης ρευστότητος, παρακολουθεῖ τὰς καθ' ἕκαστον πιστωτικὰς συναλλαγὰς καὶ προσδιορίζει τὰς αὐξήσεις καὶ μειώσεις τῶν ὑποχρεώσεων. Ἐὰν αἱ εἰσπράξεις καὶ αἱ πληρωμαὶ αἱ προερχόμεναι ἐκ πιστωτικῶν συναλλαγῶν περιλαμβάνοντο εἰς τὸ ἐκ παραγωγῆς καὶ διαθέσεως σχέδιον πληρωμῶν καὶ εἰσπράξεων, τότε θὰ ἐνεφανίζοντο μόνον τὰ ὑπόλοιπα τῶν πιστωτικῶν συναλλαγῶν, οὐχὶ δὲ κεχωρισμένως καὶ αἱ κινήσεις τούτων, αἵτινες δέον νὰ παρακολουθῶνται καὶ ἐλέγχωνται ἰδιαίτερος.

γ) *Σχέδιον τῶν ἐν συνόλῳ μέσων πληρωμῆς.* Εἰς τὸ σχέδιον τοῦτο συσχετίζονται τὰ δύο προηγουμένα σχέδια. Δι' αὐτοῦ καθορίζονται συνεχῶς τὰ ὑφιστάμενα μέσα πληρωμῆς, αἱ κινήσεις, ὡς καὶ τὰ ἀποθέματα τούτων. Συνεπῶς τὸ ἐν λόγω σχέδιον εἶναι ἡ βᾶσις διὰ τὴν ἔγκαιρον λήψιν ἀποφάσεων ὡς πρὸς τὴν ἀπόκτησιν νέων μέσων πληρωμῆς ἢ τὴν τοποθέτησιν τῶν διαθεσίμων ἀποθεμάτων μέσων πληρωμῆς.

4. Τὸ ἔκτακτον σχέδιον χρηματοδοτήσεως περιλαμβάνει, ἐν γένει, τὸ σχέδιον τῶν ἐκτάκτων ἐπενδύσεων.

Ἡ αὐξήσις τῆς περιουσίας, ἐν προκειμένῳ, συνίσταται εἰς ἐκτάκτους κτιριακὰς ἐγκαταστάσεις, προκαλούσας ἀνάγκην μεγαλυτέρας χρησιμοποίησεως μηχανῶν, αἵτινες ὀδηγοῦν, συνήθως, εἰς μείζονα χρησιμοποίησιν ὑλῶν καὶ ἐργασίας ἀσχέτως τοῦ ἂν τὴν μείζονα παραγωγὴν θὰ ἀκολουθήσουν μεγαλύτεροι πωλήσεις.

Αἱ ἀνάγκαι αὗται τῆς ἐκτάκτου χρηματοδοτήσεως ἀντιμετωπίζονται συνήθως δι' ἐσωτερικῆς καὶ ἐξωτερικῆς χρηματοδοτήσεως.

Ἡ ἔκτακτος χρηματοοικονομικὴ ἐνίσχυσις ἐξ ἐσωτερικῆς χρηματοδοτήσεως δυνατὸν νὰ προέρχεται:

α) Ἐξ ὠρισμένου τμήματος τοῦ προϊόντος τῶν πωλήσεων ὑπερπροορίζεται ἀποκλειστικῶς πρὸς τὸν σκοπὸν τοῦτον.

- β) Ἐξ ἰσοπόσων τῶν ἀποσβέσεων καὶ ἀποθεματικῶν.
  - γ) Ἐκ τῶν κατὰ τὴν διάρκειαν τοῦ ἔτους προκυπτόντων κερδῶν μέχρι τῆς διανομῆς των.
  - δ) Ἐκ τοῦ ὑπολοίπου εἰς νέον τῶν ἀδιανεμήτων κερδῶν.
- Ἡ ἐξωτερικὴ ἔκτακτος χρηματοοικονομικὴ ἐνίσχυσις συνίσταται εἰς μεγαλυτέραν λήψιν πιστώσεων ἐκ τῶν προμηθευτῶν καὶ πάσης ἐτέρας φύσεως πιστωτῶν.

## II. Μακροχρόνια καὶ βραχυχρόνια σχέδια χρηματοδοτήσεως

5. α) *Μακροχρόνια*<sup>1</sup>.—Τὸ μακροχρόνιον ἢ μακροπρόθεσμον σχέδιον χρηματοδοτήσεως προτάσσεται τοῦ βραχυπροθέσμου, τοῦτο δὲ διότι τὸ πρόβλημα τῆς μακροχρονίου σχεδιάσεως τίθεται ἤδη ἀπὸ τῆς στιγμῆς τῆς ἰδρύσεως τῆς ἐπιχειρήσεως.

Ἀπὸ τῆς ἐνάρξεως ὅμως τῆς ἐκμεταλλεύσεως καὶ δὴ τῆς παραγωγικῆς διαδικασίας προστίθεται καὶ τὸ πρόβλημα τοῦ βραχυχρονίου προγραμματισμοῦ.

Διὰ τὸν καταρτισμὸν τοῦ μακροχρονίου σχεδίου χρηματοδοτήσεως μιᾶς ἐπιχειρήσεως, τὸ ὁποῖον ἐκτείνεται, φέρ' εἰπεῖν, ἐπὶ τριῶν εἰτῶν, πρῶτιστον καθήκον εἶναι νὰ καθορισθῇ τὸ χρονικὸν σημεῖον ἀπὸ τὸ ὁποῖον ὑπολογίζομεν ὅτι θὰ ἀρχίζουν αἱ εἰσπράξεις ἐκ τῆς παραγωγῆς καὶ διαθέσεως. Τὸ χρονικὸν τοῦτο σημεῖον συνιστᾷ τὴν κλειδὰ καθορισμοῦ τῆς εἰς ἴδιον κεφάλαιον ἀνάγκης. Οὕτω ἐὰν ὑποτεθῇ ὅτι τὸ χρονικὸν τοῦτο σημεῖον τίθεται μετὰ τὸ δεῦτερον ἔτος πρέπει εἰς τὸ σχέδιον χρηματοδοτήσεως νὰ προβλεφθοῦν τὰ κονδύλια τ' ἀντιστοιχοῦντα διὰ τὰς κάτωθι δαπάνας :

<i>Ἀνάγκαι 1ου ἔτους</i>	<i>Ἀνάγκαι 2ου ἔτους</i>	<i>Ἀνάγκαι 3ου ἔτους</i>
- Ἐγκαταστάσεως	- Ἐγκαταστάσεως	- Ἐνεργειακῶν δυνάμεων
- Διοικήσεως	- Διοικήσεως	- Πρώτων ὑλῶν
- Ἰδρύσεως ὁργανώσεως	- Διαφημίσεων	- Μισθῶν καὶ ἡμερομισθίων
- Φορολογικῶν ἐπιβαρύνσεων	- Φορολογικῶν ἐπιβαρύνσεων	- Διοικήσεως
- Ἀπροβλέπτων ἐπιβαρύνσεων	- Ἀπροβλέπτων ἐπιβαρύνσεων	- Διαφημίσεως
		- Φορολογικῶν ἐπιβαρύνσεων

1. Βλέπε *Sellien* ἐνθ' ἀνωτ. σελ. 109 ἐπ. καὶ *Financial Handbook* : N. York 1950, third edition, σελ. 697.

Τὰ κονδύλια τοῦ 2<sup>ου</sup> ἔτους περιλαμβάνουν τὴν διαφίμισιν ὡς νέον στοιχείον. Πρόκειται περὶ τῆς διαφημίσεως ἀρχικῆς ἐμφανίσεως, ἣτις διενεργεῖται εἰς τὴν πρὸ τῆς ἐνάρξεως τῆς παραγωγῆς χρονικὴν περιόδον. Εἰς τὸ 3<sup>ον</sup> ἔτος, ἀρχομένης ἤδη τῆς λειτουργίας τῆς παραγωγῆς, ἡ εἰκὼν τῶν προβλεπομένων κονδυλίων μεταβάλλεται ὡς ἀνωτέρω. Οὐσιῶδες ὅμως εἶναι ὅτι ἀπὸ τοῦ ἔτους τούτου ἀρχίζει καὶ ἡ εἰσροὴ χρηματικῶν μέσων ἐκ τῆς πωλήσεως τῶν προϊόντων.

Οὕτω, ἐνῶ κατὰ τὴν ἴδρυσιν τῆς ἐπιχειρήσεως βασιζόμεθα μόνον ἐπὶ ἰδίου κεφαλαίου, ἅμα τῇ ἐνάρξει τῆς παραγωγῆς καὶ τῶν συναλλαγῶν δημιουργεῖται ἡ δυνατότης προσελκύσεως καὶ ξένου κεφαλαίου.

Ἐὰν ἡ ἔκτασις τῶν πωλήσεων ἀπαιτῇ τὴν αὐξήσιν τῆς παραγωγικῆς δυναμικότητος διὰ τῆς δημιουργίας νέων ἐγκαταστάσεων, τότε δέον νὰ συνεξετάζεται καὶ τὸ θέμα τῆς συνεπείᾳ ταύτης προκληθησομένης μεταβολῆς εἰς τὴν ἐξέλιξιν τοῦ κόστους, ὅπερ φυσικὸν εἶναι νὰ ἐπηρεάζεται δυσμενῶς ἐπὶ μὴ πλήρους χρησιμοποίησης τῆς, ἐκ τῶν ἐπεκτάσεων, ἠϋξημένης δυναμικότητος. Ὁ κίνδυνος οὗτος ἐκτροπῆς ἀπὸ τὴν κατιοῦσαν πορείαν τῆς καμπύλης τοῦ κόστους εἶναι ἐπὶ τοσοῦτον μεγαλύτερος ὅσον ὁ προγραμματισμὸς ἐκτείνεται ἐπὶ μεγαλύτερου ἀριθμοῦ ἔτων.

6. Ὁ μακροπρόθεσμος προγραμματισμὸς δύναται νὰ ἐπεκτείνεται, συνήθως, πρὸς κάλυψιν 5ετοῦς, ἔτι δὲ καὶ 10ετοῦς σχεδίου. Αἱ περιπτώσεις ὅμως αὗται τῶν πέραν τῆς 3ετίας προγραμματισμῶν ἀναφέρονται κατ' ἐξοχὴν εἰς ἤδη λειτουργούσας, καὶ δὴ ἀπὸ μακροῦ χρόνου, ἐπιχειρήσεις, αἵτινες διαθέτουσι, ἐκ τῶν λογιστηρίων των καὶ τῶν τηρηθέντων πάσης φύσεως στατιστικῶν στοιχείων, τὰς βάσεις διὰ τοὺς ὑπολογισμοὺς οἵτινες τυγχάνουν ἀπαραίτητοι διὰ τὴν θεμελίωσιν τοιαύτης ἐκτάσεως μακροχρονίων σχεδίων. Ἀσφαλῶς ἐὰν αἱ ἐν λόγῳ ἐπιχειρήσεις δρῶσι κατὰ τὸν μονοπωλιακὸν ἢ οἶονεῖ μονοπωλιακόν, αἱ προβλέψεις εἶναι ἀνετώτεραι καὶ οἱ συναφεῖς ὑπολογισμοὶ ἀκριβέστεροι, ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν βεβαίως ὅτι θὰ λαμβάνηται ὑπ' ὄψιν καὶ ὁ ἐκάστοτε βαθμὸς ἐλαστικότητος τῆς ζήτησεως τῶν προϊόντων των. Πρὸς εὐχερῆ δὲ κατανόησιν τῶν λεπτομερειῶν τῆς τεχνικῆς καταρτίσεως ἑνὸς 10ετοῦς σχεδίου χρηματοδοτήσεως προβαίνομεν εἰς κατωτέρω ὑποδειγματικὴν ἀνάπτυξιν τούτου<sup>1</sup>.

1. Εἰλημμένη ἐκ τοῦ ἔργου τοῦ *Sellien H.* : ἐνθ' ἀνωτ., σελ. 125 ἐπ.

« Έστω ὁ κάτωθι ἰσολογισμὸς (εἰς χιλιάδας δρχ.

**Ένεργητικὸν**

**Παθητικὸν**

<i>Πάγια</i>		<i>Μετοχικὸν κεφάλαιον</i> 30.000	
- Κτίρια Διοικήσεως	3.000	<b>Αποθεματικά</b>	
- Βιομηχανοστάσιον	39.000	- Τακτικὸν	3.000
- Μηχανήματα	18.000	- Έγκτακτα	9.000
- Έργαλεῖα, ἔξοπλισμὸς Έκμεταλλεύσεως καὶ Γραφείου	6.000	- Λόγφ ἀναπροσαρμογῆς	21.000
<b>Κυκλοφοριακά</b>		<b>Υποχρεώσεις</b>	
- Προῶται, βοηθητικαὶ καὶ ὕλαι ἔκμεταλλεύσεως	7.500	- Προκαταβολαὶ πελατῶν	3.000
- Ημιτεχνήματα	1.500	- Προμηθευταὶ	10.500
- Έτοιμα προϊόντα, ἔμπορεύματα	6.000	- Γραμμάτια πληρωτέα	1.500
- Πελάται	7.500	- Τράπεζαι	12.000
- Γραμμάτια εἰσπρακτέα	900		
- Καταθέσεις παρὰ Τραπεζαῖς	300		
- Ταμείον	300		
	<u>90.000</u>		<u>90.000</u>

7. Έν σχέσει μὲ τὴν προοπτικὴν χρηματοδοτήσεως ἔκ τοῦ ἀνωτέρω ἰσολογισμοῦ προκύπτουν τὰ ἀκόλουθα :

Ἡ παγία περιουσία συνολικῶς ἀνέρχεται εἰς 66 ἑκατ. δρχ., ἡ δὲ κυκλοφοροῦσα εἰς 24 ἑκατ. Έναντι τούτων τὸ μὲν μετοχικὸν κεφάλαιον ἀνέρχεται εἰς 30 ἑκατ. δρχ., τὰ δὲ ἐν γένει ἀποθεματικά εἰς 33 ἑκατ. Αἱ ὑποχρεώσεις, ἤτοι τὸ ξένον κεφάλαιον, ἀναβιβάζονται ἰπερου εἰς 27 ἑκατ. δρχ.

Έπειδὴ, τόσον ἡ Τράπεζα ὅσον καὶ οἱ προμηθευταὶ πιέζουν διὰ τὴν ἔξοφλησιν τῶν βραχυπροθέσμων ὑποχρεώσεων καὶ ἔπειδὴ ἡ ἐπιχείρησις προτίθεται κατὰ τὴν παροῦσαν χρῆσιν νὰ ἐπεκτείνῃ τὰς ἐγκαταστάσεις της, γεγονός ὅπερ θ' ἀπαιτήσῃ ποσὸν περίπου 27 ἑκατ. δρχ., προτείνεται καὶ ἐπιδιώκεται ὑπὸ ταύτης, ἀφ' ἑνὸς μὲν ἡ μετατροπὴ τῶν βραχυπροθέσμων ὑποχρεώσεών της εἰς μακροπροθέσμους, ἀφ' ἑτέρου δὲ ἀποφασίζεται ὅπως ἡ χρηματοδότησις τῶν νέων ἐπενδύσεών της διενεργηθῇ δι' (ἔστω καὶ μὴ γνησίως) αὐτοχρηματοδοτήσεως καὶ διὰ νέου δανεισμοῦ. Ὑποτί-

θεται επίσης ότι ή τρέχουσα χρηματοδότησις τῆς ἐκμεταλλεύσεως κατὰ τὰ ἐπόμενα ἔτη δὲν θὰ παρουσιάσῃ δυσχερείας, δεδομένου ὅτι αἱ εἰσπράξεις καὶ πληρωμαὶ πιθανῶς θὰ ἐξισοῦνται. Ὡς ἐκ τούτου διὰ τὸν μακροπρόθεσμον προγραμματισμὸν μόνον τὰ πέραν τῶν τρεχουσῶν ἀναγκῶν εἰσρέοντα χρηματικὰ ποσὰ δέον νὰ λαμβάνωνται ὑπ' ὄψιν, καὶ ταῦτα προφανῶς εἶναι τὰ ποσὰ ἐξ ἀποσβέσεων καὶ τὰ πρὸς κεφαλαιοποίησιν κέρδη.

8. Κατὰ τὸν καταρτισμὸν ἑνὸς μακροπροθέσμου σχεδίου χρηματοδοτήσεως μιᾶς ἤδη ὑφισταμένης ἐπιχειρήσεως πρέπει νὰ θεθοῦν ὠρισμέναι προϋποθέσεις, αἵτινες καὶ τελικῶς νὰ ἐπαληθεύσουν. Ἄλλως δὲν δύναται νὰ γίνῃ ἡ προοπτικὴ τῆς χρηματοδοτήσεως.

Φυσικά, ὠρισμέναι προβλέψεις, ἀναφερόμεναι, φέρ' εἰπεῖν, εἰς τὴν μελλοντικὴν ἔκτασιν καὶ τὸν ρυθμὸν τῶν πωλήσεων, δὲν δύνανται νὰ πραγματοποιηθοῦν εἰμὴ μόνον κατόπιν ἐπισταμένης ἐρεῦνης τῶν συνθηκῶν τῆς μελλούσης ἀγορᾶς, καὶ πάλιν ὑπὸ ὠρισμένας ἐπιφυλάξεις διὰ τὴν ἀκριβῆ ἐπαλήθευσιν τῶν μελλοντικῶν προβλέψεων. Εἰς ἑτέρονς πάλιν τομεῖς αἱ προβλέψεις καὶ οἱ ὑπολογισμοὶ καθίστανται εὐχερέστεροι, ὅπως ἐπὶ παραδείγματι ἐὰν πρόκειται νὰ προεκτιμήσωμεν τὰς ἐπιβαρύνσεις αἷς θὰ ὑφίσταται προοδευτικῶς τὸ κόστος παραγωγῆς ἐκ τῆς παλαιώσεως τοῦ μηχανικοῦ μας ἐξοπλισμοῦ καὶ τοῦ συνεπεῖα ταύτης ἐντεινομένου περιορισμοῦ τοῦ πρὸς αὐτοχρηματοδότησιν ἀπομένοντος περιθωρίου κερδῶν.

9. Εἰς τὰ μακροχρόνια σχέδια χρηματοδοτήσεως ἐπιβάλλεται ἡ συνεχῆς παρακολούθησις τῆς ἀκριβοῦς ἐκτελέσεως τῶν προβλέψεων, ὡς καὶ ἡ ἐκάστοτε διόρθωσις τῶν κονδυλίων, βάσει τῶν ἐκ τοῦ παρελθόντος ἔτους προκυπτόντων ἀποτελεσμάτων. Πρέπει ἐπίσης νὰ ἐπισημαίνωνται καὶ ὑπολογίζωνται αἱ διὰ τὰ ἐπόμενα ἔτη ἔκτακτοι πληρωμαί, αἵτινες καὶ ν' ἀντιπαραβάλλωνται πρὸς τὰς ἐκτάκτους εἰσπράξεις. Ἐπειδὴ δὲ συνήθως ἡ προκύπτουσα διαφορὰ εἶναι ἀρνητικὴ, δέον ὅπως καλυφθῆ αὕτη διὰ νέου κεφαλαίου, ἢ, ἂν τοῦτο δὲν καθίσταται δυνατόν, δέον νὰ μειωθοῦν αἱ πληρωμαί.

Ἡ μείωσις ὄμως τῶν πληρωμῶν ἐπὶ τῷ σκοπῷ ἐναρμονίσεως τούτων πρὸς τὰς ἐκάστοτε εἰσπράξεις καὶ οὕτω ἐπίλυσις τοῦ προβλήματος τῆς χρηματοδοτήσεως δὲν καθίσταται πάντοτε ἐφικτὴ ἄνευ διαταραχῆς τοῦ ὅλου προγράμματος τῆς παραγωγῆς καὶ τῶν πωλήσεων. Ὅσάκις παρίσταται ἀνάγκη τοιούτων περικοπῶν, δὲν ἀρκοῦσι τὰ ἡμίμετρα. Μὲ τὸ νὰ περικόψωμεν, φέρ' εἰπεῖν, τὸ μεγα-

λύτερον μέρος τῶν πληρωμῶν διὰ διαφημίσεις—ἥτις ἀποτελεῖ καὶ τὴν πλέον πρόχειρον λύσιν—εἶναι δυνατὸν νὰ ἐπιφέρωμεν μίαν τυπικὴν ἀποκατάστασιν τοῦ σκέλους τῶν εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν, ἀλλ' οὐχὶ καὶ οὐσιαστικὴν, δεδομένου ὅτι θὰ ἐτίθετο ἀμέσως ἐν κινδύνῳ τὸ σχέδιον τῶν πωλήσεων καὶ δι' αὐτοῦ ἐπομένως καὶ τὸ σχέδιον τῆς ἀποδοτικότητος. Δι' ὃ καὶ ἐνδείκνυται εἰς τοιαύτας περιπτώσεις ἡ σύναψις δανείου, φέρ' εἰπεῖν ἐνυποθήκου ἐκ 18 ἐκατ., ἔστω ἀπὸ ἀσφαλιστικὴν τινα ἐπιχείρησιν, εἰσπρακτέου εἰς 3 ἰσοπέσους δόσεις καὶ ἐπιστρεπτέου δι' ἑτησίων δόσεων 3 ἐκατ., ἀρχῆς γινομένης ἀπὸ τοῦ 5<sup>ου</sup> ἔτους.

10. Ἡ κατάρτισις 10 ετοῦς προγράμματος χρηματοδοτήσεως θὰ ἐνεφάνιζε τὴν ἀκόλουθον εἰκόνα :

Κατὰ τὸ πρῶτον ἔτος ἡ ἐπιχείρησις θὰ εἰσπράξῃ ἐκ τοῦ δανείου ποσὸν 6 ἐκατ. Ἐπὶ πλέον ὑπολογίζεται ὅτι ἐκ τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως θὰ σχηματισθῇ ποσὸν 3 ἐκατ. καὶ ὅτι τὰ ἐξ ἀποσβέσεων εἰσρέοντα ποσὰ θὰ ἀνέλθουν εἰς 4,5 ἐκατ. Οὕτω ἡ συνολικὴ εἰσροὴ χρήματος συμποσοῦται κατὰ τὸ τέλος τοῦ πρώτου ἔτους εἰς 13,5 ἐκατ.

Παραλλήλως αἱ ἐκροαὶ χρήματος κατὰ τὸ αὐτὸ χρονικὸν διάστημα ἀναλύονται ὡς ἑξῆς : ἐπιστροφὴ ἐναντι τοῦ πρὸς τὴν τράπεζαν χρέους δρχ. 10,5 ἐκατ., ὥστε νὰ παραμείνῃ ὑπόλοιπον χρέους πρὸς ταύτην μόνον 1,5 ἐκατ., ὡς καὶ μείωσις τοῦ πρὸς τοὺς προμηθευτὰς χρέους κατὰ 3 ἐκατ. δρχ., ἥτοι αἱ συνολικαὶ πληρωμαὶ θὰ ἀνέλθουν εἰς 13,5 ἐκατ.

Κατὰ τὸ δεύτερον ἔτος θὰ εἰσρεύσουν καὶ πάλιν εἰς τὴν ἐπιχείρησιν : ἐκ τοῦ δανείου ποσὸν 6 ἐκατ., ἐξ αὐτοχρηματοδοτήσεως ποσὸν 3 ἐκατ. καὶ ἐξ ἀποσβέσεων δρχ. 4,5 ἐκατ. Οὕτω καὶ εἰς τὸ τέλος τοῦ δευτέρου ἔτους ὑπάρχει εἰς τὴν διάθεσιν τῆς ἐπιχείρησεως ποσὸν ἐκ δρχ. 13,5 ἐκατ.

Ἀντιστοίχως κατὰ τὴν ἐν λόγῳ περίοδον προβλέπονται αἱ ἀκόλουθοι πληρωμαί, ἥτοι : ἐξόφλησις τοῦ τραπεζικοῦ χρέους ἐκ δρχ. 1,5 ἐκατ., ποσὸν δὲ ἐκ 12 ἐκατ. διατίθεται πρὸς χρηματοδότησιν τῆς ἐπεκτάσεως τῶν παγίων.

Κατὰ τὸ τρίτον ἔτος θὰ ὑπάρξουν πάλιν εἰσροαὶ μὲν χρήματος κατὰ τὴν αὐτὴν σύνθεσιν ὡς καὶ κατὰ τὸ δεύτερον ἔτος, ἐκροαὶ δὲ ἀνερχόμεναι εἰς 7,5 ἐκατ. διὰ τὴν ὑπόλοιπον χρηματοδότησιν τῶν ὑπὸ ἀνάγεσιν κτιρίων, ὡς καὶ 6 ἐκατ. διὰ τὴν προμήθειαν νέων μηχανημάτων. Οὕτω καὶ πάλιν ἐξισοῦται τὸ σκέλος τῶν εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν.

Κατὰ τὸ τέταρτον ἔτος δὲν προβλέπονται πλέον εἰσπράξεις ἐκ δανείου, λόγῳ ὀλοσχεροῦς λήψεως τούτου ἢ ἐκ τῆς αὐτοχρηματοδοτήσεως λόγῳ τῶν συντελεσθεισῶν κτιριακῶν ἐπεκτάσεων, αἵτινες φυσικὸν εἶναι ὅτι, ἐφ' ὅσον εὐθὺς ἀμέσως δὲν ἀξιοποιηθῶσι πλήρως, θὰ ὀδηγήσουν εἰς τὴν αὔξησιν τοῦ κόστους τῆς παραγωγῆς καὶ τὴν χειροτέρευσιν τῆς ἀποδοτικότητος τῆς ἐπιχειρήσεως.

Βεβαίως μὲ τὴν αὔξησιν τοῦ κύκλου ἐργασιῶν καὶ τὴν εὐνοϊκὴν ἐπίδρασιν τούτου ἐπὶ τοῦ βαθμοῦ παραγωγικῆς ἀπασχολήσεως οὐ μόνον θ' ἀποκατασταθῆ καὶ πάλιν ἡ ἀρχικῶς μειωθείσα ἀποδοτικότης, λόγῳ καὶ πάλιν μειώσεως τοῦ κόστους, συνεπεία καλυτέρας ἀξιοποιήσεως τῆς ὑπαρχούσης δυναμικότητος, ἀλλὰ καὶ περαιτέρω αὔξεις ταύτης δέον ν' ἀναμένεται. Ἐν τούτοις κατὰ τὴν ὑπὸ κρίσιν περίοδον δὲν δυνάμεθα νὰ ὑπολογίζωμεν ἐπὶ τοῦ κονδυλίου τούτου.

Ἐπίσης αἱ εἰσπράξεις ἐξ ἀποσβέσεων θὰ εἶναι μικρότεροι ἐκ τῶν προηγουμένων ἐτῶν (ἔστω κατὰ  $\frac{1}{3}$ ). Τοῦτο δὲν ὀφείλεται βεβαίως εἰς τὴν μειωθείσαν ἀναπόσβεστον ἀξίαν τῶν παγίων, πολὺ μάλιστα περισσότερον, δοθέντος ὅτι ἐδημιουργήθησαν καὶ νέα ἐγκαταστάσεις αἵτινες συνεπάγονται ἠϋξημένας ἀποσβέσεις, ἀλλ' οὔτε εἰς τὴν μείωσιν τοῦ ὄγκου τῶν πωλήσεών της, ἐφ' ὅσον ἡ πραγματοποιηθεῖσα ἐπέκτασις ἀσφαλῶς ἐπεβλήθη ἐκ λόγων ἠϋξημένης ζήτησεως. Ἡ ἐξήγησις τοῦ μειωμένου ποσοῦ τῶν εἰσπρατιζομένων ἀποσβέσεων ὀφείλεται εἰς ἀνάγκην μειώσεως τῶν τιμῶν προφορᾶς τῶν παραγομένων εἰδῶν πρὸς αὔξησιν τοῦ κύκλου ἐργασιῶν καὶ οὕτω ἀξιοποίησιν τῶν νέων ἐγκαταστάσεων. Συνέπεια τοῦ γεγονότος τούτου εἶναι ἡ εἰσπραξις μικροτέρας τιμῆς κατὰ τεμάχιον πωλουμένου προϊόντος, καὶ ἄρα ὁ περιορισμὸς τοῦ μέχρι τοῦδε παραμένοντος εἰς τὴν ἐπιχείρησιν καὶ ἐνισχύοντος τὴν αὐτοχρημαδότησιν κέρδους. Οὕτω, κατὰ τὸ τέταρτον ἔτος τὰ ἐξ εἰσπράξεων διαθέσιμα περιορίζονται μόνον εἰς 3 ἑκατ., προερχόμενα ἐξ ἀποσβέσεων.

Ἐκ παραλλήλου προβλέπεται ὅτι θὰ ἐπέλθῃ ἀντίστοιχος ἐκροὴ χρήματος ἐκ δρχ. 1,5 ἑκατ. δρχ. διὰ μηχανήματα πρὸς συμπλήρωσιν τῶν ἐπεκτάσεων καὶ 1,5 ἑκατ. δρχ. πρὸς αὔξησιν τῶν ἀποθεμάτων πρώτων καὶ βοηθητικῶν ὑλῶν συνεπεία τῆς ἐπεκταθείσης παραγωγῆς.

Κατὰ τὸ πέμπτον ἔτος, συνεπεία τῆς ἐκ νέου αὔξεσεως τοῦ κύκλου ἐργασιῶν, αὐξάνουν κατὰ 1,5 ἑκατ. δρχ. τὰ εἰσπραττόμενα

ποσά ἐξ ἀποσβέσεων, οὕτως ὥστε αἱ διαθέσιμοι εἰσπράξεις ἀνέρονται καὶ πάλιν εἰς 4,5 ἑκατ. δρχ.

Διὰ πληρωμᾶς προβλέπεται ἡ καταβολὴ τῆς πρώτης δόσεως τοῦ δανείου ἐκ 3 ἑκατ. δρχ. καὶ 1,5 ἑκατ. διὰ τὴν αὔξησιν τοῦ ἀποθέματος τῶν ἐτοίμων προϊόντων.

Κατὰ τὸ ἔκτον ἔτος ἡ εἰκὼν ἀπὸ πλευρᾶς εἰσροῆς χρήματος παραμένει ἀμετάβλητος ἔναντι τοῦ προηγουμένου ἔτους. Τὸ σκέλος τῶν πληρωμῶν περιλαμβάνει τὴν δευτέραν δόσιν ἐξοφλήσεως τοῦ δανείου, ὡς καὶ ποσὸν 1,5 ἑκατ. πρὸς ἀνανέωσιν ὠρισμένων μηχανημάτων, ἅτινα ναὶ μὲν ἔχουσι ἀποσβεσθῆ ὀλοσχερῶς (ἐμφανιζόμενα εἰς τὸν ἰσολογισμόν μὲ 1 δραχμὴν), ἐν τούτοις δὲν ἐτέθησαν εἰσέτι εἰς παντελῆ ἀδράνειαν.

Ἐπειδὴ αἱ πωλήσεις κατὰ τὸ ἔβδομον ἔτος προβλέπεται ὅτι θὰ εἶναι τόσον μεγάλα ὥστε ν' ἀξιοποιηθοῦν αἱ πραγματοποιηθεῖσαι ἐπεκτάσεις, ἀποτολμᾶται ἡ ἐκ νέου αὔξεις τῆς τιμῆς τῶν προσωρινῶς ὑποτιμηθέντων προϊόντων. Ἐξ αὐτοχρηματοδοτήσεως θὰ ὑπάρξουν διαθέσιμα περίπου 0,6 ἑκατ. καὶ δι' ἀποσβέσεις περίπου δρχ. 5,4 ἑκατ. Ἐν συνόλῳ δυνάμεθα νὰ ὑπολογίζωμεν κατὰ τὸ ἔβδομον ἔτος ἐπὶ εἰσπράξεων περίπου 6 ἑκατ.

Ἐναντι τούτων αἱ πληρωμαὶ θὰ συνίστανται εἰς τὴν καταβολὴν τῆς τρίτης δόσεως τοῦ δανείου, ὡς καὶ εἰς τὴν καταβολὴν ἐτέρων 3 ἑκατ. δρχ. διὰ συνέχισιν τῆς ἀνανεώσεως τῶν μηχανημάτων, τὰ ὁποῖα, ὡς ἤδη διεπιστώθη ἐκ τοῦ προηγουμένου ἔτους, χρήζουσι ἀνακαινίσεως.

Κατὰ τὸ ὄγδοον ἔτος ἡ εἰσροὴ χρήματος προβλέπεται ἡ αὐτὴ ὡς καὶ κατὰ τὸ προηγούμενον.

Διὰ πληρωμᾶς προβλέπεται ποσὸν μόνον 3 ἑκ. διὰ τὴν καταβολὴν τῆς τετάρτης δόσεως τοῦ δανείου. Οὕτω κατὰ τὸ ἔτος τοῦτο προκύπτει χρηματικὸν περίσσευμα ἐκ δρχ. 3 ἑκατ., τὸ ὁποῖον καὶ μεταφέρεται εἰς τὸν 9<sup>ον</sup> ἔτος.

Κατὰ τὸ ἕνατον ἔτος ἡ εἰσροὴ χρήματος ὑπολογίζεται εἰς 1,5 ἑκ. ἐξ αὐτοχρηματοδοτήσεως καὶ εἰς 6 ἑκατ. ἐξ ἀποσβέσεων. Οὕτω μὲ τὸ περίσσευμα τῶν 3 ἑκατ. ἐκ τοῦ προηγουμένου ἔτους τὰ συνολικῶς διαθέσιμα ποσὰ ὑπολογίζονται εἰς 10,5 ἑκ. δρχ.

Ἐναντι τοῦ ποσοῦ τούτου ἀναγράφονται πληρωμαὶ τοῦ αὐτοῦ ὕψους καὶ δὴ 3 ἑκατ. διὰ τὴν καταβολὴν τῆς 5<sup>ης</sup> δόσεως τοῦ δανείου καὶ 7,5 διὰ τὴν ἀνανέωσιν τοῦ ἤδη ἀποσβεσθέντος βιομηχανοστασίου.

Κατὰ τὸ δέκατον ἔτος ἡ εἰσροὴ χρήματος ἀνέρχεται εἰς 9



έκατ. περίπου και δὴ ἕξ αὐτοχρηματοδοτήσεως ποσὸν 1,5 ἑκ., ἕξ ἀποσβέσεων ποσὸν 6 ἑκατ. και ἕξ ἀναλήψεως νέας τραπεζικῆς πιστώσεως ποσοῦ 1,5 ἑκατ. δρχ. Εἰς τὸ σκέλος τῶν πληρωμῶν περιλαμβάνονται: ποσὸν 3 ἑκατ. πρὸς ἐξόφλησιν τῆς τελευταίας δόσεως τοῦ δανείου και ποσὸν 6 ἑκατ. πρὸς συνέχισιν τῆς οἰκοδομήσεως τοῦ βιομηχανοστασίου.

Οὕτω κατὰ τὸ δέκατον ἔτος εἰσπράξεις και πληρωμαὶ ἐξισοῦνται ».

11. Ἡ σημασία ἐνὸς μακροχρονίου σχεδίου εἶναι πρόδηλος, ἔστω και ἂν μετὰ πάροδον ὠρισμένου χρόνου ἤθελε διαπιστωθῆ ὅτι κονδύλιά τινα ἐκ τούτου δὲν ἐπαληθεύουν ἀπολύτως. Διὰ τῶν ἐτησίων διορθώσεων τῶν ἐσφαλμένων ἐκτιμήσεων προσαρμόζεται τὸ ἐν λόγῳ σχέδιον πρὸς τὴν ἐκάστοτε πραγματικότητα. Οὐδέποτε ὅμως ἡ ἀξία ἐνὸς τοιούτου σχεδίου δύναται νὰ τεθῆ ἐν ἀμφιβόλῳ.

### 10ετές σχέδιον Χρηματοδότησεως (εἰς ἑκατ.)

#### Εἰσροαὶ χεήματος

(κατ' ἔτος)

	1ον	2ον	3ον	4ον	5ον	6ον	7ον	8ον	9ον	10ον
Δάνειον . . . . .	6	6	6	—	—	—	—	—	—	—
Αὐτοχρηματοδότησις . .	3	3	3	—	—	—	0,6	0,6	1,5	1,5
Ἀποσβέσεις . . . . .	4,5	4,5	4,5	3	4,5	4,5	5,4	5,4	6	6
Τραπεζικὴ πίστωσις . .	—	—	—	—	—	—	—	—	—	1,5
<b>Σύνολον . . . . .</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>7,5</b>	<b>9</b>
Μεταφορὰ τοῦ περισσεύματος ἐκ τοῦ 8ου εἰς τὸ 9ον ἔτος										
								-3 + 3		
								3	10,5	
<b>Ἐκροαὶ χεήματος</b>										
Τράπεζα . . . . .	10,5	1,5	—	—	—	—	—	—	—	—
Προμηθευταὶ . . . . .	3	—	—	—	—	—	—	—	—	—
Δάνειον (ἐπιστροφή) . .	—	—	—	—	3	3	3	3	3	3
Ἀνέγερσις κτιρίων . . .	—	12	7,5	—	—	—	—	—	7,5	6
Ἀγορὰ μηχανημάτων . .	—	—	6	1,5	—	1,5	3	—	—	—
> προϊόντων . . . . .	—	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—
> πρώτων ὑλῶν, βοηθ. ὑλῶν κλπ.	—	—	—	1,5	—	—	—	—	—	—
<b>Σύνολον</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>13,5</b>	<b>3</b>	<b>4,5</b>	<b>4,5</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>10,5</b>	<b>9</b>

Και τὸ ἐτήσιον σχέδιον χρηματοδοτήσεως πρέπει νὰ χαρακτηρίζεται ὡς μακροπρόθεσμον, διακρίνεται δὲ τοῦ προηγουμένου—ὄπερ εἶναι ἐπιμηκεστέρας διαρκείας—κατὰ τὸ ὅτι δυνάμεθα νὰ στηριχθῶμεν εἰς τὰ δεδομένα τοῦ προηγουμένου ἔτους καὶ νὰ προβῶμεν εἰς ἐκτιμήσεις μὲ πιθανότητα ἐγγίζουσιν τὰ ὅρια τῆς βεβαιότητος.

Τὸ σχέδιον τοῦτο, ἂν καὶ καλύπτει βραχύτερον χρονικὸν διάστημα, θὰ πρέπει καὶ πάλιν διαρκῶς νὰ παρακολουθῆται, νὰ διορθοῦται δέ, ἐφ' ὅσον διαπιστωθῆ μετὰ τὴν παρέλευσιν τῶν πρώτων μηνῶν ὅτι αἱ προβλέψεις τούτου δὲν ἐπαληθεύουν.

Πρὸς κατάρτισιν τοῦ ἐτησίου σχεδίου, κατ' ἀρχήν, ἡ Διοίκησις τῆς Ἐπιχειρήσεως θέτει καὶ πάλιν τοὺς σκοποὺς καὶ τὰς κατευθύνσεις τῆς, μεταβιβάζει δὲ τὰς ἀποφάσεις τῆς εἰς τὰ ἐπὶ μέρους τμήματα καὶ ὑπηρεσίας πρὸς καθορισμὸν ὑπὸ τούτων τῶν ἀντιστοιχῶν χρηματικῶν ἀναγκῶν των. Δύναται, φέρ' εἰπεῖν, ν' ἀποφασισθῆ ὑπὸ τῆς Διοικήσεως ὅπως κατὰ τὸ ὑπὸ κρίσιν ἔτος συμπληρωθῶν τὰ πάγια μὲ σκοπὸν αὐξήσεως τῆς παραγωγῆς κατὰ 25 %, ἢ ὅπως αὐξηθῶν αἱ πωλήσεις ἐπὶ τῷ σκοπῷ ἀξιοποιήσεως τῆς παραγωγικῆς δυναμικότητος, ἀπὸ 80 εἰς 90 %, ἢ ἐνδεχομένως ὅπως γίνῃ προσπάθεια διατηρήσεως πάσῃ θυσίᾳ τοῦ ὑφισταμένου ἐπιπέδου παραγωγῆς πωλήσεων παρὰ τὸν δξύτατον ἀνταγωνισμὸν κ.ο.κ.

Τὸ ἐτήσιον σχέδιον χρηματοδοτήσεως διαιρεῖται, ὡς γνωστόν, εἰς τακτικὸν καὶ ἑκτακτικόν, ὡς ἦδη δὲ ἐτονίσθη, εἰς τὸ τακτικὸν σχέδιον περιλαμβάνονται τὰ χρηματικὰ ἔσοδα καὶ ἔξοδα ἐκ τῆς τρεχούσης δραστηριότητος, ἐνῶ εἰς τὸ ἑκτακτικὸν ἐμφανίζονται αἱ ἐν γένει πληρωμαὶ δι' ἐπενδύσεις ὡς καὶ αἱ πάσης φύσεως μὴ ὀργανικαὶ εἰσπράξεις.

12. β) *Βραχυχρόνια*.—Τὰ βραχυχρόνια ἢ βραχυπρόθεσμα σχέδια χρηματοδοτήσεως σκοπὸν ἔχουν νὰ παράσχουν μίαν εἰκόνα ἐπὶ τῶν πιθανῶν ἑκκρεμῶν ὑποχρεώσεων πληρωμῶν καὶ εἰσπράξεων κατὰ τοὺς προσεχεῖς μῆνας ὥστε νὰ γίνῃ πρόβλεψις ὀρθῆς καὶ ἐγκαίρου χρηματοδοτήσεως.

Ὁ καταρτισμὸς βραχυπροθέσμων σχεδίων καθίσταται ιδιαίτε-  
 ρως χρήσιμος εἰς χρηματοοικονομικῶς δυσμενεῖς περιόδους, διότι  
 μέσφ τούτων ἐπισημαίνονται τὰ κονδύλια ἐκεῖνα τῶν δαπανῶν  
 ἅτινα ἐνδείκνυται νὰ περιορισθῶσι. Οὕτω, εἶναι δυνατὸν ἐγκαί-  
 ρως, διὰ ν' ἀναφέρωμεν περιπτώσεις τινάς, ν' ἀναβληθῇ ἢ ἄμεσος  
 πληρωμὴ ὑποχρεώσεων μέχρις ἐξαντλήσεως ὅλων τῶν δυνατῶν  
 προθεσμιῶν ἐξοφλήσεώς των, ἢ ν' ἀναβληθῇ ὁ χρόνος παραλαβῆς  
 παραγγελθέντων ἐμπορευμάτων δι' εὐθετώτερον χρόνον, ἢ νὰ ζη-  
 τηθῶν ἀπὸ τοὺς προμηθευτὰς νέαι προθεσμίαι ἐξοφλήσεως κ.ο.κ.  
 Ἀκόμη καὶ ἐπὶ ἀναλήψεως ὑποχρεώσεων διὰ συναλλαγματικῶν  
 τὸ βραχύχρονον σχέδιον χρηματοδοτήσεως συνιστᾷ ἀπαραίτητον  
 ὁδηγὸν διὰ τὸν καθορισμὸν τοῦ χρόνου λήξεώς των, ὡς καὶ τὴν  
 διαπραγματέυσιν τυχόν ἀνανεώσεων ἢ παρατάσεών των.

13. Τὰ βραχυπρόθεσμα σχέδια χρηματοδοτήσεως ἀποβλέπουν  
 εἰς τὴν ἀποκλειστικὴν ἀντιμετώπισιν τῶν ἐν γένει εἰς κυκλοφοριακὰ  
 μέσα χρηματικῶν ἀναγκῶν τῆς ἐπιχειρήσεως καὶ οὐχὶ εἰς τὴν  
 δημιουργίαν παγίων στοιχείων ἅτινα, ὡς ἤδη ἐτονίσθη, ἀπαιτοῦν  
 μακροπρόθεσμον χρηματοδότησιν.

Διὰ τὴν κατάρτισιν ἐνὸς βραχυπροθέσμου σχεδίου ἀπαιτεῖται  
 ἡ ἀκόλουθος προεργασία<sup>1</sup>:

α) Ἡ συγκέντρωσις ἀπασῶν τῶν ἀνατεθεισῶν καὶ μὴ εἰσέτι  
 ἐκτελεσθεισῶν παραγγελιῶν εἰς τοὺς προμηθευτὰς μας. Ἡ ἐργα-  
 σία αὕτη δύναται νὰ διενεργηθῇ βάσει τῶν καρτελλῶν παραγγε-  
 λιῶν τοῦ τμήματος προμηθειῶν.

β) Ὁ ὑπολογισμὸς τῶν ὀφειλομένων ποσῶν διὰ παραγγελίας  
 ἤδη ἐκτελεσθείσας.

γ) Ὁ καθορισμὸς τῶν κατὰ τοὺς ἐπομένους τρεῖς μῆνας πιθα-  
 νῶν δαπανῶν, παραγωγῆς καὶ ἐν γένει λειτουργίας<sup>2</sup>.

δ) Ἡ κατανομὴ τῶν ἀνωτέρω ποσῶν ἐντὸς τοῦ ὑπὸ κρίσιν  
 τριμήνου ἀναλόγως τῆς προθεσμίας πληρωμῆς των.

1. Βλ. *Sellien*, ἐνθ' ἄνωτ., σελ. 142 ἐπ.

2. Αἱ δαπάναι αὗται δύναται νὰ καθορίζωνται εὐχερέστερον βάσει τῶν δεδο-  
 μένων τοῦ παρελθόντος, ἐφ' ὅσον ἡ ἐπιχειρήσις γνωρίζει ἐκ παλαιῶν κοστολογήσεων  
 τὴν ποσοστιαίαν συμμετοχὴν ἐκάστου ἐξόδου κατὰ τὴν διαμόρφωσιν τοῦ συνολικοῦ  
 κόστους τοῦ προϊόντος τῆς.

### III. Γενικά και ειδικά σχέδια χρηματοδότησεως

14. Πλὴν τῶν ἀνωτέρω διακρίσεων, ἰδιαιτέρας σημασίας διὰ τὴν τεχνικὴν πλὴον τῆς παρakoλoυθήσεως καὶ τοῦ ἐλέγχου τῶν σχεδίων εἶναι καὶ ἡ διάκρισις τῶν σχεδίων εἰς γενικά (συνολικά) καὶ μερικά (ειδικά). Οὕτω μερικά σχέδια εἶναι :

α) Τὸ σχέδιον εἰσπράξεων, ὑποδιαιρούμενον συνήθως :

αα) Εἰς σχέδιον εἰσπράξεων ἐκ χρεωστῶν.

αβ) Εἰς » » ἐκ γράμματιών εἰσπρακτέων.

αγ) Εἰς » » ἐκ τόκων, ἐνοικίων.

αδ) Εἰς » διαφόρων τακτικῶν εἰσπράξεων.

αε) Εἰς » διαφόρων ἐκτάκτων εἰσπράξεων.

β) Τὸ σχέδιον πληρωμῶν, ὑποδιακρινόμενον συνήθως :

βα) Εἰς σχέδιον πληρωμῶν πρὸς προμηθευτάς.

ββ) Εἰς » » διὰ γραμμάτια πληρωτέα.

βγ) Εἰς » διαφόρων τακτικῶν πληρωμῶν, ὑποδιαιρούμενον πολλάκις :

βγα) Εἰς σχέδιον μισθῶν καὶ ἡμερομισθίων.

βγβ) Εἰς » κοινωνικῶν ἐπιβαρύνσεων.

βγγ) Εἰς » ἐτέρων δαπανῶν προσωπικοῦ.

βγδ) Εἰς » φόρων.

βγε) Εἰς » τόκων, ἀσφαλιστρῶν κ.ο.κ.

βδ) Εἰς σχέδιον διαφόρων ἐκτάκτων πληρωμῶν.

Τὰ ἀνωτέρω ἐπὶ μέρους σχέδια εἰσπράξεων καὶ πληρωμῶν ἀθροιζόμενα ἐμφανίζουσι τὰ τελικὰ πλεονάσματα ἢ ἐλλείμματα τοῦ γενικοῦ (ἢ συνολικοῦ) σχεδίου χρηματοδοτήσεως.

15. Συμπερασματικῶς, ἐπὶ τῶν ἐν γένει σχεδίων χρηματοδοτήσεως σημειοῦμεν ὅτι πέραν τῶν ἀναπτυχθεισῶν ἀνωτέρω διακρίσεων, μεγίστην σπουδαιότητα ἔχουσι :

α) Ἡ ἔνταξις τῶν σχεδίων τούτων εἰς τὸ συνολικὸν σχέδιον χρηματοδοτήσεως<sup>1</sup>.

β) Ἡ τεχνικὴ τῆς ἐκτελέσεως τῶν σχεδίων τούτων.

1. Ἐνταῦθα δεόν νὰ σημειωθῇ ὅτι τὸ σχέδιον χρηματοδοτήσεως ἄλλοτε ἄποτε λεί τὴν ἀφηγηρίαν ὄλων τῶν ἄλλων σχεδίων, ἄλλοτε δὲ τὴν κατάληξιν τούτων.

Ὡς πρὸς τὴν τεχνικὴν ταύτην ἀρκούμεθα νὰ τονίσωμεν τὰς δύο βασικὰς μεθόδους ὑφ' ἃς δύναται νὰ παρακολουθῆται ὁ ἐν γένει σχεδιασμὸς τῆς χρηματοδοτήσεως<sup>1</sup>.

Αὗται εἶναι :

βα) Ἡ ἀνευ συνδέσεως πρὸς τοὺς λογαριασμοὺς καὶ τὴν λογιστικὴν μέθοδος, καθ' ἣν χρησιμοποιοῦνται οἱ ἀριθμοὶ τοῦ παρελθόντος διὰ τὴν ἐκτίμησιν τοῦ μέλλοντος καὶ

ββ) Ἡ διὰ συνδέσεως πρὸς τοὺς λογαριασμοὺς μέθοδος, καθ' ἣν μόνον ὑπὸ τὴν προϋπόθεσιν ὑπάρξεως λογιστικοῦ σχεδίου γίνεται συσχέτισις τῶν ἀριθμῶν τῶν σχεδίων μὲ τοὺς ἀπολογιστικὸς ἀριθμοὺς, καὶ δὴ μόνον εἰς ὠρισμένας τάξεις λογαριασμῶν (δαπάναι - πληρωμαί, πρόσοδοι - εἰσπράξεις), ἐκ τῆς συσχετίσεως δὲ ταύτης παρακολουθεῖται ἢ ἐν γένει σχεδιάσις τῆς χρημασ τοδοτήσεως.

---

1. Βλέπε *Ι. Χρυσοκέρη*: Βιομηχανικὸς Λογισμὸς, σελ. 140.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟΝ 6<sup>ΟΝ</sup>

### ΕΦΑΡΜΟΓΑΙ ΕΠΙ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

#### § 1. Χρηματοοικονομικοί δείκται διερευνήσεως τοῦ Κεφαλαίου Κινήσεως

1. Ὡς ἤδη ἐτονίσαμεν ἐν τοῖς προηγουμένοις, ἡ ἔρευνα τῆς χρηματοοικονομικῆς θέσεως τῆς ἐπιχειρήσεως ὑποβοηθεῖται τὰ μέγιστα διὰ τῆς ἐξαγωγῆς καὶ συγκρίσεως τῶν πάσης φύσεως ἀριθμοδεικτῶν. Ἡ διὰ τῶν ἀριθμοδεικτῶν διαγνωστικὴ τῆς καταστάσεως τῶν ἐπιχειρήσεων τυγχάνει λίαν διαδεδομένη.

Εἰς τὸ παρὸν ἐφηρμοσμένον τμῆμα τῆς χρηματοοικονομικῆς ἀναλύσεως κρίνεται σκόπιμον ὅπως καταδειχθῇ εἰδικώτερον ἢ ἔκτασις τῆς χρησιμοποιοῦσεως τῶν ἐν λόγῳ δεικτῶν. Ἐπειδὴ δὲ οἱ οὕτω προκύπτοντες δείκται, μόνον διὰ τῆς συγκρίσεώς των, τόσον μεταξὺ διαφόρων ὁμοειδῶν ἐπιχειρήσεων (ὀριζοντία σύγκρισις), ὅσον καὶ μεταξὺ διαφόρων χρονικῶν περιόδων (κάθετος σύγκρισις), δύνανται νὰ παράσχουν σαφῆ εἰκόνα τῆς χρηματοοικονομικῆς ἐξελίξεως τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐπιβάλλεται ἡ χρονικὴ συσχέτισις των. Ὅσον δὲ ἡ συσχέτισις αὕτη ἀναφέρεται εἰς δεδομένα περισσοτέρων ἐτῶν τόσον καὶ ἡ ἔρευνα ἀπεικονίζει ἀκριβέστερον τὴν χρηματοοικονομικὴν θέσιν καὶ ἐξέλιξιν τῆς ἐπιχειρήσεως.

2. Ὑποθέτοντες ὅτι ἔχομεν εἰς τὴν διάθεσίν μας τοὺς ἐπομένους δύο ἰσολογισμοὺς προβαίνομεν εἰς τὴν ἐξαγωγὴν καὶ σύγκρισιν τῶν σχετικῶν δεικτῶν, ὡς καὶ τὴν βάσει τούτων διερεύνησιν τῆς χρηματοοικονομικῆς θέσεως καὶ ἐξελίξεως τῆς ἐπιχειρήσεως.

Ούτω, ἔστωσαν:

## Ἱσολογισμὸς 1959

<i>Ἐνεργητικὸν</i>		<i>Παθητικὸν</i>	
<b>Πάγιον</b>		<b>* Ἴδιον Κεφάλαιον</b>	
Ἀκινήτοποιήσεις . . . . .	55 000	Μετοχικὸν . . . . .	20.000
Μείον ἀποσβέσεις . . . . .	<u>20.000</u>	Ἀποθεματικά . . . . .	<u>18.500</u>
	35.000		48.500
<b>Κυκλοφοροῦν</b>		<b>Ξένον Κεφάλαιον</b>	
Ἀποθέματα καὶ ὑπὸ κα- τεργασίαν . . . . .	20.000	Μακροπρόθεσμον . . . . .	35.000
<b>* Ἀξίαι πραγματοποιήσιμοι</b>		<b>Βραχυπρόθεσμον</b>	
Πελάται καὶ γραμμάτια εἰσπρακτέα . . . . .	36.000	Προμηθευταὶ καὶ γραμ- μάτια πληρωτέα . . . . .	30.000
Διάφοροι χρεῶσται . . . . .	6.000	Προκαταβολαὶ πελατῶν . . . . .	2.000
Κινηταὶ ἀξίαι . . . . .	7.500	Διάφοροι πιστωταὶ . . . . .	5.000
<b>* Ἀξίαι διαθέσιμοι</b>		<i>Προβλέψεις</i> . . . . .	<u>1.000</u>
Ταμείον . . . . .	10.000		38.000
Καταθέσεις ὄψεως παρὰ Τραπεζαίαις . . . . .	<u>19.500</u>	* Ἀποτελέσματα χρήσεως . . . . .	12.500
	99.000		
	<u>134.000</u>		<u>134.000</u>

## Ἱσολογισμὸς 1960

<i>Ἐνεργητικὸν</i>		<i>Παθητικὸν</i>	
<b>Πάγιον</b>		<b>* Ἴδιον Κεφάλαιον</b>	
Ἀκινήτοποιήσεις . . . . .	65.000	Μετοχικὸν . . . . .	30.000
Μείον ἀποσβέσεις . . . . .	<u>22.000</u>	Ἀποθεματικά . . . . .	<u>31.000</u>
	43.000		61.000
<b>Κυκλοφοροῦν</b>		<b>Ξένον κεφάλαιον</b>	
Ἀποθέματα καὶ ὑπὸ κα- τεργασίαν . . . . .	31.000	Μακροπρόθεσμον . . . . .	20.000
<b>* Ἀξία πραγματοποιήσιμοι</b>		<b>Βραχυπρόθεσμον</b>	
Πελάται καὶ γραμμάτια εἰσπρακτέα . . . . .	19.500	Προμηθευταὶ καὶ γραμ- μάτια πληρωτέα . . . . .	25.000
Διάφοροι χρεῶσται . . . . .	9.000	Προκαταβολαὶ πελατῶν . . . . .	8.000
Κινηταὶ ἀξίαι . . . . .	2.500	Διάφοροι πιστωταὶ . . . . .	6.000
<b>* Ἀξίαι διαθέσιμοι</b>		<i>Προβλέψεις διάφοροι</i> . . . . .	<u>1.000</u>
Ταμείον . . . . .	2.000		40.000
Καταθέσεις ὄψεως παρὰ Τραπεζαίαις . . . . .	<u>4.000</u>		
	68.000		
* Ἀποτελέσματα χρήσεως . . . . .	10.000		
	<u>121.000</u>		<u>121.000</u>

Ειδικώτερον, βάσει τῶν προηγουμένων ἰσολογισμῶν προβαίνομεν ἤδη εἰς τὰς ἀκολούθους συγκρίσεις, ἐπὶ τῶν ἐσωτερικῶν καὶ ἐξωτερικῶν παραγόντων τῶν ἐπιδρῶντων ἐπὶ τοῦ κεφαλαίου κινήσεως.

#### Ι. ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ

1ον) Παράγοντες σχέσιν ἔχοντες μετὰ τὰ ἀποθέματα.

α) Σύγκρισις ἀποθεμάτων πρὸς τὸ κεφάλαιον κινήσεως.

Ὁ δείκτης:

$$\frac{\text{Ἀποθέματα}}{\text{Κεφάλαιον κινήσεως}} \quad \eta \quad \frac{A}{K \cdot K}$$

ἐμφανίζει τὸ ποσοστὸν καλύψεως τῶν ἀποθεμάτων διὰ κεφαλαίου κινήσεως.

Λαμβάνοντες τὰ στοιχεῖα τῶν ὡς ἄνω ἰσολογισμῶν ἔχομεν:

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{20.000}{61.000} = 0,32$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{31.000}{28.000} = 1,10$$

Ἐκ τῶν ὡς ἄνω δεικτῶν προκύπτει ὅτι ἡ σχέσηις μεταξὺ ἀποθεμάτων καὶ κεφαλαίου κινήσεως κατὰ τὸ ἔτος 1960 ἐπεδεινώθη ἐν σχέσει πρὸς τὸ ἔτος 1959.

β) Σύγκρισις ἀποθεμάτων πρὸς τὸ κυκλοφοροῦν ἐνεργητικόν.

Ἐκ τοῦ ὕψους τοῦ δείκτου:

$$\frac{\text{Ἀποθέματα}}{\text{Κυκλοφοροῦν ἐνεργητικόν}} \quad \eta \quad \frac{A}{K \cdot E}$$

προκύπτει ὁ βαθμὸς ρευστότητος τοῦ κεφαλαίου κινήσεως.

Βάσει πάλιν τῶν στοιχείων τῶν ἀνωτέρω ἰσολογισμῶν ἔχομεν:

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{20.000}{99.000} = 0,20$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{31.000}{68.000} = 0,45$$

δηλαδή, κατὰ τὸ ἔτος 1960 τὰ ἀποθέματα ἐκάλυψαν μεγαλύτερον μέρος τοῦ κυκλοφοροῦντος ἐνεργητικοῦ.



Τοῦτο σημαίνει ὅτι ἡ ἐπιχείρησις προέβη εἰς τὴν αὔξησιν τῶν ἀποθεμάτων της ἢ τὴν ἐπιβράδυνσιν τῆς ρευστοποιήσεώς των, γεγονόςτα ἅτινα τελικῶς ἐπιδροῦν δυσμενῶς ἐπὶ τῆς χρηματοοικονομικῆς καταστάσεώς της.

γ) Σύγκρισις ἀποθεμάτων πρὸς τὰς πιστώσεις τῶν προμηθευτῶν καὶ τὰ γραμμάτια πληρωτέα.

Ὁ δείκτης:

$$\frac{\text{Προμηθευταὶ} + \text{Γραμμάτια πληρωτέα}}{\text{Ἀποθέματα}} \quad \eta \quad \frac{\text{Π} + \text{ΓΠ}}{\text{Α}}$$

ἐμφαίνει τὰς ὑπὸ τῶν ἐν γένει προμηθευτῶν παρεχομένας πιστώσεις, εἰδικώτερον δὲ κατὰ ποῖον ποσοστὸν χρηματοδοτοῦνται τὰ ἀποθέματά μας διὰ τῶν ἐν λόγῳ πιστώσεων. Οὕτω:

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{30.000}{20.000} = 1,50$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{25.000}{31.000} = 0,80.$$

Καὶ ἐν προκειμένῳ ἡ κατάστασις ἐχειροτέρευσε κατὰ τὸ ἔτος 1960, δεδομένου ὅτι ἐνῶ τὸ ἔτος 1959 αἱ λαμβανόμεναι ἐκ τῶν προμηθευτῶν πιστώσεις ὑπερεκάλυπτον τὰς εἰς ἀποθέματα ἀνάγκας, τὸ ἔτος 1960 αἱ ὑπὸ τῶν προμηθευτῶν παρεχόμεναι πιστώσεις καλύπτουν μόλις τὸ 80 % τῶν ἐν λόγῳ ἀναγκῶν.

2ον) Παράγοντες σχέσιν ἔχοντες μὲ τὴν ταμειακὴν καὶ περιουσιακὴν ρευστότητα.

α) Σύγκρισις μεταξὺ διαθέσιμων καὶ ἀπαιτητῶν ὑποχρεώσεων (ταμειακὴ ρευστότης).

Ὁ δείκτης:

$$\frac{\text{Διαθέσιμα}}{\text{Βραχυπρόθεσμοι ὑποχρεώσεις}} \quad \eta \quad \frac{\text{Α}}{\text{Β} \cdot \text{Υ}}$$

ἐμφαίνει τὴν σχέσιν μεταξὺ διαθέσιμων καὶ ἀπαιτητῶν ὑποχρεώσεων. Ὑποθέτοντες ἐνταῦθα ὅτι αἱ βραχυπρόθεσμοι ὑποχρεώσεις συμπίπτουν μὲ τὰς ἀπαιτητάς, ἔχομεν:

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{29.500}{37.000} = 0,80 \quad \eta \quad 80\%$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{6.000}{39.000} = 0,15 \quad \eta \quad 15\%.$$

Καί η ταμειακή ρευστότης τῆς ἐπιχειρήσεως ἐπεδεινώθη κατά τὸ ἔτος 1960 μειωθείσα ἀπὸ 80 % εἰς 15 %.

β) Σύγκρισις μεταξὺ κυκλοφοριακοῦ ἐνεργητικοῦ καὶ βραχυπρόθεσμων ὑποχρεώσεων (περιουσιακὴ ρευστότης).

Ὁ δείκτης :

$$\frac{\text{Κυκλοφορῶν Ἐνεργητικῶν}}{\text{Βραχυπρόθεσμοι ὑποχρεώσεις}} \quad \eta \quad \frac{K \cdot E}{B \cdot Y}$$

δεικνύει τὴν σχέσιν μεταξὺ βραχυπρόθεσμων ὑποχρεώσεων καὶ κυκλοφοριακῶν στοιχείων, ἦτοι :

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{99.000}{37.000} = 2,67 \quad \eta \quad 267\%$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{68.000}{39.000} = 1,74 \quad \eta \quad 174\%$$

Ἄν καὶ ἡ ἐπιχείρησις συνεχίζει νὰ ἔχη ἠϋξημένον βαθμὸν περιουσιακῆς ρευστότητος καὶ κατά τὸ ἔτος 1960, ἐν τούτοις καὶ πάλιν ὁ βαθμὸς οὗτος εἶναι μικρότερος ἐν σχέσει πρὸς τὸ ἔτος 1959. Ἡ ἐπικίνδυνος αὕτη ἐξέλιξις καθίσταται ἔτι περισσότερον σαφῆς κατά τὴν ἀνάλυσιν τοῦ ἀμέσως κατωτέρω δείκτου, ἦτοι τῆς σχέσεως τοῦ κεφαλαίου κινήσεως πρὸς τὰς βραχυπρόθεσμους ὑποχρεώσεις.

γ) Σύγκρισις μεταξὺ κεφαλαίου κινήσεως καὶ βραχυπρόθεσμων ὑποχρεώσεων.

Ἦτοι :

$$\frac{\text{Κεφάλαιον Κινήσεως}}{\text{Βραχυπρόθεσμοι Ὑποχρεώσεις}} \quad \eta \quad \frac{K \cdot K}{B \cdot Y}$$

ἀντικαθιστῶντες μὲ τὰ στοιχεῖα τῶν ἀνωτέρω ἰσολογισμῶν ἔχομεν :

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{61.000}{37.000} = 1,67 \quad \eta \quad 167\%$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{28.000}{39.000} = 0,72 \quad \eta \quad 72\%$$

## II. ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΩΝΤΕΣ

3. Ἡ ἀνάλυσις τῶν παραγόντων τῶν ἐπιδρόντων ἐπὶ τοῦ κεφαλαίου κινήσεως θὰ ἦτο ἀτελής ἐὰν δὲν περιελάμβανε τὴν ἔρευναν καὶ ἐτέρων λογαριασμῶν τοῦ ἰσολογισμοῦ, ὡς καὶ συγκρίσεις βάσει στοιχείων προερχομένων ἐκ τοῦ λογαριασμοῦ τῆς ἐκμεταλλεύσεως.

Οὕτω ὀδηγοῦμεθα εἰς :

1ον) Τὴν σύγκρισιν μεταξὺ κεφαλαίου κινήσεως καὶ διαρκῶς κεφαλαίου.

\*Ἦτοι :

$$\frac{\text{Κεφάλαιον Κινήσεως}}{\text{Διαρκὲς Κεφάλαιον}} \quad \eta \quad \frac{K \cdot K}{\Delta \cdot K}$$

Ὁ δείκτης οὗτος ἐμφανίζει τὸ ποσοστὸν καθ' ὃ χρησιμοποιεῖται τὸ διαρκὲς κεφάλαιον διὰ τὴν τροφοδότησιν τοῦ κεφαλαίου κινήσεως.

Βάσει τῶν ἀνωτέρω ἰσολογισμῶν ἔχομεν :

$$\text{Χρῆσις 1959} \quad \frac{61.000}{83.500^1} = 0,73$$

$$\text{Χρῆσις 1960} \quad \frac{28.000}{81.000} = 0,34.$$

Ἀναλύοντες τὸ διαρκὲς κεφάλαιον ἀπὸ ἀπόψεως πηγῶν συγκροτήσεως τούτου παρατηροῦμεν ὅτι :

$$\begin{array}{l} \text{Τὸ ἔτος 1959, τοῦτο προήρχετο κατὰ 48.500 ἔξ ἰδίων πηγῶν} \\ \text{καὶ κατὰ 35.000 ἔκ ξένων (μακρ.)} \\ \hline 83.500 \end{array}$$

$$\begin{array}{l} \text{Τὸ δὲ ἔτος 1960, τοῦτο προήρχετο κατὰ 61.000 ἔξ ἰδίων πηγῶν} \\ \text{καὶ κατὰ 20.000 ἔκ ξένων (μακρ.)} \\ \hline 81.000 \end{array}$$

Δεδομένου δὲ ὅτι, ὡς ἐτονίσαμεν ἐν τοῖς προηγουμένοις (σ. 21), ὀρθὴ σχέσηις κατὰ τὴν συγκρότησιν τοῦ κεφαλαίου κινήσεως θεω-

1. \*Ἦτοι \*Ἴδιον Κεφάλαιον 48.500 + Μακροκρόθεσμον ξένων 35.000.

ρεΐται ἡ ἀναλογία  $\frac{2}{3}$  καὶ  $\frac{1}{3}$  ξένων βραχυπρόθεσμον, παρατηροῦμεν:  
 \*Έτος 1959  $61.000 \cdot \frac{2}{3} = 40.666$ , ἄρα ὑπερκαλύπτεται ἕξ ἰδίου.  
 \*Έτος 1960  $28.000 \cdot \frac{2}{3} = 18.666$ , ὁμοίως ὑπερκαλύπτεται πολλαπλα-  
 σίως ἕξ ἰδίου.

Πλήν ὅμως τῆς ἀπὸ ἀπόψεως πηγῶν προελεύσεως εὐνοϊκῆς καταστάσεως ἐκ τῶν ἀνωτέρω δεικτῶν (0,73 καὶ 0,34) προκύπτει ὅτι κατὰ τὸ ἔτος 1960 παρουσιάσθη βελτίωσις, καθ' ὅσον τὸ κεφάλαιον κινήσεως ἐνισχύεται νῦν ἐκ τοῦ διαρκοῦς κεφαλαίου μόνον κατὰ 34%, ἐνῶ τὸ ἔτος 1959 ἐκαλύπτετο ἐκ τούτου κατὰ 73%.

2ον) Τὴν σύγκρισιν μεταξὺ πωλήσεων καὶ κεφαλαίου κινήσεως.

Ἐὰν ὑποθέσωμεν ὅτι αἱ πωλήσεις :

Τὸ ἔτος 1959	ἀνῆλθον εἰς δρχ.	200.000
τὸ δὲ ἔτος 1960	» » »	150.000

Τότε :

Τὸ ἔτος 1959 τὸ κεφάλαιον κινήσεως ἐκυκλοφόρησε :

$$\frac{200.000}{61.000} = 3,52 \text{ φορὰς}$$

τὸ δὲ ἔτος 1960 τὸ κεφάλαιον κινήσεως ἐκυκλοφόρησε :

$$\frac{150.000}{28.000} = 5,35 \text{ φορὰς.}$$

\*Ἄρα ἀπὸ τῆς ἀπόψεως τῆς περιστροφῆς τοῦ κεφαλαίου κινήσεως ἡ κατάσταση ἐβελτιώθη κατὰ τὸ ἔτος 1960

## § 2. Χρηματοοικονομικὴ ἀνάλυσις Ἴσολογισμοῦ

1. Διὰ τῆς ἀπλῆς ἀναγνώσεως τοῦ ἰσολογισμοῦ οἰασθήποτε ἐπιχειρήσεως δὲν καθίσταται δυνατὸν νὰ διαπιστωθῇ ἡ χρηματοοικονομικὴ κατάσταση ταύτης, δεδομένου ὅτι, ὡς τυγχάνει γνωστὸν, αἱ ἐν γένει λογιστικαὶ καταστάσεις, ἀνταποκρινόμεναι πρὸς ὠρισμένας ἀπαιτήσεις καὶ καταρτιζόμεναι βάσει διαφόρων ἀπόψεων<sup>1</sup> —λογιστικῆς τεχνικῆς, ἢ φορολογικῆς νομοθεσίας— μακρὰν ἀπέχουν ἀπὸ τοῦ νὰ ἀπεικονίζουσι τὴν ἐν γένει χρηματοοικονομικὴν πραγματικότητα τῆς ἐπιχειρήσεως.

1. Τοῦτο ἰσχύει ἰδιαίτατα παρ' ἡμῖν, οἵτινες τὸ μὲν στερούμεθα νομοθετημένου λογιστικοῦ σχεδίου, τὸ δὲ ἀντιμετωπίζομεν συχνότατα μεταβολὰς τοῦ φορολογικοῦ μας συστήματος.

Ὁ ἐπιθυμῶν ἄρα νὰ διαπιστώσῃ τὴν πραγματικότητα μιᾶς ἐπιχειρήσεως εἰς τὸν τομέα τοῦτον, θὰ πρέπει κατ' ἀρχὴν μὲν νὰ προβῆ εἰς μίαν ἀναμόρφωσιν τοῦ λογιστικοῦ ἰσολογισμοῦ, ἐν συνεχείᾳ δέ, διὰ τῆς συγκρίσεως ὁμοιομόρφων στοιχείων περισσοτέρων χρήσεων, νὰ ὀδηγηθῆ εἰς συμπεράσματα ἐπὶ τῆς χρηματοοικονομικῆς θέσεως ταύτης.

Διὰ τῆς ἀνωτέρω διαδικασίας ἐξάγεται ὁ λεγόμενος χρηματοοικονομικὸς ἰσολογισμὸς μιᾶς ἐπιχειρήσεως, ὅστις τελείως διαφέρει τοῦ κλασσικοῦ λογιστικοῦ ἰσολογισμοῦ τέλους χρήσεως.

Κατὰ τὴν κατάρτισιν τοῦ χρηματοοικονομικοῦ ἰσολογισμοῦ λαμβάνονται ὑπ' ὄψιν, πλὴν τῶν καθ' αὐτὸ λογιστικῶν στοιχείων τῆς ἐπιχειρήσεως, καὶ αἱ ἐν γένει συνθῆκαι ὑφ' ἃς τελεῖ ὁ κλάδος εἰς ὃν ἀνήκει αὕτη (τρόπος καὶ χρόνος ἐξοφλήσεως ἐκ μέρους τῶν πελατῶν, ἢ συνήθειαι ὡς πρὸς τὰς προθεσμίας καὶ μεθόδους διακανονισμοῦ τῶν προμηθευτῶν κλπ.), ὅπως ἐπίσης καὶ τὰ συμφυῆ πρὸς τὴν ἀτομικότητα καὶ ἰδιομορφίαν τῆς δράσεώς της χαρακτηριστικὰ γνωρίσματα (ὡς, φέρ' εἰπεῖν, ἡ γενικὴ τῆς ὀργάνωσις, αἱ ἰδιαίτεροι σχέσεις της μετὰ τῶν προμηθευτῶν, πελατῶν, τραπεζῶν, ἡ ἀποτελεσματικότης τοῦ ἐμπορικοῦ της δικτύου κ.ο.κ.).

Οὕτω, καθίσταται σαφές ὅτι, ἡ ἀρίστη χρηματοοικονομικὴ διάρθρωσις ἐξατομικεύεται δι' ἐκάστην συγκεκριμένην ἐπιχείρησιν, ἀποτελεῖ δὲ μόνιμον φροντίδα συνεχοῦς προσαρμογῆς πρὸς τὰς ἐκάστοτε συνθήκας τῆς ἀγορᾶς καὶ τὰς ἐπιτακτικὰς ἀνάγκας τῆς ἐπιχειρήσεως.

**2.** Αἱ ἐπιτακτικαὶ ἀνάγκαι αἱ συνδεόμεναι μὲ τὴν δραστηριότητα τῆς ἐπιχειρήσεως συνοψίζονται :

— Εἰς τὴν ἐξεύρεσιν καὶ τὸν καθορισμὸν τοῦ ἀπαραιτήτου μεγέθους τῶν διαρκῶν της κεφαλαίων, βάσει τῶν ὁποίων θὰ προβῆ εἰς τὰς ἀναγκαίας ἀκίνητοποιήσεις.

— Εἰς τὸν προσδιορισμὸν τοῦ ἀπαραιτήτου μεγέθους τοῦ κεφαλαίου κινήσεώς της βάσει τοῦ ὁποίου καθορίζεται τὸ μέγεθος τῶν ἀποθεμάτων καὶ τοῦ ἐν γένει κύκλου ἐργασιῶν της καὶ

— Εἰς τὴν διερεύνησιν τῶν ἐκάστοτε πιστωτικῶν συνηθειῶν καὶ τοῦ τρόπου διακανονισμοῦ, τῶν τε προμηθευτῶν καὶ τῶν πελατῶν.

**3.** Βάσει τῶν ἀνωτέρω στοιχείων καταρτίζεται ὁ χρηματοοικονομικὸς ἰσολογισμὸς τῆς ἐπιχειρήσεως, ἐξ οὗ ἀνακύπτουν αἱ τυχόν εἰς χρηματοοικονομικὰ μέσα ἀποκλίσεις, αἵτινες δυνατὸν νὰ εἶναι θετικαὶ ἢ ἀρνητικαί.

Οὕτω, καθορίζονται τόσον τὸ ἀπαραίτητον μέγεθος τοῦ διαρκοῦς κεφαλαίου εἰς ὃ περιλαμβάνονται καὶ τὰ σιδηρᾶ ἀποθέματα, ὡς καὶ τὸ ἀντίστοιχον τοῦ κεφαλαίου κινήσεως—ὄπερ ἀφ' ἑνὸς μὲν ἐπιδρᾷ, ἀφ' ἑτέρου δὲ ὑφίσταται τὴν ἐπίδρασιν τῶν πάσης φύσεως ἀποθεμάτων καὶ τοῦ κύκλου ἐργασιῶν—περὶ ὧν ἠσχολήθημεν ἐν τοῖς προηγουμένοις.

Εἰδικῆς σπουδαιότητος διὰ τὴν κατάρτισιν τοῦ χρηματοοικονομικοῦ ἰσολογισμοῦ εἶναι ὁ προσδιορισμὸς τῆς εἰς χρηματοοικονομικὰ μέσα ἀνάγκης, ἣν προκαλοῦσι τὰ ἐκάστοτε σιδηρᾶ ἀποθέματα.

Οὕτω, ἐὰν αἱ μηνιαῖαι ἀνάγκαι καὶ ἡ διάρκεια περιστροφῆς (εἰς μῆνας) μιᾶς ἐκάστης κατηγορίας σιδηρῶν ἀποθεμάτων εἶναι:

	Μηνιαῖαι ἀνάγκαι	Μέση κανονικὴ διάρκεια ἀνα-νεώσεως (εἰς μῆνας)	*Ἄξια σιδηροῦ ἀποθέματος
Πρῶται ὕλαι καὶ ὕλικα . . . . .	50 000	3	150.000
Ὶπὸ κατεργασίαν προϊόντα . . . .	20.000	2	40 000
Ὶτοιμα προϊόντα . . . . .	75 000	1	75.000
		6	265.000

δηλαδή, ἐὰν ἡ διάρκεια τῆς γενικῆς περιστροφῆς, ἦται τοῦ χρόνου ὅστις μεσολαβεῖ ἀπὸ τῆς στιγμῆς τῆς εἰσόδου τῶν πρώτων ὑλῶν καὶ τῆς διαθέσεως τῶν ἐτοιμῶν προϊόντων πρὸς τοὺς πελάτας, ἀνέρχεται κατὰ μέσον ὄρον εἰς 6 μῆνας, αἱ χρηματοοικονομικαὶ ἀνάγκαι διὰ τὸν καθορισμὸν τῆς συνολικῆς ἀξίας τῶν σιδηρῶν ἀποθεμάτων ἀνέρχονται εἰς δρχ. 265.000, ἡ δὲ χρηματοοικονομικὴ ταχύτης περιστροφῆς τούτων ἐξευρίσκειται ἐὰν διαιρέσωμεν τὸν ἐτήσιον κύκλον ἐργασιῶν (ἔστω, μετ' ἀφαίρεσιν τοῦ Φ.Κ.Ε. 1.325.000) διὰ τῆς ἐξευρεθείσης ἤδη χρηματικῆς ἀξίας τούτων,

ἦτοι :  $1.325.000 : 265.000 = 5.$

Ἐὰν ὑποθέσωμεν ἤδη ὅτι ἡ ὑπὸ τῶν προμηθευτῶν (πρώτων ὑλῶν καὶ ὑλικῶν) παρεχομένη πίστωσις πρὸς τὴν ἐπιχείρησιν εἶναι 4μηνος, αἱ δὲ πρὸς τοὺς πελάτας χορηγούμεναι πιστωτικαὶ διευκολύνσεις εἶναι 1 μηνός, καὶ δεδομένου ὅτι αἱ εἰς πάγια ἐπενδύσεις ὑπολογίζονται εἰς δρχ. 800.000, τὸ διαρκὲς κεφάλαιον (ἴδιον 400.000, μακροπρόθεσμον ξένον 200.000) εἰς 600.000,

ὁ χρηματοοικονομικὸς ἰσολογισμὸς θὰ ἐμφανίσῃ τὴν ἀκόλουθον εἰκόνα :

Ἐκκινητοποιήσεις . . . . .	800.000	<i>Διαρκῆς Κεφάλαιον</i>	
Ἄξια σιδηρῶν ἀποθεμάτων . . . . .	265.000	Ἴδιον . . . . .	400.000
Πελάται <sup>1</sup> . . . . .	110.000	Μακροπρόθεσμον ἕξενον	200.000
		Προμηθευταί <sup>2</sup> . . . . .	280.000
			880.000
		Ἐλλειμμα χρηματοοικονομικῶν μέσων . . .	295.000
	<u>1.175.000</u>		<u>1.175.000</u>

4. Ἐκ τῶν ἀνωτέρω προκύπτει χρηματοοικονομικὴ ἀνεπάρκεια ἴση πρὸς δρχ. 295.000. Ἐὰν τὸ ποσὸν τοῦτο τὸ μετατρέψωμεν εἰς χρονικὰς μονάδας καὶ δεδομένου ὅτι ὁ μηνιαῖος κύκλος ἐργασιῶν ἀνέρχεται εἰς δρχ. 110.000, ἡ ἀρνητικὴ ἀπόκλισις εἰς χρηματοοικονομικὰ μέσα, ἐκπεφρασμένη εἰς χρονικὰς μονάδας, ἀνέρχεται εἰς 295.000 : 110.000, ἧτοι εἰς 2,70 περίπου μῆνας. Ἡ ἀπόκλισις αὕτη, χρηματοοικονομικῶς, εἶναι λίαν δυσάρεστος, δι' ὃ καὶ δέον ν' ἀναζητήσωμεν κυρίως εἰς τὸν τομέα τῶν βραχυπροθέσμων χρεαπαιτήσεων τὰ αἴτια τὰ ὁποῖα προεκάλεσαν ταύτην.

Ἐκ τῶν βραχυπροθέσμων ἀπαιτήσεων βασικῆς σημασίας εἶναι ὁ λογαριασμὸς *Πελάται - Χρεῶσαι*, ἐκ δὲ τῶν ἀπαιτητῶν ὑποχρεώσεων, οἱ λογαριασμοί: *προμηθευταί, γραμμάτια πληρωτέα, Τράπεζαι καὶ λοιποὶ πιστωταί.*

Ἐὰν παρακολουθήσωμεν τὴν ἐξέλιξιν τῶν ἀνωτέρω λογαριασμῶν ἐπὶ περισσότερα ἔτη εἶναι δυνατὸν νὰ ἐπισημάνωμεν τὰ αἴτια τὰ ὁποῖα προεκάλεσαν τὴν ἀνωτέρω δυσμενῆ κατάστασιν.

Ὅτω λαμβάνοντες, φέροντες εἰπεῖν, στοιχεῖα τῆς τελευταίας δετίας παρατηροῦμεν ὅτι ταῦτα ἐξελιχθήσαν ὡς ἀκολούθως :

1. Λόγω χορηγήσεως μηνιαίας πρὸς τοὺς πελάτας πιστώσεως. Δεδομένου δὲ ὅτι ὁ ἐτήσιος κύκλος ἐργασιῶν ἀνέρχεται εἰς 1.325.000, ὁ δὲ μηνιαῖος (1.325.000 : 12) περίπου εἰς 110.000, ἡ χρηματοοικονομικὴ ἐπιβάρυνσις ἐκ τοῦ λόγου τούτου θὰ ἀνέλθῃ εἰς τὸ ἀντίστοιχον ποσὸν τῶν δρχ. 110.000.

2. Αἱ κατὰ μῆνα ἀνάγκαι διὰ πρῶτας ὕλας καὶ ὕλικά ἀνέρχονται εἰς δρχ. 70.000, δεδομένου δὲ ὅτι ἡ ἐπιχείρησις ἐπιτυγχάνει 4μηνους ἐκ τῶν προμηθευτῶν τῆς πιστώσεως, ἡ χρηματοοικονομικὴ τῆς ἐλάφρυνσις ἀνέρχεται εἰς 70.000 · 4 = 280.000.

Χρήσεις	Μέσον μηνιαίων υπόλοιπων πιστώσεων χορηγουμένων πρός τους πελάτας	Μέσαι μηνιαίαι πωλήσεις	Καθυστε- ρησις εις μήνας
1958	50.000	100.000	0,50
1959	60.000	150.000	0,40
1960	65.000	95.000	0,68
1961	84.000	120.000	0,70
1962	110.000	110.000	1

Ἐὰν ὑποθέσωμεν ὅτι ἡ κανονικὴ μέση καθυστέρησις ἐξοφλήσεως πελατῶν ἢ συναντωμένη εἰς τὸν κλάδον ἀνέρχεται εἰς 0,6 μῆνας (ἢ 18 ἡμέρας), τότε ἡ κατάστασις χρηματοδοτήσεως τῆς ἐπιχειρήσεως ὡς πρὸς τὸν λογαριασμὸν Πελάται ἐπεδεινώθη αἰσθητῶς κατὰ τὴν τελευταίαν τριετίαν.

Ἐὰν αἱ πιστώσεις αὗται ἠδύνατο νὰ συμπιεσθοῦν εἰς τὸ κανονικὸν ποσοστὸν τὸ συναντώμενον εἰς τὸν κλάδον, περὶ ἀνέρχεται εἰς 0,6 τοῦ μηνός, τὰ χρηματικὰ μέσα τῆς ἐπιχειρήσεως θὰ ἀνεκουφίζοντο κατὰ  $(1 - 0,60) \cdot 110.000 = 44.000$  δρχ.

Περαιτέρω συγκρίνοντες τὰ ποσὰ τῶν προμηθευτῶν καὶ γραμματιῶν πληρωτέων πρὸς τὸν μέσον μηνιαῖον ὄρον ἀγορῶν κατὰ τὸ αὐτὸ χρονικὸν διάστημα παρατηροῦμεν ὅτι :

Χρήσεις	Μέσον μηνιαίων υπόλοιπων λαμβανόμενων πιστώσεων ἐκ τῶν προμηθευτῶν	Μέσος ὄρος μηνιαίων ἀγορῶν	Λαμβανόμεναι πιστώσεις (εἰς μῆνας)
1958	300.000	50.000	6
1959	320.000	60.000	5,3
1960	275.000	50.000	5,5
1961	325.000	65.000	5
1962	280.000	70.000	4

καὶ ἡ πίστις τῶν προμηθευτῶν μας μειοῦται ἀπὸ ἔτους εἰς ἔτος. Ἐὰν δὲ ὑποθέσωμεν ὅτι ὁ μέσος ὄρος τῶν ὑπὸ τῶν προμηθευτῶν χορηγουμένων πιστώσεων εἰς τὸν κλάδον εἶναι 6μηνος, ἢ πρόσθετος χρηματοοικονομικὴ ἐπιβάρυνσις καὶ ἐκ τοῦ λόγου τούτου ἀνέρχεται εἰς δρχ.  $70.000 \cdot (6 - 4) = 140.000$ .

5. Μετὰ τὴν διερεύνησιν τῶν βραχυχρονίων ἀπαιτήσεων καὶ ὑποχρεώσεων ἢ μελέτη δέον νὰ στραφῇ πρὸς τὰ χρηματικὰ μέσα τὰ ἀκίνητοποιηθέντα εἰς ἀποθέματα.



Ἐν προκειμένῳ μελετῶνται τὰ ποσὰ εἰς ἃ δέον ν' ἀνέρχονται τὰ σιδηρᾶ ἀποθέματα δι' ἕκαστον λογαριασμὸν τοῦ Ἐνεργητικοῦ, ὡς καὶ αἱ ἀποκλίσεις μεταξὺ τῶν σιδηρῶν καὶ τῶν πραγματικῶν ἀποθεμάτων. Ἐὰν ἡ ἀπόκλισις αὕτη εἶναι θετική, δηλαδή τὰ πραγματικὰ ἀποθέματα εἶναι μεγαλύτερα τῶν σιδηρῶν, τότε λέγομεν ὅτι ἔχουν ἀκίνητοποιηθῆ εἰς ἀποθέματα περισσότερα χρηματοοικονομικὰ μέσα.

Ὁ κατωτέρω πίναξ ἐμφανίζει τὰ χρηματικὰ μέσα τὰ δεσμευόμενα εἰς ὑπερμέτρους ἀκίνητοποιήσεις εἰς ἀποθέματα. Οὕτω :

	Μηνιαῖαι ἀνάγκαι	Μέση κανο- νικὴ διάρ- κεια ἀνανε- ώσεώς των εἰς μῆνας	Ἄξια σιδηροῦ ἀποθέμα- τος	Πραγμα- τικὸν ἀπόθεμα	Ἀποκλι- σεις +
Πρῶται ὕλαι . . . . .	50 000	3	150.000	180 000	30.000
Ἔπο κατεργασίαν. . . .	20.000	2	40.000	50.000	10.000
Ἐτοιμα προϊόντα . . .	75.000	1	75.000	125.000	50.000
			<u>265 000</u>	<u>355.000</u>	<u>90.000</u>

Διὰ νὰ καταστήσωμεν τὸν πίνακα τοῦτον σαφέστερον μετατρέπομεν καὶ πάλιν τὰς ἀνωτέρω εἰς χοῖμα ἀποκλίσεις εἰς ἀποκλίσεις ἐκφραζομένας εἰς *χρονικὰς μονάδας*. Οὕτω ἔχομεν :

	Πραγμα- τικὸν ἀπόθεμα	Μηνιαῖαι ἀνάγκαι	Κάλυψις εἰς μῆνας	Ἀπαιτου- μένη διάρ- κεια ἀνα- νεώσεως (εἰς μῆνας)	Ἀποκλί- σεις εἰς χρόνον (μῆνας) +
Πρῶται ὕλαι . . . . .	180.000	50.000	3,6	3	0,6
Ἔπο κατεργασίαν . . .	50.000	20.000	2,5	2	0,5
Ἐτοιμα προϊόντα . . .	125 000	75.000	1,6	1	0,6
	<u>355 000</u>		<u>7,7</u>	<u>6</u>	<u>1,7</u>

6. Ἐκ τῆς χρονικῆς ταύτης ἀναλύσεως προκύπτει ὅτι ὁ χρόνος μεταξὺ τῆς εισόδου τῶν πρώτων ὑλῶν εἰς τὴν ἀποθήκην καὶ τῆς πωλήσεως τῶν ἐτοιμῶν προϊόντων εἰς τὴν ὑπὸ κρίσιν ἐπιχείρησιν εἶναι 7,7 μῆνες, ἐνῶ θὰ ἔδει νὰ ἦτο μόνον 6. Δεδομένου δὲ ὅτι ἡ χρονικὴ καθυστέρησις ἐξοφλήσεως τῶν πελατῶν μας εἶναι κατὰ 0,40 τοῦ μηνὸς μεγαλύτερα τῆς μέσης συναντωμένης εἰς τὸν κλάδον εἰς ὃν ἀνήκει ἡ ἐπιχείρησις (δηλ. ἀντὶ 0,6 εἶναι ἑνὸς μηνός), προκύπτει ὅτι ὁ χρόνος ὁ διαρρέων ἀπὸ τῆς εισόδου τῶν πρώτων ὑλῶν μέχρι τῆς ἐξοφλήσεως τῆς ἀξίας τῶν ὑπὸ τῶν πελατῶν λη-

φθέντων έμπορευμάτων άνέρχεται συνολικώς εις 7,70+0,40 = 8,10 μήνας, άντι των 6,40 (6+0,40).

Και ή τοιαύτη χρονική καθυστέρησις κατά 1,70 του μηνός θέτει σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα εις την έπιχειρήσιν.

Κατόπιν των άνωτέρω διαπιστώσεων ή προσπάθεια της μèn ύπηρεσίας έφοδιασμού της έπιχειρήσεως θα στραφή προς την υπό εύνοϊκότερας συνθήκας χρόνου προμήθειαν πρώτων ύλων και έν γένει ύλικών, της δέ ύπηρεσίας πωλήσεων εις την υπό εύνοϊκότερας συνθήκας διάθεσιν των προϊόντων, έπί τω σκοπώ της έπιταχύνσεως εισπράξεως των χρεών των πελατών. Τέλος, ή παραγωγική λειτουργία δέον να έπιδιώξη τον άκριβέστερον προσδιορισμόν και την οικονομικότεραν διαχειρίσιν των άπαραιτήτων δια την παραγωγήν άποθεμάτων.

7. Υποθέσωμεν νυν ότι ή ως άνω έπιχειρήσις, λόγω τεχνικών βελτιώσεων και χωρίς να προβή εις αύξησιν των άκινήτοποιήσεων της, προγραμματίζει την αύξησιν του κύκλου έργασιών της κατά 30%. Ως ήδη όμως έτονίσθη και έν τοις προηγούμενοις<sup>1</sup>, τα άναγκαιούντα χρηματικά μέσα, άνεξαρτήτως των εις άγια έπενδύσεων, δέον να προσαυξηθοϋν με τα ποσά τα άντιστοιχοϋντα εις τα άπαραίτητα σιδηρά άποθέματα και τας προς τους πελάτας άναλόγους προσαυξήσεις χορηγουμένων πιστώσεων. Τò πρόβλημα άρα συνίσταται εις την έξεύρεσιν του μεγέθους των συνολικώς άναγκαιούντων χρηματοοικονομικών μέσων και των σχετικών έπιβαρύνσεων των δια την έπίτευξιν της προγραμματισθείσης αύξήσεως της δραστηριότητος της έπιχειρήσεως κατά 30%.

Έκ της διερευνήσεως των τελευταίων ίσολογισμών της υπό κρίσιν έπιχειρήσεως προκύπτουν τα ακόλουθα στοιχεία :

Ένεργητικόν	1960	1961	1962
Άκινήτοποιήσεις . . . . .	1.000.000	900.000	800.000
Άποθέματα έν γένει . . . . .	120.000	130.000	145.000
Πραγματοποιήσιμοι άξιαί . . . . .	65.000	84.000	110.000
Διαθέσιμοι άξιαί . . . . .	30.000	40.000	50.000
	<u>1.215.000</u>	<u>1.154.000</u>	<u>1.105.000</u>

1. Βλέπε σελ. 47.

Π α θ η τ ι κ ό ν	1960	1961	1962
*Ίδιον Κεφάλαιον . . . . .	720.000	619.000	605.000
Ξένον μακροπρόθεσμον Κεφάλαιον	200.000	180.000	160.000
Ξένον βραχυπρόθεσμον Κεφάλαιον	275.000	325.000	280.000
*Αποτελέσματα χρήσεως . . . . .	20.000	30.000	60.000
	<u>1.215.000</u>	<u>1.154.000</u>	<u>1.105.000</u>

Ἐκ τῆς διερευνήσεως τῶν ἀνωτέρω ἰσολογισμῶν προκύπτουν ὅτι:

α) Ἡ ἐπιχείρησις οὐδὲ ὡς διαθέτει κεφάλαιον κινῆσεως προερχόμενον ἐξ ἰδίου κεφαλαίου, δεδομένου ὅτι αἱ ἀκίνητοποιήσεις της εἶναι ἀνώτεραι τοῦ κεφαλαίου τοῦ προερχομένου ἐξ ἰδίων πηγῶν.

β) Τὰ διαρκῆ αὐτῆς κεφάλαια, ἤτοι ἴδια σὺν μακροπρόθεσμα ξένα, εἶναι ἐπίσης κατώτερα τῶν ἀκίνητοποιήσεών της.

γ) Ἡ κανονικὴ διάρκεια περιστροφῆς τῶν ἐν γένει σιδηρῶν ἀποθεμάτων της κατὰ τὸ ἔτος 1962 καθωρίσθη εἰς 6, ἀναλυομένη:

- Διὰ τὰς πρώτας ὕλας . . . . .	μῆνες 3
- Διὰ τὰ ἡμικατεργασμένα προϊόντα »	2
- Διὰ τὰ ἔτοιμα προϊόντα. . . . .	1
Σύνολον . . . . .	6

δ) Ὁ πραγματοποιηθεὶς κύκλος ἐργασιῶν κατὰ τὸ ἔτος 1962 ἀνῆλθεν εἰς δρχ. 1.325.000.

ε) Αἱ μηνιαῖαι ἀναλώσεις, διὰ πρώτας ὕλας καὶ ὕλικὰ (50.000), διὰ ὑπὸ κατεργασίαν προϊόντα (20.000), δι' ἔτοιμα προϊόντα (75.000), συμποσοῦνται εἰς 145.000 δρχ., λαμβανομένης δὲ ὑπ' ὄψιν τῆς μέσης κανονικῆς διαρκείας ἀνανεώσεως τῶν ἐν λόγῳ σιδηρῶν ἀποθεμάτων παρατηροῦμεν ὅτι ἡ χρηματοοικονομικὴ ἀξία τούτων ἀναβιβάζεται εἰς  $(50.000 \cdot 3) + (20.000 \cdot 2) + (75.000 \cdot 1) = 265.000$ .

ς) Αἱ συνήθεις πιστώσεις αἱ χορηγούμεναι ὑπὸ τῶν προμηθευτῶν τοῦ κλάδου εἰς ὃν ἀνήκει ἡ ἐπιχείρησις εἶναι διαρκείας 6 μηνῶν, δεδομένου δὲ ὅτι αἱ μηνιαῖαι ἀνάγκαι τῆς ἐπιχειρήσεως εἰς πρώτας ὕλας καὶ ὕλικὰ εἶναι  $(50.000 + 20.000) = 70.000$ , αἱ πιστώσεις αἱ λαμβανόμεναι ἀνακουφίζουν τὴν ἐπιχείρησιν χρηματοοικονομικῶς κατὰ  $70.000 \cdot 6 = 420.000$ , δηλαδὴ ἀποτελοῦν ποσοστὸν  $(420.000 : 1.325.000) = 31\%$  περίπου ἐπὶ τοῦ κύκλου ἐργασιῶν της.

ζ) Λαμβανομένου υπ' όψιν του τρόπου τιμολογήσεως εις τον κλάδον εις δν άνήκει ή επιχείρησις, ή προθεσμία εξοφλήσεως των υπό των πελατών χρεών δέον να συμπεσθῆ εις τὸ 0,6 του μηνός. Δεδομένου δὲ ὅτι αἱ πωλήσεις κατά τὸ ἔτος 1962 άνήλθον εις 1.325.000, ἤτοι μηνιαίως εις 110.000 δρχ., τὰ απαιτούμενα χρηματοοικονομικά μέσα διὰ τὴν πιστοδότησιν των πελατών δέον ν' άνέλθουν εις δρχ.  $110.000 \cdot 0,6 = 66.000$ , ποσὸν ὄπερ συγκρινόμενον πρὸς τὸν κύκλον ἐργασιῶν δίδει συντελεστὴν  $66.000 : 1.325.000 = 0,05$  ἢ 5 % περίπου.

8. Κατόπιν των άνωτέρω διαπιστώσεων ὁ χρηματοοικονομικὸς ἰσολογισμὸς τῆς ὑπὸ κρίσιν επιχειρήσεως κατά τὸ ἔτος 1962 θὰ ἐμφανίσῃ τὴν ἀκόλουθον εἰκόνα :

Ἀκινήτοποιήσεις . . . .	800.000	Ἰδιον Κεφάλαιον . . . .	605.000
Σιδηρὰ ἀποθέματα . . .	145.000	Ξένον μακροπρόθεσμον	
Πελάται - Χρεῶσαι . . .	110.000	Κεφάλαιον . . . . .	160.000
		Προμηθευταὶ . . . . .	280.000
			1.045.000
	<u>1.055.000</u>	Ἐπὶ ἔλαττον χρηματοοικονομικά μέσα . .	10.000
	<u>1.055.000</u>		<u>1.055.000</u>

Βάσει του άνωτέρω χρηματοοικονομικοῦ ἰσολογισμοῦ δυνάμεθα νὰ καθορίσωμεν τὰ πρόσθετα χρηματοοικονομικά μέσα διὰ τὴν άνωτέρω προγραμματισθεῖσαν επέκτασιν τῆς δραστηριότητός της κατά 30 %. Οὕτω αἱ άνάγκαι χρηματοδοτήσεως θὰ ὑπολογισθῶσι ὡς ἐξῆς :

Διὰ σιδηρὰ ἀποθέματα :

Διὰ τὴν κάλυψιν κύκλου ἐργασιῶν ηὔξημένου κατά 30 %, ἤτοι  $(1.325.000 \cdot 1,30) = 1.722.500$  καὶ μὲ μέσιν ταχύτητα περιστροφῆς ἀποθεμάτων 6 τὸ ἀπαιτηθησόμενον ποσὸν θὰ εἶναι :

$$\frac{1.722.500}{6} = 287.000$$

Μείον τὸ τρέχον σιδηροῦν ἀπόθεμα 145.000

Πρόσθετοι άνάγκαι 142.000

Διὰ τὴν παροχὴν προσθέτων πιστώσεων εἰς τοὺς πελάτας :

- Ἀπαραίτητοι πιστώσεις $1.722.500 \cdot 5\%$	=	86.100
- Χορηγούμεναι ἤδη πιστώσεις		<u>110.000</u>
Ἐπὶ ἔλαττον ἀνάγκαι		- 23.900

Τοῦτο θὰ ἐπιτευχθῆ βεβαίως ἐφ' ὅσον ἡ ἐπιχείρησις συμπίεση ἀπὸ 1 μηνὸς εἰς 0,6 τοῦ μηνὸς τὸν χρόνον ἐξοφλήσεως τῶν πελατῶν τῆς.

Ἦτοι ἀπαιτοῦνται ἐν συνόλῳ διὰ βραχυπροθέσμων χρηματοοικονομικὰς ἀνάγκας :

$$142.000 + (-23.900) = 118.100$$

Ἐκ τῶν ληφθησομένων πιστώσεων θὰ ἐπέλθῃ ἀνακούφισις :

Δυνατὰ πιστώσεις ἐκ προμηθευτῶν :

$$1.722.500 \cdot 0,31 = 533.820$$

Λαμβανόμεναι ἤδη πιστώσεις ἐκ τῶν προμηθευτῶν (χρῆσις 1962)

$$\underline{280.000}$$

Ἐπὶ πλέον ληφθησόμεναι πιστώσεις ἐκ προμηθευτῶν 253.820

Ἦτοι συνοψίζοντες παρατηροῦμεν ὅτι αἱ μὲν πρόσθετοι ἀνάγκαι χρηματοδοτήσεως θὰ ἀνέλθουν εἰς 118.100 δρχ., ἡ δὲ ἀνακούφισις ἐκ ληφθησομένων πιστώσεων ἐκ προμηθευτῶν εἰς 253.820. Ἄρα οὐ μόνον δὲν θὰ ἀπαιτηθοῦν πρόσθετα χρηματοοικονομικὰ μέσα, ἀλλ' ἀντιθέτως θὰ βελτιωθῆ ἡ χρηματοοικονομικὴ κατάστασις κατὰ :

$$253.820 - 118.100 = 135.720 \text{ δρχ.}$$

Τοῦτο εὐκόλως ἐξηγεῖται, δεδομένου ὅτι καὶ τὸ μέγεθος τῶν λαμβανομένων πιστώσεων (ποσοστὸν τούτων 31% ἐπὶ τοῦ κύκλου ἐργασιῶν) καὶ ἡ διάρκειά τούτων (6μηνος) εἶναι μεγαλύτερον καὶ ἐπιμηκέστερον τῶν πρὸς τοὺς πελάτας χορηγούμενων πιστώσεων.

## ΕΙΔΙΚΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- A. F. A. P. : *Le recours au Crédit pour le Financement des Entreprises*. Paris, 1956.
- A. M. A. : *Les rapports financiers dans les Entreprises*. Paris, 1960.
- ARGENZIANO Ric. : *Il finanziamento delle Imprese Industriali*. Milano, 1959.
- BECKMANN L. : *Die Betriebswirtschaftliche Finanzierung*. München, 1956.
- BONNEVILLE J. : *Organizing and Financing Business*. N. York, 1959.
- CASTELLINO G. : *Il Capitale d'Impresa*. Torino, 1951.
- CORBIN G. : *Financement, autofinancement et administration des Grandes entreprises*. Paris, 1954.
- DÉFOSSÉ G. : *La Gestion Financière des Entreprises*. Paris, 1948.
- DEGAND J. : *Le financement de la décentralisation Industrielle*, Paris, 1960
- DEPALLENS G. : *Théorie et pratique de la Gestion Financière de l'Entreprise*. Paris, 1960.
- FISCHER G. : *Allgemeine Betriebswirtschaftslehre*. Heidelberg, 1957.
- FORSTER K. H. : *Finanzierung durch Abschreibung*. Stuttgart, 1953.
- GERSTENBERG W. : *Financial Organisation and management of Business*. N. York, 1951.
- GOBLET M. : *Les techniques du financement par actions et obligations aux Etats - Unis d'Amérique*. Paris, 1959.
- GRANGE M. : *L'autofinancement des Entreprises*. Paris, 1943.
- HAGEST R. : *Selbstfinanzierung des Betriebes*. Stuttgart, 1952.
- HOWARD & UPTON : *Introduction to business finance*. N. York, 1953.
- LEITNER F. : *Finanzierung der Unternehmung*. Berlin, 1927.
- LÜCKE W. : *Finanzplanung und Finanzkontrolle*. Wiesbaden, 1962.
- MALISSEN M. : *L'autofinancement des Sociétés*. Paris, 1953.
- » *Investissement et Financement*. Paris, 1957.
- MAURIN R. : *Les financements des Exportations*. Paris, 1960.

- MELLEROWICZ K.: *Betriebswirtschaftslehre der Industrie*. Freiburg, 1957.
- MOISSON M.: *Gestion Financière*. Paris, 1961.
- ONIDA P.: *Le dimensioni del Capitale d'impresa*. Milano, 1951.
- ΠΑΡΑΣΚΕΥΟΠΟΥΛΟΥ ΙΩΑΝ.: *Ἡ Οἰκονομικὴ Πίστις*. Ἀθήναι, 1936.
- PAISH F.: *Business Finance*. London, 1961.
- PENGLAOU Ch.: *Le financement des Entreprises dans l'après-guerre*. Paris, 1945.
- POLAK N.: *La circulation du capital dans l'Entreprise etc.* Paris, 1935.
- RIERA A.: *La dinamica delle riserve nell'Economia aziendale*. Milano, 1952.
- SELLIEN H.: *Finanzierung und Finanzplanung*. Wiesbaden, 1952.
- SERENI A.: *Le società per azioni negli Stati Uniti*. Milano, 1951.
- SIMON PH.: *Le financement des Entreprises*. Paris, 1960.
- ΤΣΟΥΤΡΕΛΛΗ ΕΥΡ.: *Τεχνικὴ καὶ Οἰκονομικὴ τῶν Τραπεζικῶν Ἐργασιῶν*. Ἀθήναι, 1961.
- VAES U.: *La technique du financement des Entreprises*. Paris, 1946.
- VALLEY J.: *Amortissement, autofinancement, devaluation*. Paris, 1946.
- WESSEL ROB.: *Principles of Financial Analysis*. N. York, 1961.
- ZUNINO G.: *Il finanziamento dell'Impresa Manifatturiera*. Milano, 1940.
-

## ΕΥΡΕΤΗΡΙΟΝ ΟΡΩΝ

Α	Β
*Αγορά Κεφαλαίου 19, 61	Βαθμός αποδοτικότητος κεφα-
— — — Έλληνική 66	λαίου 103
— — — πηγαί ταύτης 64	— ασφαλείας πιστώσεων 102
— — — ὠργανωμένη 64	— καλύψεως παγίων 102
*Αγορά τίτλων μεταβλητοῦ εισο-	— παγιοποιήσεως χρεῶν 103
— — — δήματος 64 (*)	— περιστροφῆς ἀποθεμάτων 102
— — — σταθεροῦ εισοδή-	— — χορηγουμένων πιστώ-
— — — ματος 64 (*)	— σεων 103
*Αγορά χρήματος 61	Banques d'affaires 75
— — — ἀνοργάνωτος 64	
— — — κλειστή 62	Γ
— — — Τραπεζῶν 63 (*)	Γραμμάτια εὐκολίας 91
— — — χαρακτηριστικά	
— — — ταύτης 20	Δ
— — — ὠργανωμένη 63	Δάνεια διὰ κεφαλαιακῆς συμμε-
*Αγοραὶ χρηματοδοτήσεως 61 ἐπ.	τοχῆς 69
A.N. 942/49 43 (*)	— διὰ παροχῆς ἐγγυήσεων 70
*Ανοργάνωτος ἀγορά χρήματος 64	— διὰ προεξοφλήσεως γραμ-
*Αποδοτικότητος ὀριακῆ 108	ματίων 68
*Αποσβέσεις ἐπαρχιακῶν βιομηχα-	— διὰ προκαταβολῶν ἐπὶ φορ-
— — — νιδῶν 43	τωτικῶν ἐγγράφων 68, 88
— — — ἐπιταχυνόμεναι 40	— διὰ τρεχομένου ἀνοικτοῦ
— — — πρόσθετοι 43	λογαριασμοῦ 68
*Ἀπόφαισις Ν.Ε. 975/12.7.56 70	— δι' εἰσαγωγῆς κεφαλαίου
— — — Ν.Ε. 1105/13.7.59 68 (*)	ἐκ τοῦ ἐξωτερικοῦ 69
— — — Ν.Ε. 1139/26.2.60 70	— ἐκ πελατῶν 83
— — — Ν.Ε. 1146/13.4.60 68 (*)	— ἐκ προμηθευτῶν 83
— — — Ν.Ε. 1149/3.5.60 69 (*)	— ἐκ τραπεζῶν 83
— — — Ν.Ε. 1150/13.5.61 70	— ἐξ ἰδιωτῶν 83
— — — Ν.Ε. 1236/21.3.62 71	— ἐπὶ ἐνεχύρω συναλλαγμα-
— — — Ν.Ε. 1266/12.1.63 72	τικῶν 88
*Αραίωσις κεφαλαίου 53	— ἐπὶ ἐνεχύρω χρεογράφων 88
*Ἀρχαί χρηματοδοτήσεως 93 ἐπ.	— ἐπὶ ὑπόθηκῆ 88
— — — ξένης χρηματοδοτήσεως 46	— τραπεζῶν 88
Αὐτοχρηματοδότησις 87	— ὑπὸ κλεῖδα Τραπεζῆς 88
— — — γνησία 38	Δανεισμοὶ φιλικοὶ 91
— — — μὴ γνησία 39	
— — — καὶ φορολογία 41, 42, 43	



Διεθνής Ὀργανισμός Ἀνασυγκρο-  
τήσεως 63 (\*)  
Διεθνής Τράπεζα Ἀνασυγκροτή-  
σεως 62 (\*)

**Ε**

Ἐγγυητικά ἔπιστολαί 89  
Ἑλληνική Χρηματαγορά 65 ἐπ.  
Ἐμπορευματικά Πιστώσεις 90  
Ἐμπορικά Τράπεζαι 74  
Ἐπιλογαί Χρηματιστηρίου Ἀθη-  
νῶν Α & Β 81 (\*)  
Ἐσωτερική χρηματοδότησις 40  
Ἐταιρεῖαι ἀνταλλαγῆς κεφαλαίων 74  
— ἐπενδύσεων 66, 74, 79  
— ὑποκαταστάσεως μετο-  
χῶν 74  
— χαρτοφυλακίου 74, 77  
— χρηματοδοτήσεως 73

**Η**

Holding Companies 77  
— — , mixed 78  
— — , pure 78

**Ι**

Investment trusts 79  
— — closed end 79  
— — fixed 80  
— — management 80  
— — open end 79  
— — semi fixed 80

**Κ**

Καθεστώς τραπεζικῆς χρηματοδο-  
τήσεως 68  
Κανονική χρηματοδότησις 48  
Κ.Ε.Δ. 74 (\*)  
Κεφαλαιακαὶ συμμετοχαί 76  
Κεφάλαιον ἀναγκαιοῦν 25 ἐπ.  
— , ἀραίωσις τοῦ— 53  
— βραχυπρόθεσμον 19  
— διαρκές 21  
— , ἔννοια τοῦ—11  
— ἴδιον 18

Κεφάλαιον ἴδιον μεσοπρόθεσμον 18 (\*)  
— κινήσεως 21, 94  
— — , θετικά στοιχεῖα  
τούτου 21  
— — , παράγοντες ἐπι-  
δρῶντες ἐπὶ τοῦ-  
του 95  
— — προσδιορισμός με-  
γέθους του, 22, 96  
— μακροπρόθεσμον 19  
— , μέγεθος τούτου, 27 ἐπ.  
— ξένον 18  
— — βραχυπρόθεσμον 20  
— — μακροπρόθεσμον 19,  
45  
— — προέλευσις του 19  
— , στατικὴ διάρθρωσις τοῦ-  
του 95  
— , σύγχρονος σημασία του 9  
— συμπύκνωσις τοῦ—53

Κλεισταὶ ἀγοραὶ χρήματος 62  
Κοινοπραξία χρηματοδοτήσεως 77  
Konsortium 77

**Λ**

Λογισμὸς χρηματοδοτήσεως 10, 56  
Λογιστικὸν σχέδιον 15

**Μ**

Μέσα χρηματοδοτήσεως 83  
— — ἴδια 83  
— — ξένα 83  
Μετοχαὶ ἠγγυημένα 85 (\*)  
— κοινὰ 85 (\*)  
— μετατρέψιμοι 65 (\*, \*)  
— , προβλήματα ἐκ τῆς ἐκδό-  
σεως τῶν μετοχῶν 84  
— προτιμήσεως 85 (\*)

**Ν**

Ν.Δ. 2687/1953 69 (\*)  
Ν.Δ. 2901/1954 43 (\*)

Ν.Δ. 3765/1957 44  
 Ν.Δ. 4002/1959 44  
 Ν.Δ. 4171/1961 69<sup>(2)</sup>  
 Ν.Δ. 4237/1962 84<sup>(1)</sup>  
 Ν.Δ. 4256/1962 44  
 Νομισματική Έπιτροπή 67

## Ξ

Ξένη χρηματοδότησις 46  
 Ξένον κεφάλαιον 18, 19, 45

## Ο

Ο.Β.Α. 75  
 Όμαλή χρηματοδότησις 48  
 Όμολογία μετατρέψιμοι 92  
 Όργανα χρηματοδοτήσεως 73  
 Όριακή απόδοτικότητα 103  
 Όριακόν κόστος 108  
 Ο.Χ.Ο.Α. 75

## Π

Περιουσία, διαστολή κυκλοφορού-  
 σης περιουσίας 15  
 — , κυκλοφοριακή ταχύτης  
 τῆς—13  
 — , ταχύτης κυκλοφορίας  
 τῆς—13, 14  
 Πιστοποιητικά καταθέσεων 84<sup>(2)</sup>  
 Πιστώσεις έμπορευματικά 90  
 Προχρηματοδοτήσεις 49

## Σ

Σιδηρά απόθέματα 98  
 Stocks Class A 85<sup>(1)</sup>  
 — — B 85<sup>(1)</sup>  
 — , Guaranteed—85<sup>(1)</sup>  
 — , no voting—85<sup>(1)</sup>  
 — , preferred—85  
 Συμμετοχαί κεφαλαιακά 76  
 Σχέδιον συνολικῶν μέσων πληρω-  
 μῆς 114  
 — τρεχουσῶν επενδύσεων 112  
 — Χρηματοδοτήσεως 110 έπ.  
 — Χρηματοδοτήσεως βραχυ-  
 χρονίου 132 έπ.

Σχέδιον, Χρηματοδοτήσεως γενικόν  
 125 έπ.  
 — Χρηματοδοτήσεως, μακρο-  
 χρόνιον 115 έπ.

## Τ

Τακτικόν σχέδιον Χρηματοδοτή-  
 σεως 111  
 Τρεχούμενοι λογαριασμοί 89  
 Τρέχουσα χρηματοδότησις 53

## Υ

Υποχρηματοδότησις 48, 52

## Φ

Filiales 78, 85<sup>(1)</sup>  
 Φιλικοί δανεισμοί 90  
 Φορολογικά διευκολύνσεις 40  
 — — εις χώρας  
 Κ.Ε.Α. 40<sup>(2)</sup>,  
 42  
 Φορολογικοί νόμοι σχετικοί με την  
 χρηματοδότησιν 43

## Χ

Χρηματαγορά Έλληνική 65  
 Χρηματική έξυγλανσις 58  
 Χρηματιστήριον 63  
 Χρηματοδότησις, βασικάί άρχαί τῆς  
 —93 έπ.  
 — διά προκαταβο-  
 λῶν 51  
 — έκτακτον σχέδιον  
 τῆς—114  
 — έλληνικῆς βιομη-  
 χανίας 68 έπ.  
 — έκ φορολογικῶν  
 διευκολύνσεων 40  
 — έξ άποσβέσεων 39  
 — έξ έκποίησεως πε-  
 ριουσιακῶν στοι-  
 χείων 39  
 — έξωτερική 44  
 — ενεργητική 35  
 — , έννοια τῆς—35

Χρηματοδότησις	ἔσωτερική 37	Χρηματοδότησις	πωλήσεων, ἄμει-
—	, κοινοπραξία τῆς	—	— , σος 36
—	-77	—	— , ἔμμεσος
—	λόγῳ ἐπεκτάσεως	—	36
—	55	—	, τακτικὸν σχέδιον
—	λόγῳ ἐξυγιάνσεως	—	τῆς—111
—	56	—	τρέχουσα 53
—	λόγῳ ἰδρύσεως 54	Χρηματοοικονομική	ἀνάλυσις Ἴσο-
—	μακροχρόνιον σχέ-	λογισμοῦ	133 ἔπ.
—	διον τῆς—115 ἔπ.	Χρυσοῦς	τραπεζικὸς κανὼν 99
—	, μέσα τῆς—83 ἔπ.		
—	, ὁμαλή ἢ κανονι-		
—	κή 48		
—	, ὄργανα τῆς—73		
—	παθητικὴ 35, 58		

## Ω

Warrants 83, 86

Ὁργανωμένη ἀγορὰ κεφαλαίου 64 (°)

— — χρήματος 63



## ΕΡΓΑ ΤΟΥ ΙΔΙΟΥ

1. *Ἡ Ἀξία Ὑπερπροσόδου τῆς Ἐπιχειρήσεως (Goodwill—Fonds de Commerce)*, Ἀθῆναι 1946, σελ. 66. σχ. 8ον (διατριβὴ ἐπὶ διδακτορίᾳ).
2. *Ἡ πολιτικὴ τῶν τιμῶν εἰς τὰς Βιομηχανικὰς Ἐπιχειρήσεις*, Ἀθῆναι 1947, σελ. 64, σχ. 8ον.
3. *Τὸ πρόβλημα τῆς ρευστότητος εἰς τὰς Τραπεζικὰς καὶ Βιομηχανικὰς Ἐπιχειρήσεις*, Ἀθῆναι 1950, σελ. 76, σχ. 8ον.
4. *Ἡ Θεωρία τῆς τιμῆς ἀντικαταστάσεως*, Ἀθῆναι 1952, σελ. 14.
5. *La rilevazione del costo nelle imprese industriali e commerciali*, (Tesi di laurea), Roma 1953 (ἀνέκδοτος).
6. *Ἡ Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων*. Ἀθῆναι 1954, σελ. 305 σχ. 8ον Τ. 1 (Γενικὸν μέρος).
7. *Ἡ Ἀνάλυσις τῆς ἐκμεταλλεύσεως* ὑπὸ Marcel Pauwels. Ἀπόδοσις εἰς τὴν Ἑλληνικὴν ὑπὸ Μαρίου Ε. Γεωργιάδου, Ἀθῆναι 1955, σελ. 272, σχ. 8ον.
8. *Τὸ Κόστος Διαθέσεως (Distribution cost)*, Ἀθῆναι 1957, σελ. 80, σχ. 8ον.
9. *Περὶ Ἐμπορικῶν Ἐταιρειῶν* ὑπὸ Léon Batardon. Μετάφρασις καὶ ἀπόδοσις εἰς τὴν Ἑλληνικὴν ὑπὸ Μαρίου Ε. Γεωργιάδου, Ἀθῆναι 1958 (Τεύχος I, II).
10. *Εἰσαγωγή εἰς τὰς μεθόδους ἐρεύνης τῆς ἀγορᾶς (Marketing Research)*, (σελ. 88, σχ. 8ον, Ἀθῆναι 1958).
11. *Ἡ Οἰκονομικὴ τῶν Ἐπιχειρήσεων*, Ἀθῆναι 1960 σελ. 456. Ἔκδοσις Β, (ἐπηυξημένη).
12. *Ἡ Τεχνικὴ τῆς κατακτῆσεως τῆς ἀγορᾶς (Marketing)*, σελ. 240, σχ. 8ον, Ἀθῆναι 1961.