



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

# **ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΧΡΗΣΤΟΥ Μ. ΤΣΕΚΟΥΡΑ**



**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2003**



**LONG TERM FINANCIAL  
ENGINEERING**

**ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ  
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ  
ΤΕΧΝΙΚΕΣ**

**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ**  
**ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ**

# **ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΕΣ ΤΕΧΝΙΚΕΣ**

**ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΠΟΥΔΩΝ  
ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ**

**ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗΣ**

**ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ**

**ΧΡΗΣΤΟΥ Μ. ΤΣΕΚΟΥΡΑ**



**ΠΕΙΡΑΙΑΣ 2003**

α φ ι ε ρ ώ ν ε τ α ι . . .

στους καθηγητές μου

## **Φωτογραφία εξώφυλλου.**

### **Αρχαϊκό τετράδραχμο Αθηνών, 450-410π.Χ.**

*Εμπροσθότυπος:* κεφαλή Αθηνάς με κράνος προς δεξιά. Το μάτι είναι σχεδιασμένο μετωπικά.  
*Οπισθότυπος:* γλαύκα (κουκουβάγια) όρθια κατά μέτωπο με το κεφάλι γυρισμένο αριστερά μέσα σε έγκοιλο τετράγωνο. Στο πάνω αριστερό μέρος διακρίνεται κλάδος ελιάς.  
ΑΘΕ αρ. ευρ. 1514, Νομισματική Συλλογή Άλφα Τραπεζής Πίστεως.

## **ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ**

### **ΑΝΤΙ ΠΡΟΛΟΓΟΥ**

#### **ΕΙΣΑΓΩΓΗ**

Η Χρηματοοικονομική Λειτουργία  
Η Χρηματοοικονομική Λειτουργία στην Οργανωτική Δομή της Επιχείρησης  
Οι Στόχοι της Επιχείρησης  
Κοινωνική Ευθύνη  
Η Μεγιστοποίηση της Αξίας ως Στόχος  
Ο Μεταβαλλόμενος Ρόλος της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης  
Επιτόκια  
Δυσχέρειες στον Προγραμματισμό  
Ζήτηση Κεφαλαίων  
Πτώση της Τιμής των Ομολογιών  
Προβλήματα Λογιστικής  
Οργάνωση της εργασίας  
Περίληψη

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1ο**

##### **ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ**

Χρηματιστηριακές Αγορές  
Χρηματοδοτικές Πηγές και Χρηματιστηριακή Διαμεσολάβηση  
Δημοσιονομική Πολιτική  
Οι Αγορές Χρεογράφων  
Έξω-Χρηματιστηριακές Αγορές Χρεογράφων  
Η Απόφαση Εισαγωγής Μετοχών στο Χρηματιστήριο  
Μακροπρόθεσμος Δανεισμός Ανώνυμων Εταιρειών.  
Διεθνείς Αγορές  
Περίληψη

#### **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2ο**

##### **ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

###### **ΑΞΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ**

Πριμ Κινδύνου  
Κόστος Ευκαιρίας  
Χρηματοοικονομικοί δείκτες

###### **ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Ευελξία του Χρόνου Λήξης των Δανείων  
Το Κόστος του Βραχυπρόθεσμου σε Σχέση με τον Μακροπρόθεσμο Δανεισμό

Αντιστάθμιση Κινδύνου – Απόδοσης  
Περίληψη

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3ο**

### **ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

Εμπορικές Πιστώσεις  
Πιστωτικοί Όροι  
Οικονομική φύση του προϊόντος  
Συνθήκες του Πωλητή  
Συνθήκες του Αγοραστή  
Εκπτώσεις για Πληρωμές Μετρητοίς  
Η Έννοια της Καθαρής Πίστωσης  
Πλεονεκτήματα των Εμπορικών Πιστώσεων ως Πηγής Χρηματοδότησης  
Βραχυπρόθεσμη Χρηματοδότηση από Εμπορικές Τράπεζες

### **ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΑΠΟ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ**

Μορφές Δανείων  
Μέγεθος των Πελατών  
Λήξεις  
Ασφάλειες  
Κόστος των Δανείων από Εμπορικές Τράπεζες  
Επιλογή Τραπεζών  
Δικαιόγραφα  
Λήξη και κόστος  
Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα  
Χρήση Ασφαλειών στο Βραχυπρόθεσμο Δανεισμό  
Χρηματοδότηση Μέσο Εισπρακτέων Λογαριασμών (factoring)  
Κίνδυνος και απόδοση επενδύσεων

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4ο**

### **ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ**

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ**

Χρηματοοικονομική Μόχλευση  
Σχέση Μεταξύ Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης  
Βαθμός Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης (DFL)  
Συνδυασμός Λειτουργικής και Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης

#### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ**

Αποδόσεις σε Εναλλακτικά Επίπεδα Πωλήσεων  
Παράγοντες που Επηρεάζουν τη Χρηματοοικονομική Δομή  
Ρυθμός Αύξησης των Πωλήσεων  
Σταθερότητα των Πωλήσεων  
Ανταγωνιστική Δομή του Κλάδου

## **ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ**

Δομή των επενδυμένων κεφαλαίων  
Στάση της Διοίκησης  
Στάση των δανειστών  
Η Χρηματοοικονομική Δομή στην Πράξη  
Σύνθετο ή Συνολικό Κόστος Κεφαλαίου  
Η Φύση του Κόστους Πτώχευσης  
Περίληψη

## **ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ**

Συμπεράσματα Αναφορικά με την Επαναγορά Μετοχών

## **ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ - ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ**

Πηγές Χρηματοδότησης των Επιχειρήσεων  
Άμεση Χρηματοδότηση  
Χαρακτηριστικά των Μεσομακροπρόθεσμων Δανείων και των Ιδιωτικών Τοποθετήσεων

## **Άλλα Χαρακτηριστικά**

Λήξη  
Εξασφαλίσεις  
Προαιρετικά Δικαιώματα (option)  
Όροι των Δανειακών Συμβάσεων  
Κόστος  
Αποτελεσματικές Κεφαλαιαγορές  
Επιπτώσεις των Αποτελεσματικών Κεφαλαιαγορών  
Χρηματοοικονομικός Προγραμματισμός σε Συνθήκες Αποτελεσματικής Αγοράς  
Χαρακτηριστικά των Μακροπρόθεσμων Δανείων  
Αποφάσεις για τη Χρήση Μακροπρόθεσμου Δανεισμού

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5ο**

### **ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ (LEASING)**

Πώληση και Επαναμίσθωση  
Μίσθωση Εκμετάλλευσης  
Χρηματοοικονομικές Μισθώσεις  
Φορολογική Αντιμετώπιση των Μισθώσεων  
Σύγκριση μεταξύ κόστους μίσθωσης και κόστους κτίσης  
Ανάλυση της Εσωτερικής Απόδοσης  
Πρόσθετοι Παράγοντες που Επηρεάζουν την Επιλογή Μίσθωσης και Αγοράς  
Διαφορετικό Κόστος Κεφαλαίου  
Μεγαλύτερες Χρηματοοικονομικές Δαπάνες στην Περίπτωση της Μίσθωσης  
Διαφορές στο Κόστος Συντήρησης  
Υπολειμματικές Αξίες



Διαφορές στους Φορολογικούς Συντελεστές ή στις Φορολογικές Ελαφρύνσεις

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6ο**

### **ΠΑΡΑΣΤΑΤΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΚΤΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ**

### **ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ**

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7ο**

### **ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Χρηματοδότηση με Καινοτομικά Κεφάλαια  
Προγράμματα Μετοχικής Συμμετοχής Προσωπικού  
Χρηματοδοτικά Σχήματα κατά τις Τέσσερις Φάσεις Ανάπτυξης μιας Επιχείρησης  
Διεθνής Χρηματοδότηση  
Περίληψη

## **ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ**

## **ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

## **ΑΝΤΙ ΠΡΟΛΟΓΟΥ...**

Ποια είναι η Χρηματοοικονομική Λειτουργία της Επιχείρησης; Ποια συγκεκριμένα καθήκοντα ανατίθενται στους Υπεύθυνους για τα Χρηματοοικονομικά θέματα και ποια μέσα και μεθόδους έχουν στη διάθεσή τους για τη βελτίωση της επίδοσης της επιχείρησης; Ποιος είναι ο ρόλος της Μακροπρόθεσμης Χρηματοδότησης στην Οικονομία της Ελλάδας και πώς μπορεί να χρησιμοποιηθεί η Χρηματοοικονομική Διαχείριση για την προώθηση των Εθνικών στόχων; Ο βασικός σκοπός της εργασίας αυτής είναι να δώσει απαντήσεις στα ερωτήματα αυτά.

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

### Η Χρηματοοικονομική Λειτουργία

Οι κύριες λειτουργίες του υπεύθυνου για τα χρηματοοικονομικά θέματα είναι ο προγραμματισμός, η εξεύρεση και η χρήση κεφαλαίων με σκοπό τη μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Με λίγα λόγια ο αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής παίρνει αποφάσεις που αφορούν εναλλακτικές πηγές και χρήσεις κεφαλαίων. Ο ορισμός αυτός καλύπτει αρκετές σημαντικές δραστηριότητες. Κατ' αρχήν ο αρμόδιος διευθυντής οφείλει, κατά τον προγραμματισμό και τη διατύπωση προβλέψεων, να μπορεί να διαβλέπει το μέλλον και να συνεργάζεται στενά με τα στελέχη που είναι υπεύθυνα για το γενικό προγραμματισμό της επιχείρησης.

Δεύτερον, ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα ασχολείται με τη λήψη επενδυτικών και χρηματοδοτικών αποφάσεων, καθώς και με τις αλληλεπιδράσεις των αποφάσεων αυτών. Μία πετυχημένη επιχείρηση συνήθως κατορθώνει να έχει ψηλούς ρυθμούς αύξησης των πωλήσεων της, που, για να διατηρηθούν, χρειάζονται πρόσθετες επενδύσεις από μέρους της. Οι υπεύθυνοι για τα χρηματοοικονομικά ζητήματα διευθυντές πρέπει να καθορίσουν τον κατάλληλο ρυθμό αύξησης των πωλήσεων και να αξιολογήσουν εναλλακτικές επενδυτικές ευκαιρίες. Βοηθούν στη λήψη αποφάσεων σε ότι αφορά στην πραγματοποίηση συγκεκριμένων επενδύσεων, καθώς και στις εναλλακτικές πηγές και μορφές των κεφαλαίων που θα τις χρηματοδοτήσουν. Θα πρέπει να λάβουν αποφάσεις για τη χρήση κεφαλαίων από εσωτερικές πηγές αντί από εξωτερικές, για τη χρήση δανειακών αντί ιδίων κεφαλαίων, καθώς και για τη χρήση μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων.

Τρίτον, στην προσπάθεια να επιτευχθεί η όσο το δυνατό αποδοτικότερη λειτουργία της επιχείρησης, ο αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής συνεργάζεται στενά και με τα άλλα τμήματα της επιχείρησης. Όλες οι επιχειρηματικές αποφάσεις έχουν χρηματοοικονομικές επιπτώσεις, γεγονός που πρέπει να παίρνεται υπόψη από όλους τους διευθυντές χρηματοοικονομικούς και μη. Για παράδειγμα, οι αποφάσεις που σχετίζονται με την προώθηση των πωλήσεων (marketing) θα επηρεάσουν το ρυθμό αύξησης των πωλήσεων, ο οποίος με τη σειρά του θα μεταβάλει τις επενδυτικές ανάγκες. Συνεπώς, οι αποφάσεις προώθησης των πωλήσεων πρέπει να παίρνουν υπόψη τους τον τρόπο με τον οποίο επηρεάζουν (και επηρεάζονται από τη διαθεσιμότητα των κεφαλαίων, την πολιτική αποθεμάτων και το βαθμό απασχόλησης του παραγωγικού δυναμικού).

Η τέταρτη δραστηριότητά του αφορά στη χρησιμοποίηση των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών. Ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής, δημιουργεί δεσμούς ανάμεσα στην επιχείρησή του και στις χρηματιστικές αγορές από όπου αντλεί κεφάλαια και όπου γίνεται η διαπραγμάτευση των αξιόγραφων της επιχείρησης.

Συνοψίζοντας, οι κύριες αρμοδιότητες των υπεύθυνων για τα χρηματοοικονομικά ζητήματα διευθυντών σχετίζονται με επενδυτικές αποφάσεις και με τον τρόπο χρηματοδότησής τους. Κατά την εκτέλεση των δραστηριοτήτων αυτών, οι αρμοδιότητες των χρηματοοικονομικών διευθυντών έχουν άμεση επίπτωση στις κρίσιμες αποφάσεις που επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης.

**Η  
Χρηματοοικονομική  
Λειτουργία  
στην  
Οργανωτική  
Δομή της  
Επιχείρησης**

Από τυπική άποψη, οι συγκεκριμένες χρηματοοικονομικές λειτουργίες μοιράζονται ανάμεσα σε δύο ανώτατα οικονομικά στελέχη: τον οικονομικό διευθυντή (treasurer) και το διευθυντή λογιστικού (controller). Ο πρώτος ασχολείται με την εξεύρεση και τη διαφύλαξη των κεφαλαίων. Το πεδίο ευθύνης του διευθυντή λογιστικού, είναι η τήρηση των λογαριασμών, η σύνταξη οικονομικών εκθέσεων και ο οικονομικός έλεγχος. Πέρα από τα βασικά αυτά καθήκοντα, οι δύο θέσεις συχνά περιλαμβάνουν συσχετιζόμενες δραστηριότητες. Για παράδειγμα, ο οικονομικός διευθυντής είναι συνήθως υπεύθυνος για την εξεύρεση ρευστών διαθεσίμων και συνεπώς για τις επαφές με τις εμπορικές τράπεζες. Ο ίδιος είναι ίσως υπεύθυνος και για την υποβολή εκθέσεων αναφορικά με την καθημερινή ταμιακή κατάσταση της επιχείρησης και το ύψος των κεφαλαίων κίνησης. Αυτός είναι επίσης υπεύθυνος για την κατάρτιση των ταμιακών προγραμμάτων. Παρά το γεγονός ότι η κύρια ευθύνη για την υποβολή εκθέσεων βαρύνει το διευθυντή λογιστικού η υποβολή εκθέσεων για τις ταμιακές ροές και η παρακολούθηση των χρηματικών διαθεσίμων γίνεται από τον οικονομικό διευθυντή. Ο τελευταίος είναι ακόμα υπεύθυνος για τη διαχείριση των πιστώσεων, των ασφαλειών και των συνταξιοδοτικών προγραμμάτων.

Η κύρια λειτουργία του διευθυντή λογιστικού περιλαμβάνει την καταχώρηση και παρουσίαση των χρηματοοικονομικών πληροφοριών. Η εργασία αυτή περιλαμβάνει συνήθως την κατάρτιση των προϋπολογισμών και των οικονομικών καταστάσεων, δύο μέσων άσκησης του ελέγχου. Στα υπόλοιπα καθήκοντά του συμπεριλαμβάνονται η μισθοδοσία, η καταβολή των φόρων και ο εσωτερικός διαχειριστικός έλεγχος.

Υπάρχουν πολλές παραλλαγές των παραπάνω εργασιών. Σε μικρότερους οργανισμούς, ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης μπορεί να φέρει την ευθύνη των λειτουργιών τόσο του οικονομικού διευθυντή όσο και του διευθυντή λογιστικού. Σε άλλες μικρές επιχειρήσεις πάλι, ένα μόνο οικονομικό στέλεχος μπορεί να εκτελεί και τις δύο λειτουργίες με τον τίτλο του οικονομικού διευθυντή, του διευθυντή λογιστικού ή του αντιπροέδρου για τα χρηματοοικονομικά θέματα. Οι μεγαλύτεροι οργανισμοί διαθέτουν συχνά και άλλα οικονομικά στελέχη.

Οι αρμοδιότητες των παραπάνω οικονομικών στελεχών διαφέρουν από εταιρία σε εταιρία. Στη διαφοροποίηση αυτή σημαντικό ρόλο παίζει επίσης η ιστορία της εταιρίας και οι ικανότητες των συγκεκριμένων στελεχών.

Κατά κανόνα, η χρηματοοικονομική λειτουργία βρίσκεται κοντά στην κορυφή της οργανωτικής δομής της επιχείρησης, επειδή οι χρηματοοικονομικές αποφάσεις έχουν ζωτική σημασία για την επιβίωση και την επιτυχία της επιχείρησης. Η λειτουργία αυτή παίζει συνήθως σημαντικό ρόλο στις κύριες δραστηριότητες προγραμματισμού και ελέγχου της επιχείρησης. Όλα τα σημαντικά γεγονότα στη ζωή μιας εταιρίας έχουν καθοριστικές οικονομικές επιπτώσεις. Τέτοιες αποφάσεις περιλαμβάνουν την προσθήκη μιας νέας σειράς προϊόντων ή τη μείωση της παραγωγής παλιότερων, την επέκταση ή τη δημιουργία μιας νέας μονάδας, την αλλαγή του τόπου εγκατάστασης, την πώληση πρόσθετων νέων χρεογράφων ή τη σύναψη νέων συμφωνιών μίσθωσης. Οι αποφάσεις αυτές έχουν μόνιμες επιπτώσεις στη **μακροχρόνια αποδοτικότητα** μιας επιχείρησης και συνεπώς απαιτούν την προσοχή των ανώτατων διοικητικών κλιμακίων. Γι' αυτό και κατά κανόνα οι αρμόδιοι για τη χρηματοοικονομική λειτουργία έχουν ενεργή ανάμιξη στις αποφάσεις που παίρνονται από τα ανώτατα διοικητικά κλιμάκια της επιχείρησης.

#### Οι Στόχοι της Επιχείρησης

Ο στόχος της χρηματοοικονομικής διαχείρισης είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Οι αρμόδιοι για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντές οφείλουν να επιδιώκουν την εξισορρόπηση των συμφερόντων που σχετίζονται με την επιχείρηση (εργαζόμενων, καταναλωτών, προμηθευτών) Ανάμεσα στους ιδιοκτήτες και τους πιστωτές μιας επιχείρησης είναι δυνατό να δημιουργηθούν συγκρούσεις. Ας πάρουμε π.χ. μιαν επιχείρηση που έχει χρηματοδοτηθεί κατά το μισό με ίδια κεφάλαια και κατά το υπόλοιπο με δανειακά κεφάλαια σταθερού επιτοκίου (ας πούμε 10%). Ανεξάρτητα από το ύψος των κερδών της επιχείρησης, οι ομολογιούχοι θα εξακολουθούν να έχουν μια

απόδοση 10%. Αν, όμως, η επιχείρηση είναι υπερβολικά επιτυχής, η αγοραία αξία των ίδιων, κεφαλαίων το μετοχικό κεφάλαιο πιθανό να αυξηθεί σημαντικά. Έτσι, αν μια επιχείρηση πηγαίνει πολύ καλά, η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα αυξηθεί, ενώ η “αξία” των δανειακών κεφαλαίων πιθανό να μην επηρεαστεί ουσιαστικά. Από την άλλη πλευρά, αν η επιχείρηση δεν πηγαίνει καλά, θα πρέπει πρώτα να ικανοποιηθούν οι απαιτήσεις των δανειστών και η αξία του μετοχικού κεφαλαίου θα μειωθεί δραστικά. Συνεπώς η αξία των μετοχών παρέχει ένα καλό δείκτη μέτρησης του βαθμού αποδοτικής λειτουργίας της επιχείρησης. Για το λόγο αυτό, οι στόχοι της χρηματοοικονομικής διαχείρισης εκφράζονται γενικά, σε όρους μεγιστοποίησης της αξίας των μετοχών της επιχείρησης, με άλλα λόγια μεγιστοποίησης της τιμής των μετοχών.

Η διατύπωση σαφών αντικειμενικών στόχων, εκφρασμένων σε συνάρτηση με την τιμή των μετοχών, θέτει την επιχείρηση κάτω από την πειθαρχία των χρηματιστικών αγορών. Έτσι, οι μετοχές επιχειρήσεων που έχουν καλύτερη απόδοση από άλλες έχουν ψηλότερη τιμή και οι επιχειρήσεις αυτές μπορούν να αντλήσουν πρόσθετα κεφάλαια με περισσότερο ευνοϊκούς όρους. Όταν τα κεφάλαια διοχετεύονται σε επιχειρήσεις στις οποίες οι τιμές των μετοχών παρουσιάζουν ευνοϊκές τάσεις, τότε οι πόροι της οικονομίας κατευθύνονται στην περισσότερο αποδοτική χρήση τους. Για το λόγο αυτό και η χρηματοοικονομική βιβλιογραφία έχει γενικά υιοθετήσει το βασικό αξίωμα της μεγιστοποίησης της τιμής των μετοχών της επιχείρησης. Η αύξηση του πλούτου των μετόχων παρέχει μία ακόμα βάση ορθολογικής λήψης αποφάσεων για ένα σημαντικό αριθμό χρηματοοικονομικών προβλημάτων που αντιμετωπίζει η επιχείρηση. Θα πρέπει πάντως να έχουμε υπόψη μας ότι μέσα σ' αυτό το γενικό πλαίσιο της αύξησης των τιμών των μετοχών, παρατηρείται μεγάλος αριθμός διαφοροποιήσεων.

#### **Κοινωνική Ευθύνη**

Μια τρίτη και ιδιαίτερα σημαντική διάσταση των στόχων της επιχείρησης και της χρηματοοικονομικής διαχείρισης έχει να κάνει με το θέμα της κοινωνικής ευθύνης. Στο θέμα αυτό πρέπει να ληφθεί υπόψη ένας μεγάλος αριθμός παραγόντων. Αρχικά, αν η επιδίωξη της χρηματοοικονομικής διαχείρισης είναι η μεγιστοποίηση της τιμής των μετοχών. Η επιδίωξη αυτή απαιτεί την ανάληψη αποτελεσματικών και καλά οργανωμένων δραστηριοτήτων που να ανταποκρίνονται στα πρότυπα ζήτησης των καταναλωτών. Επειδή οι πετυχημένες επιχειρήσεις είναι και οι

πιο αποτελεσματικές και καινοτόμες, γι' αυτό και η μεγιστοποίηση της αξίας τους οδηγεί σε νέα προϊόντα, νέες τεχνολογίες και μεγαλύτερη απασχόληση. Έτσι, όσο πιο επιτυχημένη είναι μια επιχείρηση στη μεγιστοποίηση της αξίας της τόσο καλύτερη και μεγαλύτερη είναι και η συνολική "πίττα" που θα μοιραστεί.

Τα τελευταία χρόνια όμως, εξωτερικοί παράγοντες (όπως η μόλυνση του περιβάλλοντος, η ασφάλεια του προϊόντος, τα μέτρα προστασίας των εργαζομένων) άρχισαν να αποκτούν διαρκώς αυξανόμενη σημασία. Σαν οικονομικοί παράγοντες των οποίων οι ενέργειες έχουν σημαντικές επιπτώσεις, οι επιχειρήσεις οφείλουν να παίρνουν υπόψη τους τις επιδράσεις που ασκούν, οι ενέργειες και οι στρατηγικές τους πάνω στο κοινωνικό σύνολο.

Κανείς δεν μπορεί να αγνοήσει τις υποχρεώσεις του ως υπεύθυνος πολίτης, πολύ περισσότερο οι μεγάλες επιχειρήσεις. Από καιρό τώρα έχει αναγνωριστεί ότι το εξωτερικό οικονομικό περιβάλλον παίζει σημαντικό ρόλο στις αποφάσεις των επιχειρήσεων. Οι διακυμάνσεις στο γενικό επίπεδο της επιχειρηματικής δραστηριότητας και οι συσχετιζόμενες με αυτές μεταβολές των συνθηκών που επικρατούν στις χρηματιστικές αγορές αποτελούν σημαντικές εκφάνσεις του εξωτερικού περιβάλλοντος. Με τον ίδιο τρόπο, οι προσδοκίες των εργαζομένων, των καταναλωτών και των διάφορων ενδιαφερόμενων ομάδων δημιουργούν νέες καταστάσεις στο εξωτερικό περιβάλλον, στις οποίες οφείλουν να ανταποκριθούν οι επιχειρήσεις για να πετύχουν μεγιστοποίηση στο εξωτερικό περιβάλλον, στις οποίες οφείλουν να ανταποκριθούν οι επιχειρήσεις για να πετύχουν μεγιστοποίηση του πλούτου μακροπρόθεσμα. Μάλιστα, η ίδια η επιβίωση του συστήματος της ιδιωτικής πρωτοβουλίας μπορεί να εξαρτάται από το κατά πόσο οι επιχειρήσεις είναι σε θέση να ανταποκριθούν σ' αυτές τις νέες και ισχυρές ομάδες πίεσης. Η άποψη αυτή υποστηρίζει ότι οι επιχειρήσεις είναι υποχρεωμένες να αναγνωρίσουν την ύπαρξη ενός μεγαλύτερου αριθμού επιδράσεων από το εξωτερικό περιβάλλον.

Υπάρχουν, όμως, πολλές διαφορετικές απόψεις για το τι είναι καλύτερο για το κοινωνικό σύνολο. Από ποια εξουσία αντλούν οι επιχειρήσεις το δικαίωμα να καταναίμουν κεφάλαια σύμφωνα με τις δικές τους αντιλήψεις για το κοινωνικό καλό: Επιπλέον, αν στην προσπάθειά τους να ανταποκριθούν στις κοινωνικές αυτές απαιτήσεις ορισμένες επιχειρήσεις αυξήσουν σημαντικά το κόστος τους, θα βρεθούν σε μειονεκτική θέση στην περίπτωση που οι ανταγωνιστές τους δεν επιβαρυνθούν το ίδιο.

Η καθιέρωση κανόνων επιχειρηματικής συμπεριφοράς και η συμμόρφωση των επιχειρήσεων τόσο προς το πνεύμα όσο και

προς το γράμμα του νόμου σε όλες τις ενέργειές τους απαιτεί τη συνεργασία της Βιομηχανίας και του Κράτους. Με τον τρόπο αυτό οι περιορισμοί αποτελούν τους κανόνες του παιχνιδιού και οι επιχειρήσεις πρέπει να αγωνιστούν για τη μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων μέσα στα πλαίσια που χαράζουν οι εξωτερικοί αυτοί περιορισμοί σε όλη την εργασία θα υποθέτουμε ότι οι διοικήσεις των επιχειρήσεων λειτουργούν με τον τρόπο αυτό.

**Η  
Μεγιστοποίηση  
της Αξίας ως  
Στόχος**

Ως τώρα αναφερθήκαμε σε ορισμένα ευρύτερα και γενικά ζητήματα που συνεπάγεται ο στόχος της μεγιστοποίησης της αξίας. Στο σημείο αυτό θα στραφούμε σε μερικές διαφοροποιήσεις και σε ορισμένες πρακτικές πλευρές του ρόλου που διαδραματίζει η χρηματοοικονομική διαχείριση στη μεγιστοποίηση της αξίας.

Πρέπει να γίνει αντιληπτό ότι η έννοια της μεγιστοποίησης της αξίας είναι ευρύτερη από την έννοια “μεγιστοποίηση του κέρδους”. Υπάρχουν διάφοροι λόγοι γι’ αυτό. Κατ’ αρχήν, η μεγιστοποίηση της αξίας παίρνει υπόψη της τη χρονική αξία του χρήματος. Τα κεφάλαια που αποκτώνται σήμερα έχουν μεγαλύτερη αξία από τα κεφάλαια που μπορούν να αποκτηθούν σε δέκα χρόνια από σήμερα. Δεύτερο, η αξία παίρνει υπόψη της το βαθμό κινδύνου που συνδέεται με τις εισοδηματικές ροές. Για παράδειγμα η απαιτούμενη απόδοση των εγγυημένων αυτών δηλαδή χωρίς κίνδυνο κρατικών χρεογράφων, θα είναι μικρότερη από εκείνη που απαιτείται για επενδύσεις σε νέες δραστηριότητες. Τρίτο, η “ποιότητα” των προσδοκώμενων στο μέλλον κεφαλαιακών ροών μπορεί να ποικίλλει. Το ύψος των κερδών είναι δυνατό να διαφοροποιείται σημαντικά ανάλογα με τις λογιστικές αρχές και τους κανόνες που εφαρμόζονται. Η μεγιστοποίηση της αξίας αποφεύγει ορισμένα από τα προβλήματα αυτά με το να δίνει έμφαση στις ταμιακές ροές ή στις ροές κεφαλαίων αντί να εξαρτάται από τη μέθοδο μέτρησης των κερδών ή των καθαρών εσόδων. Υπάρχουν αρκετές αποδείξεις ότι οι χρηματιστικές αγορές “βλέπουν” τις διαφορές που οφείλονται στις διάφορες λογιστικές πρακτικές και μπορούν να προσεγγίσουν περισσότερο τις “αποκρυπτόμενες πραγματικές αξίες”.



Όπως και πολλά πράγματα στο σύγχρονο κόσμο, έτσι και η χρηματοοικονομική διαχείριση έχει υποστεί διαχρονικά σημαντικές αλλαγές. Όταν η χρηματοοικονομική εμφανίστηκε ως ανεξάρτητο πεδίο μελέτης στα πρώτα χρόνια του 20 ου αιώνα το ενδιαφέρον συγκεντρωνόταν σε νομικά θέματα, όπως σε ενοποιήσεις και συγχωνεύσεις, στη δημιουργία καινούργιων επιχειρήσεων και στους διάφορους τύπους χρεογράφων που εκδίδανε οι εταιρίες. Η χώρα βρισκόταν σε στάδιο ραγδαίας εκβιομηχάνισης και το κρίσιμο πρόβλημα που αντιμετώπιζαν οι επιχειρήσεις ήταν η εξεύρεση κεφαλαίων για την επέκτασή τους. Οι κεφαλαιαγορές βρίσκονταν σε σχετικά πρωτόγονη κατάσταση και η μεταβίβαση κεφαλαίων από τους μεμονωμένους αποταμιευτές στις επιχειρήσεις ήταν αρκετά δύσκολη. Οι λογιστικές απεικονίσεις των κερδών και της αξίας των περιουσιακών στοιχείων δεν ενέπνεαν εμπιστοσύνη, ενώ η διαπραγμάτευση μετοχών από τα ίδια τα στελέχη των επιχειρήσεων και από κερδοσκόπους προκαλούσε έντονες διακυμάνσεις με συνέπεια την απροθυμία των επενδυτών να αγοράσουν μετοχές και ομολογίες. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον είναι εύκολο να καταλάβει κανείς γιατί η χρηματοοικονομική επιστήμη συγκέντρωνε το ενδιαφέρον της στα νομικά θέματα τα σχετικά με την έκδοση χρεογράφων.

Η έμφαση στο θέμα των χρεογράφων συνεχίστηκε. Οι χρεοκοπίες των επιχειρήσεων στην περίοδο αυτή ανάγκασαν τους ασχολούμενους με τα χρηματοοικονομικά θέματα να στρέψουν την προσοχή τους στο πρόβλημα των πτωχεύσεων και της αναδιοργάνωσης, στη ρευστότητα των εταιριών καθώς και στις κυβερνητικές ρυθμίσεις για τις χρηματιστηριακές αγορές. Η χρηματοοικονομική παρέμεινε ένα περιγραφικό νομικίστικο θέμα, η έμφαση, όμως, μετατοπιζόταν προς την οικονομική επιβίωση μάλλον παρά προς την επέκταση.

Ο προσδιορισμός του ρόλου που οι επιχειρήσεις οφείλουν να αναλάβουν για την επίλυση των προβλημάτων αυτών διεκδικεί σήμερα ένα όλο και μεγαλύτερο μέρος του χρόνου των υπεύθυνων για τη χρηματοοικονομική διαχείριση.

Στις Ηνωμένες Πολιτείες το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων - που αποκαλείται "επιτόκιο χωρίς αθέτηση" (defaultfree rate) αποτελείται από ένα "πραγματικό" επιτόκιο ύψους 2 - 3%, συν ένα "πληθωριστικό πριμ" (inflation premium), που αντικατοπτρίζει τον αναμενόμενο μακροχρόνιο ρυθμό πληθωρισμού. Συνεπώς μια αύξηση του πληθωρισμού μεταφράζεται γρήγορα σε αύξηση των "επιτοκίων χωρίς αθέτηση". Για τις επιχειρήσεις το κόστος του χρήματος εκφράζεται από το "επιτόκιο χωρίς αθέτηση" συν ένα

πριμ κινδύνου (risk premium) με τρόπο ώστε οι αυξήσεις στο “επιτόκιο χωρίς αθέτηση”, που προκαλούνται από τον πληθωρισμό, να αντικατοπτρίζονται και στα επιτόκια δανεισμού των επιχειρήσεων.

#### Δυσχέρειες στον Προγραμματισμό

Οι επιχειρήσεις λειτουργούν πάνω στη βάση μακροχρόνιων προγραμμάτων. Για παράδειγμα η κατασκευή μιας παραγωγικής μονάδας από μια επιχείρηση θα γίνει μόνο μετά από προσεκτική ανάλυση του προβλεπόμενου κόστους και των προβλεπόμενων εσόδων για όλη τη διάρκεια ζωής της μονάδας. Η διατύπωση τέτοιων προβλέψεων είναι δύσκολη ακόμη και κάτω από ιδανικές συνθήκες. Σε περιόδους γρήγορων ανατιμήσεων, όταν το κόστος εργασίας και υλικών αυξάνει ασύμμετρα, η διατύπωση ορθών προβλέψεων, αν και εξαιρετικά σημαντική, είναι πολύ δύσκολο να πραγματοποιηθεί.

#### Ζήτηση Κεφαλαίων

Ο πληθωρισμός αυξάνει τα ποσά των κεφαλαίων που απαιτούνται για τη διεξαγωγή ενός συγκεκριμένου όγκου εργασιών. Όταν ρευστοποιηθούν τα αποθέματα, πρέπει να αντικατασταθούν με πιο ακριβά προϊόντα. Το κόστος επέκτασης ή αντικατάστασης παραγωγικών μονάδων θα είναι επίσης μεγαλύτερο, ενώ οι εργαζόμενοι απαιτούν ψηλότερους μισθούς. Όλα αυτά ασκούν πίεση στους αρμόδιους για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντές να αναζητήσουν πρόσθετα κεφάλαια. Ταυτόχρονα, στην προσπάθειά της να διατηρήσει τον πληθωρισμό σε χαμηλά επίπεδα, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα μπορεί να περιορίσει την προσφορά δανειακών κεφαλαίων. Ο συνακόλουθος ανταγωνισμός για την εξασφάλιση των περιορισμένων αυτών κεφαλαίων αυξάνει ακόμη περισσότερο τα επιτόκια.

#### Πτώση της Τιμής των Ομολογιών

Οι τιμές των μακροπρόθεσμων ομολογιών μειώνονται καθώς αυξάνονται τα επιτόκια. Στην προσπάθειά τους να προστατευτούν από τέτοιες ζημιές κεφαλαίου οι δανειστές αρχίζουν να τοποθετούν περισσότερα κεφάλαια σε βραχυπρόθεσμα δάνεια παρά σε μακροπρόθεσμα και να επιμένουν στην επιλογή ομολογιών που το επιτόκιο τους μεταβάλλεται σύμφωνα με το

“γενικό επίπεδο επιτοκίων”, το οποίο μετριέται από ένα δείκτη επιτοκίων. Η Βραζιλία και άλλα κράτη της Νότιας Αμερικής με μακριά ιστορία ψηλών ρυθμών πληθωρισμού χρησιμοποιούν ομολογίες με μεταβαλλόμενο επιτόκιο από πολλά χρόνια τώρα.

### Προβλήματα Λογιστικής

Όταν οι ρυθμοί πληθωρισμού είναι ψηλοί, τα κέρδη που εμφανίζονται στους ισολογισμούς είναι διαστρεβλωμένα. Η πώληση αποθεμάτων που αποκτήθηκαν με χαμηλό κόστος έχει ως αποτέλεσμα την καταχώρηση στους ισολογισμούς αυξημένων κερδών. Οι ταμιακές ροές όμως, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα καθώς οι επιχειρήσεις συσσωρεύουν νέα αποθέματα με ψηλότερο κόστος. Παρόμοια, το ύψος των αποσβέσεων γίνεται ανεπαρκές, γιατί δεν αντικατοπτρίζει το νέο κόστος αντικατάστασης παραγωγικών μέσων και εξοπλισμού. Το μεγαλύτερο ύψος των δηλωμένων κερδών που προέρχονται από ανεπαρκή αποτίμηση των αποθεμάτων και των αποσβέσεων έχει ως αποτέλεσμα μεγαλύτερους φόρους εισοδήματος και μειωμένες ταμιακές ροές. Στην περίπτωση που μια επιχείρηση προγραμματίζει τη διανομή του μερίσματος και την πραγματοποίηση δαπανών κεφαλαίου με βάση τα πλασματικά αυτά κέρδη που εμφανίζονται στους ισολογισμούς είναι πιθανό να δημιουργηθούν σοβαρά χρηματοοικονομικά προβλήματα.

Ο πληθωρισμός αποτελεί μία νέα ενοχλητική και προκλητική εμπειρία για τους υπεύθυνους της χρηματοοικονομικής διαχείρισης. Αν συνεχιστεί με την ίδια επιμονή η πολιτική και η πρακτική γύρω από τα χρηματοοικονομικά θέματα θα υποστούν και νέες μεταβολές.

### Οργάνωση της εργασίας

Ο σκοπός της εργασίας αυτής είναι να εξηγήσει τις διαδικασίες, τις πρακτικές και τις πολιτικές με τις οποίες ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα μπορεί να συμβάλει στην επιτυχή απόδοση των οικονομικών οργανισμών. Αρχίζουμε δίνοντας έμφαση στην προσπάθεια λήψης των αποφάσεων εκείνων που θα μεγιστοποιήσουν την αξία της επιχείρησης. Κάθε επόμενο θέμα θα θεωρείται μέσα από αυτό το βασικό πλαίσιο. Η εργασία διαιρείται σε επτά κύρια μέρη, ως εξής:

1. Θεμελιώδεις Έννοιες της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης.
2. Χρηματοοικονομική Ανάλυση, Προγραμματισμός και Έλεγχος.
3. Διαχείριση Κεφαλαίων Κίνησης.
4. Επενδυτικές Αποφάσεις.
5. Κόστος Κεφαλαίου.
6. Βραχυπρόθεσμες Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις.
7. Μακροπρόθεσμες Χρηματοοικονομικές Αποφάσεις.

## **Περίληψη**

Οι βασικές λειτουργίες της χρηματοοικονομικής διαχείρισης είναι ο προγραμματισμός, η εξεύρεση και η χρήση κεφαλαίων, με σκοπό τη μεγαλύτερη δυνατή συνεισφορά της στην αποτελεσματική λειτουργία του οικονομικού οργανισμού. Οι λειτουργίες αυτές απαιτούν γνώση των χρηματιστικών αγορών από όπου αντλούνται τα κεφάλαια. Ακόμη, απαιτούν γνώση του τρόπου λήψης των επενδυτικών αποφάσεων και του τρόπου δημιουργίας αποτελεσματικών διαδικασιών μέσα στην επιχείρηση. Πρέπει να εξεταστεί ένας μεγάλος αριθμός εναλλακτικών πηγών και χρήσεων κεφαλαίων. Πάντα υπάρχουν εναλλακτικές επιλογές στις χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Οι επιλογές αυτές περιλαμβάνουν τη χρήση εσωτερικών αντί εξωτερικών κεφαλαίων, την εφαρμογή μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων προγραμμάτων, τη χρήση μακροπρόθεσμων αντί βραχυπρόθεσμων πηγών κεφαλαίων, την επιδίωξη ψηλού αντί χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1<sup>ο</sup>

### ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Ο χρηματοοικονομικός τομέας της οικονομίας, που περιλαμβάνει τις χρηματιστικές αγορές, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τα χρηματοδοτικά μέσα, αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο λειτουργούν οι υπεύθυνοι για τη χρηματοοικονομική διαχείριση διευθυντές. Στο κεφάλαιο αυτό θα γίνει αναφορά σε κάθε ένα από αυτούς τους τρεις βασικούς παράγοντες του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

#### Χρηματιστηριακές Αγορές

Κάθε οικονομικός οργανισμός διεξάγει τις χρηματοοικονομικές του δραστηριότητες μέσα σε ένα πολύπλοκο χρηματοοικονομικό πλαίσιο, επειδή σε μια σύγχρονη κοινωνία η αποταμιευτική και επενδυτική λειτουργία αναλαμβάνονται από διαφορετικούς οικονομικούς φορείς. Στις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες, οι αποταμιεύσεις υπερβαίνουν τις επενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία, με αποτέλεσμα οι μονάδες αυτές να κατέχουν χρηματικά περιουσιακά στοιχεία. Αντίθετα, στις ελλειμματικές μονάδες, οι τρέχουσες αποταμιεύσεις είναι μικρότερες από τις επενδύσεις σε πραγματικά περιουσιακά στοιχεία με αποτέλεσμα οι μονάδες αυτές να καλύπτουν τη διαφορά με την αποδοχή εκ μέρους τους χρηματικών απαιτήσεων. Οι ελλειμματικές οικονομικές μονάδες θέτουν σε κυκλοφορία ένα μεγάλο αριθμό χρηματικών απαιτήσεων, στις οποίες περιλαμβάνονται οι υποσχετικές, οι ομολογίες και οι μετοχές.

Ο κάτοχος ενός λογαριασμού ταμιευτηρίου κάνει μια κατάθεση σε μια τράπεζα. Η κατάθεση αυτή αντιπροσωπεύει ένα περιουσιακό στοιχείο για τον καταθέτη και μια υποχρέωση για την τράπεζα. Η τελευταία μπορεί, με τη σειρά της, να επενδύσει τα κεφάλαια σε ρευστά διαθέσιμα, όπως τα κρατικά ομόλογα. Ας υποθέσουμε τώρα ότι κάποιος δανείζεται από μια τράπεζα για να αγοράσει ένα σπίτι, το σπίτι αυτό είναι ένα πραγματικό περιουσιακό στοιχείο για την αγορά του οποίου ο ιδιοκτήτης του δημιούργησε μια χρηματική υποχρέωση, μια υποθήκη. Η υποθήκη αυτή του ιδιοκτήτη αποτελεί ένα χρηματικό περιουσιακό στοιχείο για την τράπεζα. Ας πάρουμε ένα άλλο παράδειγμα, όταν κάποιος αγοράζει αγαθά με πίστωση από ένα πολυκατάστημα, η

αξία της αγοράς καταγράφεται στα βιβλία του καταστήματος στους "εισπρακτέους λογαριασμούς". Το ποσό που πρέπει να καταβάλει το άτομο που αγόρασε τα αγαθά με πίστωση αντιπροσωπεύει γι' αυτό μια χρηματική υποχρέωση. Μια οικονομική συναλλαγή έχει ως αποτέλεσμα την ταυτόχρονη δημιουργία ενός χρηματικού περιουσιακού στοιχείου και μιας αντίστοιχης υποχρέωσης.

Η δημιουργία και η μεταβίβαση τέτοιων περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων συνιστά τις χρηματιστικές αγορές. Ορισμένες συναλλαγές γίνονται διαμέσου οργανωμένων ιδρυμάτων, ή τα περιφερειακά χρηματιστήρια. Ένας μεγάλος αριθμός συναλλαγών πραγματοποιείται διαμέσου των χιλιάδων χρηματιστών (brokers) και μεσιτών (dealers), που αγοράζουν και

**Χρηματικά Περιουσιακά Στοιχεία και Χρηματικές Υποχρεώσεις. Σύμφωνα με υπόδειξη του καθηγητή Larry Lang, University of Wisconsin-Oshkosh, Oshkosh, Wisconsin**

**A. Αποτέλεσμα μιας κατάθεσης**

Κάτοχος Λογαριασμού Ταμειυτηρίου (Δανειστής)		Τράπεζα-Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα (Δανειζόμενος)	
Κατάθεση σε χρη- ματοπιστωτικό ίδρυμα	Καθαρή Αξία	Κρατικά Ομόλογα	Καταθέσεις

**B. Αποτέλεσμα ενός Ενυπόθηκου**

Δανείου Ιδιοκτήτης Σπιτιού (Δανειζόμενος)		Τράπεζα-Χρηματοπιστωτικό Ίδρυμα (Δανειστής)	
Πραγματικό περιουσιακό στοιχείο- Σπίτι	Χρηματική υποχρέωση- Υποθήκη	Χρηματικό περιουσιακό στοιχείο- Υποθήκη	Χρηματική υποχρέωση- Καταθέσεις

πωλούν χρεόγραφα (και που αποτελούν τις λεγόμενες έξω-χρηματιστηριακές αγορές). Χρηματικά περιουσιακά στοιχεία και χρηματικές υποχρεώσεις δημιουργούνται και από συναλλαγές που διεξάγονται σε μεγάλα πολυκαταστήματα, ταμειυτήρια ή άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Συνεπώς οι χρηματιστικές αγορές δεν έχουν συγκεκριμένη φυσική υπόσταση ούτε είναι κάτι το ασυνήθιστο. Ο καθένας μας έχει να κάνει μ' αυτές με τον ένα ή τον άλλο τρόπο. Έτσι μπορούμε να κατατάξουμε και τα διάφορα

τμήματα των χρηματιστικών αγορών σε κατηγορίες και να τους δώσουμε ένα όνομα. Όταν οι χρηματικές απαιτήσεις και οι υποχρεώσεις που αγοράστηκαν και πουλήθηκαν λήγουν σε διάστημα μικρότερο του έτους, οι συναλλαγές συνιστούν χρηματαγορές (money markets). Όταν η λήξη των μέσων που υπήρξαν αντικείμενο διαπραγμάτευσης ορίζεται σε διάστημα μεγαλύτερο του έτους, τότε έχουμε κεφαλαιαγορές (capital markets). Ο τελευταίος όρος προκαλεί κάποια σύγχυση, επειδή το πραγματικό κεφάλαιο της οικονομίας αποτελείται από υλικά πράγματα, όπως εργοστάσια, μηχανήματα, εξοπλισμούς. Τα μακροπρόθεσμα χρηματικά μέσα, όμως, θεωρούνται ότι τελικά αντιπροσωπεύουν απαιτήσεις σε **πραγματικούς** πόρους της οικονομίας και για το λόγο αυτό οι αγορές στις οποίες τα μέσα αυτά γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης, ονομάζονται κεφαλαιαγορές.

**Χρηματοδοτικές  
Πηγές και  
Χρηματιστηριακή  
Διαμεσολάβηση**

Οι χρηματιστικές αγορές, προσφέρουν ένα μηχανισμό διαμέσου του οποίου ο υπεύθυνος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής της επιχείρησης αντλεί κεφάλαια από ένα μεγάλο αριθμό χρηματοδοτικών πηγών.

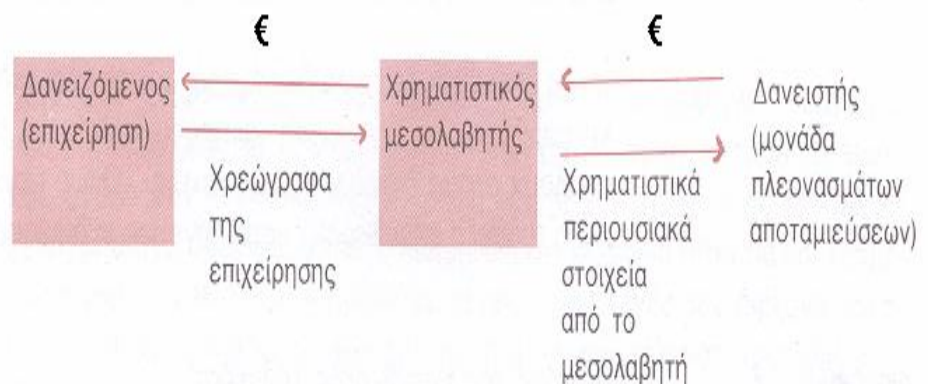
Οι εμπορικές τράπεζες ορίζονται από την ιδιότητά τους να δέχονται καταθέσεις όψεως που μπορούν να μεταβιβαστούν με επιταγές των καταθετών. Τέτοιες επιταγές, που αποτελούν ένα ευρύτατα αποδεκτό μέσο συναλλαγής, αντιπροσωπεύουν ποσοστό μεγαλύτερο του 90% των πραγματοποιούμενων συναλλαγών. Οι χρηματιστικές εταιρίες είναι επιχειρήσεις, των οποίων η κύρια δραστηριότητα είναι η δανειοδότηση άλλων επιχειρήσεων ή ιδιωτών. Οι εταιρίες ασφάλειας ζωής πουλούν προστασία σε περίπτωση απώλειας εισοδήματος από πρόωρο θάνατο ή πρόωρη ανικανότητα για εργασία. Τα ασφαλιστήρια συμβόλαια που πουλούν συνήθως ενσωματώνουν και κάποιο στοιχείο αποταμίευσης. Τα ταμεία συντάξεων συγκεντρώνουν εισφορές από τους εργαζόμενους ή και από τους εργοδότες για να πραγματοποιήσουν περιοδικές πληρωμές μετά την αποχώρηση ίσων εργαζόμενων από την ενεργό υπηρεσία. Οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου ή τα Αμοιβαία κεφάλαια πουλούν μετοχές στους επενδυτές και χρησιμοποιούν το προϊόν της πώλησης για την αγορά μετοχικών ή άλλων τίτλων που είναι ήδη σε κυκλοφορία.

Οι επενδυτικές τράπεζες αγοράζουν τα νεοεκδιδόμενα χρεόγραφα των επιχειρήσεων σε εγγυημένη και προσυμφωνημένη τιμή και αμέσως τα μεταπουλούν στους

διάφορους επενδυτές. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα οι τράπεζες λειτουργούν ως ενδιάμεσος κρίκος μεταξύ επιχειρήσεων και επενδυτών.

Οι επιχειρήσεις εκδίδουν χρεόγραφα (πιστοποιητικά χρεών ή πιστοποιητικά ιδιοκτησίας, δηλαδή ομολογίες ή μετοχές) και εισπράττουν κεφάλαια. Οι επενδυτές πάλι χρησιμοποιούν τα δικά τους κεφάλαια για να αγοράσουν χρεόγραφα. Ενώ τα Τραπεζικά Ιδρύματα δραστηριοποιούνται στις αγοραπωλησίες των νεοεκδιδόμενων χρεογράφων, οι μεσίτες και οι πράκτορες διαπραγματεύονται μετοχές που έχουν ήδη εκδοθεί άλλες πιθανές πηγές κεφαλαίων είναι τα νοικοκυριά, οι άλλες επιχειρήσεις και το κράτος. Σε οποιαδήποτε χρονική στιγμή ορισμένοι από αυτούς θα είναι δανειστές και άλλοι δανειζόμενοι.

Η χρηματιστική διαμεσολάβηση πραγματοποιείται μέσα από συναλλαγές στις χρηματιστικές αγορές που φέρνουν σε επαφή τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες με τις ελλειμματικές με τρόπο ώστε οι αποταμιεύσεις να ανακατανεμηθούν στις πιο παραγωγικές χρήσεις τους. Οι εξειδικευμένες επιχειρήσεις στις δραστηριότητες των οποίων περιλαμβάνεται η δημιουργία χρηματικών περιουσιακών στοιχείων και υποχρεώσεων, ονομάζονται χρηματιστικοί μεσολαβητές (financial intermediaries). Η διαδικασία της χρηματιστικής μεσολάβησης απεικονίζεται στο διάγραμμα.



Ο χρηματιστικός μεσολαβητής δημιουργεί το σύνδεσμο ανάμεσα στο δανειστή και το δανειζόμενο. Ο χρηματιστικός μεσολαβητής μπορεί είτε απλά να αγοράσει χρεόγραφα μιας επιχείρησης και να τα μεταπουλήσει ή να δημιουργήσει τα δικά του χρηματικά μέσα στηριζόμενος στις καταθέσεις των επενδυτών.

Χωρίς τους μεσολαβητές αυτούς και τις διαδικασίες της χρηματιστικής διαμεσολάβησης, η διάθεση των αποταμιεύσεων σε πραγματικές επενδύσεις θα περιοριζόταν από τη δεδομένη κατανομή των αποταμιεύσεων αυτών.



Με τη διαδικασία, όμως, αυτή οι πραγματικοί πόροι κατανέμονται πιο αποδοτικά με αποτέλεσμα την αύξηση του πραγματικού προϊόντος στο σύνολο της οικονομίας. Οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι των επιχειρήσεων παίζουν σημαντικό ρόλο στη διαδικασία της χρηματιστικής διαμεσολάβησης. Αποτελούν το τμήμα εκείνο της διαδικασίας που είναι υπεύθυνο για την **κατανομή των κεφαλαίων** στις πιο αποδοτικές χρήσεις. Συνεπώς η λειτουργία του υπεύθυνου για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντή μπορεί τώρα να γίνει αντιληπτή μέσα στο ευρύτερο αυτό κοινωνικό πλαίσιο. Ιδωμένες στο σύνολό τους, οι επιχειρήσεις είναι ελλειμματικές αποταμιευτικές μονάδες που αντλούν κεφάλαια για να κάνουν επενδύσεις, ώστε να αυξήσουν την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών. Οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι χρησιμοποιούν τις χρηματιστικές αγορές για την άντληση εξωτερικών κεφαλαίων. Ποιος είναι ο πιο αποτελεσματικός τρόπος εξεύρεσης κεφαλαίων; Ποιες είναι οι εναλλακτικές πηγές κεφαλαίων και ποια συγκεκριμένη μορφή μπορούν να πάρουν αυτά; Ποιος θα πρέπει να είναι ο χρονικός ορίζοντας εξόφλησης και οι συγκεκριμένες μορφές αμοιβής των κεφαλαίων που προσφέρουν οι πηγές χρηματοδότησης; Επειδή η απόκτηση των κεφαλαίων αποτελεί μέρος της διαδικασίας κατανομής των πόρων στις πιο αποδοτικές χρήσεις τους, οι υπεύθυνοι για τα χρηματοοικονομικά ζητήματα των επιχειρήσεων είναι εκείνοι που φέρουν και την ευθύνη της αποτελεσματικής χρήσης των κεφαλαίων. Σε ποια επενδυτικά προγράμματα και προϊόντα θα κατανεμηθούν οι πόροι; Τι περιουσιακά στοιχεία και τι πόρους πρέπει να αποκτήσει ο οικονομικός οργανισμός για να παράγει τα προϊόντα και τις υπηρεσίες του; Ποια κριτήρια και ποιοι έλεγχοι θα κατευθύνουν την αποτελεσματική χρήση των κεφαλαίων που διατέθηκαν στους διάφορους τομείς δραστηριοτήτων της επιχείρησης; Πώς πρέπει να γίνει ο προγραμματισμός και έλεγχος των κεφαλαίων, ώστε ο οργανισμός να παράγει και να διαθέτει τα προϊόντα του και τις υπηρεσίες του, όσο το δυνατό πιο αποτελεσματικά; Η κύρια ευθύνη του αρμόδιου για τα χρηματοοικονομικά θέματα είναι η εφαρμογή όλων αυτών των επιλογών στις διάφορες χρηματιστικές αγορές με σκοπό την ικανοποίηση των αναγκών της επιχείρησης σε κεφάλαια.

Η δημοσιονομική πολιτική έχει σημαντική επίδραση στην κίνηση των επιτοκίων. Ένα έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών προκαλεί επεκτατικές επιδράσεις, ενώ ένα πλεόνασμα του ισοζυγίου ασκεί περιοριστική επιρροή. Η γενική, όμως, αυτή διατύπωση πρέπει να τροποποιηθεί, ώστε να αντικατοπτρίζει και τον τρόπο με τον οποίο χρηματοδοτείται ένα έλλειμμα ή με τον οποίο χρησιμοποιείται ένα πλεόνασμα. Για να έχει το μεγαλύτερο δυνατό επεκτατικό αποτέλεσμα, ένα έλλειμμα πρέπει να χρηματοδοτηθεί από την πώληση χρεογράφων μέσα από το τραπεζικό σύστημα, ιδιαίτερα την κεντρική τράπεζα. Η διαδικασία αυτή δημιουργεί το μέγιστο δυνατό ύψος τραπεζικών αποθεμάτων και επιτρέπει την πολλαπλάσια επέκταση της προσφοράς χρήματος. Για να έχει το μεγαλύτερο δυνατό περιοριστικό αποτέλεσμα, ένα πλεόνασμα πρέπει να χρησιμοποιηθεί για να αποσυρθούν ομολογίες από το τραπεζικό σύστημα, κυρίως από την κεντρική τράπεζα, μειώνοντας έτσι τα αποθέματα των τραπεζών και προκαλώντας πολλαπλάσια μείωση της προσφοράς χρήματος. Οι επιδράσεις που ασκούν τα προγράμματα χρηματοδότησης του Υπουργείου Οικονομικών (Treasury) ποικίλλουν. Συνήθως, όταν το Υπουργείο Οικονομικών χρειάζεται να αντλήσει κεφάλαια από τη χρηματαγορά, συναγωνίζεται με τους άλλους χρήστες κεφαλαίων. Το αποτέλεσμα μπορεί να είναι μια άνοδος του επιπέδου των επιτοκίων. Η πολιτική του Υπουργείου Οικονομικών, όμως, επηρεάζεται και από την επιθυμία να κρατηθούν τα επιτόκια σε επιθυμητά επίπεδα. Για να εξασφαλιστεί η επιτυχία μιας νέας μεγάλης έκδοσης κρατικών χρεογράφων, οι νομισματικές αρχές είναι δυνατό να χαλαρώσουν προσωρινά τους νομισματικούς περιορισμούς - μια διαδικασία που συμβάλλει στη μείωση των επιτοκίων. Αν το Υπουργείο Οικονομικών συναντήσει δυσχέρειες στην πώληση των χρεογράφων στον έξω-τραπεζικό τομέα, θα τα διαθέσει σε μεγάλες ποσότητες στον εμπορικό τραπεζικό τομέα διευρύνοντας έτσι τα αποθέματά του, γεγονός που θα έχει ως αποτέλεσμα και την αύξηση της νομισματικής βάσης. Η αλλαγή αυτή, με τη σειρά της, συμβάλλει στη μείωση των επιτοκίων.

Οι αγορές χρεογράφων αποτελούν έναν άλλο σημαντικό θεσμό της λειτουργίας του χρηματοδοτικού συστήματος. Μια βάση ταξινόμησης των αγορών χρεογράφων είναι η διάκριση μεταξύ πρωτογενών αγορών (primary markets), στις οποίες εισάγονται για πρώτη φορά οι μετοχές και οι ομολογίες και δευτερογενών αγορών (secondary markets), στις οποίες οι ίδιοι τίτλοι γίνονται στη συνέχεια αντικείμενο διαπραγματεύσεων. Η αρχική πώληση χρεογράφων γίνεται από τις τράπεζες, που τα

αγοράζουν από τις εκδότριες εταιρίες.

Οι συναλλαγές που ακολουθούν μπορούν να πραγματοποιηθούν, σε οργανωμένα χρηματιστήρια ή σε λιγότερο επίσημες αγορές. Οι δραστηριότητες των αγορών χρεογράφων μας δίνουν ένα πλαίσιο μέσα από το οποίο μπορεί να γίνει κατανοητή η φύση των επενδυτικών τραπεζών και των αγορών για νέες εκδόσεις. Η δευτερογενής αγορά, δηλαδή τα οργανωμένα χρηματιστήρια και οι έξω-χρηματιστηριακές αγορές, η τριτογενής αγορά και η τεταρτογενής αγορά θα συζητηθούν παρακάτω.

Τα οργανωμένα χρηματιστήρια τίτλων θεωρούνται ότι προσφέρουν τουλάχιστον τέσσερα σημαντικά **πλεονεκτήματα**:

1. Τα χρηματιστήρια διευκολύνουν την επενδυτική διαδικασία παρέχοντας μια αγορά, όπου μπορούν να διεξαχθούν συναλλαγές με τρόπο αποτελεσματικό και με σχετικά χαμηλή δαπάνη. Με τον τρόπο αυτό και οι επενδυτές είναι σίγουροι ότι υπάρχει ένα μέρος όπου μπορούν να πουλήσουν τις μετοχές τους, αν το θελήσουν. Με την αυξημένη ρευστότητα που δημιουργούν τα χρηματιστήρια, οι επενδυτές είναι περισσότερο πρόθυμοι να αποδεχθούν μια χαμηλότερη απόδοση των χρεογράφων τους παρά κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Αυτό σημαίνει ότι τα χρηματιστήρια **μειώνουν το κόστος των κεφαλαίων για τις επιχειρήσεις**.

2. Με την αγορά που παρέχουν τα χρηματιστήρια δημιουργούν ένα θεσμικό πλαίσιο όπου η συνεχής διαπραγμάτευση προσφέρει μια εκτίμηση για την αξία των χρεογράφων. Οι αγοραπωλησίες των χρεογράφων εκφράζουν μια συγκεκριμένη κρίση για την αξία και τις προοπτικές των διάφορων εταιριών. Οι εταιρίες, οι προοπτικές των οποίων έχουν κριθεί ευνοϊκά από τους επενδυτές, έχουν μεγαλύτερη χρηματιστηριακή αξία, πράγμα που **διευκολύνει τις χρηματοδοτήσεις νέων επενδύσεων και την ανάπτυξή τους**.

3. Η λειτουργία των χρηματιστηρίων συμβάλλει στη διαμόρφωση σχετικά **σταθερότερων τιμών** για τα χρεόγραφα. Οι οργανωμένες αγορές συντελούν στη βελτίωση της **ρευστότητας** με το να παρέχουν ένα διαρκή και μόνιμο χώρο αγοραπωλησιών που συνεπάγεται συχνότερες μεν, αλλά μικρότερες σε έκταση, μεταβολές των τιμών.

4. Οι αγορές χρεογράφων βοηθούν στην απορρόφηση νέων εκδόσεων και διευκολύνουν την επιτυχία της κυκλοφορίας τους.

Ορισμένες επιχειρήσεις, όμως, που δεν είναι σε θέση να χρησιμοποιήσουν τα χρηματιστήρια μπορούν να πετύχουν αρκετά από τα πλεονεκτήματα αυτά, όταν διαπραγματεύονται τις μετοχές τους στις έξω-χρηματιστηριακές αγορές.

Οι έξω-χρηματιστηριακές αγορές χρεογράφων (over the counter security markets) είναι ο όρος που χρησιμοποιείται για να καθορίσει τις δραστηριότητες αγοράς και πώλησης χρεογράφων που δε λαμβάνουν χώρα σε ένα χρηματιστήριο. Στις ΗΠΑ η έξω-χρηματιστηριακή αγορά περιλαμβάνει μετοχές Αμερικάνικων ομώνυμων εταιριών όλων των τύπων και μεγεθών καθώς και ορισμένων ξένων εταιριών. Στην αγορά αυτή υπάρχουν 50.000 περίπου μετοχές ανώνυμων εταιριών από τις οποίες, όμως, μόνο οι 15.000 παρουσιάζουν ζωνηρή κίνηση. Ο αριθμός αυτός είναι τριπλάσιος περίπου από τον αριθμό των εταιριών που έχουν εισαχθεί στα οργανωμένα χρηματιστήρια. Επιπλέον, στις έξω-χρηματιστηριακές αγορές γίνονται αντικείμενο διαπραγμάτευσης (1) όλες σχεδόν οι ομολογίες των αμερικάνικων ανωνύμων εταιριών (2) όλες σχεδόν οι ομολογίες των ομοσπονδιακών και πολιτειακών αρχών καθώς και των αρχών της τοπικής αυτοδιοίκησης (3) οι χωρίς όρια (open-end) μετοχές αμοιβαίων κεφαλαίων των εταιριών χαρτοφυλακίου (4) νέες εκδόσεις χρεογράφων (5) οι περισσότερες δευτερεύουσες διανομές μεγάλων χαρτοφυλακίων μετοχών, ανεξάρτητα από το εάν έχουν ή όχι εισαχθεί σε κάποιο χρηματιστήριο και (6) οι μετοχές των περισσότερων τραπεζών και ασφαλιστικών εταιριών της χώρας.

Τα χρηματιστήρια λειτουργούν ως χώροι δημοπρασίας. Οι αγοραπωλησίες γίνονται διαμέσου αντιπροσώπων, που συναλλάσσονται σε ένα γεωγραφικά συγκεκριμένο χώρο. Σε ένα χρηματιστήριο, ορισμένα μέλη που είναι γνωστά ως "ειδικοί", είναι υπεύθυνα για την εναρμόνιση εντολών πώλησης και αγοράς σε κάποιο συγκεκριμένο χρεόγραφο. Αντίθετα, η έξω-χρηματιστηριακή αγορά είναι μία αγορά, δηλ. οι αγοραπωλησίες διεξάγονται σε όλη τη χώρα από χρηματιστές που είναι γνωστοί ως "δημιουργοί αγορών" (market makers). Οι μεταπράτες αυτοί είναι έτοιμοι να αγοράσουν και να πουλήσουν χρεόγραφα με τον ίδιο τρόπο που ενεργεί ο χονδρέμπορος προϊόντων και εμπορευμάτων. Τα χρηματιστήρια χρησιμοποιούνται για την εναρμόνιση εντολών αγοράς και πώλησης που δίνονται σχεδόν ταυτόχρονα. Αν, όμως, μια μετοχή γίνεται αντικείμενο διαπραγμάτευσης λιγότερο συχνά, ίσως γιατί αφορά σε μια νέα ή μικρή επιχείρηση, η εναρμόνιση των εντολών αγοράς και πώλησης μπορεί να απαιτήσει μεγάλο χρονικό διάστημα. Για να αποφύγουν ένα τέτοιο πρόβλημα, ορισμένες επιχειρήσεις χρηματιστών - μεταπρατών διατηρούν ένα απόθεμα μετοχών.

Αγοράζουν όταν οι μεμονωμένοι επενδυτές θέλουν να πουλήσουν και πουλούν όταν οι επενδυτές θέλουν να αγοράσουν. Κάποτε οι μετοχές αυτές φυλάγονταν σε χρηματοκιβώτιο "Όταν αγοράζονταν ή πουλιόνταν περνούσαν στην κυριολεξία πάνω από τον πάγκο" (over the counter).

Οι χρηματιστές και οι μεταπράτες που δραστηριοποιούνται στις έξω-χρηματιστηριακές αγορές επικοινωνούν μεταξύ τους δια μέσου ενός δικτύου ιδιωτικών τηλεγραφικών και τηλεφωνικών γραμμών και, από το 1971, δια μέσου ενός ηλεκτρονικού συστήματος αναγγελίας τιμών που καλείται NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation System). Το NASDAQ είναι ένα σύστημα ηλεκτρονικών υπολογιστών που επιτρέπει τις τρέχουσες αναγγελίες τιμών να εμφανίζονται στις οθόνες των τερματικών που βρίσκονται στα γραφεία των συνδρομητών.

Ο όρος τρίτη αγορά (third market) χρησιμοποιείται για τις έξω-χρηματιστηριακές αγοραπωλησίες εισαγομένων χρεογράφων που διεξάγονται από μη μέλη κάποιου χρηματιστηρίου. Ο ίδιος όρος καλύπτει επίσης και αγοραπωλησίες μεγάλου αριθμού εισαγομένων μετοχών δια μέσου ενός χρηματιστηριακού γραφείου που ενεργεί ως μεσολαβητής μεταξύ δύο οργανισμών ή ιδρυμάτων που διαθέτουν μεγάλα χαρτοφυλάκια αξιόγραφων.

Η τέταρτη αγορά (fourth market) αναφέρεται στην απευθείας μεταβίβαση μεγάλου αριθμού μετοχών ανάμεσα σε δύο τέτοιους φορείς χωρίς την παρέμβαση κάποιου χρηματιστή. Ένα γνωστό παράδειγμα είναι η συμφωνία ανάμεσα στο ίδρυμα Ford και στο Ίδρυμα Rockefeller να ανταλλάξουν τις μετοχές των εταιριών Ford Motor CO και Standard Oil of New Jersey. Τέτοιου είδους συναλλαγές οδήγησαν στην ανάπτυξη του Instinet, ενός ηλεκτρονικού συστήματος εξοπλισμένου με τερματικά που διαθέτουν οθόνες για την αναγγελία τιμών και που εξασφαλίζει την επικοινωνία μεταξύ των μεγαλύτερων από αυτούς τους επενδυτικούς φορείς. Η ανάπτυξη της τρίτης και της τέταρτης αγοράς αντικατοπτρίζει την αυξανόμενη σημασία των ιδρυμάτων στις αγοραπωλησίες μετοχών.

**Η Απόφαση  
Εισαγωγής  
Μετοχών  
στο  
Χρηματιστήριο**

Τα χρηματιστήρια θέτουν ορισμένες προϋποθέσεις που πρέπει να πληρούν οι επιχειρήσεις πριν οι μετοχές τους εισαχθούν σ' αυτά. Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν στο μέγεθος της εταιρίας, στη χρονική διάρκεια της λειτουργίας της, στην εξέλιξη των κερδών της, στον αριθμό των μετοχών που έχουν σε κυκλοφορία, στην αγοραία αξία τους και σε άλλα. Η απόφαση

για την επιδίωξη της εισαγωγής των χρεογράφων της σε κάποιο χρηματιστήριο παίρνεται από την ίδια την επιχείρηση. Συνήθως, οι μετοχές μιας καινούργιας μικρής επιχείρησης γίνονται αντικείμενα διαπραγμάτευσης σε έξω-χρηματιστηριακές αγορές για τον απλούστατο λόγο ότι δεν υπάρχει κίνηση τέτοια που να δικαιολογεί τη δημοπράτησή τους.

Πολλοί πιστεύουν ότι η εισαγωγή μετοχών σε ένα χρηματιστήριο παρέχει πλεονεκτήματα, τόσο στην εταιρία όσο και στους μετόχους της. Οι εταιρίες που έχουν εισαχθεί απολαμβάνουν κάποια ανέξοδη διαφήμιση και δημοσιότητα, ενώ το γεγονός ότι έχουν εισαχθεί αυξάνει το γόητρο και τη φήμη τους. Αυτό πιθανόν να έχει κάποια ευεργετικά αποτελέσματα στις πωλήσεις των προϊόντων τους και τους παρέχει πλεονεκτήματα, με την έννοια ότι μειώνει την απαιτούμενη απόδοση των μετοχών τους. Οι επενδυτές ανταποκρίνονται ευνοϊκά στην αυξημένη πληροφόρηση, τη μεγαλύτερη ρευστότητα και το ψηλότερο γόητρο. Με την παροχή των υπηρεσιών αυτών στους επενδυτές, χάρη στην εισαγωγή των μετοχών τους στα χρηματιστήρια, οι υπεύθυνοι για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντές πετυχαίνουν να μειώσουν το κόστος κεφαλαίου για την επιχείρησή τους.

**Μακροπρόθεσμος  
Δανεισμός  
Ανώνυμων  
Εταιρειών**

Όπως και στην περίπτωση των κρατικών φορέων και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, οι μη χρηματιστηριακές επιχειρήσεις προβαίνουν σε διάφορες μορφές μακροπρόθεσμου δανεισμού. Ορισμένες από τις μορφές αυτές γίνονται μετά από συνεννόηση με χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρίες. Άλλες πάλι διατίθενται με τη βοήθεια τραπεζών σε μεγάλο αριθμό αγοραστών. Από τεχνική άποψη, **ομολογίες (bonds) είναι κάθε μορφή μακροπρόθεσμου δανεισμού**. Όταν καλύπτονται με διασφαλίσεις σε ακίνητα, οι ομολογίες λέγονται ενυπόθηκες (mortgage bonds) ή απλά υποθήκες (mortgages). Τα μακροπρόθεσμα δάνεια για την αγορά κατοικιών αναφέρονται ως υποθήκες, αλλά υπάρχει ενυπόθηκη χρηματοδότηση και για επαγγελματικά ακίνητα. Η ομοσπονδιακή κυβέρνηση έχει δημιουργήσει διάφορους οργανισμούς που όλοι μαζί αποτελούν τη δευτερογενή αγορά υποθηκών, η δραστηριότητα της οποίας είναι η αγορά υποθηκών από τα ιδρύματα που χορήγησαν αρχικά τα δάνεια. Στον τομέα της αγοράς υποθηκών καθώς και στους σχετικούς τομείς δημιουργούνται σημαντικές αλληλεπιδράσεις ανάμεσα στα

ιδιωτικά χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τους κρατικούς οργανισμούς.

## Διεθνείς Αγορές

Τώρα θα στραφούμε στις διεθνείς διαστάσεις των χρηματιστηριακών αγορών και στα μέσα που έχουν αναπτυχθεί σ' αυτές, τομέα που παρουσιάζει όλο και μεγαλύτερο ενδιαφέρον. Η διεθνής διάσταση των χρηματιστηριακών αγορών έχει αναπτυχθεί χάρη στους μηχανισμούς που δημιούργησε η Ευρωπαϊκή αγορά νομισμάτων. Μια κατάθεση σε Ευρωπαϊκά νομίσματα δημιουργείται όταν ένα τραπεζικό ίδρυμα μιας χώρας δέχεται καταθέσεις σε νομίσματα κάποιας άλλης. Η ανάπτυξη της αγοράς αυτής άρχισε στο τέλος της δεκαετίας του '50 και γύρω στα μέσα της δεκαετίας του '70 ο όγκος των λογαριασμών σε Ευρωπαϊκά νομίσματα είχε υπερβεί το ποσό των 250 εκατομμυρίων δολαρίων, από τα οποία τα τρία τέταρτα σε δολάρια ΗΠΑ. Η Ευρωπαϊκή αγορά νομισμάτων σε δολάρια ΗΠΑ αναφέρεται ως αγορά Ευρωδολαρίων. Παρά το γεγονός ότι το κύριο μέσο της Ευρωπαϊκής αγοράς νομισμάτων είναι η κατάθεση, υπάρχουν και άλλες μορφές, όπως τα πιστοποιητικά καταθέσεων προθεσμίας, οι επιταγές αποδοχής τράπεζας, οι υποσχετικές, καθώς και τα δάνεια διάφορης λήξης.

Μια τράπεζα ή μια κρατική επιχείρηση που διαθέτει περισσότερο ξένο συνάλλαγμα από όσο απαιτείται για τις τρέχουσες ανάγκες της, μπορεί να επιδιώξει κάποιο τόκο για αυτά τα προσωρινά πλεονασματικά κεφάλαια. Αν το ποσό είναι μεγάλο, αξίζει τον κόπο του αρμόδιου διευθυντή να ψάξει για την καλύτερη δυνατή απόδοση που υπάρχει στην αγορά. Αυτό μπορεί να συνεπάγεται τη χρήση ενός τραπεζικού γραφείου σε μια ξένη χώρα και την κατάθεση κεφαλαίων εκφρασμένων στα κατάλληλα νομίσματα. Στην περίπτωση που οι ξένες χρηματαγορές παρέχουν καλύτερους όρους από τις αντίστοιχες αμερικανικές, ο δανειστής και το γραφείο που δέχεται την κατάθεση ανταλλάσσουν επιστολές, όπου αναφέρονται με λεπτομέρειες οι όροι της κατάθεσης και ανακοινώνεται η μεταβίβαση των κεφαλαίων. Η συνηθισμένη πράξη κατάθεσης είναι 1 εκατομμύριο νομισματικές μονάδες. Στην περίπτωση που ο δανειστής θα χρειαστεί βραχυπρόθεσμα κεφάλαια πριν από τη λήξη της προθεσμίας της κατάθεσής του, μπορεί να δανειστεί για την απαιτούμενη περίοδο προβαίνοντας σε μια αντισταθμιστική συναλλαγή στην Ευρωπαϊκή αγορά νομισμάτων.

Το επιτόκιο που πληρώνεται γι' αυτές τις καταθέσεις από τις μεγαλύτερες και περισσότερο γνωστές διεθνείς τράπεζες ονομάζεται LIBOR (London Inter-Bank Offer Rate). Τα επιτόκια καταθέσεων για μικρότερα χρονικά διαστήματα είναι γενικώς

σταθερά, στην περίπτωση, όμως, καταθέσεων για μεγάλα χρονικά διαστήματα μπορούν να κυμαίνονται. Συνήθως τα κυμαινόμενα επιτόκια αναπροσαρμόζονται κάθε εξάμηνο ακολουθώντας τις μεταβολές στο βραχυπρόθεσμο επιτόκιο LIBOR με το οποίο συνδέονται. Αυτοί που συμμετέχουν στην Ευρωπαϊκή αγορά βρίσκονται διεσπαρμένοι σ' όλο τον κόσμο. Τα κεφάλαια μεταβιβάζονται στη χώρα στην οποία αναφέρονται τα Ευρωπαϊκά είτε άμεσα, μέσω ανταποκριτριών τραπεζών, είτε σύμφωνα με τις οδηγίες του παρεμβαλλόμενου χρηματιστή με την παράδοση του απαιτούμενου εγγράφου. Εκτός από τις συνηθισμένες διατραπεζικές καταθέσεις, υπάρχουν ακόμη τα πιστοποιητικά καταθέσεων προθεσμίας σε Ευρωδολάρια (παρόμοια με τα αντίστοιχα πιστοποιητικά καταθέσεων προθεσμίας της εγχώριας αγοράς) που είναι διαπραγματεύσιμα μέσα και που διαθέτουν μια δραστήρια δευτερογενή αγορά. Πολλά υποκαταστήματα αμερικανικών τραπεζών συναγωνίζονται για κεφάλαια σε Ευρωδολάρια εκδίδοντας πιστοποιητικά καταθέσεων σε αυτό το νόμισμα.

Φυσικά, αν τα επιτόκια είναι σχετικά χαμηλότερα στην Ευρώπη, ο αυξημένος δανεισμός από το εξωτερικό θα δημιουργήσει εξισορροπητικές τάσεις στα επίπεδα των επιτοκίων. Πολλές φορές, οι ξένες επιχειρήσεις βρίσκουν ελκυστική την πώληση "ομολογίων των Γιάνκηδων", δηλ. ομολογίων που έχουν εκδοθεί από ξένες κυβερνήσεις και εταιρείες αλλά που η πώλησή τους πραγματοποιείται στις Ηνωμένες Πολιτείες σε ονομαστικές τιμές δολαρίων ΗΠΑ. Οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι των επιχειρήσεων (είτε στις Ηνωμένες Πολιτείες είτε σε κάποια άλλη χώρα) συνηθίζουν όλο και περισσότερο να βλέπουν τον κόσμο ολόκληρο ως μια δυνητική χρηματιστική αγορά. Ανάλογα με τις μεταβολές των οικονομικών και χρηματοδοτικών συνθηκών, ο χρηματοοικονομικός διευθυντής άλλοτε παίζει το ρόλο του δανειζόμενου στις ξένες αγορές και άλλοτε του δανειστή. Τα συστήματα μεταφοράς και επικοινωνίας ενώνουν σήμερα τα διάφορα κράτη άμεσα και στενά. Το **Ευρώ** ως κύριο νόμισμα συναλλαγών στην Ευρώπη, ένωσε ουσιαστικά της χώρες μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης ισχυροποιώντας έτσι τη θέση της Ευρώπης στην Παγκόσμια Αγορά.

## Περίληψη

Ο χρηματοοικονομικός τομέας της οικονομίας, που αποτελεί ένα σημαντικό τμήμα του περιβάλλοντος μέσα στο οποίο δραστηριοποιούνται οι αρμόδιοι για τα χρηματοοικονομικά ζητήματα διευθυντές των επιχειρήσεων, αποτελείται από



χρηματιστηριακές αγορές, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και χρηματοδοτικά μέσα. Οι χρηματιστηριακές αγορές περιλαμβάνουν τη δημιουργία και μεταβίβαση χρηματικών περιουσιακών στοιχείων και αντίστοιχων υποχρεώσεων.

Οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν δύο κύριους **τύπους χρηματοδότησης**: την αύξηση των ίδιων κεφαλαίων με την έκδοση μετοχών και διάφορες μορφές δανείων. Υπάρχουν πολλοί εναλλακτικοί τύποι δανειακών μέσων που διαφέρουν σε ότι αφορά τη χρονική διάρκεια και το βαθμό κινδύνου που μπορεί να προκαλέσει η αδυναμία του δανειζόμενου (του εκδότη του δανειακού μέσου) να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του.

Οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές διευρύνουν τον αριθμό των εναλλακτικών λύσεων που διαθέτουν οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι των επιχειρήσεων. Τα κεφάλαια που πλεονάζουν μπορούν να επενδυθούν με ευνοϊκούς όρους σε πολλούς διαφορετικούς τύπους διεθνών χρηματοοικονομικών μέσων.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2<sup>ο</sup>

### ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΛΗΣΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ

#### ΑΞΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΣ

##### Πριμ Κινδύνου

Όταν κανείς διαθέτει ένα περιορισμένο ποσό χρημάτων για επενδύσεις πρέπει να επιλέξει ανάμεσα στις διάφορες επενδυτικές ευκαιρίες με τελικό κριτήριο επιλογής την αντισταθμιστική σχέση κινδύνου - απόδοσης. Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι είμαστε αδιάφοροι ως προς τις εξής επιλογές: ένα πενταετές κρατικό ομόλογο με ετήσια απόδοση 5%, μια πενταετή ομολογία ανώνυμης εταιρίας με απόδοση 6% το χρόνο και μια μετοχή από την οποία αναμένετε ετήσια απόδοση 7%. Με βάση τα δεδομένα αυτά υποτίθεται ότι το κρατικό ομόλογο είναι ένα χρεόγραφο χωρίς κίνδυνο, η ομολογία της ανώνυμης εταιρίας φέρει ένα πριμ κινδύνου 1% και η μετοχή έχει ένα πριμ κινδύνου 2 ποσοστιαίων μονάδων. Επομένως το πριμ κινδύνου είναι η πρόσθετη απόδοση που πρέπει να αποφέρουν οι επενδύσεις με μεγαλύτερο κίνδυνο σε σχέση με τις άλλες επενδύσεις μικρότερου κινδύνου για να υπάρχει ζήτηση γι' αυτές.

##### Κόστος Ευκαιρίας

Παρά το γεγονός ότι σε κάθε συγκεκριμένη χρονική στιγμή υπάρχει ένας μεγάλος αριθμός επενδυτικών ευκαιριών σε μια οικονομία, οι επενδυτές εξετάζουν στην πραγματικότητα μόνο ένα περιορισμένο αριθμό από αυτές. Αφού κάνουν τις προσαρμογές τους ανάλογα με τις διαφοροποιήσεις του κινδύνου, οι επενδυτές κατατάσσουν τις διάφορες επενδυτικές ευκαιρίες σε κατηγορίες από τις πιο ελκυστικές ως τις λιγότερο ελκυστικές. Κατόπιν υποτίθεται ότι τοποθετούν τα διαθέσιμα κεφάλαιά τους στις πιο ελκυστικές επενδύσεις. Αν προσφερθεί στους επενδυτές αυτούς μία νέα επένδυση πρέπει να τη συγκρίνουν με την καλύτερη εναλλακτική λύση που υπάρχει. Στην περίπτωση που πραγματοποιούν την καινούργια επένδυση, σημαίνει ότι εγκαταλείπουν την ευκαιρία να επενδύσουν στην καλύτερη από τις παλιές εναλλακτικές επενδύσεις. Η απόδοση της καλύτερης από τις εναλλακτικές επενδύσεις λέγεται κόστος ευκαιρίας της καινούριας εναλλακτικής επένδυσης.

## Δείκτες

Η ανάλυση δεικτών, που συνδέει μεταξύ τους στοιχεία του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων χρήσης, επιτρέπει τη χάραξη του ιστορικού μιας επιχείρησης και την αξιολόγηση της τρέχουσας κατάστασής της. Επιπλέον επιτρέπει στο χρηματοοικονομικό υπεύθυνο να προβλέψει τις αντιδράσεις των επενδυτών και των πιστωτών και συνεπώς να έχει αντίληψη του τρόπου με τον οποίο θα αντιμετωπισθούν οι προσπάθειές του για την προσπόριση κεφαλαίων.

Οι δείκτες κατατάσσονται σε έξη βασικούς τύπους: ρευστότητας, διάρθρωσης κεφαλαίων, δραστηριότητας, αποδοτικότητας, αύξησης και αποτίμησης. Μπορεί να υπολογιστεί ένας απεριόριστος αριθμός δεικτών, στην πράξη, όμως, αρκεί ένας περιορισμένος αριθμός από κάθε τύπο. **Από μόνος του ένας δείκτης δεν έχει και πολύ νόημα.** Για να αποκτήσει χρησιμότητα πρέπει να συγκριθεί με κάτι άλλο. Οι δύο βασικοί τύποι συγκριτικής ανάλυσης είναι (1) η ανάλυση των τάσεων, που αφορά στον υπολογισμό των δεικτών μιας συγκεκριμένης επιχείρησης για αρκετά χρόνια και στη διαχρονική σύγκριση των δεικτών για να διαπιστωθεί αν η επιχείρηση παρουσιάζει βελτίωση ή χειροτέρευση και (2) οι συγκρίσεις με άλλες επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου.

## Ευελιξία του Χρόνου Λήξης των Δανείων

Στην περίπτωση που η ανάγκη για κεφάλαια είναι εποχιακή, η επιχείρηση πιθανό να μην επιθυμεί τη δέσμευση που συνεπάγεται ο μακροπρόθεσμος δανεισμός. Τέτοιας μορφής δάνεια μπορούν να εξοφληθούν με την προϋπόθεση ότι η δανειακή σύμβαση περιέχει έναν όρο τμηματικής ή ολοσχερούς εξόφλησης πριν από τη λήξη του δανείου. Και στην περίπτωση αυτή, όμως, η επιβάρυνση που συνεπάγεται η πρόωρη εξόφληση μπορεί να είναι μεγάλη. Έτσι, αν μια επιχείρηση προβλέπει ότι στο άμεσο μέλλον οι ανάγκες της σε κεφάλαια θα μειωθούν ή αν πιστεύει ότι η πιθανότητα να συμβεί μια τέτοια μείωση είναι αρκετά μεγάλη, τότε θα μπορούσε να προτιμήσει το βραχυπρόθεσμο δανεισμό για μεγαλύτερη ευελιξία. Για την ανάλυση της ευελιξίας που δημιουργεί η δομή των λήξεων των δανείων μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε ένα ταμιακό πρόγραμμα. Ευελιξία μπορούμε να έχουμε ακόμη και με ένα μακροπρόθεσμο δανεισμό. Ας υποθέσουμε για παράδειγμα ότι μια επιχείρηση επενδύει σε ένα μεγάλο καινούργιο έργο αγοράζοντας εξοπλισμό με δεκαετή διάρκεια ζωής. Ο εξοπλισμός αυτός θα δημιουργήσει ταμιακές ροές - αποσβέσεις συν κέρδη - σε όλη τη διάρκεια ζωής του. Αν η επιχείρηση χρησιμοποιήσει ένα δεκαετές δάνειο για τη

χρηματοδότηση της αγοράς του εξοπλισμού, μπορεί να διαρθρώσει την αποπληρωμή του δανείου σύμφωνα με τις προβλεπόμενες ταμιακές ροές του επενδυτικού προγράμματος.

**Το Κόστος  
του  
Βραχυπρό  
θεσμου  
σε  
Σχέση  
με τον  
Μακροπρό  
θεσμο  
Δανεισμό**

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του '60, το κόστος των βραχυπρόθεσμων δανείων ήταν γενικά χαμηλότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων. Ας φέρουμε πάλι στο νου μας τη θεωρία των προσδοκιών, σύμφωνα με την οποία ένα μακροπρόθεσμο δάνειο δεν διαφέρει από μια σειρά διαδοχικών βραχυπρόθεσμων δανείων. Αν τα μακροπρόθεσμα επιτόκια αντικατοπτρίζουν ένα μέσο όρο των μελλοντικών βραχυπρόθεσμων επιτοκίων, η χρήση μακροπρόθεσμου δανεισμού αντανακλά ήδη τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια που προβλέπεται να ισχύσουν στο μέλλον.

Ορισμένοι θα μπορούσαν να υποστηρίξουν ότι τα μελλοντικά επιτόκια των βραχυπρόθεσμων δανείων είναι δυνατό να διαμορφωθούν στην πραγματικότητα σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα που αντικατοπτρίζονται στις τρέχουσες μακροπρόθεσμες δανειοδοτήσεις. Στην περίπτωση, όμως, που θα συμβεί κάτι τέτοιο, δεν θα είναι παρά ένα απρόβλεπτο και ουσιαστικά τυχαίο γεγονός και σαν τέτοιο, οι αστάθμητες μεταβολές έχουν την ίδια πιθανότητα να γείρουν την πλάστιγγα από τη μια ή την άλλη πλευρά, με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατό να υποστηριχτεί λογικά η δημιουργία ενός μέσου κέρδους ή μιας μέσης ζημιάς από τέτοιες μεταβολές. Στο βαθμό, όμως, που η θεωρία που επικρατεί σε ότι αφορά τη χρονική διάρθρωση των επιτοκίων είναι η προτίμηση ρευστότητας, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια θα είναι χαμηλότερα από τα μακροπρόθεσμα. Από τη σκοπιά των δανειστών, ένα βραχυπρόθεσμο δάνειο ενέχει μικρότερο κίνδυνο, επειδή υπάρχει η ευκαιρία της συχνότερης επαναξιολόγησης των δανείων κάθε φορά που ζητιέται η ανανέωσή τους. Από τη σκοπιά των δανειζόμενων, με το μακροπρόθεσμο δανεισμό αποφεύγεται η αβεβαιότητα των διακυμάνσεων των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων και η πιθανότητα ανανέωσης ή εξόφλησης των δανείων κάτω από δυσμενείς συνθήκες στις χρηματαγορές και στις κεφαλαιαγορές.

**Αντιστάθμιση  
Κινδύνου-  
Απόδοσης**

Ακόμη και στην περίπτωση που το κόστος των βραχυπρόθεσμων δανείων είναι μικρότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων η χρήση τους μπορεί να περικλείει μεγαλύτερο κίνδυνο. Συνεπώς είμαστε και πάλι αντιμέτωποι με μια αντιστάθμιση κινδύνου - απόδοσης.

Επειδή τα επιτόκια των βραχυπρόθεσμων δανείων παρουσιάζουν μεγαλύτερες διακυμάνσεις και μεγαλύτερη αστάθεια από το κόστος των μακροπρόθεσμων δανείων, ο βαθμός απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει πολύ μεγαλύτερες διακυμάνσεις στην περίπτωση της επιθετικής πολιτικής, στην οποία χρησιμοποιείται σε μεγάλη έκταση βραχυπρόθεσμος δανεισμός. Εκτός, όμως, από τις διακυμάνσεις των επιτοκίων, η επιχείρηση που χρησιμοποιεί βραχυπρόθεσμο δανεισμό σε μεγάλο ποσοστό διατρέχει και άλλους κινδύνους. Όταν έρθει ο καιρός να ανανεώσει τα δάνειά της, οι γενικές συνθήκες στις χρηματαγορές και στις κεφαλαιαγορές μπορεί να χαρακτηρίζονται από στενότητα. Στην περίπτωση αυτή όχι μόνο είναι δυνατό τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια να κοστίζουν περισσότερο, αλλά ακόμη χειρότερο να μην είναι καν διαθέσιμα.

## Περίληψη

Ο κύκλος των ταμιακών ροών προσδιορίζεται από τρία βασικά μέτρα της ρευστότητας, την περίοδο μετατροπής των αποθεμάτων, την περίοδο μετατροπής των απαιτήσεων και την περίοδο αναβολής των πληρωμών. Τα δύο πρώτα δείχνουν το χρονικό διάστημα στο οποίο τα κεφάλαια της επιχείρησης παραμένουν δεσμευμένα, ενώ το τρίτο δείχνει το διάστημα για το οποίο η επιχείρηση χρησιμοποιεί τα κεφάλαια των προμηθευτών της πριν να εξοφληθούν οι αντίστοιχες υποχρεώσεις της. Όλα μαζί προσφέρουν μια ένδειξη για τις μη αυτόματες χρηματοδοτικές ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης. Οι αποφάσεις που αφορούν στη διαχείριση των κεφαλαίων κίνησης απαιτούν την κατανόηση της χρονικής διάρθρωσης των επιτοκίων, που είναι η σχέση μεταξύ των επιπέδων των επιτοκίων δανεισμού και των λήξεων των δανείων. Η θεωρία των προσδοκίων σε ότι αφορά τη χρονική διάρθρωση των επιτοκίων υποστηρίζει ότι τα μακροχρόνια επιτόκια περιέχουν ένα πριμ ρευστότητας. Τα ψηλότερα επιτόκια που ισχύουν για τα μακροπρόθεσμα δάνεια θεωρούνται ότι αποτελούν μια ανταμοιβή του επενδυτή για την απώλεια ευελιξίας, αφού τα δανειζόμενα κεφάλαια παραμένουν δεσμευμένα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Οι μεταβολές στην οικονομία και στην κυβερνητική πολιτική επηρεάζουν την προσφορά και ζήτηση κεφαλαίων, δημιουργώντας κυκλικές διακυμάνσεις πάνω και κάτω από τις μακροπρόθεσμες σχέσεις που περιγράψαμε. Όταν υπάρχει στενότητα χρήματος στις χρηματαγορές, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια ενδέχεται να είναι

μεγαλύτερα από τα μακροπρόθεσμα. Όταν οι συνθήκες στις χρηματαγορές είναι χαλαρές ή σχετικά κανονικές, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια θα είναι χαμηλότερα από τα μακροπρόθεσμα. Οι σχέσεις αυτές μεταξύ των επιτοκίων έχουν σημαντικές επιπτώσεις για τη διαχείριση των κεφαλαίων κίνησης. Ένα βασικό θέμα είναι το ύψος των επενδύσεων σε κυκλοφορούντα στοιχεία του ενεργητικού. Αυτό αποτελεί, μερικά, τμήμα της ανάλυσης της απόδοσης των επενδύσεων στους επιμέρους λογαριασμούς του ενεργητικού. Ένα άλλο θέμα είναι ο βαθμός ευελιξίας, τον οποίο η επιχείρηση φροντίζει να διαθέτει για την αντιμετώπιση των μελλοντικών της χρηματοδοτικών αναγκών επενδύοντας σε διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα. Τα τελευταία αποτελούν μορφές βραχυπρόθεσμων ή άμεσα διαπραγματεύσιμων χρηματοδοτικών μέσων. Κατά μέσο όρο είναι λογικό να υποθέσει κανείς ότι η απόδοση των διαπραγματεύσιμων χρεογράφων θα είναι μικρότερη από τη συνολική μέση απόδοση των δραστηριοτήτων μιας επιχείρησης. Όσο πιο επιφυλακτική είναι η επιχείρηση στη διατήρηση διαπραγματεύσιμων χρεογράφων για λόγους ρευστότητας, τόσο μεγαλύτερο είναι και το κόστος, με την έννοια της κάλυψης του συνολικού κόστους κεφαλαίου της. Γι' αυτό και λέμε ότι υπάρχει μια αντισταθμιστική σχέση ανάμεσα στη ρευστότητα και την αποδοτικότητα.

Επί πλέον το κόστος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων παρουσιάζει πολύ πιο έντονες διακυμάνσεις από το κόστος των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων. Αν ισχύει η θεωρία των προσδοκιών σε ότι αφορά τη διάρθρωση των επιτοκίων, το κόστος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων θα είναι, κατά μέσο όρο, ίσο με το κόστος των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων. Στο βαθμό που ισχύει η θεωρία του πριμ ρευστότητας, το μέσο κόστος των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων θα είναι μεγαλύτερο από το αντίστοιχο των βραχυπρόθεσμων.

Συχνά, όμως, η χρησιμοποίηση βραχυπρόθεσμων αντί μακροπρόθεσμων κεφαλαίων ενέχει μεγαλύτερη αβεβαιότητα. Αν η λήξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων γίνει σε περιόδους νομισματικών περιορισμών, είναι πιθανό να μην υπάρχουν διαθέσιμα κεφάλαια ή τα κεφάλαια να είναι διαθέσιμα κάτω από ιδιαίτερα δυσμενείς όρους. Άρα και η χρήση βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης συνεπάγεται ένα είδος αντιστάθμισης. Κι αυτό γιατί το κόστος των βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων μπορεί μεν γενικά να είναι χαμηλότερο από το κόστος των μακροπρόθεσμων, ο κίνδυνος όμως που συνεπάγεται η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση είναι πολύ μεγαλύτερος. Ακόμη τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια μπορεί να είναι "αφύσικα"

μεγαλύτερα από τα μακροπρόθεσμα σε παρατεταμένες περιόδους, κατά τις οποίες οι νομισματικές και δημοσιονομικές αρχές της ομοσπονδιακής κυβέρνησης επιδιώκουν τον έλεγχο του πληθωρισμού με τον περιορισμό του ρυθμού επέκτασης της νομισματικής βάσης ή της προσφοράς χρήματος.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3<sup>ο</sup>

### ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Στο κεφάλαιο αυτό θα συζητήσουμε τα βασικά είδη των βραχυπρόθεσμων πιστώσεων λαμβάνοντας υπόψη τόσο τα χαρακτηριστικά τους όσο και τις πηγές τους. Η βραχυπρόθεσμη πίστωση (*short term credit*) είναι η δανειακή υποχρέωση που από την αρχή έχει προγραμματιστεί για εξόφληση μέσα σε διάστημα ενός χρόνου. Οι τρεις κύριες **πηγές κεφαλαίων βραχείας λήξης**, με φθίνουσα τάξη μεγέθους από την άποψη του όγκου των χορηγούμενων πιστώσεων, είναι: οι εμπορικές πιστώσεις μεταξύ επιχειρήσεων, τα δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες και τα δικαιόγραφα.

#### Εμπορικές Πιστώσεις

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

#### Πιστωτικοί Όροι

Οι όροι των πωλήσεων ή πιστωτικοί όροι (*credit terms*) περιγράφουν την υποχρέωση εξόφλησης του αγοραστή. Οι τέσσερις βασικοί παράγοντες που επηρεάζουν τη διάρκεια ή τους όρους μιας πίστωσης είναι: η οικονομική φύση του προϊόντος, οι συνθήκες του πωλητή, οι συνθήκες του αγοραστή και οι εκπτώσεις για αγορές μετρητοίς.



**Οικονομική  
φύση  
του  
προϊόντος**

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

**Συνθήκες  
του  
Πωλητή**

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

**Συνθήκες  
του  
Αγοραστή**

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

### Εκπτώσεις για Πληρωμές Μετρητοίς

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

### Η Έννοια της Καθαρής Πίστωσης

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

### Πλεονεκτήματα των Εμπορικών Πιστώσεων ως Πηγής Χρηματοδότησης

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

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

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

**Βραχυπρόθεσμη  
Χρηματοδότηση  
από Εμπορικές  
Τράπεζες**

Ως πηγή χρηματοδότησης, ο δανεισμός από εμπορικές τράπεζες, που εμφανίζεται συνήθως στους ισολογισμούς ως γραμμάτια πληρωτέα (notes payable), κατέχει η δεύτερη θέση μετά τις εμπορικές πιστώσεις. Οι τράπεζες έχουν δεσπόζουσα θέση στις αγορές βραχυπρόθεσμου ή μεσοπρόθεσμου χρήματος. Η επιρροή τους είναι μεγαλύτερη από αυτή που εμφανίζεται στα ποσά που χορηγούν, επειδή οι εμπορικές τράπεζες προσφέρουν πολύτιμα μη αυτόματα κεφάλαια. Καθώς μια επιχείρηση αναπτύσσεται, μπορεί να επιδιώξει την αντιμετώπιση των πρόσθετων χρηματοδοτικών αναγκών της

διαμέσου δανεισμού από εμπορικές τράπεζες. Αν η επιχείρηση δεν πετύχει το σκοπό της, είτε επειδή οι πιστωτικές συνθήκες είναι σφιχτές, είτε επειδή είναι δεν ανταποκρίνεται στα πιστωτικά πρότυπα της τράπεζας, η επιχείρηση πιθανό να εξαναγκαστεί σε περιορισμό των δραστηριοτήτων της με επακόλουθο την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξής της.

## ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ ΤΩΝ ΔΑΝΕΙΩΝ ΑΠΟ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ

### Μορφές Δανείων

Κατ' αρχήν, ένα δάνειο από μια τράπεζα σε μια επιχείρηση δεν διαφέρει από ένα δάνειο που χορηγείται σε κάποιο μεμονωμένο άτομο. Μάλιστα, είναι συχνά δύσκολο να ξεχωρίσει κανείς το δάνειο σε μια μικρή επιχείρηση από ένα προσωπικό δάνειο. Το δάνειο χορηγείται με την υπογραφή μιας συνηθισμένης σύμβασης. Η αποπληρωμή του δανείου γίνεται είτε εφάπαξ με τη λήξη του είτε με δόσεις στη διάρκειά του. Το πιστωτικό όριο (line of credit) αποτελεί μια τυπική ή άτυπη συμφωνία μεταξύ της τράπεζας και του δανειζόμενου, που καθορίζει το μέγιστο ποσό δανείου που η τράπεζα θα χορηγήσει στην επιχείρηση. Για παράδειγμα, ο υπεύθυνος χορηγήσεων της Τράπεζας μπορεί να δηλώσει σε κάποιο οικονομικό διευθυντή ότι για τον επόμενο χρόνο η τράπεζα θεωρεί την επιχείρησή του φερέγγυα για ποσό μέχρι €300.000. Στη συνέχεια, ο οικονομικός διευθυντής αναγγέλλει στην τράπεζα ότι θα ήθελε να αναλάβει από το ποσό αυτό τις πρώτες €100.000. Το ποσό αυτό πιστώνεται στο λογαριασμό όψεως του πελάτη που διακινείται με επιταγές. Με βάση το παραπάνω πιστωτικό όριο η επιχείρηση μπορεί να δανειστεί ένα πρόσθετο ποσό €200.000.

### Μέγεθος των Πελατών

Οι τράπεζες δανείζουν σε όλες τις επιχειρήσεις ανεξάρτητα από το μέγεθός τους. Από άποψη ποσού, ο μεγαλύτερος όγκος των δανείων των εμπορικών τραπεζών κατευθύνεται σε επιχειρήσεις με σύνολο ενεργητικού €5 εκατομμυρίων και περισσότερο. Από άποψη αριθμού των δανείων, όμως, το 40% περίπου των τραπεζικών δανείων χορηγείται σε επιχειρήσεις με σύνολο ενεργητικού μέχρι €50.000.

## Λήξεις

Οι εμπορικές τράπεζες συγκεντρώνουν την δραστηριότητά τους στα βραχυπρόθεσμα δάνεια. Τα δάνεια αυτά καλύπτουν τα δύο τρίτα περίπου του συνολικού ύψους των χορηγούμενων τραπεζικών δανείων, ενώ τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια (*term loans*, δηλ. τα δάνεια με λήξη πέρα του ενός έτους) καλύπτουν το υπόλοιπο ένα τρίτο.<sup>1</sup>

## Ασφάλειες

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

## Κόστος των Δανείων από Εμπορικές Τράπεζες

Το κόστος των δανείων των εμπορικών τραπεζών υπολογίζεται με βάση το προτιμησιακό επιτόκιο (*prime rate*). Το επιτόκιο αυτό είναι εκείνο με το οποίο επιβαρύνονται οι πιο φερέγγυοι πελάτες της Τράπεζας. Το επίπεδο αυτό αντικατοπτρίζει τη στενότητα ή τη χαλαρότητα των γενικών συνθηκών στις αγορές χρήματος. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση χαρακτηριστεί ως επιχείρηση με χαμηλό βαθμό κινδύνου (*prime risk*), λόγω του μεγέθους της, το επιτόκιο θα είναι ½% ως ¾% μεγαλύτερο από το επιτόκιο με το οποίο οι Κεντρικές Τράπεζες επιβαρύνουν τις Εμπορικές. Επιπλέον στην περίπτωση που μια επιχείρηση δεν ανταποκρίνεται στα αυστηρότερα πιστωτικά κριτήρια, θα χρειαστεί ίσως να προσφέρει και εμπράγματα ασφάλειες για να της χορηγηθεί ένα δάνειο.

## Επιλογή Τραπεζών

Οι Τράπεζες διατηρούν άμεσες σχέσεις με τους πελάτες τους. Με τα χρόνια δημιουργούνται στενές προσωπικές σχέσεις και τα επιχειρηματικά προβλήματα των δανειζόμενων συζητούνται συχνά. Έτσι οι τράπεζες προσφέρουν μια άτυπη μορφή επιχειρηματικών συμβουλών. Ένας υποψήφιος δανειζόμενος που

<sup>1</sup> Βλέπε Παράρτημα *Στατιστικά Δελτία Τράπεζας της Ελλάδος*

επιθυμεί μια τέτοια σχέση πρέπει να λάβει υπόψη του τις ακόλουθες σημαντικές **διαφορές** που υπάρχουν μεταξύ των τραπεζών:

1. Η βασική πολιτική απέναντι στον πιστωτικό κίνδυνο διαφέρει από τράπεζα σε τράπεζα. Ορισμένες ακολουθούν σχετικά συντηρητικές πρακτικές χρηματοδότησης ενώ άλλες εφαρμόζουν αυτό που ονομάζεται δημιουργική τραπεζική πρακτική (*creative banking practices*).<sup>2</sup>

Η πιστωτική πολιτική αντικατοπτρίζει τόσο την προσωπικότητα των στελεχών της τράπεζας όσο και τις συγκεκριμένες συνθήκες που αντιμετωπίζει η τράπεζα στο θέμα της κίνησης των καταθέσεων. Έτσι, μια τράπεζα με κυμαινόμενο επίπεδο καταθέσεων που βρίσκεται σε μια περιοχή με σταθερό πληθυσμό, τείνει προς την εφαρμογή συντηρητικών πρακτικών δανεισμού. Μια τράπεζα στην οποία οι καταθέσεις αυξάνουν λίγο πολύ σταθερά μπορεί να ακολουθήσει μια πιο ελεύθερη πολιτική δανειοδότησης. Μια μεγάλη τράπεζα που δραστηριοποιείται σε ευρύτερες γεωγραφικές περιοχές ή σε διάφορους βιομηχανικούς κλάδους μπορεί να επωφεληθεί από το συνδυασμό και την εξισορρόπηση διάφορων κατηγοριών κινδύνου. Συνεπώς οριακοί πιστωτικοί κίνδυνοι, που μπορεί να μην είναι αποδεκτοί από μια μικρή τράπεζα ή από μια εξειδικευμένη τραπεζική μονάδα, μπορούν να αντιμετωπιστούν συγκεντρωτικά από μια τράπεζα με πολλά υποκαταστήματα, με σκοπό τη μείωση του συνολικού κινδύνου μιας ομάδας οριακών λογαριασμών.

2. Ορισμένα στελέχη τραπεζών ενεργοποιούνται στην παροχή συμβουλών και στην εξασφάλιση αναπτυξιακών δανείων σε επιχειρήσεις που διανύουν τα πρώτα χρόνια της λειτουργίας τους. Μάλιστα ορισμένες τράπεζες διαθέτουν ειδικά τμήματα που είναι αρμόδια για τη χορήγηση δανείων σε επιχειρήσεις που αναπτύσσονται με γρήγορους ρυθμούς τα τελευταία χρόνια. Τα στελέχη των τμημάτων αυτών μπορούν να προσφέρουν πολύτιμες συμβουλές στους πελάτες τους.

3. Οι τράπεζες διαφέρουν ως προς το βαθμό στήριξης και ως προς την έκταση της υποστήριξης που παρέχουν στους πελάτες τους που διανύουν δύσκολες περιόδους. Το χαρακτηριστικό αυτό αναφέρεται συχνά και ως βαθμός συμπαράστασης της τράπεζας (*degree of loyalty*). Ορισμένες τράπεζες ασκούν σημαντική πίεση στους πελάτες τους να εξοφλήσουν τα δάνειά τους, όταν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι δυσοίωνες, ενώ άλλες

---

<sup>2</sup> Υπάρχουν μαθηματικοί τύποι που συνήθως βασίζονται σε διαφορετικές υποθέσεις σε ότι αφορά τον υπολογισμό του μέσου ύψους των κεφαλαίων που είναι στη διάθεση του δανειολήπτη.

συμπαραστέκονται στην επιχείρηση και καταβάλλουν προσπάθειες για την βελτίωση της κατάστασης.

4. Ένα άλλο σημείο στο οποίο διαφέρουν οι τράπεζες είναι ο βαθμός **σταθερότητας των καταθέσεων**. Η αστάθεια δημιουργείται όχι μόνο από τις διακυμάνσεις στο επίπεδο των καταθέσεων αλλά και από τη σύνθεσή τους. Οι καταθέσεις μπορεί να είναι καταθέσεις όψεως (*demand deposits* που διακινούνται με επιταγές) ή καταθέσεις προθεσμίας (*time deposits* όπως καταθέσεις ταμιευτηρίου, αποδεικτικά καταθέσεων προθεσμίας). Το ύψος των καταθέσεων είναι πιο σταθερό όταν το μεγαλύτερο τμήμα τους αποτελείται από προθεσμιακές καταθέσεις. Οι διαφοροποιήσεις στη σταθερότητα των καταθέσεων εξηγούν αρκετά τις διακρίσεις που υπάρχουν στον βαθμό κατά τον οποίο οι τράπεζες είναι πρόθυμες ή είναι σε θέση να βοηθήσουν τους δανειζόμενους να υπερπηδήσουν τις δυσχέρειες ή ακόμα και τις κρίσεις που αντιμετωπίζουν.

5. Οι τράπεζες διαφοροποιούνται έντονα και στο βαθμό εξειδίκευσης των δανείων που χορηγούν. Οι μεγαλύτερες τράπεζες διαθέτουν ξεχωριστά τμήματα που εξειδικεύονται σε διαφορετικούς τύπους δανείων, όπως κτηματικά, δάνεια που εξοφλούνται με δόσεις και πολύ βραχυπρόθεσμα εμπορικά δάνεια. Ακόμη και μέσα στις μεγάλες αυτές κατηγορίες μπορεί να υπάρχει εξειδίκευση κατά κλάδο, όπως π.χ. για τη χαλυβουργία, τον κλάδο παραγωγής μηχανημάτων ή τα κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα. Οι μικρότερες τράπεζες κατά κανόνα αντικατοπτρίζουν τη φύση των δραστηριοτήτων και του οικονομικού περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιούνται. Ο δανειζόμενος μπορεί να πετύχει μια περισσότερο δημιουργική συνεργασία και να βρει πιο δραστήρια υποστήριξη από την τράπεζα που διαθέτει μεγαλύτερη πείρα και γνώση για τη συγκεκριμένη δραστηριότητα. Συνεπώς ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος πρέπει να επιλέξει την τράπεζα με προσοχή. Μια τράπεζα που μπορεί να είναι εξαιρετική για μια επιχείρηση, ίσως δεν είναι ικανοποιητική για μια άλλη.

6. Σημαντικό χαρακτηριστικό μπορεί να αποτελεί επίσης και το **μέγεθος της τράπεζας**. Επειδή το μέγιστο ύψος του δανείου που μπορεί να χορηγήσει μια τράπεζα σε κάθε επιμέρους πελάτη περιορίζεται, γενικά, στο 10% των κεφαλαίων της (μετοχικό κεφάλαιο συν παρακρατηθέντα κέρδη) δεν είναι προς όφελος των μεγάλων επιχειρήσεων να δημιουργήσουν πιστωτικές σχέσεις με μικρές τράπεζες.

7. Η όξυνση του ανταγωνισμού μεταξύ των εμπορικών τραπεζών και των άλλων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων έχει προκαλέσει αύξηση της επιθετικότητας των τραπεζών. Οι σύγχρονες εμπορικές τράπεζες προσφέρουν σήμερα μεγάλη ποικιλία

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

#### Δικαιόγραφα

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

#### Λήξη και κόστος

Γενικά η λήξη των δικαιογράφων κυμαίνεται από δύο μήνες ως ένα χρόνο, με μέσο όρο πέντε μήνες περίπου. Τα επιτόκια των μεγαλύτερης φερεγγυότητας δικαιογράφων κυμαίνονται, γενικά όμως είναι μισή ως μία ποσοστιαία μονάδα μικρότερα από τα επιτόκια των δανείων σε επιχειρήσεις υψηλής φερεγγυότητας. Επειδή για τα δικαιόγραφα δεν απαιτούνται ελάχιστα υπόλοιπα καταθέσεων στους λογαριασμούς όψεως, η διαφοροποίηση του πραγματικού κόστους επιτοκίου είναι ακόμη μεγαλύτερη. Ο παράγοντας αυτός όμως αντισταθμίζεται, ως ένα βαθμό, από το γεγονός ότι οι εμπορευόμενοι τα δικαιόγραφα απαιτούν συχνά από τις επιχειρήσεις που εκδίδουν τέτοιους τίτλους να διατηρούν αδρανή πιστωτικά όρια στις τράπεζες ως κάλυμμα των δικαιογράφων που θέτουν σε κυκλοφορία και φυσικά για τα όρια αυτά πρέπει να καταβληθούν αμοιβές.

#### Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα

Η αγορά δικαιογράφων παρουσιάζει ορισμένα σημαντικά πλεονεκτήματα:

1. Επιτρέπει μια περισσότερο πλεονεκτική και σε μεγαλύτερη κλίμακα διασπορά των δικαιογράφων.
2. Προσφέρει περισσότερα κεφάλαια με χαμηλότερο κόστος από ότι άλλες μέθοδοι.
3. Ο δανειολήπτης αποφεύγει την αναστάτωση και τις δαπάνες που συνεπάγονται οι συμφωνίες δανειοδότησης από διάφορα ιδρύματα, κάθε ένα από τα οποία απαιτεί ένα τουλάχιστον υπόλοιπο στους λογαριασμούς καταθέσεων όψεως του δανειολήπτη.



4. Ο δανειολήπτης αποκτά μεγαλύτερη δημοσιότητα και κύρος, καθώς τα προϊόντα του και τα δικαιόγραφα του γίνονται ευρύτερα γνωστά.

5. Οι εμπορευόμενοι τα δικαιόγραφα προσφέρουν συχνά πολύτιμες συμβουλές στους πελάτες τους.

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

**Χρήση  
Ασφαλειών  
στο  
Βραχυπρόθεσμο  
Δανεισμό**

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

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

στοιχείων, δηλ. των εισπρακτέων λογαριασμών και των αποθεμάτων.

**Χρηματοδότηση  
Μέσω  
Εισπρακτέων  
Λογαριασμών  
(factoring)**

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

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

**Κίνδυνος  
και  
Απόδοση  
επενδύσεων**

Στη χρηματοοικονομική ανάλυση ξεκινήσαμε από δύο δεδομένα: (α) οι επενδυτές αποφεύγουν τον κίνδυνο και (β) οι περισσότερες επιχειρηματικές αποφάσεις συνεπάγονται κάποιον τουλάχιστον κίνδυνο. Με δεδομένα την απέχθεια του κινδύνου από τους επενδυτές και το βαθμό επικινδυνότητας των διάφορων εναλλακτικών χρηματοοικονομικών λύσεων ο κίνδυνος δεν

μπορεί, λοιπόν, παρά να ληφθεί υπόψη στη χρηματοοικονομική ανάλυση.

Η πρώτη μας δουλειά είναι να ορίσουμε τον κίνδυνο. Στη συνέχεια απομένει να τον μετρήσουμε. Ένα βασικό στοιχείο τόσο του ορισμού όσο και της μέτρησης του κινδύνου είναι η έννοια της πιθανότητας. Με την προϋπόθεση ότι μια συγκεκριμένη επένδυση θα αναληφθεί, η πιθανότητα επέλευσης κάθε δυνατού αποτελέσματος εμφανίζεται μέσα από μια κατανομή πιθανοτήτων. Ο σταθμικός μέσος της κατανομής είναι η αναμενόμενη αξία της επένδυσης. Ως μέτρο του κινδύνου χρησιμοποιούνται ο συντελεστής μεταβλητότητας ή, καμιά φορά, η μέση απόκλιση τετραγώνου, που μετρούν το βαθμό που τα πραγματικά αποτελέσματα διαφέρουν από την αναμενόμενη τιμή της σχετικής μεταβλητής.

Κατά την αξιολόγηση του κινδύνου μιας μεμονωμένης επένδυσης πρέπει να ληφθεί υπόψη όχι μόνο η μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων της επένδυσης, αλλά και η συσχέτιση μεταξύ των αποδόσεων αυτών και εκείνων των άλλων πάγιων της επιχείρησης. Η σχέση αυτή καλείται “επίπτωση χαρτοφυλακίου” (portfolio effect) του συγκεκριμένου επενδυτικού προγράμματος. Οι επιπτώσεις χαρτοφυλακίου είναι πολύ ισχυρές όταν η επένδυση συσχετίζεται αρνητικά με τα άλλα περιουσιακά στοιχεία και πολύ αδύναμες όταν η συσχέτιση είναι θετική. Οι επιπτώσεις χαρτοφυλακίου βρίσκονται στο επίκεντρο των προσπαθειών που καταβάλλει η επιχείρηση για να διαφοροποιήσει τη δραστηριότητά της σε προϊόντα που δεν συνδέονται στενά με την κύρια επιχειρηματική της δραστηριότητα.

Ο βαθμός **κινδύνου** ενός χαρτοφυλακίου μετριέται με τη μέση απόκλιση τετραγώνου των αναμενόμενων αποδόσεων. Από οποιαδήποτε ομάδα περιουσιακών στοιχείων που φέρουν κίνδυνο είναι δυνατό να αναπυχθεί ένας συνδυασμός ευκαιριών για επενδύσεις χαρτοφυλακίου που να παίρνει υπόψη τον κίνδυνο και τις αναμενόμενες αποδόσεις. Μέσα στο συνδυασμό των ευκαιριών αυτών θα υπάρχει μια μικρότερη ομάδα εναλλακτικών χαρτοφυλακίων που θα δίνουν τη μεγαλύτερη δυνατή απόδοση για ένα δεδομένο επίπεδο κινδύνου. Η ομάδα αυτή ονομάζεται αποτελεσματική ομάδα χαρτοφυλακίων (efficient set of portfolios). Στην περίπτωση που οι αναμενόμενες αποδόσεις είναι ίσες, ο επενδυτής που αποφεύγει τον κίνδυνο θα επιλέξει εκείνη που ελαχιστοποιεί το δικό του κίνδυνο.

Οι σχέσεις κινδύνου - απόδοσης των μεμονωμένων χρεογράφων (ατελή χαρτοφυλάκια) χρησιμοποιούν ως μέτρο κινδύνου τη συνδιακύμανση των επιμέρους αποδόσεων των χρεογράφων με τις αποδόσεις της αγοράς.

Ένας άλλος τρόπος περιγραφής της σχέσης απόδοσης - κινδύνου είναι ο **συντελεστής β**. Ο συντελεστής β μετριέται από την εξομάλυνση της συνδιακύμανσης με τη βοήθεια της διακύμανσης της αγοράς. Όταν ο κίνδυνος μετρηθεί με αυτόν τον τρόπο, η αναμενόμενη απόδοση μπορεί να οριστεί ως ένα πολλαπλάσιο του β σε σχέση με το ασφάλιστρο κινδύνου της αγοράς (αναμενόμενη απόδοση της αγοράς μείον το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο) συν το επιτόκιο χωρίς κίνδυνο. Με την εξαίρεση του β, όλοι οι άλλοι παράγοντες αποτελούν σταθερές της αγοράς.

Η γραμμή της αγοράς χρεογράφων είναι μια χρήσιμη μέθοδος για την ποσοτικοποίηση της σχέσης κινδύνου και απόδοσης. Οι εκτιμήσεις της όμως υπόκεινται σε διαχρονικές μεταβολές και δεν μπορούν να μετρηθούν με ακρίβεια. Η λήψη χρηματοοικονομικών αποφάσεων απαιτεί συνδυασμό των εκτιμήσεων της γραμμής αγοράς χρεογράφων με εκτιμήσεις που βασίζονται σε υποκειμενικές κρίσεις. Στη διατύπωση κρίσεων θα βοηθήσουν επίσης και οι προηγούμενες μετρήσεις του κινδύνου - η μέση απόκλιση τετραγώνου και ο συντελεστής μεταβλητότητας. Έτσι διαθέτουμε δυο χρήσιμες θεωρητικές προσεγγίσεις στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων κάτω από συνθήκες αβεβαιότητας.

Οι θεωρητικές αυτές προσεγγίσεις χρειάζεται να συμπληρωθούν και με διάφορες τεχνικές μεθόδους, όπως τα δέντρα των αποφάσεων, η ανάλυση της ευαισθησίας και η προσομοίωση, ώστε να υπολογιστούν οι επιπτώσεις των εναλλακτικών εκτιμήσεων των διάφορων βασικών μεταβλητών που χρησιμοποιούνται στους αριθμητικούς υπολογισμούς. Η προσομοίωση των πιθανών αποτελεσμάτων μας επιτρέπει να προσδιορίσουμε την μεταβλητότητα των διάφορων μέτρων που χρησιμοποιήθηκαν στις θεωρητικές προσεγγίσεις, μεταβλητότητα που προκύπτει από εναλλακτικές εκτιμήσεις των βασικών μεταβλητών. Οι θεωρητικές προσεγγίσεις, η προσομοίωση με ανάλυση της ευαισθησίας και οι μέθοδοι που στηρίζονται στην υποκειμενική κρίση είναι απαραίτητες στην προσπάθεια να ληφθούν σωστές επενδυτικές αποφάσεις σε ένα κόσμο, όπου τα αποτελέσματα είναι αβέβαια.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4<sup>ο</sup>

### ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

#### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΧΡΗΣΗ ΤΗΣ ΜΟΧΛΕΥΣΗΣ

Η **χρηματοοικονομική μόχλευση**, που έχει μια παρεμφερή έννοια, αναφέρεται στη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Αν το σύνολο της χρηματοδότησης αφορούσε σε κεφάλαια των ιδιωτών με τη μορφή κοινών μετοχών, η διανομή μερίσματος για τις μετοχές αυτές θα γινόταν μόνον όταν η επιχείρηση πραγματοποιούσε κάποια καθαρά κέρδη. Οι τόκοι όμως των δανείων που έχουν συναφθεί αποτελούν σταθερή χρηματοοικονομική δαπάνη, η οποία πρέπει να καταβληθεί ανεξάρτητα από το επίπεδο των κερδών της επιχείρησης. Όσο μεγαλύτερο ύψος δανειακών κεφαλαίων χρησιμοποιείται, τόσο λιγότερα χρήματα χρειάζεται να επενδύσουν στην εταιρεία οι ιδιοκτήτες της. Αν η χρηματοδότηση προέλθει από δανειακά κεφάλαια, οι ιδιοκτήτες θα μπορέσουν να πραγματοποιήσουν την αγορά μεγαλύτερου ύψους περιουσιακών στοιχείων με μικρότερη επένδυση από μέρους τους. Όσο μεγαλύτερη χρήση χρέους γίνεται τόσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση και τόσο ψηλότερη και η αύξηση του σταθερού λειτουργικού κόστους από τις σταθερές χρηματοοικονομικές δαπάνες. Η προσθήκη περισσότερων σταθερών δαπανών αυξάνει την αστάθεια των καθαρών αποδόσεων για τους μετόχους, μεγαλύτερη δε αστάθεια σημαίνει και μεγαλύτερη διασπορά των αποδόσεων ή αυξημένο κίνδυνο.

Χρηματοοικονομική  
Μόχλευση

Ας ορίσουμε πρώτα μερικές βασικές έννοιες που θα χρησιμοποιηθούν με τον ίδιο τρόπο σε όλη την ανάλυση που ακολουθεί. Η χρηματοοικονομική δομή (*financial structure*) αναφέρεται στον τρόπο χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Η χρηματοοικονομική δομή αποτυπώνεται σε όλη τη δεξιά πλευρά του ισολογισμού και περιλαμβάνει τα " βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα δάνεια καθώς και τα ίδια κεφάλαια των μετόχων. Η κεφαλαιακή δομή (*capital structure*) ή η κεφαλαιοποίηση (*capitalization*) της επιχείρησης είναι η μόνιμη χρηματοδότηση που αντιπροσωπεύεται από το μακροπρόθεσμο δανεισμό, το προνομιούχο μετοχικό

κεφάλαιο και τα ίδια κεφάλαια των μετόχων. Άρα η κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης αντιπροσωπεύει ένα μέρος μόνο της χρηματοοικονομικής δομής. Τα ίδια κεφάλαια των μετόχων περιλαμβάνουν το κοινό μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και το σωρευτικό ποσό των παρακρατηθέντων κερδών. Αν η επιχείρηση διαθέτει προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο, αυτό προστίθεται στα ίδια κεφάλαια και τα δύο μαζί συνιστούν την καθαρή θέση (**net worth**) της επιχείρησης.

Η βασική έννοια του κεφαλαίου αυτού είναι η χρηματοοικονομική μόχλευση (**financial leverage**), ή αλλιώς ο συντελεστής μόχλευσης (**leverage factor**). Ο συντελεστής μόχλευσης είναι η σχέση του συνόλου των δανείων προς το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων, δηλ. του ενεργητικού (TA) ή προς τη συνολική αξία (V) της επιχείρησης. Το σύνολο των επενδυμένων κεφαλαίων (TA) αναφέρεται στη συνολική λογιστική αξία των περιουσιακών στοιχείων.

Η συνολική αξία (V) αναφέρεται στη συνολική αγοραία αξία όλων των συστατικών μερών της χρηματοοικονομικής δομής της επιχείρησης.

Τέλος, πρέπει να γίνει κάποια διάκριση μεταξύ επιχειρηματικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος (**business risk**) είναι η ενυπάρχουσα αβεβαιότητα ή η μεταβλητότητα των αναμενόμενων αποδόσεων, πριν από την αφαίρεση των φόρων, του χαρτοφυλακίου των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος (**financial risk**) είναι ο πρόσθετος κίνδυνος που δημιουργείται από τη χρησιμοποίηση της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

**Σχέση  
Μεταξύ  
Λειτουργικής  
και  
Χρηματοοικονομικής  
Μόχλευσης**

Στην περίπτωση που η επιχείρηση διαθέτει ψηλό βαθμό λειτουργικής μόχλευσης, το νεκρό της σημείο θα βρίσκεται σε σχετικά ψηλό επίπεδο πωλήσεων, ενώ οι μεταβολές στο επίπεδο των πωλήσεων θα έχουν μια διογκωμένη ή “μοχλευμένη” επίπτωση στα κέρδη. Αξίζει να προσεχτεί ότι και η χρηματοοικονομική μόχλευση έχει ακριβώς τις ίδιες επιπτώσεις στα κέρδη. Όσο ψηλότερος είναι ο συντελεστής μόχλευσης τόσο μεγαλύτερος είναι και ο όγκος πωλήσεων που αντιστοιχεί στο νεκρό σημείο και τόσο εντονότερη η επίπτωση στα κέρδη μιας συγκεκριμένης μεταβολής του όγκου των πωλήσεων.

Νωρίτερα, ο βαθμός λειτουργικής μόχλευσης ορίστηκε ως ο δείκτης της ποσοστιαίας μεταβολής στα καθαρά λειτουργικά κέρδη (NOI = EBIT) που συνδέεται με μια δεδομένη ποσοστιαία μεταβολή του όγκου των πωλήσεων, όπως δείχνει η Εξίσωση:

$$\text{Βαθμός λειτουργικής μόχλευσης (DOL)} = \frac{\% \text{ μεταβολή EBIT}}{\% \text{ μεταβολή πωλήσεων}}$$

**Βαθμός  
Χρηματοοικονομικής  
Μόχλευσης  
(DFL)**

Η χρηματοοικονομική μόχλευση αρχίζει εκεί που σταματά η λειτουργική μόχλευση, μεγεθύνοντας ακόμη περισσότερο τις επιπτώσεις που προκαλούν στα κέρδη ανά μετοχή οι μεταβολές του επιπέδου των πωλήσεων. Για τον λόγο αυτό, η λειτουργική μόχλευση αναφέρεται συχνά ως μόχλευση πρώτου βαθμού (first - stage leverage) και η χρηματοοικονομική ως μόχλευση δεύτερου βαθμού (second - stage leverage). Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης (degree of financial leverage - DFL) είναι η σχέση της ποσοστιαίας μεταβολής στα καθαρά κέρδη που τίθενται στη διάθεση των μετόχων προς την ποσοστιαία μεταβολή των κερδών προ τόκων και φόρων (EBIT):

$$\text{DFL} = \frac{\% \text{ μεταβολή καθαρών κερδών}}{\% \text{ μεταβολή EBIT}}$$

Ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης καθορίζει τον παράγοντα μεγέθυνσης. Αν ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι 1 ακριβώς (ή 100%), ο πολλαπλασιαστικός παράγοντας είναι 1 και δεν υπάρχει βαθμός μεγέθυνσης των καθαρών κερδών, της απόδοσης των ίδιων κεφαλαίων ή των κερδών ανά μετοχή.

**Συνδυασμός  
Λειτουργικής  
και  
Χρηματοοικονομικής  
Μόχλευσης**

Εξαιτίας της λειτουργικής μόχλευσης μια μεταβολή στον όγκο των πωλήσεων προκαλεί μια σημαντικά μεγαλύτερη επίπτωση στα κέρδη προ τόκων και φόρων (EBIT). Αν η χρηματοοικονομική μόχλευση συνδυαστεί με τη λειτουργική, τότε οι μεταβολές στα κέρδη προ τόκων και φόρων θα έχουν πολύ μεγαλύτερη επίπτωση στα καθαρά κέρδη (NI), στην απόδοση των ίδιων κεφαλαίων (ROE) και στα κέρδη ανά μετοχή (EPS). Συνεπώς αν μια επιχείρηση χρησιμοποιεί σημαντικό ύψος λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης, ακόμη και μικρές μεταβολές στο επίπεδο των πωλήσεων μπορούν να προκαλέσουν μεγάλες διακυμάνσεις στο NI, στο ROE και στο EPS. Η Εξίσωση του βαθμού λειτουργικής μόχλευσης (DOI) μπορεί να συνδυαστεί με την Εξίσωση που αφορά στο βαθμό

χρηματοοικονομικής μόχλευσης (DFL) για να προσδιοριστεί ο βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης (degree of combined leverage - DCL).

$$DCL = \left( \frac{\% \text{ μεταβολή EBIT}}{\% \text{ μεταβολή πωλήσεων}} \right) \left( \frac{\% \text{ μεταβολή NI}}{\% \text{ μεταβολή EBIT}} \right)$$

$$DCL = \left( \frac{\% \text{ μεταβολή NI}}{\% \text{ μεταβολή πωλήσεων}} \right)$$

Ο ίδιος βαθμός συνδυασμένης μόχλευσης μπορεί να επιτευχθεί με διάφορους συνδυασμούς λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Άρα, οι επιχειρήσεις μπορούν να αντισταθμίσουν την λειτουργική με τη χρηματοοικονομική μόχλευση. Αν ο επιθυμητός στόχος της επιχείρησης αναφορικά με το βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης έχει ήδη προσδιοριστεί και η επιχείρηση αυτή λόγω της φύσης της δραστηριότητάς της διαθέτει ψηλό βαθμό λειτουργικής μόχλευσης. Εναλλακτικά εάν η επιχείρηση έχει χαμηλό βαθμό λειτουργικής μόχλευσης, τότε μπορεί να αυξήσει το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης για να πετύχει έτσι τον επιδιωκόμενο βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης.



## ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΜΟΧΛΕΥΣΗ ΚΑΙ ΚΙΝΔΥΝΟΣ

### Αποδόσεις σε Εναλλακτικά Επίπεδα Πωλήσεων

Το πρώτο βήμα είναι η θεώρηση όλων των δυνατών εναλλακτικών επιπέδων πωλήσεων και ο προσδιορισμός της κατάλληλης πιθανότητας για καθένα από τα επίπεδα αυτά. Το βήμα αυτό είναι το πιο κρίσιμο και το πιο δύσκολο να διατυπωθεί, δεν παύει να είναι όμως αναγκαίο. Ανεξάρτητα από την απόφαση που θα ληφθεί, υπάρχει ένας τρόπος έμμεσης διατύπωσης των πιθανοτήτων. Ας υποθέσουμε Π.χ. ότι η απόφαση αφορά στη διατήρηση πολύ χαμηλών βαθμών λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης για λόγους συντηρητικής πολιτικής. Υπάρχουν δύο σφάλματα στη θέση αυτή. Η πολιτική είναι μεν συντηρητική με την έννοια του περιορισμού των ζημιών σε περίπτωση ύφεσης της δραστηριότητας της επιχείρησης, δεν είναι όμως συντηρητική με την έννοια ότι δεν επιτρέπει στην επιχείρηση να εκμεταλλευτεί τις ευκαιρίες που της παρουσιάζονται και να γίνει ένας ισχυρός και υγιής ανταγωνιστής. Χαμηλοί βαθμοί λειτουργικής και χρηματοοικονομικής μόχλευσης προϋποθέτουν πως έχει προβλεφτεί με μεγάλη πιθανότητα ότι το επίπεδο πωλήσεων που θα πραγματοποιηθεί θα είναι μάλλον χαμηλό. Από την άλλη πλευρά, αν η επιχείρηση χρησιμοποιεί ένα ψηλό βαθμό συνδυασμένης μόχλευσης, εξυπακούεται πως έχει προβλεφτεί με μεγάλη πιθανότητα ότι οι πωλήσεις θα είναι πολύ αυξημένες.

### Παράγοντες που Επηηρεάζουν τη Χρηματοοικονομική Δομή

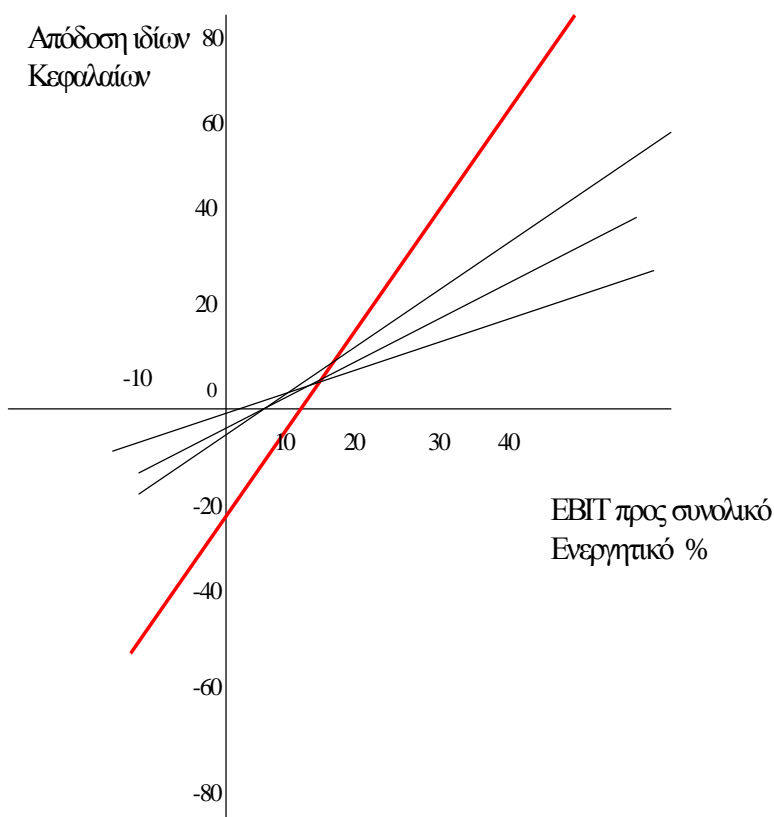
Στο σημείο αυτό θα ασχοληθούμε με τις βασικές στρατηγικές για τη χρηματοοικονομική δομή της επιχείρησης που είναι: (1) ο ρυθμός αύξησης των μελλοντικών πωλήσεων, (2) η σταθερότητα των πωλήσεων αυτών, (3) ο ανταγωνισμός που χαρακτηρίζει τον κλάδο, (4) η δομή του ενεργητικού της επιχείρησης, (5) η δυνατότητα ελέγχου και η στάση των ιδιοκτητών και της διοίκησης απέναντι στον κίνδυνο και (6) η στάση των δανειστών απέναντι στην επιχείρηση και στον κλάδο.

### Ρυθμός Αύξησης των Πωλήσεων

Ο ρυθμός αύξησης των μελλοντικών πωλήσεων αποτελεί ένα μέτρο του βαθμού κατά τον οποίο μπορούν να διευρυνθούν τα κέρδη ανά μετοχή μέσω της μόχλευσης. Για παράδειγμα, αν οι πωλήσεις και τα κέρδη αυξάνονται με ετήσιο ρυθμό 8 ως 10%, η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια που συνεπάγονται

περιορισμένες σταθερές δαπάνες πρέπει κανονικά να μεγεθύνει τις αποδόσεις των μετοχών.<sup>3</sup> Αυτό είναι φανερό από το διάγραμμα

**Η Χρηματοοικονομική μόχλευση μεγεθύνει τις διακυμάνσεις της Απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων**



Οι κοινές μετοχές μιας επιχείρησης, όμως, της οποίας οι πωλήσεις και τα κέρδη αυξάνονται με ευνοϊκούς ρυθμούς έχουν και ψηλή τιμή. Για το λόγο αυτό, αρκετές φορές φαίνεται ότι είναι προτιμητέα η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια. Κατά την επιλογή μεταξύ εναλλακτικών χρηματοδοτικών σχημάτων, η επιχείρηση πρέπει να λάβει υπόψη της τα οφέλη που προκύπτουν από τη χρησιμοποίηση μόχλευσης σε αντιδιαστολή με την αντίστοιχη ευκαιρία για αύξηση των ιδίων κεφαλαίων της. Στις επιχειρήσεις αυτού του τύπου θα πρέπει να περιμένει κανείς ότι η χρηματοδότηση με δανειακά κεφάλαια θα είναι μέτρια ως ψηλή.

<sup>3</sup> Ένας τέτοιος ρυθμός ανάπτυξης συνοδεύεται συχνά από μεγάλο ποσοστό κερδών.

### Σταθερότητα των Πωλήσεων

Μεταξύ της σταθερότητας των πωλήσεων και των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης υπάρχει μια άμεση σχέση. Με μεγαλύτερη σταθερότητα των πωλήσεων και των κερδών η επιχείρηση μπορεί να υποστεί τις σταθερές επιβαρύνσεις των δανειακών κεφαλαίων με λιγότερο κίνδυνο από όπi όταν οι πωλήσεις και τα κέρδη υπόκεινται σε περιοδικές μειώσεις. Στην τελευταία περίπτωση, η εταιρεία θα έχει δυσχέρειες στην αντιμετώπιση των υποχρεώσεών της. Έτσι, για παράδειγμα, η σταθερότητα των βιομηχανιών κοινής ωφέλειας, σε συνδυασμό με τις σχετικά ευνοϊκές προοπτικές ανάπτυξης, κατέληξαν στη δημιουργία ψηλών δεικτών μόχλευσης για το συγκεκριμένο αυτό κλάδο.

### Ανταγωνιστική Δομή του Κλάδου

Η ικανότητα εξυπηρέτησης των δανειακών υποχρεώσεων εξαρτάται τόσο από την αποδοτικότητα των πωλήσεων όσο και από τον όγκο τους. Συνεπώς η σταθερότητα των περιθωρίων κέρδους είναι εξίσου σημαντική με αυτή των πωλήσεων. Η ευκολία εισόδου νέων επιχειρήσεων στον κλάδο και η ικανότητα των ανταγωνιστριών επιχειρήσεων να αυξήσουν την παραγωγική τους δυναμικότητα επηρεάζουν τα περιθώρια κέρδους. Ένας επεκτεινόμενος κλάδος δημιουργεί προσδοκίες για ψηλότερα περιθώρια κερδών, που όμως πιθανό να συμπιεστούν, αν ο αριθμός των επιχειρήσεων του κλάδου μπορεί να αυξηθεί εύκολα με την είσοδο νέων. Για παράδειγμα, οι εξουσιοδοτημένες επιχειρήσεις fast-food αποτελούσαν μια πολύ αποδοτική βιομηχανία, ήταν όμως ταυτόχρονα και σχετικά εύκολο για νέες επιχειρήσεις να καταπιαστούν με τη δραστηριότητα αυτή και να ανταγωνιστούν τις παλιότερες. Καθώς ο κλάδος ωρίμαζε, η δυναμικότητα των παλιών και των νέων επιχειρήσεων αυξανόταν με ταχύτερο ρυθμό. Αποτέλεσμα αυτού ήταν η μείωση των περιθωρίων κέρδους.

## ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

### Δομή των Επενδυμένων Κεφαλαίων

Η δομή του ενεργητικού επηρεάζει τις πηγές χρηματοδότησης με διάφορους τρόπους. Οι επιχειρήσεις που διαθέτουν πάγια στοιχεία με μεγάλη διάρκεια ζωής χρησιμοποιούν σε μεγάλη κλίμακα μακροπρόθεσμα ενυπόθηκα δάνεια, ειδικότερα όταν η ζήτηση για τα προϊόντα τους είναι σχετικά εξασφαλισμένη (όπως π.χ. των επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας). Οι επιχειρήσεις που τα περιουσιακά τους στοιχεία αποτελούνται κυρίως από εισπρακτέες αξίες και αποθέματα, η αξία των οποίων εξαρτάται από τη συνέχιση της αποδοτικότητας των επιχειρήσεων αυτών (όπως π.χ. οι επιχειρήσεις χονδρικής και λιανικής πώλησης) βασίζονται λιγότερο στο μακροπρόθεσμο δανεισμό και περισσότερο στο βραχυπρόθεσμο.

### Στάση της Διοίκησης

Η στάση της διοίκησης που επηρεάζει περισσότερο άμεσα την επιλογή της χρηματοδότησης είναι η στάση που αναφέρεται στα θέματα ελέγχου της επιχείρησης και του κινδύνου. Οι μεγάλες επιχειρήσεις, των οποίων οι μετοχές είναι κατεσπαρμένες, πιθανό να επιλέξουν την πώληση κοινών μετοχών επειδή η πώληση αυτή θα έχει ελάχιστη επίδραση στον έλεγχο της εταιρείας.

Αντίθετα, οι ιδιοκτήτες μικρών επιχειρήσεων μπορεί να αποφεύγουν την έκδοση κοινών μετοχών για να εξασφαλίσουν τη διατήρηση του ελέγχου. Επειδή, γενικά, έχουν εμπιστοσύνη στις προοπτικές των επιχειρήσεών τους και μπορούν να διαβλέψουν τα πιθανά μεγάλα οφέλη που θα προσποριστούν από τη χρήση μόχλευσης, οι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων αυτών συχνά προτιμούν τη χρήση ψηλών δεικτών δανειακής επιβάρυνσης. Φυσικά, μπορεί να συμβεί και το αντίθετο. Ο ιδιοκτήτης - διευθυντής μιας μικρής επιχείρησης μπορεί να είναι πιο συντηρητικός από το διευθυντή μιας μεγάλης εταιρείας. Αν π.χ. η καθαρή θέση μιας μικρής επιχείρησης που ανήκει ολόκληρη στον ιδιοκτήτη - διευθυντή, είναι €1 ,εκατομμύριο, το άτομο αυτό μπορεί να αποφασίσει ότι είναι ήδη αρκετά «πλούσιο» και έτσι είναι πιθανό να μην επιχειρήσει να διακινδυνεύσει αυτά που έχει χρησιμοποιώντας μόχλευση σε μια προσπάθεια να γίνει «πλουσιότερο».

**Στάση  
των  
Δανειστών**

Ανεξάρτητα από τις αναλύσεις των διοικήσεων ως προς τους σωστούς συντελεστές μόχλευσης για την επιχείρησή τους, δεν υπάρχει αμφιβολία ότι πολλές φορές ένας σημαντικός προσδιοριστικός παράγοντας - σε αρκετές ίσως περιπτώσεις ο πιο σημαντικός - της χρηματοοικονομικής δομής είναι η στάση των δανειστών. Στην πλειονότητα των περιπτώσεων, η εταιρεία συζητεί τη χρηματοοικονομική της δομή με τους δανειστές της και αποδίδει μεγάλη σημασία στις συμβουλές τους. Αν όμως η διοίκηση είναι τόσο σίγουρη για το μέλλον, ώστε να επιδιώξει τη χρησιμοποίηση μόχλευσης σε βαθμό που ξεπερνάει τα πρότυπα του κλάδου, είναι πιθανό οι δανειστές να μην είναι πρόθυμοι να αποδεχτούν τέτοιες αυξήσεις των δανειακών τους χορηγήσεων, τονίζοντας το γεγονός ότι ο υπερβολικός δανεισμός μειώνει την πιστοληπτική ικανότητα του δανειζόμενου και την πιστωτική αξιολόγηση των χρεογράφων που έχουν ήδη εκδοθεί. Η άποψη των δανειστών έχει διατυπωθεί από ένα δανειολήπτη (έναν αντιπρόεδρο για χρηματοοικονομικά θέματα) που δήλωσε τα εξής: "Η πολιτική μας είναι να προσδιορίσουμε το ύψος των δανειακών υποχρεώσεων που μπορούμε να έχουμε διατηρώντας ταυτόχρονα την καλύτερη αξιολόγηση των ομολογιών μας και στη συνέχεια να χρησιμοποιήσουμε το ποσό αυτό, μείον ένα μικρό περιθώριο ασφάλειας".

**Η  
Χρηματοοικονομική  
Δομή  
στην  
Πράξη**

Η χρηματοοικονομική δομή μετριέται από τη σχέση των ιδίων κεφαλαίων των κατόχων κοινών μετοχών προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση, όπου αυτή αντιπροσωπεύει το σύνολο της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται επειδή ορισμένα στοιχεία της χρηματοδότησης δεν αποτελούν ούτε ίδια κεφάλαια ούτε καθαρή δανειοδότηση, όπως Π.χ. το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και οι πιστώσεις που έχει συμφωνηθεί να καταβληθούν σε μελλοντική χρονική στιγμή (deferred credits). Το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο έχει συνήθως μια περιορισμένη, αλλά μη νομικά απαιτητέα απόδοση και συνεπώς αποτελεί μια μέθοδο μόχλευσης του κοινού μετοχικού κεφαλαίου χωρίς όμως κίνδυνο αθέτησης. Η δεύτερη κατηγορία αποτελείται συνήθως από οφειλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις, για τις οποίες δεν καταβάλλονται τόκοι και που γενικά αυξάνονται, εφόσον η επιχείρηση συνεχίζει να αναπτύσσεται και να πραγματοποιεί επενδύσεις σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Αν θέλαμε να μιλήσουμε με αριθμητικά δεδομένα θα βλέπαμε ότι οι μεταποιητικές βιομηχανίες διαθέτουν, γενικά, χαμηλότερη μόχλευση (δηλ. είχαν μεγαλύτερα ίδια κεφάλαια) από ότι οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας. Μεταξύ των μη χρηματιστικών επιχειρήσεων, οι αεροπορικές εταιρείες διαθέτουν το μεγαλύτερο δείκτη ίδιων κεφαλαίων προς συνολική κεφαλαιοποίηση. Οι τραπεζικές επιχειρήσεις λειτουργούν με πολύ χαμηλούς δείκτες ίδιων κεφαλαίων προς συνολικό ενεργητικό. Στις χρηματιστικές εταιρείες ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι 400% περίπου. (Ίδια κεφάλαια προς σύνολο ενεργητικού = 0,2, άρα οι δανειακές υποχρεώσεις είναι το 80% του συνολικού ενεργητικού. Η δανειακή επιβάρυνση είναι δηλαδή 400%).

Στην κατηγορία “σύνολο μεταποιητικής βιομηχανίας” το ύψος της χρησιμοποιούμενης μόχλευσης εξαρτάται από το εύρος που δίνεται στον ορισμό του κλάδου αυτού και βρίσκουμε ότι οι περισσότεροι κλάδοι κυμαίνονται από το μέσο όλων των κλάδων<sup>4</sup>.

### Περίληψη

**Χρηματοοικονομική μόχλευση**, σημαίνει τη χρησιμοποίηση δανειακών κεφαλαίων για τη διόγκωση της απόδοσης των ίδιων κεφαλαίων πέρα από τις αποδόσεις του συνολικού ενεργητικού (επενδυμένων κεφαλαίων). Στην περίπτωση που η απόδοση του ενεργητικού είναι μεγαλύτερη από το κόστος των δανειακών υποχρεώσεων, η μόχλευση είναι επιθυμητή, αφού με τη χρήση της αυξάνεται η απόδοση των ίδιων κεφαλαίων. Η μόχλευση όμως φέρνει και αντίθετα αποτελέσματα. Αν η απόδοση των επενδυμένων κεφαλαίων είναι μικρότερη από το κόστος των δανειακών υποχρεώσεων, η μόχλευση μειώνει την απόδοση των ίδιων κεφαλαίων. Όσο μεγαλύτερη μόχλευση χρησιμοποιεί η επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερη είναι η μείωση αυτή. Συνεπώς η μόχλευση μπορεί να χρησιμοποιηθεί για τη διόγκωση της απόδοσης των μετοχών, η χρήση της όμως ενέχει τον κίνδυνο διεύρυνσης των ζημιών, αν η οικονομική κατάσταση της επιχείρησης αντιστραφεί. Άρα η χρήση μόχλευσης μεγεθύνει τα κέρδη και τις ζημιές, ενώ όσο μεγαλύτερη είναι η μόχλευση τόσο μεγαλύτερη είναι η αστάθεια των αποδόσεων της επιχείρησης.

Στο κεφάλαιο αυτό είδαμε τις επιπτώσεις της χρηματοοικονομικής μόχλευσης δείχνοντας τη σχέση μεταξύ της μόχλευσης και των εναλλακτικών μέτρων κινδύνου. Τα αποτελέσματα από τη χρήση των μέτρων αυτών συμφωνούν στο

---

<sup>4</sup> Παράρτημα πίνακες Στατ. Τραπ. Ελλ.

συμπέρασμα ότι με την αύξηση της μόχλευσης αυξάνεται και το μέτρο του κινδύνου. Χρησιμοποιώντας τη γραμμή αγοράς χρεογράφων από το υπόδειγμα τιμολόγησης των κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων, μπορούμε να διαμορφώσουμε μια ομάδα ποσοτικών σχέσεων μεταξύ κινδύνου και απαιτούμενης απόδοσης. Στον βαθμό που οι υποθέσεις της θεωρίας είναι βάσιμες και μπορούν να εφαρμοστούν, η θεωρία μας προσφέρει μια βάση για τη μέτρηση της αύξησης του συντελεστή  $\beta$  καθώς αυξάνεται η μόχλευση. Στη συνέχεια, μπορεί να υπολογιστεί η απαιτούμενη απόδοση χρησιμοποιώντας τη γραμμή αγοράς χρεογράφων. Η απόδοση αυτή μπορεί τότε να συγκριθεί με τις αναμενόμενες αποδόσεις από τη δραστηριότητα της επιχείρησης ή από μια επιμέρους επένδυση. Από τη σύγκριση αυτή μπορεί να δημιουργηθεί ένα πλαίσιο για τη λήψη αποφάσεων σε ότι αφορά το ύψος της μόχλευσης που πρέπει να χρησιμοποιηθεί.

Η χρησιμοποίηση του συντελεστή μεταβλητότητας δεν μας επιτρέπει τον καθορισμό μιας ομάδας ακριβών ποσοτικών σχέσεων μεταξύ κινδύνου και απαιτούμενης απόδοσης. Το μέτρο αυτό του κινδύνου όμως είναι συνεπές με το άλλο αντίστοιχο μέτρο, το συντελεστή  $\beta$ , με την έννοια ότι και τα δύο αυξάνονται με την επέκταση της μόχλευσης. Από την άλλη πλευρά, το υπόδειγμα τιμολόγησης των κεφαλαιουχικών περιουσιακών στοιχείων μας δίνει πράγματι μια ακριβή ομάδα σχέσεων. Το πρόβλημα όμως που προκύπτει από τη χρησιμοποίησή του είναι ότι οι παράμετροι των σχέσεων μπορεί να μην είναι σταθερές. Επιπλέον, ο Roll στην κριτική του υποστηρίζει ότι χωρίς έναν αξιόπιστο δείκτη της αγοράς η μέτρηση του  $\beta$  υπόκειται σε σφάλμα. Όπως και στην περίπτωση της ανάλυσης των επενδυτικών αποφάσεων προτείνουμε τον υπολογισμό εναλλακτικών μέτρων του κινδύνου. Τα μέτρα αυτά είναι χρήσιμα για τη δημιουργία μιας αρχικής βάσης για μια ποσοτική ανάλυση που θα μας βοηθήσει στη λήψη αποφάσεων σχετικά με το ύψος των δαπανών κεφαλαίου ή τη χρηματοοικονομική δομή. Σε τελική πάντως ανάλυση η λήψη της οριστικής απόφασης απαιτεί τη διατύπωση υποκειμενικών κρίσεων.

Το **κόστος του κεφαλαίου** αποτελεί ένα εξαιρετικά σημαντικό θέμα για τρεις λόγους. Καταρχήν, όπως είδαμε επειδή οι επενδυτικές αποφάσεις ασκούν μεγάλη επίδραση στην επιχείρηση, ο σωστός προϋπολογισμός των επενδύσεων απαιτεί εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου. Δεύτερον, η χρηματοοικονομική δομή μπορεί να επηρεάσει τόσο το μέγεθος όσο και τον κίνδυνο που φέρουν οι ροές κερδών μιας επιχείρησης και συνεπώς και την αξία της. Η γνώση του κόστους κεφαλαίου και του τρόπου

επηρεασμού του από τη χρηματοοικονομική μόχλευση είναι χρήσιμη για τη λήψη αποφάσεων σε θέματα κεφαλαιακής δομής. Τέλος, η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου είναι απαραίτητη και για πολλές άλλες αποφάσεις, όπως για παράδειγμα αυτές που αφορούν στις μισθώσεις, στην εξόφληση των ομολογιών και στην πολιτική των κεφαλαίων κίνησης.<sup>5</sup>

Το κεφάλαιο αυτό προσδιορίζει καταρχήν ότι το κόστος κεφαλαίου, που υπολογίζεται ως ένας σταθμικός μέσος, είναι η απόδοση που πρέπει να επιτευχθεί, ώστε να μη μειωθεί η αξία της επιχείρησης και η αγοραία αξία των κοινών μετοχών της. Δεύτερον εξετάζει το κόστος των επιμέρους συστατικών στοιχείων της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης - δάνεια, προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο και ίδια κεφάλαια. Επειδή οι επενδυτές θεωρούν ότι οι διάφορες κατηγορίες χρεογράφων δεν φέρουν τον ίδιο κίνδυνο, υπάρχουν διακυμάνσεις στο κόστος των διάφορων τύπων χρεογράφων. Τρίτον, συγκεντρώνει το κόστος των επιμέρους συστατικών στοιχείων των κεφαλαίων σε μια μορφή σταθμικού μέσου κόστους των κεφαλαίων. Τέλος, αναπτύσσονται οι διασυνδέσεις μεταξύ του κόστους κεφαλαίου και του προγράμματος επενδυτικών ευκαιριών και αναλύεται ο τρόπος ταυτόχρονου προσδιορισμού του οριακού κόστους κεφαλαίου και της οριακής απόδοσης της επένδυσης.

**Σύνθετο  
ή  
Συνολικό  
Κόστος  
Κεφαλαίου**

Ας υποθέσουμε ότι το κόστος των δανειακών κεφαλαίων μιας συγκεκριμένης επιχείρησης εκτιμάται σε 8%, το κόστος των ίδιων κεφαλαίων της σε 12% και ότι έχει αποφασιστεί τα επενδυτικά προγράμματα της επόμενης χρονιάς να χρηματοδοτηθούν με δανειακά κεφάλαια. Μερικές φορές προτάσσεται το επιχείρημα ότι το κόστος των επενδύσεων αυτών είναι 8%, επειδή θα χρηματοδοτηθούν με δάνεια. Η θέση αυτή όμως περιέχει ένα βασικό σφάλμα. Η χρηματοδότηση μιας ομάδας επενδυτικών προγραμμάτων με δανειακά κεφάλαια σημαίνει ότι η επιχείρηση

---

<sup>5</sup> Το κόστος κεφαλαίου έχει ζωτική σημασία σε επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας, όπως οι επιχειρήσεις παραγωγής ηλεκτρικού ρεύματος, καυσίμων, τηλεπικοινωνιών και μεταφορών. Κι αυτό γιατί στην ουσία, οι κρατικές επιτροπές που εποπτεύουν τη λειτουργία τους καθορίζουν τις τιμές των υπηρεσιών που προσφέρουν οι επιχειρήσεις κοινής ωφέλειας στη βάση κάποιας μέτρησης του κόστους του κεφαλαίου τους, φροντίζοντας ώστε η απόδοση της εταιρείας να ισούται με το κόστος κεφαλαίου. Αν η εκτίμηση που θα γίνει είναι χαμηλή, η εταιρεία δεν θα είναι σε θέση να προσελκύσει αρκετά κεφάλαια για να αντιμετωπίσει τη ζήτηση για τις υπηρεσίες της και το κοινό θα ζημιωθεί. Αν πάλι η εκτίμηση είναι πολύ ψηλή, οι πελάτες θα καταβάλλουν υπέρογκο τίμημα για τις υπηρεσίες αυτές.



χρησιμοποιεί ένα μέρος της ικανότητας που έχει για τη σύναψη νέων δανείων με χαμηλό κόστος. Καθώς η επιχείρηση επεκτείνεται στα επόμενα χρόνια θα χρειαστεί σε κάποιο σημείο να χρησιμοποιήσει πρόσθετα ίδια κεφάλαια, για να αποφύγει την υπέρμετρη διόγκωση του δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.

Για να διευκρινίσουμε: Η επιχείρηση του παραδείγματός μας έχει κόστος δανειακών κεφαλαίων 8% και κόστος ίδιων κεφαλαίων 12%. Τον πρώτο χρόνο δανείζεται σε μεγάλο βαθμό, εξαντλώντας τη δανειοληπτική της ικανότητα για να χρηματοδοτήσει επενδυτικά προγράμματα με απόδοση 9%. Το δεύτερο χρόνο τα επενδυτικά προγράμματα που έχει στη διάθεσή της η επιχείρηση έχουν απόδοση 11 % (πολύ μεγαλύτερη από αυτή των επενδύσεων του πρώτου έτους) δεν μπορούν όμως να γίνουν αποδεκτά επειδή αναγκαστικά πρέπει να χρηματοδοτηθούν με ίδια κεφάλαια κόστους 12%. Για να αποφύγει το πρόβλημα αυτό η επιχείρηση πρέπει να θεωρήσει τον εαυτό της ως έναν οργανισμό που βρίσκεται σε πλήρη και αποδοτική λειτουργία και να υπολογίσει το κόστος κεφαλαίου ως ένα σταθμικό μέσο ή ως μια σύνθεση των διάφορων τύπων κεφαλαίων που χρησιμοποιεί: δάνεια, προνομιούχο και κοινό μετοχικό κεφάλαιο.

#### Η Φύση του Κόστους Πτώχευσης

Το κόστος πτώχευσης (bankruptcy cost) μπορεί να πάρει πολλές μορφές. Η πιο προφανής είναι οι νομικές, λογιστικές και άλλες διοικητικές δαπάνες που συνδέονται με τις απαιτούμενες χρηματοοικονομικές αναπροσαρμογές και νομικές διαδικασίες. Πέρα από τις άμεσες αυτές δαπάνες, υπάρχει και κάποιο κόστος πτώχευσης που δημιουργείται πριν να ξεκινήσουν οι νομικές διαδικασίες της πτώχευσης. Καθώς η λειτουργική επίδοση της επιχείρησης χειροτερεύει σε σχέση με τις καθορισμένες συμβατικές της υποχρεώσεις ή καθώς το ύψος των δανειακών της υποχρεώσεων αυξάνει σε σχέση με τα ίδια κεφάλαια για ένα συγκεκριμένο επίπεδο λειτουργικής επίδοσης, ενδέχεται οι χρηματιστικές αγορές να είναι λιγότερο πρόθυμες να προσφέρουν πρόσθετη χρηματοδότηση. Αποτέλεσμα της αύξησης των ενδείξεων χρηματοοικονομικής ανεπάρκειας ή της αποτυχίας της επιχείρησης είναι η δημιουργία διάφορων τύπων δαπανών. Οι δαπάνες αυτές περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων και τα εξής σε φθίνουσα τάξη σπουδαιότητας

1. Χρηματοδότηση με συνεχώς επαχθέστερους όρους, συνθήκες και επιτόκια που συμβάλλουν στην αύξηση του κόστους.
2. Απώλεια βασικών στελεχών. Αν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι δυσμενείς, οι ικανοί υπάλληλοι και τα καλά στελέχη θα

- αναζητήσουν απασχόληση αλλού.
3. Απώλεια προμηθευτών για τα είδη που πουλιούνται περισσότερο. Οι προμηθευτές πιθανό να φοβηθούν ότι δεν θα πάρουν τα χρήματά τους ή ότι ο πελάτης δεν θα είναι σε θέση να πετύχει αύξηση των πωλήσεων του στο μέλλον.
  4. Απώλεια πωλήσεων λόγω έλλειψης εμπιστοσύνης από την πλευρά των πελατών ότι η επιχείρηση θα διατηρηθεί στη ζωή και θα είναι συνεπώς σε θέση να εξυπηρετεί τους αγοραστές των προϊόντων της.
  5. Έλλειψη χρηματοδότησης κάτω από οποιουδήποτε όρους, συνθήκες και επιτόκια για την πραγματοποίηση ευνοϊκών μεν αλλά αυξημένου κινδύνου επενδυτικών προγραμμάτων, επειδή οι γενικές προοπτικές της εταιρείας δεν είναι ευνοϊκές σε σχέση με τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει.
  6. Ανάγκη ρευστοποίησης πάγιων στοιχείων για την κάλυψη αναγκών σε κεφάλαια κίνησης (δηλαδή αναγκαστική μείωση του επιπέδου δραστηριότητας)
  7. Τυπικές διαδικασίες πτώχευσης που συνεπάγονται νομικές και διοικητικές δαπάνες. Επιπλέον θα διοριστεί εκκαθαριστής για τη διεξαγωγή των δραστηριοτήτων της εταιρείας, γεγονός που μπορεί να επιφέρει διασάλευση της λειτουργίας της.

Είναι συνεπώς φανερό ότι, όταν ληφθούν υπόψη το άμεσο και το έμμεσο κόστος πτώχευσης, οι δαπάνες μπορεί να είναι σημαντικές. Το κόστος δημιουργίας νέων οργανισμών, μετά την κατάρρευση των παλιών, αντιπροσωπεύει σημαντικές δαπάνες συναλλαγών στη δημιουργία και τη διάλυση των οργανισμών.

## ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

**Συμπεράσματα  
Αναφορικά  
με την  
Επιχειρησιακή  
Μετοχών**

Οι επαναγορές που γίνονται σε κανονική, συστηματική και συνεπή βάση (όπως τα τριμηνιαία μερίσματα) δεν είναι εφικτές λόγω της αβεβαιότητας που υπάρχει ως προς την ενδεχόμενη φορολογική αντιμετώπισή τους καθώς και ως προς τις αγοραίες τιμές των μετοχών, τον αριθμό των μετοχών που θα προσφερθούν κλπ Από την άλλη πλευρά, οι επαναγορές προσφέρουν όντως κάποια πλεονεκτήματα σε σχέση με τα μερίσματα γι' αυτό και η διαδικασία αυτή πρέπει να ληφθεί σοβαρά υπόψη σε σχέση πάντοτε με τη συγκεκριμένη κατάσταση κάθε μιας επιχείρησης. Έτσι οι επαναγορές μπορεί να αποδειχτούν ιδιαίτερα πολύτιμες για την μετατόπιση της κεφαλαιακής δομής της επιχείρησης σε σύντομο χρονικό διάστημα. Ταυτόχρονα οι επαναγορές μπορεί να αυξήσουν την

επικινδυνότητα των επενδυμένων κεφαλαίων και των κερδών της επιχείρησης. Οι τελευταίες δύο επιδράσεις θα μπορούσαν να θεωρηθούν ότι αποτελούν μια μορφή έμμεσης ιδιοποίησης των ομολογιών που κατέχουν οι ομολογιούχοι.

Η πολιτική μερισμάτων καθορίζει τον βαθμό της εσωτερικής χρηματοδότησης μιας επιχείρησης. Ο αρμόδιος για τα χρηματοοικονομικά θέματα διευθυντής αποφασίζει αν θα απελευθερώσει τα κέρδη της εταιρείας από τον έλεγχο της. Επειδή η πολιτική μερισμάτων μπορεί να έχει επιπτώσεις σε τομείς όπως η χρηματοοικονομική δομή, οι χρηματικές ροές, η ρευστότητα της εταιρείας, οι τιμές των μετόχων και η ικανοποίηση των μετόχων, είναι φανερό ότι η πολιτική αυτή αποτελεί ένα σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Σύμφωνα με τη θεωρία, από τη στιγμή που έχει προσδιοριστεί η δανειακή πολιτική και το κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης, πρέπει να ακολουθήσει αυτόματα η πολιτική μερισμάτων. Σύμφωνα με το θεωρητικό μας υπόδειγμα, τα μερίσματα αποτελούν ένα υπολειμματικό ποσό μετά την κάλυψη των επενδυτικών δαπανών. Αν ακολουθηθεί πράγματι η υπολειμματική πολιτική, και αν οι επενδυτές είναι αδιάφοροι για το αν θα εισπράξουν την απόδοση των επενδύσεών τους με την μορφή μερισμάτων ή κεφαλαιακών κερδών, τότε οι μέτοχοι είναι σε καλύτερη θέση από ότι κάτω από οποιαδήποτε δυνατή πολιτική μερισμάτων. Ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος όμως δεν διαθέτει όλες τις πληροφορίες που λάβαμε υπόψη στη θεωρία, με αποτέλεσμα να πρέπει να χρησιμοποιήσει την κρίση του.

Ο παρακάτω συνοπτικός κατάλογος των βασικών οικονομικών και χρηματοοικονομικών παραγόντων που επηρεάζουν την πολιτική μερισμάτων μπορεί να χρησιμεύσει ως οδηγός των στελεχών που είναι υπεύθυνα για τη χρηματοοικονομική πολιτική. Οι παράγοντες αυτοί είναι: (1) ο ρυθμός αύξησης και το επίπεδο των κερδών, (2) η σταθερότητα των κερδών, (3) η ηλικία και το μέγεθος της επιχείρησης, (4) η ταμιακή θέση, (5) η ανάγκη αποπληρωμής δανείων, (6) ο έλεγχος, (7) η διατήρηση ενός στόχου σχετικά με το ύψος των μερισμάτων, (8) η φορολογική κατάσταση των μετόχων και (9) η φορολογική κατάσταση της εταιρείας (στην οποία περιλαμβάνεται και το ζήτημα της αθέμιτης συσσώρευσης).

Ορισμένοι από τους παραπάνω παράγοντες έχουν ως αποτέλεσμα μεγαλύτερα ποσοστά διανεμόμενων κερδών, ενώ άλλοι μικρότερα. Δεν είναι δυνατό να διαμορφωθεί κάποια σχέση με την οποία να προσδιορίζεται το ποσοστό των διανεμόμενων κερδών για κάθε συγκεκριμένη περίπτωση. Αυτό είναι θέμα κρίσης. Παρ' όλα αυτά, οι παράγοντες που παρουσιάστηκαν

συνοπτικά πιο πάνω προσφέρουν ένα τρόπο ελέγχου της πληρότητας των αποφάσεων που παίρνονται σχετικά με τα μερίσματα.

Οι εμπειρικές μελέτες που είναι διαθέσιμες παρουσιάζουν μεγάλη ποικιλία ποσοστών διανεμόμενων κερδών, όχι μόνο μεταξύ των διάφορων κλάδων αλλά και μεταξύ επιχειρήσεων του ίδιου κλάδου. Οι μελέτες αυτές δείχνουν ακόμη ότι τα μερίσματα είναι πιο σταθερά από τα κέρδη. Οι επιχειρήσεις εμφανίζονται απρόθυμες να αυξήσουν τα μερίσματα σε εποχές ικανοποιητικών κερδών και αντιστέκονται στην ελάττωση των μερισμάτων όταν μειώνονται τα κέρδη. Με βάση την εμπειρικά γνωστή προτίμηση των επενδυτών για σταθερά μερίσματα και την πιθανότητα ότι μια ελάττωση των μερισμάτων μπορεί να ερμηνευτεί ως πρόβλεψη μείωσης των κερδών, θα έλεγε κανείς ότι μια πολιτική σταθερών μερισμάτων φαίνεται να είναι η ορθότερη.

Ούτε η διανομή μερίσματος με την μορφή μετοχών ούτε η αντικατάσταση μετοχών με πολλαπλάσιο αριθμό άλλων ίσης ονομαστικής αξίας ασκούν σημαντική επίδραση στη διαμόρφωση της τιμής των μετοχών. Ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας της τιμής των μετοχών μιας εταιρείας είναι η ικανότητα που έχει να πραγματοποιεί κέρδη σε σύγκριση με την ίδια ικανότητα άλλων εταιρειών. Παρ' όλα αυτά, η διανομή μερίσματος με την μορφή μετοχών και η αντικατάσταση μετοχών με πολλαπλάσιο αριθμό άλλων ίσης ονομαστικής αξίας μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως αποτελεσματικά όργανα χρηματοοικονομικής πολιτικής. Οι μέθοδοι αυτές αποτελούν χρήσιμα εργαλεία για τη μείωση των τιμών διαπραγματεύσεως των μετοχών, ενώ υπάρχουν μελέτες, όπου αποδεικνύεται ότι αυτές οι μέθοδοι έχουν την τάση να διευρύνουν τη βάση ιδιοκτησίας των μετοχών της επιχείρησης.

Οι επαναγορές μετοχών έχουν χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική λύση των χρηματικών μερισμάτων. Παρ' όλο που οι επαναγορές παρουσιάζουν σημαντικά πλεονεκτήματα σε σχέση με τα μερίσματα, παρουσιάζουν επίσης και μειονεκτήματα. Συγκεκριμένα, συνεπάγονται μεγαλύτερη αβεβαιότητα από τα χρηματικά μερίσματα. Η διατύπωση γενικών απόψεων για τις επαναγορές μετοχών παρουσιάζει εμφανείς δυσχέρειες, αφού κάθε επιχείρηση έχει ιδιαίτερα προβλήματα και συνθήκες και οποιαδήποτε πολιτική επαναγοράς πρέπει να διαμορφωθεί μέσα στο πλαίσιο των συγκεκριμένων χαρακτηριστικών της επιχείρησης και των συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργεί.

## ΚΕΦΑΛΑΙΑΓΟΡΕΣ - ΘΕΣΜΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ ΚΑΙ ΣΥΜΠΕΡΙΦΟΡΑ

Στόχος μας είναι να δείξουμε τους τρόπους επίτευξης της άριστης χρηματοδότησης που προκύπτει από μεμονωμένες χρηματοοικονομικές αποφάσεις. Θα αναφερθούμε σε διάφορα θέματα που αφορούν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και στη λειτουργία των κεφαλαιαγορών που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις για τη χρηματοδότησή τους. Θα αρχίσουμε από μια γενική θεώρηση των κυριότερων πηγών κεφαλαίων που χρησιμοποιούν οι εταιρείες καθώς και από μια εξέταση της άμεσης χρηματοδότησης από ιδρύματα όπως οι τράπεζες και οι ασφαλιστικοί οργανισμοί, μιας πρακτικής με διαρκώς αυξανόμενη σπουδαιότητα. Στη συνέχεια, θα στραφούμε στο μηχανισμό των επενδυτικών τραπεζών, διαμέσου των οποίων τα κεφάλαια των μεμονωμένων επενδυτών διοχετεύονται για χρήση από τις επιχειρήσεις. Το κεφάλαιο αυτό περιλαμβάνει μια ανάλυση του σχετικού κόστους των διάφορων μεθόδων πώλησης νέων εκδόσεων χρεογράφων, με ιδιαίτερη έμφαση στη διαφορά μεταξύ των ανταγωνιστικής προσφοράς χρεογράφων και της προσφοράς μετά από διαπραγματεύσεις, καθώς και μια συνοπτική αναφορά και συζήτηση των επιπτώσεων που έχει η νομοθεσία περί χρεογράφων στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Η χρονική διάσταση των χρηματοοικονομικών αποφάσεων αναλύεται κάτω από το πρίσμα των θεωριών για την αποτελεσματικότητα της κεφαλαιαγοράς.

### Πηγές Χρηματοδότη σης των Επιχειρήσεων

Οι Πίνακες <sup>6</sup> του παραρτήματος παρουσιάζουν μια επισκόπηση των τριών μεγάλων κατηγοριών πηγών χρηματοδότησης που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις. Οι πηγές αυτές είναι: οι εσωτερικές χρηματικές ροές, τα βραχυπρόθεσμα και τα μακροπρόθεσμα εξωτερικά κεφάλαια.

Δείχνουν ότι η εσωτερική χρηματοδότηση καλύπτει περισσότερο από το 60% των πηγών κεφαλαίων των μεγάλων ανώνυμων εταιρειών. Η εξωτερική χρηματοδότηση καλύπτει το 36,5% περίπου των συνολικών πηγών κεφαλαίων. Η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση αντιπροσωπεύει περισσότερο από τα 2/3 της συνολικής εξωτερικής χρηματοδότησης. Από την άλλη πλευρά η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση αντιπροσωπεύει ένα είδος εξισορροπητικού παράγοντα, η σημασία του οποίου ως

<sup>6</sup> Παράρτημα πινάκων

πηγής κεφαλαίων αυξάνει όταν η κατάσταση της οικονομίας είναι ισχυρή και μειώνεται σε περιόδους ύφεσης. Σήμερα η εξωτερική μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση αποτελεί μια αγορά στην οποία το καθαρό ύψος των αντλούμενων κεφαλαίων ξεπερνάει τα € 35,6 δισεκατομμύρια το χρόνο.

Στη λήψη των αποφάσεων για την πηγή και τον τρόπο άντλησης **μακροπρόθεσμων κεφαλαίων**, ένα σημαντικό θέμα είναι η επιλογή μεταξύ των διάφορων ιδιωτικών πηγών και των αγορών που είναι ανοιχτές στο κοινό. Η χρηματοδότηση από ιδιωτικές πηγές αντιπροσωπεύει κεφάλαια που αποκτήθηκαν άμεσα από ένα ή περισσότερα άτομα ή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, όπως τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία κ.λ.π. Η χρηματοδότηση από το ευρύ κοινό πραγματοποιείται μέσα από τις τράπεζες. Μια από τις συνεισφορές των τραπεζών στην οικονομία ήταν η πρόσβαση του κοινού, με την ευρύτερη έννοια, στη χρηματοδότηση αυτή, συγκεντρώνοντας μικρά ποσά κεφαλαίων από ένα πολύ μεγάλο αριθμό πηγών και θέτοντας τα κεφάλαια αυτά στη διάθεση των επιχειρήσεων. Στη δεκαετία του '30 μεγάλα ποσά κεφαλαίων συγκεντρώθηκαν σε ασφαλιστικές εταιρείες, συνταξιοδοτικά ταμεία και εμπορικές τράπεζες. Το γεγονός αυτό είχε ως αποτέλεσμα την αύξηση της άμεσης χρηματοδότησης, που παρέκαμψε ως ένα βαθμό τη χρησιμοποίηση των επενδυτικών τραπεζών.

#### Άμεση Χρηματοδότηση

Οι δύο βασικές μορφές άμεσης χρηματοδότησης είναι τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια από εμπορικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρείες και η ιδιωτική τοποθέτηση χρεογράφων σε ασφαλιστικές εταιρείες και συνταξιοδοτικά ταμεία. Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια (term loans) είναι άμεσα δάνεια προς τις επιχειρήσεις με λήξη μεγαλύτερη από ένα έτος, αλλά μικρότερη από δεκαπέντε έτη, που περιέχουν όρους συστηματικής αποπληρωμής (απόσβεσης του δανείου μέσα στη διάρκειά του). Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις (private placements) είναι άμεσα δάνεια προς επιχειρήσεις με λήξεις μεγαλύτερες από δεκαπέντε έτη<sup>7</sup>. Το μισό περίπου των τοποθετήσεων αυτών έχουν τη μορφή μακροπρόθεσμων γραμματίων<sup>7</sup>. Φυσικά, η διάκριση αυτή είναι

---

<sup>7</sup> E. Raymond Corey, *Direct Placement of Corporate Securities* (Cambridge, Mass: School of Business Administration, Harvard University), σελ. 115-116.

αυθαίρετη. Οι ιδιωτικές τοποθετήσεις διαφέρουν από τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια μόνο κατά το ότι η λήξη τους καθορίζεται αυθαίρετα. Η διάκριση αυτή γίνεται ακόμη πιο δυσδιάκριτη όταν ανακαλύπτει κανείς ότι σε πολλές ιδιωτικές τοποθετήσεις συμφωνείται η επιστροφή ενός σημαντικού τμήματος του κεφαλαίου μέσα σε διάστημα πέντε ως δέκα ετών<sup>8</sup>. Συνεπώς τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις αποτελούν μακροπρόθεσμες ρυθμίσεις της ίδιας περιόδου μορφής.

Το βασικό ερώτημα που συγκεντρώνει το ενδιαφέρον των χρηματοοικονομικών διευθυντών είναι: Ποια είναι τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των δύο αυτών πηγών χρηματοδότησης; Τα στοιχεία που κάνουν την άμεση χρηματοδότηση τόσο ενδιαφέρουσα για τους δανειολήπτες μπορούν να αναπυχθούν κάτω από το γενικό τίτλο των παραγόντων ζήτησης:

1. Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις αντιπροσωπεύουν, κατά ένα μέρος, μια μετατόπιση των επιχειρήσεων από την εξάρτησή τους από το βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό σε μια μεγαλύτερη χρήση μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Η μετατόπιση αυτή βοηθάει τις επιχειρήσεις να αποφύγουν τα προβλήματα που δημιουργούνται από την έλλειψη διαθεσιμότητας βραχυπρόθεσμων δανείων σε περιόδους νομισματικών περιορισμών.

2. Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια και οι ιδιωτικές τοποθετήσεις γνώρισαν άνθηση μετά το 1934 λόγω του αυξημένου κόστους και του χρόνου που απαιτούσαν οι προσφορές στο κοινό. Οι νόμοι περί χρεογράφων - *Securities Acts* - του 1933 και του 1934 απαιτούσαν κάθε νέα χρηματοδότηση να διέρχεται μέσα από μια διαδικασία καταχώρησης και μια περίοδο αναμονής είκοσι ημερών. Η συγκέντρωση στοιχείων για την καταχώρηση της έκδοσης στο *Securities and Exchange Commission* αύξησε το κόστος κυκλοφορίας των χρεογράφων στο κοινό, ιδιαίτερα για εκδόσεις μικρότερες από \$1 εκατομμύριο, επειδή τα σταθερά έξοδα επιμερίζονταν σε μικρό αριθμό χρεογράφων.

3. Η προετοιμασία μιας προσφοράς στο κοινό απαιτεί χρόνο. Πρέπει να συνταχτούν δηλώσεις καταχώρησης και να γίνουν συμφωνίες ανασφάλισης, ενώ χρειάζεται ίσως να περάσουν δύο με τρεις μήνες πριν πραγματοποιηθεί η προσφορά. Μια ιδιωτική τοποθέτηση ή ένα μεσομακροπρόθεσμο δάνειο μπορεί να συνομολογηθεί σε διάστημα ωρών, ιδιαίτερα όταν υπάρχει μια μόνιμη σχέση μεταξύ της τράπεζας και του δανειολήπτη.

4. Αν τα χρεόγραφα που θα προσφερθούν στο κοινό

---

<sup>8</sup> Ibid. σελ. 120-121.

αγοραστούν από έναν πολύ μεγάλο αριθμό επενδυτών, είναι πολύ δύσκολο να γίνουν διαπραγματεύσεις για την τροποποίηση των όρων της δανειακής σύμβασης. Για παράδειγμα, αν κάποιος από τους όρους της άμεσης χρηματοδότησης γίνουν επαχθείς, δηλ. δεν είναι για το καλύτερο συμφέρον του δανειολήπτη, αυτός μπορεί να διαπραγματευτεί άμεσα με την τράπεζα ή την ασφαλιστική εταιρεία. Αντίθετα είναι εξαιρετικά δύσκολο να έρθει κανείς σε επαφή με χιλιάδες ομολογιούχους και να πετύχει μια συμφωνία τροποποίησης των όρων της ομολογιακής έκδοσης.

**Χαρακτηριστικά  
των  
Μεσομακρο  
πρόθεσμων  
Δανείων  
και των  
Ιδιωτικών  
Τοποθετήσεων**

Τα περισσότερα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια εξοφλούνται σε χρεολυτική βάση. Επειδή το χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής ή το χρεολυτικό σχήμα αποτελεί ένα ιδιαίτερα σημαντικό στοιχείο των δανείων αυτών, είναι χρήσιμο να περιγράψουμε τον τρόπο προσδιορισμού του. Ο σκοπός της χρεολυσίας είναι φυσικά η σταδιακή εξόφληση του δανείου μέσα στο χρόνο διάρκειάς του αντί για την εφάπαξ εξόφλησή του. Η διαδικασία αυτή προστατεύει τόσο το δανειοδότη όσο και το δανειολήπτη από την πιθανότητα να μην έχει κάνει ο τελευταίος επαρκείς προβλέψεις για την εξόφληση του δανείου μέσα στο χρόνο της διάρκειάς του. Η χρεολυσία αποκτά ιδιαίτερη σημασία όταν το δάνειο αφορά στην αγορά ενός συγκεκριμένου μηχανήματος. Στην περίπτωση αυτή το σχήμα αποπληρωμής θα συνδυαστεί με την παραγωγική ζωή του μηχανήματος, ενώ οι καταβολές θα προέλθουν από τις ταμιακές ροές που θα προέλθουν από τη χρήση του μηχανήματος.



## ΑΛΛΑ ΧΑΡΑΚΤΗΡΙΣΤΙΚΑ

### Λήξη

Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια των εμπορικών τραπεζών έχουν διάρκεια πέντε χρόνια ή λιγότερο (συνήθως τρία χρόνια). Στην περίπτωση των ασφαλιστικών εταιρειών η συνηθισμένη διάρκεια των δανείων είναι πέντε με δεκαπέντε χρόνια. Η διαφορά αυτή εκφράζει το γεγονός ότι οι υποχρεώσεις των εμπορικών τραπεζών έχουν μικρότερη διάρκεια από αυτές των ασφαλιστικών εταιρειών. Οι τράπεζες και οι ασφαλιστικές εταιρείες συνεργάζονται κατά καιρούς για τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια που χορηγούν. Για παράδειγμα, αν μια επιχείρηση (συνήθως μεγάλη) επιδιώξει ένα δεκαπενταετές μεσομακροπρόθεσμο δάνειο, η τράπεζα μπορεί να αναλάβει το δάνειο για τα πρώτα πέντε χρόνια και η ασφαλιστική εταιρεία για τα επόμενα δέκα.

### Εξασφαλίσεις

Οι εμπορικές τράπεζες απαιτούν εξασφαλίσεις για το 60% περίπου του όγκου και το 90% του αριθμού των δανείων που χορηγούν. Οι εξασφαλίσεις αφορούν κυρίως σε ομολογίες, μετοχές, μηχανήματα και εξοπλισμό. Οι ασφαλιστικές εταιρείες απαιτούν επίσης εξασφαλίσεις για το ένα τρίτο των δανείων τους χρησιμοποιώντας για τα μεγαλύτερης διάρκειας δάνεια εμπράγματα ασφάλειες σε ακίνητα.

### Προαιρετικά Δικαιώματα (option)

Τα τελευταία χρόνια όλο και περισσότεροι θεσμικοί επενδυτές απολαμβάνουν διάφορες πρόσθετες ανταμοιβές πέρα από τους σταθερούς τόκους των δανείων που έχουν συνάψει κατευθείαν με τις διάφορες επιχειρήσεις. Η συνηθέστερη μορφή τέτοιων ανταμοιβών είναι το προαιρετικό δικαίωμα (option) αγοράς πρόσθετων μετοχών με τη μορφή detachable warrants, που επιτρέπουν την αγορά μετοχών σε συγκεκριμένη τιμή και μέσα σε μια προκαθορισμένη χρονική περίοδο.

### Όροι των Δανειακών Συμβάσεων

Ένα βασικό πλεονέκτημα των μεσομακροπρόθεσμων δανείων είναι ότι εξασφαλίζουν στο δανειολήπτη τη χρήση των κεφαλαίων για μια εκτεταμένη χρονική περίοδο. Επειδή για ένα δάνειο ενενήντα ημερών η εμπορική τράπεζα έχει την ευχέρεια να ανανεώσει ή όχι το δάνειο, η δυνατότητα της τράπεζας να επανεξετάσει την οικονομική κατάσταση του δανειολήπτη είναι συχνή. Αν η κατάσταση αυτή έχει χειροτερέψει υπερβολικά, ο

υπεύθυνος χορηγήσεων της τράπεζας δεν θα ανανεώσει το δάνειο. Στην περίπτωση ενός μεσομακροπρόθεσμου δανείου όμως, η τράπεζα ή η ασφαλιστική εταιρεία έχει δεσμευτεί για έναν αριθμό ετών. Λόγω αυτής της μακροχρόνιας δέσμευσης, η δανειακή σύμβαση ενσωματώνει έναν αριθμό δεσμευτικών διατάξεων με σκοπό την προστασία του δανειστή για όλη τη διάρκεια του δανείου. Οι πιο σημαντικές από τις διατάξεις αυτές είναι οι ακόλουθες:

1. Δείκτης ρευστότητας: Ο δείκτης ρευστότητας πρέπει να παραμένει σε κάποιο καθορισμένο επίπεδο ανάλογα με τη φύση της δραστηριότητας του δανειζόμενου. Σε κάποιο ελάχιστο επίπεδο πρέπει επίσης να διατηρηθούν και τα κεφάλαια κίνησης.
2. Πρόσθετος μακροπρόθεσμος δανεισμός: Συνήθως υπάρχουν απαγορεύσεις για (α) τη δημιουργία πρόσθετων μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων, εκτός αν υπάρχει σύμφωνη γνώμη του δανειστή, (β) την ενεχυρίαση περιουσιακών στοιχείων, (γ) την ανάληψη παρεπόμενων υποχρεώσεων όπως π.χ. την εγγύηση των οφειλών μιας θυγατρικής και (δ) την υπογραφή μακροχρόνιων μισθώσεων πέρα από συγκεκριμένα ποσά.
3. Διοίκηση: Η δανειακή σύμβαση πιθανό να προβλέπει ότι (α) σημαντικές μεταβολές στο προσωπικό της διοίκησης πρέπει να εγκριθούν από το δανειοδότη, (β) οι υπεύθυνοι ή τα βασικά στελέχη της επιχείρησης πρέπει να κάνουν ασφάλεια ζωής και (γ) πρέπει να γίνει εκχώρηση του δικαιώματος ψήφου (**voting trust**) ή να δοθούν πληρεξούσια για μια συγκεκριμένη περίοδο που θα διασφαλίζουν τον έλεγχο της διοίκησης από την ομάδα στην οποία βασίστηκε ο δανειοδότης για να χορηγήσει το δάνειο.
4. Λογιστικές καταστάσεις: Ο δανειοδότης θα απαιτήσει κατά καιρούς να του παραδοθούν λογιστικές καταστάσεις για έλεγχο.

### Κόστος

Ένα άλλο σημαντικό στοιχείο των μεσομακροπρόθεσμων δανείων είναι το κόστος τους. Όπως και με τις άλλες μορφές δανεισμού, το επιτόκιο των δανείων αυτών μεταβάλλεται ανάλογα με το ύψος του δανείου και την “ποιότητα” του δανειολήπτη, γεγονός που εκφράζει και το σταθερό κόστος σύναψης ενός δανείου. Οι διάφορες μελέτες που έχουν γίνει δείχνουν ότι για δάνεια μικρού ύψους το πραγματικό επιτόκιο μπορεί να διαμορφωθεί από έξη ως οκτώ ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το προτιμησιακό. Για δάνεια από €1 εκατομμύριο και πάνω, τα επιτόκια των μεσομακροπρόθεσμων δανείων βρίσκονται κοντά στο προτιμησιακό.

Τα επιτόκια μπορεί να είναι σταθερά για όλη τη διάρκεια του

δανείου ή να μεταβάλλονται. Στην περίπτωση των ιδιωτικών τοποθετήσεων το επιτόκιο διαμορφώνεται γενικά σε ύψος δέκα ως πενήντα εκατοστά της ποσοστιαίας μονάδας ψηλότερο από εκείνο των συγκρίσιμων εκδόσεων που έχουν διατεθεί στο κοινό. Εμπειρικές μελέτες έχουν δείξει ότι η απόδοση των ιδιωτικών τοποθετήσεων μέχρι τη λήξη τους είναι 1/2 ως 1 ποσοστιαία μονάδα μεγαλύτερη από εκείνη των προσφορών στο κοινό. Συνεπώς οι οικονομίες από τη χρησιμοποίηση ιδιωτικών τοποθετήσεων αντισταθμίζονται, ως ένα βαθμό, από τα κάπως ψηλότερα επιτόκιά τους.

Παρόλο που ο όγκος των άμεσων μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων έχει αυξηθεί σημαντικά, η χρηματοδότηση από το ευρύ κοινό εξακολουθεί να κυριαρχεί και όλες οι ενδείξεις είναι ότι η κατάσταση αυτή θα συνεχιστεί. Έτσι στη συνέχεια θα αναφερθούμε στα ιδρύματα που ασχολούνται με μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις και που απευθύνονται στο ευρύ κοινό.

Σε σχέση τώρα με τη χρηματοοικονομική διαχείριση οι σχετικές ρυθμιστικές διατάξεις έχουν διπλή σημασία. Επηρεάζουν τόσο το κόστος της έκδοσης των χρεογράφων όσο και τον κίνδυνο που φέρουν και συνεπώς την απόδοση που απαιτούν οι επενδυτές όταν αγοράζουν μετοχές και ομολογίες. Όπως δείξαμε σε προηγούμενα κεφάλαια, οι δύο αυτοί παράγοντες έχουν ιδιαίτερη σημασία για το κόστος κεφαλαίου των επιχειρήσεων και για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων με τη διαδικασία προϋπολογισμού των δαπανών κεφαλαίου. Επίσης, επειδή οι επενδύσεις των επιχειρήσεων αποτελούν σπουδαίο παράγοντα στη διαμόρφωση του επιπέδου της απασχόλησης και της παραγωγής, η ύπαρξη κεφαλαιαγορών που λειτουργούν αποτελεσματικά επηρεάζει σημαντικά ολόκληρο το κοινωνικό σύνολο.

#### Αποτελεσματικές Κεφαλαιαγορές

Ένα από τα βασικά θέματα που συνδέονται με την εκλογή της κατάλληλης χρονικής στιγμής και με την επιλογή μεταξύ εναλλακτικών μορφών και πηγών χρηματοδότησης είναι το αν οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι είναι σε θέση να “νικήσουν την αγορά” (**beat the market**), στην περίπτωση που οι κεφαλαιαγορές δουλεύουν κατά κάποιο τρόπο αποτελεσματικά. Αναφορικά με το ερώτημα αυτό υπάρχει σημαντική διάσταση απόψεων τόσο στη θεωρία όσο και στην πράξη. Καταρχήν θα αναφερθούμε στη φύση της αποτελεσματικής λειτουργίας των αγορών<sup>9</sup>.

---

<sup>9</sup> Μια πληρέστερη παρουσίαση των αποτελεσματικών αγορών περιλαμβάνεται στο T.E. Copeland και J.F. Weston, *Financial Theory and Corporate Policy*, Mass:

Οι ενδείξεις που υπάρχουν για την αποτελεσματικότητα των χρηματιστηριακών αγορών έχουν επιπτώσεις στους επενδυτές, στους χρηματοοικονομικούς υπεύθυνους και στο νομοθέτη. Από την πλευρά των επενδυτών, τα στοιχεία φαίνεται να στηρίζουν την άποψη ότι η κατάλληλη στρατηγική είναι η λήψη αποφάσεων σχετικά με το ύψος του κινδύνου που πρέπει να επιλεγεί. Έστω ότι παίρνεται μια απόφαση για επένδυση είτε σε κρατικά χρεόγραφα, είτε σε λογαριασμούς αποταμιεύσεων, σε κοινές μετοχές, σε εμπορεύματα κ.λπ. Η θεωρία της αποτελεσματικότητας της αγοράς υποστηρίζει ότι μετά την επιλογή του στόχου αναφορικά με τον κίνδυνο, ένα καλά διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο επενδύσεων θα είναι το ίδιο αποτελεσματικό, όπως και οποιαδήποτε άλλη στρατηγική επιλογής.

Οι αποτελεσματικές αγορές έχουν επίσης σημαντικές επιπτώσεις και για τους χρηματοοικονομικούς υπεύθυνους. Η ύπαρξη τέτοιας μορφής αγορών σημαίνει π.χ. ότι, όταν επενδύουν σε διαπραγματεύσιμα χρεόγραφα, οι χρηματοοικονομικοί διευθυντές δεν πρέπει να αναμένουν ότι θα πετύχουν αποδόσεις καλύτερες από το μέσο όρο. Γενικά, οι τιμές εκφράζουν την πληροφόρηση που είναι διαθέσιμη στο κοινό, γι. αυτό και οι αποδόσεις που επιτυγχάνονται θα είναι ανάλογες προς τον κίνδυνο που έχουν αναληφθεί. Για να είναι σε θέση κάποιος να αποκομίσει κέρδος από τη σωστή επιλογή της χρονικής στιγμής, χρειάζεται να μπορεί να κάνει σωστές προβλέψεις για το μέλλον. Η θεωρία όμως της αποτελεσματικής αγοράς υποστηρίζει ότι καλύτερες προβλέψεις δεν είναι συνήθως δυνατό να γίνουν. Αν οι τιμές και οι αποδόσεις εκφράζουν με αμερόληπτο τρόπο όλες τις πληροφορίες που διαθέτει το κοινό, οι τρέχουσες τιμές και αποδόσεις αντιπροσωπεύουν μια άποψη για το μέλλον που είναι γενικά αποδεκτή από το σύνολο της αγοράς. Φυσικά, τέτοιες γενικά αποδεκτές απόψεις μπορεί να είναι λαθεμένες. Επειδή όμως το πιθανό σφάλμα έχει την ίδια πιθανότητα είτε να υπερεκτιμά είτε να υποεκτιμά την πραγματική συμπεριφορά που θα επιδείξει η αγορά στο μέλλον, οι απόπειρες των μεμονωμένων επενδυτών να διαμορφώσουν κάποια κρίση που τυχόν δεν τη συμμερίζεται η υπόλοιπη αγορά έχουν κι αυτές την ίδια πιθανότητα να είναι σωστές ή λαθεμένες.

Γι' αυτό και αυτοί που υποστηρίζουν την άποψη περί αποτελεσματικών αγορών διατείνονται ότι οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι που προσπαθούν να διαμορφώσουν άποψη διαφορετική από εκείνη της αγοράς ως προς τις τάσεις των

---

Addison - Wesley 1979, σελ. 126-248.

επιτοκίων και το σχετικό κόστος των ξένων και ίδιων κεφαλαίων «χάνουν τον καιρό τους». Συμβουλεύουν δε τους χρηματοοικονομικούς διευθυντές να συγκεντρώνουν την προσοχή τους στη βελτίωση της λειτουργικής αποδοτικότητας και της επίδοσης των δικών τους εταιρειών και να μην ασχολούνται με προβλέψεις για τις τιμές των χρεογράφων.

**Χρηματοοικονομικός  
Προγραμματισμός  
σε  
Συνθήκες  
Αποτελεσματικής  
Αγοράς**

Στο θέμα των επιπτώσεων της θεωρίας της αποτελεσματικής αγοράς υπάρχει διάχυτη παρανόηση. Ορισμένοι την συγχέουν με την ιδέα των τέλειων αγορών, που σημαίνει ανυπαρξία τριβών, πλήρη, αδάπανη πληροφόρηση και την ύπαρξη αγοραστών και πωλητών που δεν έχουν καμία επίδραση στις τιμές. Άλλοι δεν πιστεύουν στις αποτελεσματικές αγορές για διάφορους λόγους. Ενώ παραδέχονται ότι οι αγορές πράγματι αξιοποιούν όλες τις τρέχουσες διαθέσιμες πληροφορίες, υποστηρίζουν ότι οι πληροφορίες που ενσωματώνει η αγορά μεταβάλλονται διαχρονικά και ότι ορισμένες από τις μεταβολές αυτές μπορούν να προβλεφτούν.

Η δική μας θέση είναι ρεαλιστική, δηλαδή ότι οι χρηματιστικές αγορές είναι αποτελεσματικές, τόσο στην ασθενή όσο και στην ημιισχυρή τους μορφή. Από πρακτική άποψη, λοιπόν, και θεωρώντας ότι δεν είναι δυνατό να προβλέψουν καλύτερα από την αγορά στο επίπεδο της καθημερινής της κίνησης, τα χρηματοοικονομικά στελέχη συμμετέχουν στην ανάπτυξη των μακροπρόθεσμων επενδυτικών και χρηματοοικονομικών προγραμμάτων που σχετίζονται με το μακροπρόθεσμο στρατηγικό σχεδιασμό των επιχειρήσεων. Στα πλαίσια των μακροπρόθεσμων αυτών προγραμμάτων οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι μπορούν να διατυπώσουν προβλέψεις σχετικά με τα επενδυτικά προγράμματα και τις χρηματοδοτικές ανάγκες. Έτσι, η χρηματοδότηση θα γίνει τη χρονική εκείνη στιγμή και θα συνδεθεί με τις μορφές εκείνες και τις πηγές κεφαλαίων που κρίνονται επωφελείς κάτω από την οπτική του μακροχρόνιου σχεδιασμού.

Για τους δανειστές, τα μακροπρόθεσμα δάνεια παρουσιάζουν πλεονεκτήματα σε σχέση με τον κίνδυνο, ενώ τα πλεονεκτήματα αυτά μειώνονται σε σχέση με το εισόδημα που αποφέρουν και παύουν να υπάρχουν σε σχέση με τον έλεγχο της επιχείρησης του **δανειζόμενου**.

1. Στο θέμα του κινδύνου τα δάνεια έχουν πλεονεκτήματα επειδή δίνουν στον κάτοχο προτεραιότητα τόσο στα κέρδη όσο και στην περίπτωση εκκαθάρισης. Επίσης τα δάνεια έχουν περιορισμένη λήξη και προστατεύονται από τους όρους του συμφωνητικού.

2. Η απόδοση που αποφέρει στον ομολογιούχο η επένδυσή του είναι σταθερή. Εκτός από την περίπτωση των ομολογιών συμμετοχής στα κέρδη, οι καταβολές των τόκων δεν συνδέονται με το επίπεδο κερδών της εταιρείας. Τα δάνεια όμως δεν συμμετέχουν στα τυχόν υπέρογκα κέρδη της εταιρείας, ενώ το κεφαλαιακό κέρδος είναι περιορισμένο. Μάλιστα οι ομολογιούχοι βρίσκονται σε μειονεκτική θέση σε πληθωριστικές περιόδους. Μια εικοσαετής ομολογία επιτοκίου 6% πληρώνει ετήσιο τόκο €60. Σε περιόδους πληθωρισμού, η αγοραστική αξία των \$60 διαβρώνεται προκαλώντας στους ομολογιούχους απώλεια πραγματικής αξίας<sup>10</sup>. Συχνά τα μακροπρόθεσμα δάνεια είναι ανακλήσιμα. Αν οι ομολογίες ανακληθούν, ο επενδυτής εισπράττει κεφάλαια που πρέπει να ξανά-επενδυθούν, για να παραμείνουν αποδοτικά.

3. Στο θέμα του ελέγχου ο ομολογιούχος δεν έχει συνήθως δικαίωμα ψήφου. Σε περίπτωση, όμως, αθέτησης των ομολογιών οι ομολογιούχοι αποκτούν στην ουσία τον έλεγχο της εταιρείας.

Από την πλευρά των **εκδοτών** μακροπρόθεσμων δανείων, οι ομολογίες προσφέρουν αρκετά **πλεονεκτήματα**. Τα πλεονεκτήματα περιλαμβάνουν τα εξής:

1. Το κόστος του δανείου είναι απόλυτα καθορισμένο. Οι ομολογιούχοι δεν συμμετέχουν σε υπέρογκα κέρδη.

2. Όχι μόνο το κόστος είναι περιορισμένο, αλλά συνήθως και η αναμενόμενη απόδοση είναι χαμηλότερη από την απόδοση των κοινών μετοχών.

3. Όταν η ανώνυμη εταιρεία χρηματοδοτείται με δανειακά κεφάλαια, οι ιδιοκτήτες της δεν μοιράζονται τον έλεγχο.

4. Οι τόκοι των δανείων αποτελούν φορολογικά εκπεστέα δαπάνη.

5. Η χρηματοοικονομική δομή της ανώνυμης εταιρείας μπορεί να αποκτήσει ευελιξία με την προσθήκη στο συμφωνητικό των ομολογιών μιας διάταξης που επιτρέπει την ανάκληση.

---

<sup>10</sup> Γι' αυτό και οι επενδυτές στις περιόδους αυξημένου πληθωρισμού απαιτούν ψηλότερο επιτόκιο.

Τα **μειονεκτήματα** των ομολογιών είναι τα εξής:

1. Τα δάνεια συνεπάγονται μια σταθερή επιβάρυνση. Αν τα κέρδη παρουσιάζουν διακυμάνσεις, η εταιρεία ίσως να μην είναι σε θέση να αντιμετωπίσει την επιβάρυνση αυτή.
2. Ο αυξημένος κίνδυνος έχει ως αποτέλεσμα ψηλότερους δείκτες κεφαλαιοποίησης των κερδών που προκύπτουν από την αξιοποίηση των ίδιων κεφαλαίων. Έτσι, ακόμη και στην περίπτωση που η μόχλευση είναι ευνοϊκή και αυξάνει τα κέρδη ανά μετοχή, οι ψηλότεροι δείκτες κεφαλαιοποίησης που οφείλονται στην μόχλευση ίσως οδηγήσουν σε μείωση της αξίας των κοινών μετοχών.
3. Τα δάνεια έχουν συνήθως σταθερή λήξη και ο χρηματοοικονομικός υπεύθυνος είναι υποχρεωμένος να προνοήσει για την αποπληρωμή τους.
4. Τα μακροπρόθεσμα δάνεια φέρουν κίνδυνο, επειδή συνεπάγονται κάποια μακροχρόνια δέσμευση. Οι προσδοκίες και τα σχέδια, με βάση τα οποία εκδόθηκε το δάνειο, μπορεί να μεταβληθούν και το δάνειο να αποδειχτεί δυσβάσταχτο βάρος. Για παράδειγμα, αν μειωθούν σε σημαντικό βαθμό το εισόδημα, η απασχόληση, το επίπεδο των τιμών και τα επιτόκια, η προσφυγή σε μακροπρόθεσμο δανεισμό για την εξασφάλιση ενός μεγάλου ποσού μπορεί να αποδειχτεί ότι ήταν μια λανθασμένη απόφαση χρηματοοικονομικής πολιτικής.
5. Σε μια μακροχρόνια συμβατική σχέση οι όροι της σύμβασης πιθανό να είναι πολύ πιο περιοριστικοί από ότι σε μια σύμβαση βραχυπρόθεσμης πίστωσης. Συνεπώς η επιχείρηση μπορεί να οδηγηθεί σε πολύ μεγαλύτερη αναστάτωση και περιορισμό της ελευθερίας δράσης της, παρά αν είχε δανειστεί σε βραχυπρόθεσμη βάση ή είχε εκδώσει κοινές μετοχές.
6. Υπάρχει κάποιο όριο στον βαθμό άντλησης κεφαλαίων με μακροπρόθεσμο δανεισμό. Τα γενικά παραδεκτά πρότυπα της χρηματοοικονομικής πολιτικής επιβάλλουν ορισμένα όρια σχετικά με το δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Όταν οι δανειακές υποχρεώσεις ξεπεράσουν τα όρια αυτά, το κόστος αυξάνει με ταχύ ρυθμό.

Όταν εξετάζονται διάφορες μέθοδοι μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης οι ακόλουθες συνθήκες ευνοούν τη χρησιμοποίηση μακροπρόθεσμου δανεισμού:

1. Οι πωλήσεις και τα κέρδη παραμένουν σε σταθερά επίπεδα ή μια μεγάλη αύξηση των μελλοντικών πωλήσεων και κερδών αναμένεται ότι θα δημιουργήσει σημαντικά οφέλη από τη χρήση της μόχλευσης.
2. Αναμένεται μια σημαντική αύξηση του επιπέδου των τιμών στο μέλλον, γεγονός που ευνοεί την ανάληψη από μέρους της επιχείρησης δανειακών υποχρεώσεων που θα εξοφληθούν με φτηνότερο χρήμα.
3. Ο σημερινός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης είναι σχετικά χαμηλός για τη συγκεκριμένη δραστηριότητα της εταιρείας.
4. Η διοίκηση πιστεύει ότι η τιμή των κοινών μετοχών σε σχέση με την τιμή των ομολογιών είναι προσωρινά συμπιεσμένη.
5. Η πώληση κοινών μετοχών θα δημιουργούσε προβλήματα στη διατήρηση του συσχετισμού των δυνάμεων που έχει διαμορφωθεί στο ζήτημα του ελέγχου της εταιρείας.

Οι αποφάσεις για τη χρήση δανείων μπορούν επίσης να εξεταστούν σε σχέση με την καμπύλη του μέσου κόστους κεφαλαίου. Γενικά, σε κάθε επιχείρηση αντιστοιχεί μια άριστη κεφαλαιακή δομή ή ίσως ένα άριστο εύρος δομών και, συνεπώς, το μέσο κόστος κεφαλαίου είναι ψηλότερο από όσο χρειάζεται, αν η επιχείρηση χρησιμοποιεί ένα επίπεδο δανειακών κεφαλαίων που διαφέρει από το άριστο. Όλοι οι παράγοντες που αναφέρθηκαν παραπάνω σχετίζονται με τον άριστο δείκτη δανειακής επιβάρυνσης. Ορισμένοι από αυτούς προκαλούν αύξηση του δείκτη, ενώ άλλοι μείωση.

Κάθε φορά που η επιχείρηση σκέφτεται να αντλήσει νέα εξωτερικά κεφάλαια και επιλέγει μεταξύ δανείων και ιδίων κεφαλαίων, κάνει ταυτόχρονα και μια έμμεση σύγκριση μεταξύ του σημερινού της και του άριστου δείκτη δανειακής επιβάρυνσης.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5<sup>ο</sup>

### ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΕ ΤΗ ΜΕΘΟΔΟ ΤΗΣ ΜΙΣΘΩΣΗΣ (LEASING)

Πριν από τη δεκαετία του '50, η μίσθωση (leasing) αφορούσε σχεδόν αποκλειστικά στα ακίνητα γήπεδα και κτιριακές εγκαταστάσεις ενώ σήμερα είναι δυνατό να μισθώσει κανείς οποιοδήποτε σχεδόν πάγιο στοιχείο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, ποσοστό 30% ως 40% όλων των νέων πάγιων στοιχείων που χρησιμοποιούνται κάθε χρόνο από τις επιχειρήσεις είναι μισθωμένο. Από πολλές απόψεις η μίσθωση μοιάζει με το δανεισμό. Ενώ όμως τα δάνεια ή η χρηματοδότηση με ίδια κεφάλαια, ως είδη των γενικά διαθέσιμων χρηματοδοτικών πηγών, δεν μπορούν να συνδεθούν με συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, η μίσθωση αναφέρεται κατά κανόνα σε μεμονωμένα περιουσιακά στοιχεία.

Η μίσθωση προσφέρει ταυτόχρονα και την κτήση των περιουσιακών στοιχείων και τη χρηματοδότησή τους. Τα πλεονεκτήματά της απέναντι στο δάνειο είναι ότι ο εκμισθωτής (lessor) βρίσκεται σε καλύτερη θέση από τον πιστωτή όταν η μισθώτρια εταιρεία αντιμετωπίζει χρηματοοικονομικά προβλήματα. Αν ο μισθωτής (lessee) δεν εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της μίσθωσης, ο εκμισθωτής διαθέτει ένα ισχυρό νομικό δικαίωμα ανάκτησης των περιουσιακών στοιχείων αφού η ιδιοκτησία τους εξακολουθεί να του ανήκει. Ένας δανειστής, ακόμη και αυτός που έχει εξασφαλίσεις, θα αντιμετωπίσει δαπάνες και καθυστερήσεις στην προσπάθειά του να ανακτήσει τα περιουσιακά στοιχεία που χρηματοδοτήθηκαν άμεσα ή έμμεσα. Επειδή η μίσθωση φέρει μικρότερο κίνδυνο για τον εκμισθωτή από τις άλλες πηγές χρηματοδότησης που χρησιμοποιούνται για την απόκτηση περιουσιακών στοιχείων, όσο μεγαλύτερο κίνδυνο παρουσιάζει η επιχείρηση που καταφεύγει στη χρηματοδότηση, τόσο ισχυρότερος είναι ο λόγος για το χρηματοδότη να καταρτίσει μια συμφωνία μίσθωσης αντί να χορηγήσει ένα δάνειο. Η σχετική φορολογική θέση του εκμισθωτή και του χρήστη των περιουσιακών στοιχείων μπορεί επίσης να επηρεάσει την απόφαση για τη χρησιμοποίηση μίσθωσης αντί για την αγορά των στοιχείων αυτών.

Οι μισθώσεις μπορούν να πάρουν διάφορες μορφές. Οι πιο σημαντικές είναι η πώληση και επαναμίσθωση, η μίσθωση εκμετάλλευσης και οι άμεσες χρηματοοικονομικές μισθώσεις.

**Πώληση  
και  
Επαναμίσθωση**

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

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

**Μίσθωση  
Εκμετάλλευσης**

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

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

Ένα τελευταίο χαρακτηριστικό των μισθώσεων εκμετάλλευσης

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

**Χρηματοοικονομικές  
Μισθώσεις**

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

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

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

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

1. Η χρονική διάρκεια της μίσθωσης πρέπει να είναι μικρότερη από τριάντα χρόνια. Σε αντίθετη περίπτωση η μίσθωση θεωρείται ως μορφή πώλησης.
2. Το μίσθωμα πρέπει να αντιπροσωπεύει μια εύλογη απόδοση για τον εκμισθωτή περίπου 7 ως 12% της επένδυσης.
3. Το προαιρετικό δικαίωμα ανανέωσης πρέπει να είναι «καλή τη πίστει». Ο όρος αυτός εξασφαλίζεται με τον καλύτερο τρόπο, αν δοθεί στο μισθωτή το δικαίωμα να μπορεί να αποδεχτεί μια ίση «καλή τη πίστει» προσφορά τρίτων.
4. Δεν πρέπει να υπάρχει δικαίωμα επαναγοράς. Αν υπάρχει τέτοιο δικαίωμα, ο μισθωτής δεν πρέπει να έχει περισσότερα δικαιώματα στην επαναγορά του μισθίου από τους τυχόν τρίτους που θα ενδιαφερθούν σχετικά.

Ας προχωρήσουμε τώρα σε μια συγκριτική ανάλυση του κόστους κτήσης και του κόστους μίσθωσης. Η μορφή μίσθωσης που θα αναλυθεί θα είναι μια καθαρή χρηματοοικονομική μίσθωση που αποσβένεται πλήρως, δεν μπορεί να ακυρωθεί και δεν προβλέπει την παροχή υπηρεσιών συντήρησης.

Σύμφωνα με τη λογική του προϋπολογισμού των δαπανών κεφαλαίου, πρέπει κατ' αρχήν να ελεγχθεί εάν η ποσοστιαία απόδοση της μίσθωσης είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο που η συγκεκριμένη επιχείρηση δέχεται ως ελάχιστη απόδοση των επενδύσεών της (*hurdle rate*). Στη συνέχεια, το δεύτερο ερώτημα είναι αν η μίσθωση ή ίσως κάποια άλλη μέθοδος είναι ο λιγότερο δαπανηρός τρόπος χρηματοδότησης του έργου. Θα μπορούσε εναλλακτικά να υποστηριχτεί ότι δεν μπορούμε να γνωρίζουμε το κόστος κεφαλαίου και συνεπώς το ελάχιστο αποδεκτό επιτόκιο της επένδυσης προτού προσδιοριστεί η λιγότερο δαπανηρή μέθοδος χρηματοδότησης. Έτσι, αφού προσδιορίσουμε την μέθοδο αυτή, μπορούμε να καθορίσουμε το ελάχιστο αποδεκτό επιτόκιο που σύμφωνα με την μέθοδο του προϋπολογισμού των δαπανών κεφαλαίου έχει εφαρμογή στην απόφαση ανάληψης του

συγκεκριμένου επενδυτικού έργου.

Για να δημιουργήσουμε μια βάση σύγκρισης του κόστους μίσθωσης με το κόστος κτήσης, ας ξεκινήσουμε από τον εκμισθωτή. Η εταιρεία μίσθωσης ή ο εκμισθωτής μπορεί να είναι μια εμπορική τράπεζα, μια θυγατρική εμπορικής τράπεζας ή μια ανεξάρτητη ειδικευμένη στις μισθώσεις εταιρεία. Οι διάφοροι αυτοί τύποι εταιρειών θεωρούνται ότι προσφέρουν μεσολαβητικές εργασίες του αυτού ουσιαστικά τύπου. Κάθε μια από τις μορφές αυτές χρηματοοικονομικής μεσολάβησης θεωρείται ότι προσφέρει ένα προϊόν που αποτελεί μια μορφή δανειακής χρηματοδότησης της εταιρείας που θα χρησιμοποιήσει τον εξοπλισμό. Επειδή το προϊόν δηλαδή το δανειακό μέσο ή η μίσθωση αποτελεί περιουσιακό στοιχείο του χρηματοοικονομικού μεσολαβητή, η απόδοση του προϊόντος πρέπει να ισούται με το κόστος κεφαλαίου του τελευταίου. Αυτό σημαίνει ότι ο χρηματοοικονομικός μεσολαβητής έχει κόστος κεφαλαίου, που αποτελείται από δανειακά και ίδια κεφάλαια, περίπου ίσο με το επιτόκιο με το οποίο δανείζει τα κεφάλαια που συνιστούν το ενεργητικό του.

Μπορούμε να υπολογίσουμε την τιμή ισορροπίας του μισθώματος σε μια ανταγωνιστική αγορά εκμισθωτών. Ένα βασικό ερώτημα του προϋπολογισμού δαπανών κεφαλαίου είναι: Ποια απόδοση των χρηματικών ροών που θα προκύψουν από τη χρήση του περιουσιακού στοιχείου θα ισούται με το συγκρίσιμο κόστος κεφαλαίου; Η απόδοση αποτελείται από δύο στοιχεία: τις χρηματικές εισροές από το μίσθωμα και τη φορολογική απαλλαγή των αποσβέσεων. Ως συντελεστής προεξόφλησης παίρνεται το σταθμικό κόστος κεφαλαίου του εκμισθωτή που, όπως δείξαμε, θα είναι ίσο με το επιτόκιο που ισχύει για τις άλλες επενδύσεις με μορφή δανείων του εκμισθωτή που φέρουν τον ίδιο κίνδυνο με τις συγκεκριμένες χρηματικές ροές.

Η κατάσταση αδιαφορίας μεταξύ μίσθωσης και κτήσης εξακολουθεί να ισχύει, όταν η υπολειμματική αξία συμπεριληφθεί στην ανάλυση. Η ίδια συλλογιστική έχει εφαρμογή και για τυχόν άλλες αβέβαιες χρηματικές ροές που μπορεί να συνδέονται με τη μίσθωση, όπως για παράδειγμα το κόστος συντήρησης. Πρέπει όμως να γίνει μια σημαντική διάκριση μεταξύ της ανάλυσης του κόστους και της ανάλυσης άλλων εισροών. Η χρησιμοποίηση ως επιτοκίου προεξόφλησης του ψηλότερου κόστους κεφαλαίου του έργου αντί του κόστους δανεισμού μετά από φόρους έχει ως αποτέλεσμα την μείωση της παρούσας αξίας των αβέβαιων δαπανών, ενώ το λογικότερο θα ήταν η προσαρμογή για μεγαλύτερο κίνδυνο να οδηγήσει σε μεγαλύτερη παρούσα αξία. Έτσι, οι αβέβαιες δαπάνες πρέπει να προεξοφληθούν με επιτόκιο

χαμηλότερο από το κόστος δανεισμού μετά από φόρους. Ο προσδιορισμός του κατάλληλου χαμηλότερου επιτοκίου μπορεί να γίνει μόνο με βάση την υποκειμενική κρίση του αναλυτή. Για παράδειγμα με κόστος δανειακών κεφαλαίων μετά από φόρους 6% και κόστος κεφαλαίου του έργου 12%, το επιτόκιο προεξόφλησης που θα μπορούσε να υιοθετηθεί για το επίπεδο κινδύνου των δαπανών συντήρησης θα ήταν 4%.

**Ανάλυση  
της  
Εσωτερικής  
Απόδοσης**

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

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

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

Υποστηρίζεται πως ένα από τα πλεονεκτήματα της μεθόδου αυτής είναι ότι αποφεύγει το πρόβλημα του προσδιορισμού ενός επιτοκίου προεξόφλησης. Αυτό όμως μόνο φαινομενικά είναι έτσι. Η προσέγγιση του θέματος της μίσθωσης από τη σκοπιά της

εσωτερικής απόδοσης δεν διαφέρει ουσιαστικά από τη μέθοδο του κόστους δανειοδότησης μετά από φόρους. Γι' αυτό και η ανάλυση με τη μέθοδο της εσωτερικής απόδοσης είναι ισοδύναμη με το γενικότερο αναλυτικό πλαίσιο που παρουσιάστηκε εδώ και που εφαρμόζεται στις αποφάσεις μίσθωσης.

Υπάρχουν αρκετοί παράγοντες που ενδέχεται να επηρεάζουν μια ή περισσότερες από τις κρίσιμες παραμέτρους της ανάλυσης μας. Είναι και σωστό από θεωρητική άποψη και αναγκαίο από πρακτική να μπορεί κανείς να αναγνωρίζει τους παράγοντες που διαμορφώνουν το κόστος της μίσθωσης σε επίπεδο ψηλότερο ή χαμηλότερο από το κόστος κτήσης. Έτσι θα αναφερθούν ορισμένες πρόσθετες μεταβλητές που ενδέχεται να ασκούν κάποια επίδραση στην απόφαση που αφορά στη μίσθωση ή την αγορά του περιουσιακού στοιχείου.

**Πρόσθετοι  
Παράγοντες  
που  
Επηρεάζουν  
την  
Επιλογή  
Μίσθωσης  
και  
Αγοράς**

Υπάρχουν, λοιπόν, και άλλοι παράγοντες που μπορούν να επηρεάσουν το κόστος μίσθωσης της επιχείρησης - χρήστη σε σύγκριση με το κόστος κτήσης του περιουσιακού στοιχείου. Οι παράγοντες αυτοί περιλαμβάνουν: (1) το τυχόν διαφορετικό κόστος κεφαλαίου του εκμισθωτή από αυτό του χρήστη, (2) ψηλότερο κόστος χρηματοδότησης στην περίπτωση της μίσθωσης, (3) διαφορές στο κόστος συντήρησης, το όφελος που αντιπροσωπεύουν οι υπολειμματικές αξίες για τον ιδιοκτήτη του περιουσιακού στοιχείου, (5) την πιθανότητα μείωσης του κόστους οικονομικής απαξίωσης από τις μισθώτριες επιχειρήσεις, (6) την πιθανότητα αυξημένης διαθεσιμότητας πιστώσεων στην περίπτωση της μίσθωσης, (7) την ευνοϊκότερη φορολογική μεταχείριση, όπως είναι η ταχύτερη απόσβεση και (β) πιθανές διαφορές στην ικανότητα της κάθε επιχείρησης να εκμεταλλεύεται τις διαθέσιμες ευκαιρίες για μείωση της φορολογίας. Με δεδομένους τους παράγοντες αυτούς, υπάρχουν πολλές απόψεις σχετικά με τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της μίσθωσης. Ορισμένα από τα επιχειρήματα που διατυπώνονται σχετικά βασίζονται σε έμμεσες υποθέσεις. Συνεπώς η δυνατότητα εφαρμογής τους σε πραγματικές καταστάσεις εξαρτάται από αρκετές προϋποθέσεις.

**Διαφορετικό  
Κόστος  
Κεφαλαίου**

Στην περίπτωση που ο εκμισθωτής έχει χαμηλότερο κόστος κεφαλαίου από το χρήστη, το κόστος της μίσθωσης πιθανό να είναι χαμηλότερο από το κόστος κτήσης και αντίστροφα. Είναι δύσκολο όμως να βρεθούν οι συνθήκες κάτω από τις οποίες το

κόστος κεφαλαίου θα ήταν διαφορετικό, εκτός από την περίπτωση που ισχύουν διαφορετικές φορολογικές απαλλαγές. Το κατάλληλο κάθε φορά κόστος κεφαλαίου θα εξαρτηθεί από το βαθμό κινδύνου του επενδυτικού έργου στο οποίο θα χρησιμοποιηθεί το περιουσιακό στοιχείο. Και δεν είναι καθόλου αυτονόητο ότι ο κίνδυνος πρέπει να είναι διαφορετικός, όταν ο ιδιοκτήτης είναι ο εκμισθωτής και όχι ο χρήστης<sup>11</sup>.

**Μεγαλύτερες  
Χρηματοοικονομικές  
Δαπάνες  
στην  
Περίπτωση  
της  
Μίσθωσης**

Μια παρόμοια άποψη είναι ότι η μίσθωση συνεπάγεται μεγαλύτερο τεκμαρτό κόστος χρηματοδότησης. Και το επιχείρημα όμως αυτό έχει αμφίβολη ισχύ. Κατ' αρχήν, ως προς την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας του εκμισθωτή δεν φαίνεται να υπάρχει λόγος διαφοροποίησης. Δεύτερον, ο διαχωρισμός των χρηματικών δαπανών της μίσθωσης από τις άλλες υπηρεσίες που ενσωματώνει η σύμβαση μίσθωσης δεν είναι εύκολος. Αν λόγω της εξειδίκευσής του ο εκμισθωτής είναι σε θέση να αναλάβει διάφορες μη χρηματοοικονομικές υπηρεσίες (όπως τη συντήρηση του εξοπλισμού) με χαμηλότερο κόστος από ό,τι ο μισθωτής ή κάποιος άλλος, τότε το πραγματικό κόστος της μίσθωσης μπορεί να είναι μικρότερο από το κόστος των κεφαλαίων που προέρχονται από δανεισμό ή από άλλες πηγές. Η αποτελεσματικότητά της στην εκτέλεση εξειδικευμένων υπηρεσιών μπορεί συνεπώς να επιτρέπει στην εκμισθώτρια εταιρεία να ζητά αμοιβή που είναι χαμηλότερη από το κόστος που θα έπρεπε να καταβάλει κάτω από άλλες συνθήκες ο μισθωτής για το πακέτο των υπηρεσιών (χρηματοοικονομικών και άλλων) που απαιτείται.

**Διαφορές  
στο  
Κόστος  
Συντήρησης**

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

---

<sup>11</sup> Merton H. Miller και Charles W. Upton, "Leasing, Buying and the Cost of Capital Services", *Journal of Finance* 3 (July 1976), σελ. 762-767.



## Υπολειμματικές Αξίες

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

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

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

**Διαφορές  
στους  
Φορολογικούς  
Συντελεστές  
ή  
στις  
Φορολογικές  
Ελαφρύνσεις**

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

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

Για παράδειγμα η φορολογική έκπτωση που χορηγείται για τις επενδύσεις μπορεί να αναληφθεί μόνον όταν τα κέρδη και οι φόροι της επιχείρησης ξεπερνούν ένα ορισμένο όριο. Αν η επιχείρηση δεν πραγματοποιεί κέρδη ή αν επεκτείνεται με πολύ γρήγορο ρυθμό και δικαιούται τόσο μεγάλες φορολογικές εκπτώσεις που είναι αδύνατο να τις εξαντλήσει, ενδέχεται να συμφέρι στην εταιρεία να συνάψει μια σύμβαση μίσθωσης. Σε μια τέτοια περίπτωση, ο εκμισθωτής μπορεί να αναλάβει την έκπτωση και να μειώσει ανάλογα το μίσθωμα. Αυτός ο λόγος συντέλεσε στα τελευταία χρόνια στην ευρύτατη χρήση των μισθώσεων από τις αεροπορικές εταιρείες, καθώς και από εταιρείες με παρόμοια προβλήματα.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6<sup>ο</sup>

### ΠΑΡΑΣΤΑΤΙΚΑ ΔΙΚΑΙΩΜΑΤΟΣ ΚΤΗΣΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ

Τόσο τα παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών όσο και οι μετατρέψιμες ομολογίες αποτελούν μορφές προαιρετικών δικαιωμάτων (options) που χρησιμοποιούνται για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Η χρήση τους ευνοείται όταν το οικονομικό περιβάλλον συνδυάζει προοπτικές οικονομικής ανάκαμψης ή πληθωρισμού και ύφεσης ή αποπληθωρισμού. Πράγματι, η μεν πρώτη προτίμηση από την πλευρά εξασφάλισης των χρεογράφων προσφέρει προστασία απέναντι στην ύφεση, ενώ το χαρακτηριστικό του προαιρετικού δικαιώματος δίνει την ευκαιρία συμμετοχής στις αυξημένες τιμές μετοχών.

Τόσο το δικαίωμα μετατροπής όσο και τα παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών χρησιμοποιούνται ως «ευκαιρίες». Τα προνόμια του προαιρετικού δικαιώματος που χορηγούν δίνουν τη δυνατότητα σε μικρές επιχειρήσεις να πουλήσουν δάνεια ή προνομιούχες μετοχές που δεν θα μπορούσαν να πουληθούν κάτω από διαφορετικές συνθήκες. Για τις μεγάλες εταιρείες, η «ευκαιρία» αυτό έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση του κόστους για τα χρεόγραφα που πουλήθηκαν. Επιπλέον, τα προαιρετικά δικαιώματα εξασφαλίζουν τη μελλοντική πώληση κοινών μετοχών σε τιμές μεγαλύτερες από αυτές που μπορούν να επιτευχθούν σήμερα.

Συνήθως, η μετατροπή των ομολογιών από τους κατόχους τους δεν εισφέρει πρόσθετα κεφάλαια στην εταιρεία. Η άσκηση των παραστατικών δικαιώματος κτήσης μετοχών όμως προσφέρει τέτοια κεφάλαια. Η μετατροπή χρεογράφων έχει ως αποτέλεσμα τη μείωση των δεικτών δανειακής επιβάρυνσης, ενώ η άσκηση των παραστατικών δικαιώματος κτήσης μετοχών ενισχύει μεν τα ίδια κεφάλαια αφήνει όμως τα δάνεια ή τις προνομιούχες μετοχές στον ισολογισμό. Κατά τη σύγκριση των μετατρέψιμων χρεογράφων με χρεόγραφα που έχουν πρώτη προτίμηση από πλευράς εξασφαλίσεων και που συνοδεύονται από παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών, μια επιχείρηση με ψηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης πρέπει να επιλέξει τα μετατρέψιμα χρεόγραφα, ενώ μια επιχείρηση με μέτριο ή χαμηλό δείκτη δανειακής επιβάρυνσης μάλλον θα χρησιμοποιήσει παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών.

## ΣΥΓΧΩΝΕΥΣΕΙΣ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΕΣ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΟΥ

Οι συγχωνεύσεις έχουν παίξει σημαντικό ρόλο στην ανάπτυξη των επιχειρήσεων. Επειδή δε οι χρηματοοικονομικοί υπεύθυνοι οφείλουν να είναι σε θέση και να αξιολογήσουν μια πιθανή συγχώνευση και να συμμετέχουν στην αξιολόγηση των αντίστοιχων εταιρειών που συμμετέχουν σ' αυτή, η έμφαση πρέπει να δοθεί στην ανάλυση των αποφάσεων που σχετίζονται με τον καθορισμό των όρων της συγχώνευσης.

Ο πιο σημαντικός όρος που διαπραγματεύεται κανείς σε μια συμφωνία συγχώνευσης είναι το τίμημα που θα πληρώσει η μια επιχείρηση για την άλλη. Οι ποσοτικοί παράγοντες που ασκούν την πιο σημαντική επίδραση στους όρους μιας συγχώνευσης είναι: (1) τα τρέχοντα κέρδη, (2) οι τρέχουσες αγοραίες τιμές, (3) οι λογιστικές αξίες και (4) τα καθαρά κεφάλαια κίνησης. Ενδέχεται όμως να υπάρχουν και άλλοι παράγοντες που δεν μπορούν να εκφραστούν ποσοτικά. και που να δημιουργούν όμως συνθήκες συνέργειας σε βαθμό τέτοιο που να δικαιολογείται η καταβολή τιμήματος μεγαλύτερου από όσο θα δικαιολογούταν από την ύπαρξη των ποσοτικών παραγόντων. Πρόσφατα οι τρέχουσες αξίες αντικατάστασης των περιουσιακών στοιχείων των ανώνυμων εταιρειών ξεπέρασαν τις αγοραίες αξίες των σχετικών χρεογράφων των εταιρειών αυτών.

Στις συγχωνεύσεις η μια επιχείρηση «εξαφανίζεται». Μια εναλλακτική πάντως λύση είναι η μια επιχείρηση να αγοράσει το σύνολο ή την πλειοψηφία των κοινών μετοχών της άλλης και να ασκήσει τη διεύθυνσή της ως λειτουργικής θυγατρικής εταιρείας. Όταν συμβαίνει αυτό, λέμε ότι η πρώτη εταιρεία είναι μια εταιρεία χαρτοφυλακίου. Η δημιουργία μιας εταιρείας έχει τα εξής **πλεονεκτήματα**:

1. Ο έλεγχος της εταιρείας που αποκτήθηκε είναι δυνατό να εξασφαλιστεί με λιγότερα κεφάλαια από όσα θα απαιτούσε μια συγχώνευση.
2. Σε μια εταιρεία χαρτοφυλακίου, κάθε εταιρεία είναι μια ξεχωριστή νομική οντότητα και οι υποχρεώσεις κάθε μονάδας είναι ξεχωριστές από τις υποχρεώσεις των άλλων μονάδων.
3. Για την πραγματοποίηση μιας συγχώνευσης απαιτείται η έγκριση των μετόχων. Αυτό δεν είναι απαραίτητο, όταν πρόκειται για εταιρεία χαρτοφυλακίου.

Τα **μειονεκτήματα**, τω εταιρειών χαρτοφυλακίου είναι τα ακόλουθα:

1. Αν η εταιρεία χαρτοφυλακίου δεν έχει το 80% των μετοχών της θυγατρικής και δεν υποβάλλει ενοποιημένες φορολογικές

δηλώσεις, το 15% των μερισμάτων που εισπράττει από τη θυγατρική υπόκειται σε φορολογία.

2. Οι επιπτώσεις της μόχλευσης που μπορεί να επιτευχθεί στις εταιρείες χαρτοφυλακίου μπορούν να μεγιστοποιήσουν τις διακυμάνσεις των κερδών και τους αντίστοιχους κινδύνους.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7<sup>ο</sup>

### ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΤΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Χρηματοδότηση  
με  
Καινοτομικά  
Κεφάλαια

Οι μικρές επιχειρήσεις με προοπτικές ανάπτυξης έχουν επίσης σημαντικές χρηματοδοτικές ανάγκες που όμως φέρουν αυξημένο κίνδυνο. Οι ανάγκες αυτές οδήγησαν στη δημιουργία εξειδικευμένων πηγών χρηματοδότησης με καινοτομικά κεφάλαια (venture capital). Αρκετές από αυτές τις επιχειρήσεις είναι οργανωμένες ως προσωπικές εταιρείες, ενώ άλλες αποτελούν πιο τυπικές εταιρείες που ονομάζονται εταιρείες αναπτυξιακών επενδύσεων (investment development companies)<sup>12</sup>.

Κάθε καινούργια επιχείρηση που υποβάλλει αίτημα για χρηματοοικονομική βοήθεια σε μια εταιρεία καινοτομικών κεφαλαίων υφίσταται εξονυχιστικό έλεγχο. Ορισμένες αναπτυξιακές εταιρείες χρησιμοποιούν το δικό τους προσωπικό για να κάνει τον έλεγχο αυτό, ενώ άλλες χρησιμοποιούν επιτροπές συμβούλων που λειτουργούν ως γνωμοδοτικά όργανα. Ένας μεγάλος αριθμός αιτημάτων απορρίπτεται, αν όμως κάποιος γίνει αποδεκτός, τότε η χορήγηση των κεφαλαίων είναι εξασφαλισμένη. Γενικά, οι εταιρείες καινοτομικών κεφαλαίων συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων που χρηματοδοτούν, μπορούν όμως να χορηγήσουν και δανειακά κεφάλαια. Στην τελευταία αυτή περίπτωση πάντως, ο δανεισμός αφορά σε μετατρέψιμα χρεόγραφα ή παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών ή συνοδεύεται από την αγορά μετοχών από την επενδυτική εταιρεία.

Οι εταιρείες καινοτομικών κεφαλαίων παίζουν ένα συνεχή και δραστήριο ρόλο στην επιχείρηση. Κατά κανόνα δεν επιδιώκουν να εξασφαλίσουν τον έλεγχο της δανειοδοτούμενης εταιρείας, συμμετέχουν όμως με ένα τουλάχιστον μέλος στο διοικητικό της συμβούλιο. Το θέμα του ελέγχου δεν έχει αποτελέσει βασικό παράγοντα στη λήψη επενδυτικών αποφάσεων. Μάλιστα, αν η διοίκηση της μικρής επιχείρησης δεν έχει την ικανότητα να παίρνει σωστές αποφάσεις, τότε η εταιρεία καινοτομικών κεφαλαίων δεν θα ενδιαφερθεί γι' αυτή. Από την άλλη όμως πλευρά, η εταιρεία επενδύσεων επιδιώκει να διατηρεί συνεχή επαφή, να δίνει συμβουλές σε διοικητικά θέματα και να παρακολουθεί την

---

<sup>12</sup> Σύμφωνα με το νόμο Investment Company Act του 1940, οι εταιρείες αναπτυξιακών επενδύσεων ορίζονται ως διαφοροποιημένες εταιρείες επενδύσεων καθορισμένου μετοχικού κεφαλαίου. Οι επενδυτικές εταιρείες καθορισμένου μετοχικού κεφαλαίου μοιάζουν με τα αμοιβαία κεφάλαια. Διαφέρουν όμως στο ότι δεν υποχρεώνονται να ξαναγοράσουν τις μετοχές που έχουν εκδώσει

πρόοδο της επιχείρησης.

Μια άλλη ιδιαίτερη συμβολή των εταιρειών καινοτομικών κεφαλαίων έχει να κάνει με το γεγονός ότι οι ιδιοκτήτες τους είναι άτομα το οποίο είναι κάτοχοι μεγάλης περιουσίας. Τα άτομα αυτά ενδιαφέρονται, για φορολογικούς λόγους, να εισπράττουν εισοδήματα με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών αντί ως τρέχοντα κέρδη. Έτσι, είναι σε θέση να αναλαμβάνουν μεγαλύτερους κινδύνους. Αν τα άτομα αυτά πραγματοποιήσουν ζημιές από τη δραστηριότητά τους αυτή, η καθαρή ζημιά τους μετά από φόρους δεν θα αντιπροσωπεύει παρά μικρό μόνο τμήμα της επένδυσης επειδή βρίσκονται σε πολύ ψηλό φορολογικό κλιμάκιο ατομικού εισοδήματος. Τα τυχόν κέρδη των ατόμων αυτών έχουν τη μορφή κεφαλαιακών κερδών, και συνεπώς τα άτομα αυτά φορολογούνται με χαμηλότερο συντελεστή από ό,τι για το κανονικό ατομικό τους εισόδημα. Συνεπώς για ένα πλούσιο άτομο, οι πιθανότητες να ωφεληθεί από την πραγματοποίηση επενδύσεων αυξημένου κινδύνου είναι πιο ευνοϊκές.

Έχει αναμιχτεί μια άλλη πηγή καινοτομικών κεφαλαίων, οι μεγάλες καθιερωμένες επιχειρήσεις<sup>13</sup>. Αρκετές μεγάλες ανώνυμες εταιρείες έχουν επενδύσει κεφάλαια και τεχνογνωσία για την ίδρυση ή την ανάπτυξη μικρών επιχειρήσεων. Συνήθως, ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης είναι ένας ειδικός, συχνά ένα άτομο με τεχνικές γνώσεις, που χρειάζεται κεφάλαια και υποστήριξη σε διοικητικές εργασίες όπως η διαχείριση, η χρηματοδότηση, η προώθηση των πωλήσεων και η παραγωγή. Ο ιδιοκτήτης συνεισφέρει την επιχειρηματικότητα, τα ειδικά του προσόντα, την τάση του να αναλαμβάνει αυξημένους κινδύνους. Πολλές μεγάλες εταιρείες ανακάλυψαν ότι προκύπτει αμοιβαίο όφελος από μια τέτοια μορφή επενδύσεων με καινοτομικά κεφάλαια.

Μια άλλη σημαντική πηγή χρηματοδότησης μικρών επιχειρήσεων με **καινοτομικά κεφάλαια** είναι οι Εταιρείες Επενδύσεων Μικρών Επιχειρήσεων EEME (Small Business Investment Company SBIC). Στις ΗΠΑ ο νόμος Small Business Investment Company Act του 1958 εξουσιοδοτεί την Υπηρεσία Μικρών Επιχειρήσεων ΥΜΕ (Small Business Administration SBA) να χορηγεί άδειες και να ρυθμίζει τις EEME και να τους παρέχει οικονομική ενίσχυση. Για να δοθεί άδεια σε μια EEME απαιτείται ένα ελάχιστο ποσό ιδιωτικών κεφαλαίων \$150.000 που μπορεί να διπλασιαστεί με την πώληση παρεπόμενων ομολογιών στην ΥΜΕ (με επιτόκια χαμηλότερα από αυτά που επικρατούν στην αγορά).

Στην άσκηση των δραστηριοτήτων τους, οι Εταιρείες Επενδύσεων Μικρών Επιχειρήσεων ακολούθησαν δύο πολιτικές που μοιάζουν με αυτές των εταιρειών αναπτυξιακών επενδύσεων

---

<sup>13</sup> «Venture Capital, Corporation Style» Forbes, August 1, 1970, σελ. 41-42.

ή των καινοτομικών κεφαλαίων. Καταρχήν, οι επενδύσεις τους πραγματοποιούνται με την αγορά μετατρέψιμων χρεογράφων ή ομολογιών με παραστατικά δικαιώματος κτήσης μετοχών αποκτώντας έτσι ιδιοκτησία στα ίδια κεφάλαια των εταιρειών στις οποίες χορηγούνται οι πιστώσεις. Δεύτερον, οι Εταιρείες Επενδύσεων Μικρών Επιχειρήσεων έχουν δώσει ιδιαίτερη έμφαση στην παροχή επιχειρηματικών συμβουλών, για τις οποίες εισπράττουν αμοιβή<sup>14</sup>.

Είναι φανερό ότι οι ΕΕΜΕ επωφελούνται από το περιβάλλον που δημιουργεί η κρατική υποστήριξη και η διαθεσιμότητα μακροπρόθεσμων παρεπόμενων δανείων με ευνοϊκούς όρους. Επιπλέον, η τυχόν θεαματική επιτυχία μιας επένδυσης μπορεί να εξασφαλίσει και την επιτυχία μιας ΕΕΜΕ ή άλλης εταιρείας καινοτομικών κεφαλαίων<sup>15</sup>.

**Προγράμματα  
Μετοχικής  
Συμμετοχής  
Προσωπικού**

Τα Προγράμματα Μετοχικής Συμμετοχής Προσωπικού (Employee Stock Ownership Plans -ESOP) είναι ένα ισχυρό χρηματοοικονομικό μέσο Συμμετοχής που χρησιμοποιείται κυρίως από τις μικρές επιχειρήσεις, αλλά που μπορεί να φανεί χρήσιμο σε όλες τις φάσεις ανάπτυξης μιας επιχείρησης. Τα ΠΜΣΠ είναι προγράμματα με κύριο στόχο την επένδυση στα χρεόγραφα του εργοδότη<sup>16</sup>. Τα ΠΜΣΠ μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την αύξηση των ρευστών διαθεσίμων και την πραγματοποίηση μιας σειράς χρηματοοικονομικών συναλλαγών με σημαντικά μειωμένο κόστος μετά από φόρους. Η βασική συναλλαγή αφορά στην ετήσια εισφορά της εταιρείας στο πρόγραμμα, η οποία και εκπίπτει από το φορολογητέο εισόδημά της. Επειδή τα οφέλη που προσπορίζεται ο υπάλληλος δεν φορολογούνται μέχρις ότου εισπραχτούν, το ΠΜΣΠ αντιπροσωπεύει ένα ποσό αφορολόγητων χρημάτων.

Οι πηγές των κεφαλαίων για τα ΠΜΣΠ περιλαμβάνουν:

1. Μετατροπή άλλων προηγούμενων προγραμμάτων σε ΠΜΣΠ. Η πώληση των χρεογράφων των προηγούμενων προγραμμάτων

<sup>14</sup> Οι μεγαλύτερες ΕΕΜΕ διαθέτουν στελεχικό προσωπικό όμοιο με εκείνο των εταιρειών χαρτοφυλακίου ή των οικονομικών συνασπισμών. Το προσωπικό αυτό παρέχει, έναντι αμοιβής, βοήθεια στις επιχειρήσεις στις οποίες έχουν επενδύσει οι ΕΕΜΕ.

<sup>15</sup> Για παράδειγμα η American Research and Development Company κέρδισε πάνω από \$100 εκατομμύρια από μια επένδυση μερικών χιλιάδων δολλαρίων στην Digital Equipment Corporation.

<sup>16</sup> Για μεγαλύτερη ανάλυση του ρόλου των ΠΜΣΠ βλέπε Joseph K. Taussig. "ESOPS-A Creative Financial Alternative" στο J. Fred Weston και Maurice B. Goudzwaard. eds., *Treasurer's Handbook* (Homewood, Ill Dow Jones-Irwin, 1978), σελ. 942-81.



και η επένδυση των χρημάτων σε χρεόγραφα της εργοδότης εταιρείας έχει ως αποτέλεσμα την εισροή κεφαλαίων στην τελευταία. Η πώληση αυτή πρέπει να εγκριθεί τόσο από τη διοίκηση όσο και από τους εργαζόμενους διότι η πρόσθετη αυτή επένδυση ενισχύει την εταιρεία.

2. Εισφορές της ανώνυμης εταιρείας. Οι εισφορές αυτές αντιπροσωπεύουν διαχρονικά την περισσότερο προβλέψιμη πηγή κεφαλαίων. Έμμεσα, οι επιχειρήσεις μπορούν να συνεισφέρουν στο πρόγραμμα ένα σημαντικό ποσοστό της μισθοδοσίας που καταβάλλουν. Με τον τρόπο αυτό, δεν είναι απίθανο μια εταιρεία έντασης εργασίας να κάνει ουσιαστικά αφορολόγητα όλα τα ρευστά διαθέσιμα που διαχειρίζεται κατά τη λειτουργία της.

3. Ρευστοποίηση περιουσιακών στοιχείων. Η επιτροπή που διαχειρίζεται το ΠΜΣΠ μπορεί να ρευστοποιήσει περιουσιακά στοιχεία στην ελεύθερη αγορά κάθε φορά που το κρίνει επωφελές.

4. Δανεισμός. Οι δανειοδότες έχουν αρχίσει να αντιλαμβάνονται ότι η χορήγηση δανείου σε ένα ΠΜΣΠ είναι προτιμότερη, ως προς τον κίνδυνο και την κάλυψη, από ό,τι ένα δάνειο προς τον εργοδότη. Το δάνειο στο ΠΜΣΠ εξασφαλίζεται με μετοχές της εταιρείας και είναι εγγυημένο από την εργοδότης εταιρεία. Πέρα από αυτό, επειδή οι εισφορές στα ΠΜΣΠ εκπίπτουν για φορολογικούς λόγους, η αποπληρωμή του δανείου μπορεί να πραγματοποιηθεί ακόμη και αν η επιχείρηση πετύχει τη μισή της απόδοση.

5. Ασφαλιστικά οφέλη. Τα ΠΜΣΠ μπορούν, και συχνά το κάνουν, να συνάψουν ασφαλιστήρια συμβόλαια ζωής για λογαριασμό των μελών τους και να χρησιμοποιήσουν τις εισπράξεις για να αγοράσουν τις μετοχές ενός " μέλους που πέθανε, ο αριθμός των οποίων μπορεί να είναι αρκετά σημαντικός, χωρίς χρηματοοικονομική επιβάρυνση της ανώνυμης εταιρείας.

Οι συναλλαγές στις οποίες τα προ τόκων κεφάλαια των ΠΜΣΠ μπορούν να αποβούν ιδιαίτερα χρήσιμα περιλαμβάνουν:

1. Εξασφάλιση άμεσης εισροής κεφαλαίων. Το ΠΜΣΠ μπορεί να προμηθεύσει στην εταιρεία αφορολόγητα ρευστά κεφάλαια με αντάλλαγμα μετοχές ή γραμμάτια.

2. Αύξηση των χρηματικών ροών και διπλασιασμός της αύξησης της καθαρής θέσης. Οι εισφορές στο ΠΜΣΠ μπορούν να μειώσουν τα φορολογητέα κέρδη, και συνεπώς και τα παρακρατηθέντα κέρδη, στο μηδέν. Όταν όμως οι εισφορές χρησιμοποιηθούν αμέσως για την αγορά μετοχών της εταιρείας, το μεν καταβλημένο κεφάλαιο αυξάνεται ενώ η καθαρή θέση αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό από όσο θα αυξανόταν αν δεν

υπήρχαν οι εισφορές.

Για να διευκρινίσουμε το σημείο αυτό:

Οι χρηματικές ροές αυξάνουν λόγω της μείωσης των φόρων. Μια παραλλαγή της συναλλαγής αυτής είναι η εισφορά στο ΠΜΣΠ ενός ποσού μεγαλύτερου από τα κέρδη προ φόρων με αποτέλεσμα την εμφάνιση ζημιών που θα επιτρέψουν στην επιχείρηση την ανάκτηση φόρων που πληρώθηκαν στο παρελθόν. Οι χρηματικές ροές των επιχειρήσεων με ΠΜΣΠ αυξάνονται επίσης κατά ένα πρόσθετο 1% που αντιστοιχεί στη φορολογική απαλλαγή της σχετικής επένδυσης.

3. Χρησιμοποίηση των χρημάτων που δεν καταβλήθηκαν ως φόροι για την αντιμετώπιση υποχρεώσεων, χωρίς έτσι να επηρεαστεί η αύξηση της καθαρής θέσης. Στη συναλλαγή αυτή, μόνο ένα μέρος από την εισφορά της επιχείρησης στο ΠΜΣΠ χρησιμοποιείται για την αγορά μετοχών της εταιρείας ενώ το υπόλοιπο χρησιμοποιείται για την αντιμετώπιση άλλων υποχρεώσεων. Η μείωση του φόρου παραμένει συνολικά αμετάβλητη, η καθαρή θέση εξακολουθεί να μεγαλώνει με την αύξηση του καταβλημένου κεφαλαίου και οι οφειλές εξοφλούνται με χρήματα που απαλλάχθηκαν από την φορολογία.

4. Εξόφληση δανείων ή γραμματίων με χρήματα που δεν έχουν φορολογηθεί. Η αφορολόγητη εισφορά της επιχείρησης χρησιμοποιείται για την εξόφληση των δανείων που έχει συνάψει το ΠΜΣΠ. Οι επιχειρήσεις πρέπει να λάβουν υπόψη την περίπτωση αναχρηματοδότησής τους μέσω των ΠΜΣΠ ακόμη και με ψηλότερα επιτόκια, επειδή οι πληρωμές θα γίνουν με αφορολόγητα χρήματα. Με τον τρόπο αυτό ωφελούνται τόσο οι δανειστές όσο και οι δανειζόμενοι.

5. Τόνωση των χρηματιστηριακών συναλλαγών σε μετοχές της εταιρείας. Επειδή επιτρέπεται στο ΠΜΣΠ να αγοράζει και να πουλάει μετοχές της εργοδότης επιχείρησης, είναι σε θέση να δημιουργήσει ζήτηση για τις μετοχές αυτές.

6. Δημιουργία ρευστότητας. Τα ΠΜΣΠ μπορούν να αγοράσουν χρεόγραφα με διάφορους τρόπους: κατευθείαν από την επιχείρηση, στην ελεύθερη αγορά ή ιδιωτικά από μεμονωμένους επενδυτές, ανάλογα με το τι συμφέρει περισσότερο. Στην περίπτωση μεγάλων χαρτοφυλακίων ή ειδικών κατηγοριών μετοχών, το ΠΜΣΠ μπορεί να εξασφαλίσει ρευστότητα σε ένα μέτοχο που επιθυμεί να πουλήσει το μερίδιό του απαλλάσσοντας την επιχείρηση από το να ξαναγοράσει τις μετοχές αυτές με χρήματα που έχουν φορολογηθεί, εξασθενίζοντας έτσι την καθαρή θέση.

7. Εναλλακτική λύση της προσφοράς μετοχών στο κοινό. Ο

κύριος λόγος της προσφοράς μετοχών στο κοινό είναι η αύξηση των ίδιων κεφαλαίων και η δημιουργία ρευστότητας, πράγματα που μπορούν να γίνουν μέσω ενός ΠΜΣΠ, διατηρώντας παράλληλα μεγαλύτερο έλεγχο στις διακυμάνσεις της τιμής των μετοχών. Το ΠΜΣΠ χρησιμοποιείται επίσης και ως προκαταρκτικό βήμα της διάθεσης μετοχών στο ευρύ κοινό ή ως μέσο ελέγχου της κατάλληλης στιγμής για την προώθηση μιας έκδοσης (π.χ. το ΠΜΣΠ μπορεί να αγοράσει την έκδοση όταν χρειάζονται τα κεφάλαια αλλά η αγορά είναι εξασθενημένη και, στη συνέχεια, να μεταπουλήσει τις μετοχές στην ελεύθερη αγορά όταν βελτιωθούν οι τιμές).

8. Αγορά των μετοχών της εταιρείας που βρίσκεται στα χέρια τρίτων από τους αρχικούς μετόχους και υποβολή προσφορών για επαναγορά των μετοχών. Το ΠΜΣΠ μπορεί να δανειστεί τα απαιτούμενα κεφάλαια στο μισό κόστος χωρίς να εξασθενίσει η καθαρή θέση.

9. Εξαγορές και αποεπενδύσεις. Και πάλι, το ΠΜΣΠ επιτρέπει την πραγματοποίηση εξαγορών με μη φορολογούμενα χρήματα, χρησιμοποιώντας τις εισφορές είτε της εξαγοραζόμενης επιχείρησης, ή της εταιρείας που πραγματοποιεί την εξαγορά.

Εντυπωσιακό παράδειγμα του ρόλου που μπορούν να παίξουν τα ΠΜΣΠ είχαμε στην περίπτωση της απόπειρας επιθετικής εξαγοράς της *Continental Airlines* από την *Texas International Airlines* το καλοκαίρι του 1981. Ένας από τους τρόπους άμυνας της *Continental* ήταν η δημιουργία ενός ΠΜΣΠ για την πώληση 15,4 εκατομμυρίων νέων κοινών μετοχών, διπλασιάζοντας έτσι τον αριθμό των μετοχών που είχε σε κυκλοφορία και μειώνοντας στο μισό την επένδυση που είχε η *Texas* (48,5%). Αρχικά οι νέες μετοχές θα αγοράζονταν με ένα δάνειο \$185 εκατομμυρίων που θα χορηγούσε ένας όμιλος εννέα Τραπεζών, ενώ οι υπάλληλοι θα έπαιρναν τις μετοχές μέσα στα επόμενα εννέα χρόνια με αντάλλαγμα ένα μέρος της αύξησης των μισθών τους, που θα χρησιμοποιούνταν για την εξόφληση του δανείου.

Επειδή η *Continental* δεν είχε ΠΜΣΠ, προσπάθησε να κινηθεί γρήγορα για να αποτρέψει την εξαγορά της από την *Texas International*. Η εταιρεία πρότεινε τη δημιουργία ενός ΠΜΣΠ και το διπλασιασμό των μετοχών σε κυκλοφορία χωρίς αυτό να ψηφιστεί από τους μετόχους. Το χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης δήλωσε ότι θα διαγράψει τις μετοχές της *Continental* αν δεν εξασφαλιζόταν η έγκριση των μετόχων. Επίσης, το γραφείο του Επιτρόπου Ανώνυμων Εταιρειών της Καλιφόρνιας αποφάσισε κι αυτό εναντίον της παράκαμψης της ψηφοφορίας των μετόχων.

Οι δυσμενείς αυτές εξελίξεις επιδεινώθηκαν όταν το

Σαββατοκύριακο 8-9 Αυγούστου 1981, ο όμιλος των τραπεζών απέσυρε την προσφορά δανεισμού των \$185 εκατομμυρίων. Οι λόγοι που επικαλέστηκαν οι τράπεζες ήταν οι τάσεις ύφεσης της οικονομίας και οι δυσμενείς προοπτικές του κλάδου αερομεταφορών, που είχαν χειροτερέψει λόγω της απεργίας των ελεγκτών εναέριας κυκλοφορίας που είχε αρχίσει στις 3 Αυγούστου. Οι πιέσεις αυτές ήταν μερικοί από τους λόγους που οδήγησαν σε αυτοκτονία τον Πρόεδρο του Δ.Σ. και Διευθύνοντα Σύμβουλο της Continental, την Κυριακή 9 Αυγούστου.

Αν η Continental είχε ήδη δημιουργήσει το ΠΜΣΠ πριν από το καλοκαίρι του 1981, θα μπορούσε ίσως να το χρησιμοποιήσει καλύτερα για να αμυνθεί στην ανεπιθύμητη εξαγορά από την Texas International. Παρόμοια παραδείγματα έχουμε καθημερινά και μάλιστα με διαφορετικό αποτέλεσμα σε κάθε περίπτωση.

Θα μπορούσαμε επίσης να επισημάνουμε και ορισμένα πιθανά μειονεκτήματα των ΠΜΣΠ. Μπορεί να προκύψει εξασθένηση της ιδιοκτησίας, εκτός αν οι μετοχές που αγόρασε το ΠΜΣΠ δεν έχουν δικαίωμα ψήφου ή αν η επένδυση του ΠΜΣΠ αφορά σε άλλα χρεόγραφα της επιχείρησης, όπως προνομιούχες μετοχές ή δάνεια.

Θα υπάρξει επίσης μείωση των κερδών αφού οι εισφορές που εκπίπτονται από το φόρο μειώνουν τα κέρδη που θα δηλωθούν. Αυτό μπορεί να οδηγήσει σε μείωση της τιμής των μετοχών. Εναλλακτικά, η εισφορά στο ΠΜΣΠ θα μπορούσε να χρησιμοποιηθεί κατά ένα μέρος για τον έλεγχο της ανάπτυξης και κατά το υπόλοιπο για τη στήριξη της τιμής των μετοχών αυξάνοντας τη ζήτησή τους. Το ΠΜΣΠ μπορεί να διαρθρωθεί με τρόπο που να ελαχιστοποιεί την εξασθένηση. Τα ΠΜΣΠ μπορούν να μειώσουν το κόστος των περισσότερων συναλλαγών των επιχειρήσεων κατά το ύψος του πραγματικού φορολογικού συντελεστή.

## Χρηματοδοτικά Σχήματα κατά τις Τέσσερις Φάσεις Ανάπτυξης μιας Επιχείρησης

Φάση	Χρηματοδοτικό Σχήμα
1. Διαμόρφωση	Προσωπικές αποταμιεύσεις, εμπορικές πιστώσεις, κρατικές υπηρεσίες
2. Γρήγορη ανάπτυξη	Εσωτερική χρηματοδότηση, εμπορικές πιστώσεις, τραπεζικές πιστώσεις, καινοτομικά κεφάλαια
3. Από την ανάπτυξη στην ωριμότητα	Προσφορά μετοχών στο κοινό, χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές
4. Ωριμότητα και παρακμή του κλάδου	Εσωτερική χρηματοδότηση, επαναφορά μετοχών, διαφοροποίηση, συγχωνεύσεις

Στη φάση αυτή το θετικό ιστορικό της εταιρείας της επιτρέπει να εξασφαλίσει τραπεζικές πιστώσεις για τη χρηματοδότηση εποχιακών αναγκών, ενώ, αν το δάνειο μπορεί να εξοφληθεί χρεολυτικά σε δύο τρία χρόνια, η επιχείρηση μπορεί να χαρακτηριστεί φερέγγυα και για τη χορήγηση μεσομακροπρόθεσμου δανείου. Αν μάλιστα η επιχείρηση έχει δυνατότητες για πραγματικά δυναμική ανάπτυξη, ενδέχεται επίσης να είναι σε θέση να προσελκύσει μετοχικά κεφάλαια από μια εταιρεία καινοτομικών κεφαλαίων.

Μια ιδιαίτερα πετυχημένη εταιρεία μπορεί να φτάσει στο στάδιο εκείνο που η προσφορά μετοχών στο κοινό γίνεται σκόπιμη. Αυτό δημιουργεί προσβάσεις στις ευρύτερες χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές και αντιπροσωπεύει την πραγματική «ενηλικίωση» της μικρής επιχείρησης. Ακόμη και στο σημείο αυτό, όμως, η επιχείρηση πρέπει να σκεφτεί το μέλλον, αναλύοντας τα προϊόντα της και τις προοπτικές της. Επειδή κάθε προϊόν έχει ένα συγκεκριμένο κύκλο ζωής, η επιχείρηση πρέπει να γνωρίζει ότι χωρίς τη δημιουργία νέων προϊόντων η αύξηση της θα σταματήσει και θα αρχίσει η παρακμή. Γι' αυτό, καθώς κλείνει ο κύκλος ζωής των προϊόντων της, η επιχείρηση πρέπει να προγραμματίσει τη δυνατότητα επαναγοράς μετοχών, συγχωνεύσεων ή άλλων τέτοιων μακροπρόθεσμων στρατηγικών.

Η καλύτερη στιγμή για να προβλέψει κανείς το μέλλον και να προγραμματίσει γι' αυτό είναι όταν η επιχείρηση διαθέτει ακόμη ενέργεια, ορμή και έναν ψηλό δείκτη τιμής/κέρδους.

Πρόγραμμα Μετοχικής Συμμετοχής Προσωπικού (ΠΜΣΠ) είναι ένα πρόγραμμα συμμετοχής στα κέρδη ή ένα συνταξιοδοτικό πρόγραμμα στο οποίο επιτρέπονται οι επενδύσεις στα χρεόγραφα της εργοδότης εταιρείας. Ένα ΠΜΣΠ αντιπροσωπεύει ένα διαθέσιμο ποσό αφορολόγητων χρημάτων που η εταιρεία μπορεί να χρησιμοποιήσει για να μειώσει το κόστος όλων σχεδόν των χρηματοοικονομικών συναλλαγών της. Διοχετεύοντας στο ΠΜΣΠ κέρδη με τη μορφή εισφορών που εκπίπτουν από το φόρο, η επιχείρηση μπορεί να αυξήσει το ρυθμό ανάπτυξης της. Τα ΠΜΣΠ επιτρέπουν στην εργοδότης επιχείρηση να πραγματοποιήσει συναλλαγές, όπως εξαγορές, επαναγορές μετοχών και μηχανισμούς άμυνας κατά της δικιάς της εξαγοράς με χαμηλότερο κόστος μετά από φόρους. Τα μειονεκτήματα των ΠΜΣΠ, όπως η εξασθένηση της ιδιοκτησίας και των κερδών, μπορούν να ελαχιστοποιήσουν αν διαρθρωθούν προσεκτικά, πράγμα που θα έχει ως αποτέλεσμα τη δημιουργία προγραμμάτων με ευεργετικές επιπτώσεις στους υπαλλήλους όσο και στους εργοδότες.

Η κάλυψη της χρηματοδότησης των μικρών επιχειρήσεων έδωσε ιδιαίτερη έμφαση στη δημιουργία ενός πλαισίου ανάλυσης των χρηματοοικονομικών αναγκών και ευκαιριών καθώς μεταβάλλονται τα χαρακτηριστικά της επιχείρησης και του κλάδου. Παρ' όλο που ο τύπος αυτός ανάλυσης μπορεί να αντικαταστήσει την κριτική ικανότητα, μπορεί οπωσδήποτε να ενισχύσει την ικανότητα αυτή και να βοηθήσει τους χρηματοοικονομικοί υπεύθυνους των μικρών επιχειρήσεων να μεγιστοποιήσουν την προσφορά τους στην επιτυχή ανάπτυξη των επιχειρήσεων αυτών.



**Διεθνής  
Χρηματοδότηση**

Οι γενικές αρχές που επηρεάζουν τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις είναι οι ίδιες, είτε πρόκειται για διεθνή χρηματοδότηση είτε για χρηματοδότηση από το εσωτερικό. Οι μεταβλητές όμως που επηρεάζουν τις διεθνείς χρηματοοικονομικές αποφάσεις είναι περισσότερες. Το ίδιο ισχύει και για τον αριθμό των μεθόδων και πηγών χρηματοδότησης. Οι μορφές και πηγές χρηματοδότησης είναι γενικά όμοιες στις διάφορες χώρες, υπάρχουν όμως και σημαντικές διαφορές που δημιουργούν νέα προβλήματα αλλά και νέες ευκαιρίες. Η επιλογή μεταξύ εναλλακτικών πηγών, μορφών και γεωγραφικών τοποθεσιών διεθνούς χρηματοδότησης απαιτεί την αξιολόγηση ενός μεγαλύτερου αριθμού εναλλακτικών λύσεων. Για τη χρηματοδότηση στο διεθνές επίπεδο

χρησιμοποιούνται δύο χρηματιστικές αγορές με συνεχώς αυξανόμενη σημασία: η αγορά Ευρωνομισμάτων και η αγορά Ευρωομολόγων. Οι δυνατότητες που προσφέρουν τα ιδιωτικά χρηματοδοτικά ιδρύματα έχουν διευρυνθεί σημαντικά χάρη στη δραστηριότητα των διάφορων διεθνών χρηματοδοτικών οργανισμών, των εθνικών αναπτυξιακών τραπεζών και των άλλων κρατικών οργανισμών που αναλαμβάνουν σημαντικές λειτουργίες στη χρηματοδότηση δραστηριοτήτων και επενδυτικών προγραμμάτων.

Ορισμένες χρηματοοικονομικές λειτουργίες έχουν ιδιαίτερη σημασία στη διεθνή χρηματοδότηση των επιχειρήσεων. Μια μορφή χρηματοδότησης από εμπορικές τράπεζες που εφαρμόζεται στην Ευρώπη είναι η μετά από σχετική συμφωνία «ακάλυπτη» έκδοση τραπεζικών επιταγών (overdraft). Η σχετική συμφωνία επιτρέπει σε έναν πελάτη την έκδοση επιταγών μέχρι ενός συγκεκριμένου μέγιστου ποσού πέρα. Από το εκάστοτε υπόλοιπο του λογαριασμού του που διακινείται με επιταγές. Αντίθετα προς την πρακτική που ακολουθείται στις ΗΠΑ, στην Ευρώπη η μέθοδος αυτή χρηματοδότησης προβλέπεται από προγενέστερες δανειακές συμβάσεις και έχει ευρύτατη χρήση στις κανονικές τραπεζικές σχέσεις.

Μια άλλη μορφή χρηματοδότησης, που μέχρι πρόσφατα ήταν περισσότερο διαδομένη στην Ευρώπη από όσο στις ΗΠΑ, είναι η προεξόφληση των γραμματίων πελατών (trade bills) τόσο στις εσωτερικές όσο και στις εξωτερικές συναλλαγές. Στις ΗΠΑ η αυξημένη χρήση επιταγών αποδοχής μιας τράπεζας έχει αποδοθεί στην επέκταση της διακίνησης αγαθών στο διεθνές εμπόριο.

Μια τρίτη παραλλαγή της αμερικανικής χρηματοοικονομικής πρακτικής που εφαρμόζεται στην Ευρώπη είναι η μεγάλη συμμετοχή των εμπορικών τραπεζών σε μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες χρηματοδοτικές δραστηριότητες. Στην Ευρώπη οι εμπορικές τράπεζες έχουν σημαντικές δραστηριότητες που στην Αμερική θα μπορούσαν να περιγραφούν ως δραστηριότητες των επενδυτικών τραπεζών. Η διαφορά αυτή είναι αποτέλεσμα της σχετικής αμερικανικής νομοθεσίας. Πράγματι ο νόμος Banking Act του 1933 απαιτούσε από τις εμπορικές τράπεζες να διακόψουν τις δραστηριότητές τους που σχετιζόνταν με τις δραστηριότητες των επενδυτικών τραπεζών.

Μια τέταρτη πρακτική που χαρακτηρίζει τη διεθνή χρηματοδότηση αφορά στο δανεισμό για κερδοσκοπικές δραστηριότητες (arbitrage) και την ενδιάμεση χρηματοδότηση (link financing) που αντιπροσωπεύουν μορφές εξίσωσης της προσφοράς και ζήτησης δανειακών κεφαλαίων και που σχετίζεται με την ευαισθησία των επιπέδων των επιτοκίων στις διαφορές

χώρες. Στην περίπτωση της διεθνούς χρηματοδότησης για κερδοσκοπικές δραστηριότητες, που λόγω της φύσης της ονομάζεται και διεθνής χρηματοδότηση για κερδοσκοπία στην αγορά των επιτοκίων (*international interest arbitrage financing*), ο δανειολήπτης εξασφαλίζει ένα δάνειο σε μια χώρα όπου η προσφορά κεφαλαίων είναι σχετικά άφθονη. Στη συνέχεια τα δανειακά κεφάλαια μετατρέπονται σε κάποιο άλλο νόμισμα που χρειάζεται η επιχείρηση. Ταυτόχρονα ο δανειολήπτης συνάπτει και ένα προθεσμιακό συμβόλαιο ξένου συναλλάγματος για να προστατευτεί από την επαναμετατροπή του νέου ξένου νομίσματος στο αρχικό νόμισμα που θα απαιτηθεί κατά τη στιγμή της εξόφλησης του δανείου. Κατά κανόνα οι εμπορικές τράπεζες λειτουργούν στις συναλλαγές αυτές τόσο ως δανειοδότες όσο και ως μεσάζοντες στην αγορά συναλλάγματος.

Στην περίπτωση της ενδιάμεσης χρηματοδότησης, οι εμπορικές τράπεζες παίζουν ακόμη πιο άμεσο ρόλο. Μια αμερικανική τράπεζα, για παράδειγμα, καταθέτει κεφάλαια σε μια τράπεζα του Μεξικού, την πατρίδα του δανειολήπτη, όπου τα επιτόκια είναι ψηλότερα. Η κατάθεση αυτή ενδέχεται να προορίζεται ειδικά για το συγκεκριμένο πελάτη. Η τράπεζα που χορηγεί το δάνειο φυσικά αναμένεται ότι θα προστατεύσει τη θέση της στις αγορές συναλλάγματος, αφού η εξόφληση του δανείου θα γίνει στο νόμισμα της χώρας που έγινε η κατάθεση. Η αμερικανική τράπεζα εισπράττει ένα επιτόκιο το ύψος του οποίου της εξασφαλίζει μια χρηματοοικονομική διαφορά, αφού ληφθούν υπόψη όλες οι πρόσθετες δαπάνες, όπως το κόστος της προστασίας της. Η τράπεζα του Μεξικού εισπράττει προμήθεια για τη διεκπεραίωση της συναλλαγής.

## Περίληψη

Οι διεθνείς συναλλαγές των επιχειρήσεων πραγματοποιούνται σε περισσότερα από ένα νομίσματα. Αν μια επιχείρηση αναμένει εισπράξεις σε μονάδες ξένων νομισμάτων, ο σχετικός κίνδυνος αφορά στην ενδεχόμενη πτώση της αξίας των ξένων αυτών νομισμάτων. Για να μειώσουν τον κίνδυνο των ισοτιμιών, οι επιχειρήσεις μπορούν να πραγματοποιήσουν συναλλαγές στην προθεσμιακή αγορά συναλλάγματος. Μπορούν επίσης να δανειστούν το ποσό των εγχώριων νομισμάτων που απαιτείται για μελλοντικές συναλλαγές στις τρέχουσες ισοτιμίες *spot*. Τα δύο αυτά είδη προστασίας συνιστούν βασικά μια μορφή ασφάλειας



και συνεπώς συνεπάγονται κάποιο κόστος.

Επίσης, οι επιχειρήσεις προσπαθούν να προστατευτούν και σε σχέση με την καλυμμένη ή ακάλυπτη θέση τους σε ξένα νομίσματα που προκύπτουν από τους ισολογισμούς των υποκαταστημάτων τους στο εξωτερικό. Νομισματικά περιουσιακά στοιχεία και υποχρεώσεις είναι τα στοιχεία εκείνα του ισολογισμού που η αξία τους, όπως εκφράζεται σε ξένα νομίσματα, δεν μεταβάλλεται με την υποτίμηση ή την ανατίμηση. Οι επιχειρήσεις επιδιώκουν να είναι καθαροί νομισματικοί πιστωτές σε μια χώρα που οι ισοτιμίες της προβλέπεται ότι θα μεταβληθούν αυξητικά και καθαροί νομισματικοί χρεώστες σε μια χώρα που οι ισοτιμίες της προβλέπεται να μειωθούν. Μια θέση νομισματικού χρεώστη μπορεί να δημιουργηθεί με την επένδυση όλων των πλεοναζόντων χρημάτων, τη χορήγηση των μικρότερων δυνατών εμπορικών πιστώσεων και την αποφυγή του δανεισμού κεφαλαίων. Μία θέση νομισματικού πιστωτή μπορεί να επιτευχθεί διατηρώντας ρευστά διαθέσιμα ή ρευστά ισοδύναμα, όπως ξένα χρεόγραφα, και δημιουργώντας απαιτήσεις σε ξένο νόμισμα.

Η διεθνής χρηματοδοτική δραστηριότητα διευρύνει τις διαθέσιμες πηγές κεφαλαίων. Οι πηγές αυτές περιλαμβάνουν διάφορα διεθνή και κρατικά ιδρύματα, τις αγορές Ευρωνομισμάτων και Ευρωομολόγων, τους ακάλυπτους λογαριασμούς στις ευρωπαϊκές τράπεζες, την προεξόφληση εμπορικών γραμματίων, τα δάνεια για κερδοσκοπική δραστηριότητα στη διεθνή αγορά επιτοκίων και την ενδιάμεση χρηματοδότηση. Οι θυγατρικές του νόμου Edge Act επιτρέπουν στις εμπορικές τράπεζες να ενεργοποιηθούν στις διεθνείς αγορές και να ασκήσουν δραστηριότητες που απαγορεύονται στις ΗΠΑ. Οι αμερικανικές εμπορικές και επενδυτικές τράπεζες ανέπτυξαν μεγάλη δραστηριότητα στον τομέα της διεθνούς χρηματοδότησης και της παροχής των σχετικών υπηρεσιών.

Η διαχείριση των ρευστών σε διεθνές επίπεδο αφορά στην ελαχιστοποίηση των συναλλαγματικών κινδύνων στους οποίους εκτίθενται τα κεφάλαια που βρίσκονται σε ξένα κράτη και στην αποφυγή των περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων από τη μια χώρα στην άλλη. Οι διεθνείς τράπεζες προσφέρουν πολλές υπηρεσίες που διευκολύνουν την αποτελεσματική διαχείριση των ρευστών από τις πολυεθνικές εταιρείες σε διεθνές επίπεδο.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Αναμφισβήτητα ο Μακροπρόθεσμος Δανεισμός είναι σημαντικότερο εργαλείο Αποτελεσματικής Διαχείρισης μιας Εταιρείας. Αυτός είναι ο βασικός της στόχος. Παράλληλα, μέσα από το μακροπρόθεσμο δανεισμό επιτυγχάνονται Αποτελέσματα, Στόχοι, Μεγέθη και Αξίες που δύσκολα αν όχι ακατόρθωτα θα πραγματοποιούνταν. Με “ούριο άνεμο” την πτώση των επιτοκίων στις Διεθνείς Χρηματαγορές, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός αποτελεί πολύτιμο σύγχρονο όπλο στο σημερινό οπλοστάσιο ενός οικονομικού επιχειρηματικού επιτελείου.

Μεταφορικά, στο κέντρο λήψης αποφάσεων μιας σύγχρονης πολυεθνικής, όπου ο Οικονομικός της Διευθυντής καθισμένος αναπαυτικά στην άνετη πολυθρόνα του γραφείου του αναλογίζετε την προηγούμενη χρήση. 31 Δεκεμβρίου 2002.

Ε, λοιπόν μονολογεί. Η κίνηση της τελευταίας τριετίας αποδείχτηκε σοφή. Σοφή και σωτήρια! Το μακροπρόθεσμο δάνειο από την Τράπεζα μας σε πάγια κατά την κρίσιμη φάση Ανάπτυξης της Εταιρείας μας, την τρέχουσα πενταετία ήταν η σωστότερη επιλογή. Παράλληλα με τις βραχυπρόθεσμες ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, το μακροπρόθεσμο δάνειο έδωσε αποτελεσματική χρηματοοικονομική διαχείριση με χαμηλό κόστος, απόλυτα προβλέψιμο, σε τακτά χρονικά διαστήματα, με συγκεκριμένο πλαίσιο αποπληρωμής. Με δυνατότητα σαφούς προγραμματισμού των ροών, της διαχείρισης των εξόδων και της αντιμετώπισης εκτάκτων δαπανών, ο μακροπρόθεσμος δανεισμός αποτέλεσε το βασικό στοιχείο Χρηματοοικονομικής Μόχλευσης.

Το χαμόγελο του Οικονομικού Διευθυντή γινόταν ολοένα και πλατύτερο. Εκείνο που πραγματικά τον έκανε να νοιώθει “superior” ήταν η αίσθηση ότι η επιλογή του συνοδεύτηκε από εξαιρετικά, θεαματικά, Οικονομικά Παγκόσμια δεδομένα με αφετηρία τις ΗΠΑ σταθερό οπαδό την Ευρώπη με αποδέκτη και συνεχιστή την Ελλάδα:

Συνεχής(!) Πτώση των Επιτοκίων. Σταθερό συμβατικό πλαίσιο δανεισμού με σταθερά μειούμενο Κόστος Χρήματος !!!

Ήταν η ώρα για το επόμενο Malt, με σκέψη στην επόμενη κίνηση ROI-MAT. Ήδη ατένιζε τοποθετημένες με τάξη στο επάνω μέρος του γραφείου του τις συμβάσεις Factoring και Leasing με τις αντίστοιχες εταιρείες που είχε υπογράψει εκπροσωπώντας την Εταιρεία. Τα πάγια πλέον θα μισθώνονται. Οι απαιτήσεις θα ενεχυράζονται. Απλές λέξεις. Τεράστια Οφέλη.

Η ώρα είχε ήδη περάσει. Σε λίγο ξεκινούσε το Πρωτοχρονιάτικο ρεβεγιόν. Ο επόμενος Ισολογισμός θα είναι σίγουρα πέρα από κάθε προσδοκία και σίγουρα όπως θα τον ανέμενε κάθε Κερδοφόρα Οικονομική Μονάδα: Μεγιστοποίηση της Αξίας, Αυξημένα Κέρδη, Αύξηση Μεριδίου Αγοράς και ίσως το πιο σημαντικό, Ευτυχημένα και Ισορροπημένα άτομα σε προσωπικό επίπεδο, Δημιουργικές και Αναπτυγμένες Κοινωνίες σε κοινωνικό επίπεδο.

## **ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ**

### **ΒΙΒΛΙΑ**

Eugene F. Brigham – Louis G. Gapenski – Michael C. Ehrhardt, "Financial Management – Theory and Practise", Dryden Press, Ninth edition, 1999

Frank Fabozzi, Peter K. Nevitt, "Project Financing", 7<sup>th</sup> Edition, 2000

John D. Finnerty, "Project Financing", 1996

Γεωργίου Ι. Παπαϊωάνου " Η ανάπτυξη της Άμεσης χρηματοδότησης στην Ελλάδα " , 1986

"Συνεργασία και Ανταγωνισμός: Τα 70 χρόνια της Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών" (Κώστας Κωστής, 1998)

"Το παρόν και το μέλλον των Ελληνικών Τραπεζών" (Δ. Μόσχος, Δ. Φραγγέτης, 1997)

"Το Ελληνικό Χρηματοπιστωτικό σύστημα, τάσεις και προοπτικές" (Γ. Προβόπουλος, 1995)

"Το Factoring ως σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων" (Σπύρος Δ. Ψυχομάνης)

### **Τράπεζα της Ελλάδος**

Απολογισμοί της ΤτΕ ετών: 2000 και 2001

### **Ένωση Ελληνικών Τραπεζών:**

Δελτία της Ε.Ε.Τ. των τριμήνων:

Γ' 2000, Α' 2001, Δ' 2001, Α' 2002, Β' 2002

Μηνιαία Στατιστικά Δελτία

### **Λοιποί μη Τραπεζικοί Οργανισμοί:**

Alpha Leasing

ABC Factors

Δέλτα Πληροφορική  
Ένωση εταιριών χρηματοδοτικής μίσθωσης

**Καταστήματα και Υποκαταστήματα:**

Εθνικής Τραπέζης  
EFG Eurobank Ergasias  
Τραπέζης Πειραιώς  
Τραπέζης Κύπρου  
Αγροτικής Τραπέζης

Alpha Bank  
Εμπορικής Τραπέζης

**ΤΥΠΟΣ:**

ΒΗΜΑ

ΗΜΕΡΗΣΙΑ

ΝΑΥΤΕΜΠΟΡΙΚΗ

ΚΕΡΔΟΣ

ΚΑΘΗΜΕΡΙΝΗ

**INTERNET:**

[www.alpha.gr](http://www.alpha.gr)  
[www.eurobank.gr](http://www.eurobank.gr)  
[www.ethniki.gr](http://www.ethniki.gr)  
[www.ase.gr](http://www.ase.gr)  
[www.athenstock.gr](http://www.athenstock.gr)  
[www.isotimia.gr](http://www.isotimia.gr)  
[www.imerisia.gr](http://www.imerisia.gr)  
[www.icap.gr](http://www.icap.gr)  
[www.statistics.gr](http://www.statistics.gr)

**ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ**

**ΠΙΝΑΚΑΣ 1**

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	Ι Δ Ι Ω Τ Ι Κ Ο Σ Τ Ο Μ Ε Α Σ								ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ
		ΣΥΝΟΛΟ	ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ		ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ					
			ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣ ΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣ ΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΓΕΩΡΓΙΑ	ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΟΙΚΙΣΜΟΣ	ΛΟΙΠΑ	
1990	3'266'522	2'310'337	802'941	1'507'396	917'284	496'746	13'576	666'267	216'464	956'185
1991	3'579'768	2'691'712	1'023'375	1'668'337	1'030'649	660'103	15'631	729'635	255'694	888'056
1992	3'887'459	2'960'170	1'134'421	1'825'749	1'119'697	758'233	34'971	794'626	252'643	927'289
1993	3'721'742	2'646'154	719'923	1'926'231	838'693	634'840	47'397	846'506	278'718	1'075'588
1994	3'804'029	2'866'752	774'445	2'092'307	895'933	694'009	61'661	909'943	305'206	937'277
1995	4'282'086	3'177'880	856'726	2'321'154	1'023'488	683'306	85'741	1'056'137	329'208	1'104'206
1996	4'393'350	3'414'664	950'553	2'464'111	1'078'534	649'890	94'059	1'255'000	337'181	978'686
1997	4'636'246	3'670'787	979'152	2'691'635	1'105'021	674'902	97'491	1'454'610	338'763	965'459
1998	4'058'623	2'971'301	1'043'388	1'927'913	1'106'470	694'615	114'937	779'107	276'172	1'087'322
1999	4'575'482	3'373'378	1'224'451	2'148'927	1'192'161	783'819	97'542	956'828	343'028	1'202'104
2000	5'161'173	3'946'582	1'358'534	2'588'048	1'273'630	806'016	140'045	1'214'574	512'317	1'214'591
2001	6.10	4.40	0.10	4.30		0.60		3.20	0.60	1.70
08/.2002	6.60	5.00	0.10	4.90		0.70		3.50	0.80	1.60
	-	-								

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας της Ελλάδος

**ΠΙΝΑΚΑΣ 2**

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΙΣ ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	Ι Δ Ι Ω Τ Ι Κ Ο Σ Τ Ο Μ Ε Α Σ									ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ
		ΣΥΝΟΛΟ	ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ		ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ						
					ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΙ ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ			ΒΙΟΤΕΧΝΙΑ	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΛΟΙΠΑ	
			ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΣΥΝΟΛΟ	ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ Α	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ Α				
1990	2'659'391	2'146'715	1'605'213	541'502	863'037	663'008	200'029	404'792	486'086	392'805	512'676
1991	2'862'803	2'443'015	1'849'827	593'188	924'751	715'684	209'067	417'678	607'097	493'489	419'788
1992	3'277'024	2'867'997	2'256'382	611'615	996'563	800'244	196'319	445'237	790'976	635'221	409'027
1993	3'836'469	3'362'789	2'693'099	669'690	1'100'304	914'165	186'139	456'129	995'476	810'678	473'680
1994	4'483'443	3'957'938	3'229'538	728'400	1'240'456	1'063'694	176'762	503'459	1'170'149	1'043'874	525'505
1995	5'739'117	5'150'115	4'137'360	1'012'755	1'511'818	1'297'510	214'308	593'767	1'499'098	1'545'412	589'002
1996	6'966'234	6'261'432	4'953'219	1'308'213	1'734'597	1'519'763	214'834	644'397	1'796'323	2'086'115	704'802
1997	8'236'496	7'474'996	5'757'942	1'717'054	1'798'711	1'591'341	207'370	711'781	2'219'364	2'745'140	761'500
1998	10'749'752	9'846'409	6'707'698	3'138'711	1'712'678	1'502'922	209'756	792'719	1'856'513	4'484'499	903'343
1999	12'038'969	11'263'270	7'586'176	3'677'094	1'963'312	1'706'776	256'536	824'451	2'043'574	5'431'933	775'699
2000	15'759'734	14'863'823	10'014'306	4'849'517	2'382'194	2'084'068	298'126	840'700	4'076'474	7'564'455	895'911
2001	71.20	66.80	40.50	26.30	9.10	7.50	1.60	2.90	15.50	39.30	4.40
8/.2002	77.80	74.40	43.60	30.80	10.00	8.10	1.90	2.90	16.60	44.90	3.40
	-	-			-						

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος



**ΠΙΝΑΚΑΣ 3**

**ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ		ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΝΟΜΙΣΜΑ	
		ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΑ ΔΑΝΕΙΑ	ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΔΡΑΧΜΕΣ	ΔΑΝΕΙΑ ΣΕ ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ
1990	4'457'052	2'408'154	2'048'898	4'266'005	191'047
1991	5'134'727	2'673'202	2'261'525	4'804'889	329'838
1992	5'828'167	3'390'803	2'437'364	5'338'054	490'113
1993	6'008'943	3'413'022	2'595'921	5'372'321	636'622
1994	6'824'690	4'003'963	2'820'707	5'909'111	915'579
1995	8'327'995	4'994'086	3'333'909	6'858'142	1'469'853
1996	9'676'096	5'903'772	3'772'324	7'362'206	2'313'890
1997	11'145'783	6'737'094	4'408'889	8'407'454	2'738'329
1998	12'817'710	7'751'086	5'066'624	9'703'146	3'114'564
1999	14'636'648	8'810'627	5'826'021	10'796'277	3'840'371
2000	18'810'405	11'372'840	7'437'565	13'609'420	5'200'985
2001	71.20	40.60	30.60	64.30	6.90
8/.2002	79.30	43.70	35.60	73.00	6.30
	-				

**ΠΙΝΑΚΑΣ 4**

**ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΤΑ ΦΟΡΕΑ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΚΤΗΜΑΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΛΛ.ΤΡΑΠΕΖΑ ΒΙΟΜ/ΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜ/ΡΙΟ	ΤΑΜΕΙΟ ΠΑΡΑΚΑΤΑΘΗΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	ΣΥΝΕΤΑΙΡΙΣΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ
1990	5'925'913	8'848	2'659'391	1'411'740	559'444	374'522	699'845	142'502	69'621	-
1991	6'442'571	7'475	2'862'803	1'712'640	611'056	459'249	564'363	157'239	67'746	-
1992	7'164'483	4'295	3'277'024	2'058'890	666'852	534'571	379'598	177'827	65'426	
1993	7'558'191	3'874	3'836'469	1'710'064	701'119	622'337	406'095	216'231	62'002	
1994	8'287'472	4'854	4'462'526	1'762'643	737'330	713'801	265'846	270'599	48'956	20'917
1995	10'021'203	14'060	5'709'096	2'094'336	800'042	670'560	316'082	341'316	45'690	30'021
1996	11'359'584	19'899	6'924'693	2'264'435	920'174	504'760	243'878	388'164	52'040	41'541
1997	12'852'767	21'916	8'157'939	2'384'918	1'018'175	425'882	262'183	444'733	78'439	58'582
1998	14'808'375	24'663	10'665'861	2'622'630	60'307	420'912	259'795	524'448	145'868	83'891
1999	16'614'451	27'313	11'938'594	2'928'884	97'766	419'635	321'222	590'919	189'743	100'375
2000	20'920'907	37'513	15'630'704	3'152'500	161'431	428'691	431'667	762'533	186'838	129'030
2001	77.30	0.10	70.70			1.20	1.60	2.70	0.50	0.50
8/.2002	84.40	0.20	77.20			1.30	1.80	2.90	0.40	0.60
	-									

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος



**ΠΙΝΑΚΑΣ 5**

**ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΕΙΔΙΚΟΥΣ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΥΣ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ ΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑΣ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	Ι Δ Ι Ω Τ Ι Κ Ο Σ Τ Ο Μ Ε Α Σ					ΔΗΜΟΣΙΟΣ ΤΟΜΕΑΣ	
		ΣΥΝΟΛΟ	ΑΝΑΛΥΣΗ ΚΑΤΑ ΚΛΑΔΟ					
			ΓΕΩΡΓΙΑ	ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΟΙΚΙΣΜΟΣ		ΛΟΙΠΑ
1990	5'925'713	4'457'052	919'162	1'764'570	499'662	701'546	572'112	1'468'661
1991	6'442'571	5'134'727	1'031'555	2'002'532	622'728	777'668	700'244	1'307'844
1992	7'164'483	5'828'167	1'121'021	2'200'033	825'947	857'885	823'281	1'336'316
1993	7'558'191	6'008'943	840'971	2'191'273	1'042'875	929'597	1'004'227	1'549'248
1994	8'287'472	6'824'690	899'713	2'437'924	1'231'810	1'020'648	1'234'595	1'462'782
1995	10'021'203	8'327'995	1'031'029	2'788'911	1'584'839	1'219'006	1'704'210	1'693'208
1996	11'359'584	9'676'096	1'087'649	3'028'884	1'890'382	1'554'390	2'114'791	1'683'488
1997	12'852'767	11'145'783	1'118'434	3'185'394	2'316'855	1'924'410	2'600'690	1'706'984
1998	14'808'375	12'817'710	1'128'123	3'200'012	2'971'450	2'332'287	3'185'838	1'990'665
1999	16'614'451	14'636'648	1'231'924	3'571'582	3'141'116	2'927'889	3'764'137	1'977'803
2000	20'920'907	18'810'405	1'323'785	4'028'910	4'216'519	3'840'891	5'400'300	2'110'502
2001	77.30	71.20	3.70	12.60	15.50	15.70	23.70	6.10
8/2002	84.40	79.30	3.20	13.60	16.60	19.30	26.60	5.10
	-	-						

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος

**ΠΙΝΑΚΑΣ 6**

**ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΙΔΙΩΤΙΚΟΥ ΤΟΜΕΑ ΚΑΤΑ ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΚΑΙ ΝΟΜΙΣΜΑ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΚΑΙ ΤΑ ΜΕΤΑΛΛΕΙΑ				ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΗ ΒΙΟΤΕΧΝΙΑ	ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ ΠΡΟΣ ΤΟ ΕΜΠΟΡΙΟ					ΛΟΙΠΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ
		ΣΥΝΟΛΟ	ΠΡΟΞΕΟΦΛΗΣΕΙΣ ΓΡΑΜΜΑΤΙΩΝ	ΚΕΦΑΛ ΚΙΝΗΣΗΣ	ΜΑΚΡΟΠΡΟΣΕΣ ΜΑ ΔΑΝΕΙΑ		ΣΥΝΟΛΟ	ΕΣΩΤΕΡΙΚΟ	ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΟ	ΕΞΑΓΩΓΙΚΟ	ΚΑΠΝΕΜΠΟΡΙΟ	
1990	420'845	224'888	32'151	143'462	49'275	42'272	68'998	52'759	3'789	5'967	6'483	84'687
1991	492'943	285'483	30'801	190'287	64'395	48'430	74'691	51'291	4'862	8'963	9'575	84'339
1992	634'279	369'913	34'497	248'753	86'663	72'385	91'114	62'447	4'484	11'531	12'652	100'867
1993	776'684	438'521	39'148	297'103	102'270	109'884	111'611	80'380	5'166	15'515	10'550	116'668
1994	877'018	493'375	42'211	323'878	127'286	135'659	115'911	85'994	5'859	12'761	11'297	132'073
1995	1'076'086	580'599	38'021	397'289	145'289	172'827	136'901	101'765	6'491	14'918	13'727	185'759
1996	1'284'859	677'602	42'635	464'182	170'785	212'893	160'272	118'822	8'443	13'844	19'163	234'092
1997	1'543'831	724'126	39'691	502'095	182'340	251'796	181'617	128'311	9'541	17'654	26'111	386'292
1998	1'607'404	677'390	43'871	465'420	168'099	178'121	190'177	150'214	11'325	15'740	13'498	561'716
1999	2'008'078	750'277	52'842	518'151	179'284	319'517	228'222	170'566	22'876	19'977	14'803	710'062
2000	2'418'367	834'285	42'834	603'093	188'358	358'615	342'451	229'813	57'329	25'889	31'620	883'016
2001	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος

## ΠΙΝΑΚΑΣ 7

### ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΤΑ ΦΟΡΕΑ

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΣΥΝΟΛΟ	ΤΡΑΠΕΖΑ ΤΗΣ ΕΛΛΑΔΟΣ	ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΑΓΡΟΤΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΑ	ΚΤΗΜΑΤΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΛΛ.ΤΡΑΠΕΖΑ ΒΙΟΜ/ΚΗΣ ΑΝΑΠΤΥΞΕΩΣ	ΤΑΧΥΔΡΟΜΙΚΟ ΤΑΜ/ΡΙΟ	ΤΑΜΕΙΟ ΠΑΡΑΚΑΤΑΘΗΚΩΝ ΚΑΙ ΔΑΝΕΙΩΝ	ΤΡΑΠΕΖΕΣ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ
1979	796'631	14'781	400'845	171'413	70'180	33'460	68'848	18'606	18'498
1980	982'223	21'267	492'943	198'796	84'750	44'444	96'817	20'569	22'637
1981	1'271'873	26'486	634'279	270'505	106'400	55'594	120'966	30'720	26'923
1982	1'625'845	16'854	776'784	354'719	142'991	65'700	203'698	33'088	32'011
1983	1'921'881	11'767	877'018	449'729	172'218	80'574	255'082	38'257	37'386
1984	2'357'825	11'447	1'076'086	518'507	206'931	101'511	348'306	49'312	45'725
1985	2'852'419	13'416	1'284'859	610'576	237'497	121'182	459'645	74'788	50'466
1986	3'403'638	13'721	1'543'831	733'523	268'979	142'096	557'453	89'445	54'590
1987	3'862'720	6'832	1'706'004	854'328	301'753	183'101	653'434	99'120	58'148
1988	4'558'791	7'189	2'008'078	1'000'726	355'319	237'334	775'369	107'878	66'898
1989	5'549'381	9'280	2'418'367	1'200'450	488'469	316'760	929'527	114'623	71'905

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος

**ΠΙΝΑΚΑΣ 8**

**ΣΥΝΟΛΙΚΗ ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΚΑΤΑ ΦΟΡΕΑ**

ΥΠΟΛΟΙΠΑ ΣΤΟ ΤΕΛΟΣ ΤΗΣ ΠΕΡΙΟΔΟΥ

ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΔΡΑΧΜΕΣ μέχρι το 2000 και ΣΕ ΕΚΑΤΟΜΜΥΡΙΑ ΕΥΡΩ από το 2001 και μετά

ΤΕΛΟΣ ΕΤΟΥΣ Ή ΜΗΝΟΣ	ΓΕΝΙΚΟ ΣΥΝΟΛΟ	ΙΔΙΩΤΙΚΟΣ ΤΟΜΕΑΣ						ΔΗΜΟΣΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΔΗΜΟΣΙΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ
		ΣΥΝΟΛΟ	ΓΕΩΡΓΙΑ	ΜΕΤΑΠΟΙΗΣΗ	ΕΜΠΟΡΙΟ	ΟΙΚΙΣΜΟΣ	ΔΙΑΦΟΡΑ		
1979	796'631	697'440	131'462	325'912	72'484	84'224	83'358	68'763	19'473
1980	982'223	837'782	148'006	410'260	78'973	101'201	99'342	107'206	19'627
1981	1'277'873	1'084'069	199'806	541'391	95'426	126'758	120'688	136'070	29'908
1982	1'625'645	1'352'807	258'975	667'937	114'952	174'660	136'283	175'535	67'940
1983	1'921'981	1'591'302	325'732	774'667	122'215	213'493	155'195	205'226	95'567
1984	2'357'825	1'914'644	412'712	927'030	143'944	258'707	172'251	294'173	143'089
1985	2'852'419	2'274'499	495'577	1'108'545	170'080	306'757	193'540	363'940	214'843
1986	3'403'638	2'580'151	587'104	1'227'447	192'283	352'562	220'755	464'088	353'612
1987	3'862'720	2'749'657	682'057	1'232'535	194'973	393'687	246'405	586'621	492'067
1988	4'558'791	3'176'313	782'788	1'378'885	232'490	462'185	319'965	666'090	644'618
1989	5'549'381	3'838'258	894'675	1'567'081	349'449	619'859	407'194	757'313	831'830

πηγή: Μηνιαίο Στατιστικό Δελτίο Τράπεζας Της Ελλάδος

**ΛΟΓ/ΣΜΟΙ  
ΕΙΔΙΚΩΝ  
ΔΙΑΧΕΙΡΗΣΕΩΝ  
ΔΗΜΟΣΙΟΥ**

10'955

17'608

27'826

29'363

29'886

5'919

5'787

34'375

71'770

121'980



ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

	ΣΥΝΟΛΟ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ
<b>2000</b>	42360.3		
Ιαν-01			
Φεβ-01			
Μαρ-01			
Απρ-01			
Μαϊ-01			
Ιουν-01	47406.3		
Ιουλ-01	47422.2	0.03%	
Αυγ-01	47359.1	-0.13%	
Σεπ-01	48217.9	1.81%	
Οκτ-01	48206	-0.02%	
Νοε-01	49396	2.47%	
<b>Δεκ-01</b>	<b>50198.7</b>	<b>1.63%</b>	<b>18.5%</b>
Ιαν-02	49858.4	-0.68%	
Φεβ-02	50529.9	1.35%	
Μαρ-02	50911.4	0.75%	
Απρ-02	50974.6	0.12%	
Μαϊ-02	51439.2	0.91%	
Ιουν-02	52724.3	2.50%	
Ιουλ-02	53210.8	0.92%	
Αυγ-02	53318.7	0.20%	
Σεπ-02	53454.1	0.25%	
Οκτ-02	54160	1.32%	
Νοε-02	55058.1	1.66%	
<b>Δεκ-02</b>	<b>55012.2</b>	<b>-0.08%</b>	<b>9.6%</b>
Ιαν-03	56165.2	2.10%	
Φεβ-03	56164.7	0.00%	
Μαρ-03	56195	0.05%	<b>2.2%</b>

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

	ΚΑΡΤΕΣ	ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΑ	ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ	ΣΥΝΟΛΟ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΡΤΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΟΛΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΡΤΩΝ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΚΑΤΑΝΑΛΩΤΙΚΩΝ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΡΟΣΩΠΙΚΩΝ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΟΛΟΥ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΛΗΝ ΚΑΡΤΩΝ
<b>2000</b>	2290.2	1448.3	1772.9	5511.4									
Ιαν-01	2328.8	1464.7	1807.5	5601	1.7%	1.1%	2.0%	1.6%					
Φεβ-01	2396.1	1454.1	1865.5	5715.7	2.9%	-0.7%	3.2%	2.0%					
Μαρ-01	2547.8	1496.3	1929.4	5973.5	6.3%	2.9%	3.4%	4.5%					
Απρ-01	2654.9	1529.3	1925	6109.2	4.2%	2.2%	-0.2%	2.3%					
Μαΐ-01	2765.1	1597.5	1959.6	6322.2	4.2%	4.5%	1.8%	3.5%					3.0%
Ιουν-01	2890.6	1662.1	2024.7	6577.4	4.5%	4.0%	3.3%	4.0%					3.6%
Ιουλ-01	2973.8	1716.7	2037.1	6727.6	2.9%	3.3%	0.6%	2.3%					1.8%
Αυγ-01	3097	1728.8	2061.3	6887.1	4.1%	0.7%	1.2%	2.4%					1.0%
Σεπ-01	3196.9	1812.2	2108.3	7117.4	3.2%	4.8%	2.3%	3.3%					3.4%
Οκτ-01	3389.3	1855	2135.3	7379.6	6.0%	2.4%	1.3%	3.7%					1.8%
Νοε-01	3510.2	1874.6	2150.6	7535.4	3.6%	1.1%	0.7%	2.1%					0.9%
<b>Δεκ-01</b>	<b>3725.7</b>	<b>1956.5</b>	<b>2169.8</b>	<b>7852</b>	<b>6.1%</b>	<b>4.4%</b>	<b>0.9%</b>	<b>4.2%</b>	<b>62.7%</b>	<b>35.1%</b>	<b>22.4%</b>	<b>42.5%</b>	<b>2.5%</b>
Ιαν-02	3664	1969.5	2150.2	7783.7	-1.7%	0.7%	-0.9%	-0.9%					-0.2%
Φεβ-02	3789.2	2008.3	2147.2	7944.7	3.4%	2.0%	-0.1%	2.1%					0.9%
Μαρ-02	3917.3	2048.5	2164	8129.8	3.4%	2.0%	0.8%	2.3%					1.4%
Απρ-02	4028.9	2060.1	2212.2	8301.2	2.8%	0.6%	2.2%	2.1%					1.4%
Μαΐ-02	4168.7	2111.7	2227.9	8508.3	3.5%	2.5%	0.7%	2.5%					1.6%
Ιουν-02	4201.5	2136.5	2340.1	8678.1	0.8%	1.2%	5.0%	2.0%					3.2%
Ιουλ-02	4300	2184.6	2383.4	8868	2.3%	2.3%	1.9%	2.2%					2.0%
Αυγ-02	4394.1	2206.7	2396.9	8997.7	2.2%	1.0%	0.6%	1.5%					0.8%
Σεπ-02	4547.7	1873.8	2806.6	9228.1	3.5%	-15.1%	17.1%	2.6%					1.7%
Οκτ-02	4672.3	1862.4	2886.2	9420.9	2.7%	-0.6%	2.8%	2.1%					1.5%
Νοε-02	4760.4	1848.5	3004	9612.9	1.9%	-0.7%	4.1%	2.0%					2.2%
<b>Δεκ-02</b>	<b>4957.2</b>	<b>1768.4</b>	<b>3029.8</b>	<b>9755.4</b>	<b>4.1%</b>	<b>-4.3%</b>	<b>0.9%</b>	<b>1.5%</b>	<b>33.1%</b>	<b>-9.6%</b>	<b>39.6%</b>	<b>24.2%</b>	<b>-1.1%</b>
Ιαν-03	5055	1768.1	3061.8	9884.9	2.0%	0.0%	1.1%	1.3%					
Φεβ-03	5165.4	1778.3	3079.6	10023.3	2.2%	0.6%	0.6%	1.4%					
Μαρ-03	5272.9	1860.3	3114.1	10247.3	2.1%	4.6%	1.1%	2.2%	34.6%	-9.2%	43.9%	26.0%	2.4%

ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΠΛΗΗ ΚΑΡΤΩΝ
28.1%
16.3%
18.1%

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

ΣΤΕΓΑΣΤΙΚΗ ΠΙΣΤΗ

	ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΤΡΑΠΕΖΕΣ	ΕΙΔΙΚΟΙ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ	ΣΥΝΟΛΟ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΙΔΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	ΜΗΝΙΑΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΟΛΟΥ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΜΠΟΡΙΚΩΝ ΤΡΑΠΕΖΩΝ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΕΙΔΙΚΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ	ΕΤΗΣΙΑ ΜΕΤΑΒΟΛΗ ΣΥΝΟΛΟΥ
4642.5 5645.1									
<b>2000</b>	8758.8	2513	11271.8						
Ιαν-01	8928.8	2614.3	11543.1	1.9%	4.0%	2.4%			
Φεβ-01	9123.1	2651.9	11775	2.2%	1.4%	2.0%			
Μαρ-01	9370.8	2696.6	12067.4	2.7%	1.7%	2.5%			
Απρ-01	9603.1	2724.1	12327.2	2.5%	1.0%	2.2%			
Μαϊ-01	9978	2774.8	12752.8	3.9%	1.9%	3.5%			
Ιουν-01	10241.6	2811.6	13053.2	2.6%	1.3%	2.4%			
Ιουλ-01	10626.3	2905.4	13531.7	3.8%	3.3%	3.7%			
Αυγ-01	10891.5	2968.2	13859.7	2.5%	2.2%	2.4%			
Σεπ-01	11246.7	3004.1	14250.8	3.3%	1.2%	2.8%			
Οκτ-01	11628.6	3067.1	14695.7	3.4%	2.1%	3.1%			
Νοε-01	12079.5	3108.1	15187.6	3.9%	1.3%	3.3%			
<b>Δεκ-01</b>	<b>12453.3</b>	<b>3198.9</b>	<b>15652.2</b>	<b>3.1%</b>	<b>2.9%</b>	<b>3.1%</b>	<b>42.2%</b>	<b>27.3%</b>	<b>38.9%</b>
Ιαν-02	12772.6	3252.1	16024.7	2.6%	1.7%	2.4%			
Φεβ-02	13129.8	3287.7	16417.5	2.8%	1.1%	2.5%			
Μαρ-02	13580.8	3311.1	16891.9	3.4%	0.7%	2.9%			
Απρ-02	14023.7	3338.4	17362.1	3.3%	0.8%	2.8%			
Μαϊ-02	14352.5	3369.3	17721.8	2.3%	0.9%	2.1%			
Ιουν-02	14741.2	3453.1	18194.3	2.7%	2.5%	2.7%			
Ιουλ-02	15250.8	3509.1	18759.9	3.5%	1.6%	3.1%			
Αυγ-02	15745.8	3559.1	19304.9	3.2%	1.4%	2.9%			
Σεπ-02	15916.8	3587	19503.8	1.1%	0.8%	1.0%			
Οκτ-02	16282.9	3631.8	19914.7	2.3%	1.2%	2.1%			
Νοε-02	16731.5	3685.1	20416.6	2.8%	1.5%	2.5%			
<b>Δεκ-02</b>	<b>17486.9</b>	<b>3737.8</b>	<b>21224.7</b>	<b>4.5%</b>	<b>1.4%</b>	<b>4.0%</b>	<b>40.4%</b>	<b>16.8%</b>	<b>35.6%</b>
Ιαν-03	17792	3807.4	21599.4	1.7%	1.9%	1.8%			
Φεβ-03	18206.1	3856.5	22062.6	2.3%	1.3%	2.1%			
Μαρ-03	18462.6	3904.2	22366.8	1.4%	1.2%	1.4%	<b>35.9%</b>	<b>17.9%</b>	<b>32.4%</b>

Φεβ-02	1543	#ΔΙΑΙΡ/0!	1543	1543
Φεβ-03	3007	95%	1464	3007

**Πίνακας 12** (υπόλοιπα σε εκατ. €)

	ΣΥΝΟΛΟ ΠΙΣΤΩΤΙΚΗΣ ΕΠΕΚΤΑΣΗΣ		
	ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΝΟΙΚΟΚΥΡΙΑ	ΣΥΝΟΛΟ
<b>2000 Δεκέμβριος</b>	<b>42.360</b>	<b>16.970</b>	<b>59.330</b>
2001 Ιανουάριος	42.794	17.144	59.938
Φεβρουάριος	43.267	17.491	60.758
Μάρτιος	44.645	18.042	62.687
Απρίλιος	44.717	18.584	63.300
Μάιος	46.212	19.225	65.437
Ιούνιος	47.406	19.786	67.192
Ιούλιος	47.422	20.454	67.877
Αύγουστος	47.359	20.987	68.346
Σεπτέμβριος	48.218	21.668	69.886
Οκτώβριος	48.206	22.386	70.592
Νοέμβριος	49.396	23.038	72.434
<b>Δεκέμβριος</b>	<b>50.199</b>	<b>23.829</b>	<b>74.027</b>
2002 Ιανουάριος	49.858	24.124	73.982
Φεβρουάριος	50.530	24.672	75.202
Μάρτιος	50.911	25.324	76.235
Απρίλιος	50.975	25.983	76.958
Μάιος	51.439	26.570	78.010
Ιούνιος	52.724	27.237	79.961
Ιούλιος	53.211	28.023	81.234
Αύγουστος	53.319	28.723	82.041
Σεπτέμβριος	53.454	29.209	82.663
Οκτώβριος	54.160	29.836	83.996
Νοέμβριος	55.058	30.557	85.615
<b>Δεκέμβριος</b>	<b>55.012</b>	<b>31.498</b>	<b>86.511</b>
2003 Ιανουάριος	56.165	32.077	88.242
Φεβρουάριος	56.165	32.623	88.788
<b>Μάρτιος</b>	<b>56.195</b>	<b>33.168</b>	<b>89.363</b>

Πηγή: Στατιστικά Δελτία ΤτΕ

Τιμή Γ.Δ. 1/1/1985-31/5/2003

