

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟ ΤΕΛΟΣ

Α.Τ.Ε.Ι ΜΕΣΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΚΑΙ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ
ΤΜΗΜΑ Σ.Σ.Ο.Ε

ΘΕΜΑ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΚΑΙ
ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΩΝ



ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ: ΤΖΕΦΡΩΝΗΣ ΖΩΗΣ

**ΣΠΟΥΔΑΣΤΕΣ: ΚΑΡΑΔΗΜΑΣ ΣΠΥΡΟΣ
ΚΟΥΛΟΥΜΠΟΥΡΟΥ ΜΑΡΙΑ
ΣΑΒΒΙΔΟΥ ΓΕΩΡΓΙΑ**

ΜΕΣΣΟΛΟΓΓΙ 2006



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εισαγωγή.....	1
---------------	---

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

Κεφάλαιο πρώτο: Χρηματοοικονομική διοίκηση

1.1 Έννοια χρηματοοικονομικής διοίκησης.....	3
1.2 Προσαρμογή στις αλλαγές.....	4
1.3 Προγραμματισμός για το μέλλον.....	5
1.4 Συγκρούσεις πολιτικής.....	6
1.5 Η μακροπρόθεσμη θεώρηση.....	7
1.6 Βασικές ικανότητες της χρηματοοικονομικής διοίκησης.....	8
1.6.1 Κατανόηση των οικονομικών παραγόντων.....	8
1.6.1.1 Μικροοικονομικοί παράγοντες.....	9
1.6.1.2 Μακροοικονομικοί παράγοντες.....	11
1.6.2 Επιλογή του κατάλληλου χρόνου για τη λήψη των οικονομικών αποφάσεων.....	11
1.7 Δημόσια ευθύνη και χρηματοοικονομική διοίκηση.....	13
1.8 Πλεονεκτήματα και υποχρεώσεις προς την κοινωνία.....	13
1.9 Πλεονεκτήματα και υποχρεώσεις για την επιχείρηση.....	14
1.10 Στόχοι του χρηματοοικονομικού σχεδιασμού.....	16

Κεφάλαιο δεύτερο: Βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων

2.1 Εισαγωγή.....	18
2.2 Περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας.....	19
2.3 Κυκλοφορούν ενεργητικό.....	20
2.4 Προέλευση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας.....	23

Κεφάλαιο τρίτο: Μετοχικό κεφάλαιο

3.1 Έννοια.....	25
3.2 Δικαίωμα μετόχων.....	26
3.3 Κατηγορίες μετόχων.....	28

Κεφάλαιο τέταρτο: Πολιτική μερισμάτων

4.1 Εισαγωγή.....	33
4.2 Θεωρίες πολιτικής μερισμάτων.....	33

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

Κεφάλαιο πέμπτο: Χρηματοδοτική μίσθωση

5.1 Ορισμός.....	48
5.2 Βασικά είδη.....	48
5.2.1 Χρηματοοικονομική μίσθωση.....	48
5.2.2 Λειτουργική μίσθωση.....	49
5.3 Αξιολόγηση Χ.Μ. για το μισθωτή.....	49
5.3.1 Υπολογισμός κόστους χρηματοοικονομικής μίσθωσης.....	50
5.3.2. Υπολογισμός κόστους αγοράς με δανεισμό.....	55
5.4 Αξιολόγηση Χ.Μ. για τον εκμισθωτή.....	58
5.4.1 Αξιολόγηση χωρίς δάνειο.....	59
5.4.2 Αξιολόγηση με δάνειο.....	61
5.5 Πλεονεκτήματα Χ.Μ. για τον μισθωτή.....	62
5.6 Μειονεκτήματα για τον μισθωτή.....	67
5.7 Πλεονεκτήματα για τον εκμισθωτή.....	68

Κεφάλαιο έκτο: Ομολογιακά δάνεια

6.1 Σύμβαση δανείου.....	70
6.2 Βασικές κατηγορίες ομολογιών.....	70

Κεφάλαιο έβδομο: Μετατρέψιμα χρεόγραφα

7.1 Χρηματοοικονομικά δικαιώματα.....	75
7.1.1 Ορισμός.....	75
7.1.2 Είδη χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων.....	75
7.2 Πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.....	78
7.3 Μετατρέψιμες ομολογίες.....	84
7.3.1 Ορισμός.....	84
7.3.2 Δείκτης και τιμή μετατροπής.....	85
7.3.3 Αξία μετατροπής.....	87
7.3.4 Ανάκληση.....	89
7.3.5 Πλεονεκτήματα.....	91
7.3.6 Μειονεκτήματα.....	92
7.3.7 Σύγκριση με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.....	93
7.4 Προθεσμιακά συμβόλαια.....	94
7.4.1 Ορισμός.....	94
7.4.2 Χρησιμότητα.....	96

7.4.3 Κατηγορίες.....	102
7.4.4 Σύγκριση με χρηματοοικονομικά δικαιώματα.....	102
7.5 Ανταλλαγές.....	103

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

Κεφάλαιο όγδοο: Τραπεζική χρηματοδότηση

8.1 Τραπεζικά δάνεια.....	108
8.2 Χαρακτηριστικά.....	108
8.2.1 Σύμβαση δανείου.....	108
8.2.2 Κόστος.....	110
8.2.2.1 Δάνειο απλού τόκου.....	110
8.2.2.2 Δάνειο προεξοφλητικού τόκου.....	111
8.2.2.3 Αγορές με δόσεις.....	113
8.2.2.4 Δάνειο απλού τόκου με αντισταθμιστικά υπόλοιπα.....	114
8.2.2.5 Δάνειο προεξοφλητικού τόκου με αντισταθμιστικά υπόλοιπα....	115
8.2.3 Επιλογή τράπεζας.....	116
8.2.3.1 Προθυμία ανάληψης κινδύνων.....	117
8.2.3.2 Παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών.....	117
8.2.3.3 Βαθμός υποστήριξης.....	117
8.2.3.4 Βαθμός εξειδίκευσης παρεχόμενων δανείων.....	118
8.2.3.5 Ύψος χορηγούμενου δανείου.....	118
8.2.3.6 Ικανότητα παροχής επιπρόσθετων υπηρεσιών.....	118

Κεφάλαιο ένατο: Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων

9.1 Ορισμός.....	119
9.2 Χαρακτηριστικά.....	119
9.3 Υπηρεσίες.....	121
9.3.1 Χρηματοδότηση.....	121
9.3.2 Κάλυψη πιστωτικού κινδύνου.....	123
9.3.3 Πληροφορίες φερεγγυότητας νέων πελατών.....	125
9.3.4 Διαχείριση απαιτήσεων.....	126
9.3.5 Προώθηση πωλήσεων.....	127
9.4 Είδη.....	128
9.5 Κόστος.....	130
9.6 Πλεονεκτήματα για τον πωλητή.....	135
9.7 Μειονεκτήματα για τον πωλητή.....	141

Κεφάλαιο δέκατο: Εμπορικές και λοιπές πιστώσεις

10.1 Εμπορικές πιστώσεις.....	144
10.2 Αγορά απαίτησης χωρίς δικαίωμα αναγωγής.....	147
10.2.2 Προϋποθέσεις.....	148
10.2.3 Τεχνική.....	149
10.2.4 Κόστος.....	151
10.2.5 Πλεονεκτήματα εξαγωγέα.....	151
10.2.6 Σύγκριση με εξαγωγική πρακτορεία απαιτήσεων.....	152
10.3 Εμπορικά χρεόγραφα.....	154
10.4 Συναλλαγματικές αποδοχής τραπεζών.....	154
10.5 Υποχρεώσεις πληρωτέες.....	155
10.6 Αξιολόγηση βραχυπρόθεσμης αξιολόγησης.....	156
10.6.1 Πλεονεκτήματα.....	156
10.6.2 Μειονεκτήματα.....	157
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ.....	158
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	161

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι εξελίξεις στο τομέα της χρηματοοικονομικής κατά τη διάρκεια της τελευταίας δεκαετίας ήταν ραγδαίες. Στις μέρες μας η γνώση της χρηματοοικονομικής διοίκησης είναι απαραίτητη για όλους όσους ζουν και κινούνται στον ευρύτερο χώρο των επιχειρήσεων. Ως αποτέλεσμα, η ακαδημαϊκοί αναθεώρησαν τις εσώσεις και τις θεωρίες τους για να ανταποκριθούν στα πραγματικά δεδομένα του κόσμου των επιχειρήσεων.

Στις χρηματοοικονομικές αγορές αναπτύχθηκε μια μεγάλη ποικιλία επενδυτικών εργαλείων και μεθόδων, των οποίων μοναδικός σκοπός είναι η αύξηση των διαθέσιμων κεφαλαίων. Οι συμβάσεις χρηματοδοτικών μισθώσεων, οι συγχωνεύσεις και οι εξαγορές επιχειρήσεων, τα δικαιώματα προαίρεσης και οι προθεσμιακές συμβάσεις αγοραπωλησίας ξένου συναλλάγματος που είναι κάποιες από τις νέες μεθόδους που έφερα επαναστατικές αλλαγές στο τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης, η οποία με την σειρά της έγινε πιο πολύπλοκη αλλά και απαραίτητη ταυτόχρονα. Είναι σχεδόν βέβαιο ότι η χρηματοοικονομική διοίκηση θα παραμείνει στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος για πολλά χρόνια ακόμα.

Η χρηματοοικονομική αποβλέπει στη μεγιστοποίηση της τρέχουσας αξίας των μετοχών της επιχείρησης. Διαπραγματεύεται τις αποφάσεις χρηματοδοτήσεων οι οποίες περιλαμβάνουν την άντληση κεφαλαίων για την απρόσκοπτη λειτουργία της επιχείρησης. Σε αντίθεση με τις επενδύσεις οι οποίες φαίνονται στο ενεργητικό του ισολογισμού, οι πηγές προέλευσης των κεφαλαίων φαίνονται στο παθητικό και κατατάσσονται με μακροπρόθεσμη (στην οποία περιλαμβάνεται και η μεσοπρόθεσμη) και βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Δυστυχώς τα περισσότερα βιβλία, συγγράμματα και άρθρα που αναφέρονται σε αυτή την επιστήμη είναι πολύ 'τεχνικά' και δυσνόητα. Οι συγγραφείς έχουν την τάση να δίνουν μεγάλη έμφαση στα μαθηματικά και στη θεωρία, και αυτή η έμφαση υψώνει ανυπέρβλητα εμπόδια για τους σπουδαστές και τους επαγγελματίες που θέλουν να γνωρίσουν την χρηματοοικονομική διοίκηση και τις μορφές χρηματοδοτήσεων μέσα από απλούς όρους. Προσπαθώντας να ικανοποιήσουμε αυτή την ανάγκη αποφασίσαμε να γράψουμε αυτή την πτυχιακή εργασία ώστε να

εξηγήσουμε την χρηματοοικονομική διοίκηση και τις μορφές χρηματοδοτήσεων, με όσο πιο απλά λόγια γίνεται με την ελπίδα να δοθεί στους αναγνώστες μας η ευκαιρία να αποκτήσουν νέες βάσεις και να κατανοήσουν τις βασικές έννοιες της χρηματοοικονομικής διοίκησης και των μορφών χρηματοδοτήσεων.

Στο σημείο αυτό θα θέλαμε να ευχαριστήσουμε όλους όσους μας βοήθησαν για την ολοκλήρωση της πτυχιακής μας εργασίας και ιδιαίτερα τον κ. Τζεφρόνη για την πολύτιμη συνεργασία του.

Οι σπουδαστές
Καραδήμας Σπύρος
Κουλουμπούρου Μαρία
Σαββίδου Γεωργία

ΜΕΡΟΣ ΠΡΩΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΡΩΤΟ: ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

1.1 Έννοια Χρηματοοικονομικής Διοίκησης

Χρηματοοικονομική διοίκηση είναι η εφαρμογή μιας σειράς οικονομικών αρχών για τη μεγιστοποίηση του πλούτου, δηλαδή της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης. Ειδικότερα, μεγιστοποίηση του πλούτου μιας επιχείρησης σημαίνει την επίτευξη όσο το δυνατό μεγαλύτερων κερδών με το μικρότερο κίνδυνο. Στην πραγματικότητα, κανείς δε γνωρίζει πότε επιτυγχάνεται ο μέγιστος πλούτος, αν και εξυπακούεται ότι είναι ο τελικός στόχος κάθε επιχείρησης. Ένας τρόπος για να υπολογιστεί ο πλούτος μιας επιχείρησης είναι μέσω της τιμής της κοινής μετοχής της. Όταν ανεβαίνει η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, τότε θεωρείται ότι ο πλούτος των μετόχων της επιχείρησης αυξήθηκε.

Η χρηματοοικονομική διοίκηση έχει αναπτύξει πολλές και σύνθετες προσεγγίσεις προκειμένου να δώσει στα διευθυντικά στελέχη τα εργαλεία για να λύσουν τα δύσκολα προβλήματα των επιχειρήσεων. Πριν από το 1970, δινόταν έμφαση στην εξεύρεση νέων τρόπων για την αποτελεσματική διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης, τη βελτίωση των μεθόδων για τη διατήρηση των οικονομικών επιτευγμάτων, και την ερμηνεία των ισολογισμών και των καταστάσεων αποτελεσμάτων χρήσης (αναλύσεων εσόδων-εξόδων). Κατά τα τελευταία 15 χρόνια, η χρηματοπιστωτική οικονομική διεύρυνε τους ορίζοντές της, και σήμερα η έμφαση δίνεται στους τρόπους αποτελεσματικής διαχείρισης των περιορισμένων πόρων και της επένδυσης κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία ή προγράμματα που αποφέρουν το καλύτερο αντιστάθμισμα κινδύνου / απόδοσης. Δόθηκε βάρος στη μελέτη διαφορετικών εναλλακτικών σεναρίων και στην επίδραση κάθε εναλλακτικού σεναρίου στην αξία της επιχείρησης.

Μεγαλύτερη προσοχή δόθηκε στον προσδιορισμό της κατάλληλης αναλογίας χρηματοδότησης χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, καθώς επίσης και στην ορθή πολιτική μερίσματος. Η ανάγκη για την επεξεργασία μακροπρόθεσμων προγραμμάτων, για την αξιοποίηση των νέων οικονομικών τίτλων και για την κατανόηση των διεθνών χρηματοοικονομικών αρχών γίνεται όλο και περισσότερο εμφανής.

Η γνώση της χρηματοπιστωτικής πολιτικής δεν πρέπει να είναι αποκλειστικό προνόμιο των διαχειριστών των διαθέσιμων των επιχειρήσεων, των ελεγκτών, και των σχεδιαστών των χρηματοοικονομικών προγραμμάτων. Σε κάθε επιχείρηση, αν οι λογιστές, οι στατιστικοί, και οι υπεύθυνοι πωλήσεων έχουν αντίληψη και κατανόηση των χρηματοοικονομικών αρχών, θα είναι σε θέση να συμμετέχουν αποτελεσματικότερα στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων. Στα τελικά προγράμματα που καταρτίζονται από τη διεύθυνση χρηματοοικονομικών πρέπει να συμμετέχουν διαφορετικά τμήματα της επιχείρησης.

1.2 Προσαρμογή στις Αλλαγές

Η χρηματοοικονομική διοίκηση είναι λίγο επιστήμη και λίγο τέχνη. Η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει τη δυνατότητα να λαμβάνονται ορθές και ευέλικτες επενδυτικές αποφάσεις στην κατάλληλη και πλεονεκτικότερη χρονική στιγμή. Όταν οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές επιτυγχάνουν, συμβάλλουν στη βελτίωση της αξίας των μετοχών της επιχείρησης.

Ένας διαχειριστής εκπέμπει ευνοϊκά σήματα προς τους επενδυτές όταν εδραιώνει σε μια σειρά από οικονομικές εκθέσεις, αποδόσεις που αυξάνονται με γρήγορο και σταθερό ρυθμό και με το χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου. Τα σωστά σήματα είναι πολύ απαραίτητα, γιατί οι μέτοχοι προσδιορίζουν τελικά τη χρηματιστηριακή αξία της επιχείρησης, όπως αυτή αντανακλάται στις τιμές των χρεογράφων που εκδίδει. Αν η επιχείρηση έχει καλή φήμη και οι επενδυτές πιστεύουν ότι αυτό θα συνεχιστεί, τότε η αξιολόγηση θα είναι υψηλή. Αντίθετα μια κακή φήμη, με προσδοκίες μη ευνοϊκών αποδόσεων και υψηλά επίπεδα κινδύνου, θα οδηγήσει σε χαμηλή αξιολόγηση.

Για να είναι επιτυχημένοι, οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές μιας επιχείρησης πρέπει να αντιμετωπίζουν τις μεταβολές που συντελούνται συνεχώς στον τομέα της

χρηματοοικονομικής διοίκησης. Οφείλουν να υιοθετούν όλο και καλύτερες μεθόδους ώστε να μπορούν να προγραμματίζουν καλύτερα σε ένα διαρκώς ανταγωνιστικότερο κλίμα. Έτσι αναγκάζονται να αντιμετωπίζουν με αποτελεσματικότητα τις συνεχείς αλλαγές μέσα και έξω από την επιχείρηση. Με λίγα λόγια, οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές μιας επιχείρησης έχουν υποχρέωση να επισημαίνουν τους μεταβαλλόμενους παράγοντες στο ιδιωτικό, το δημόσιο και το χρηματοοικονομικό περιβάλλον και να ανταποκρίνονται σε αυτούς.

Υπάρχει ολοένα και μεγαλύτερη ανάγκη για σωστή επιλογή του χρόνου εισαγωγής νέων προϊόντων, για την παράδοση των προϊόντων, για υπηρεσίες που ανταποκρίνονται στις τρέχουσες και εξελισσόμενες ανάγκες και για τη διασφάλιση της υποστήριξης των αποφάσεων από εναλλακτικά προγράμματα. Μερικές φορές γίνονται αλλαγές στις ερευνητικές προσπάθειες και την παραγωγή, για να εξασφαλιστεί ότι τα νέα προϊόντα θα μπορούν να ανταποκριθούν στις προκλήσεις μιας όλο και ανταγωνιστικής αγοράς.

1.3 Προγραμματισμός για το Μέλλον

Ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός, ένας χρήσιμος τομέας της χρηματοοικονομικής διοίκησης, περιλαμβάνει τη λήψη αποφάσεων σε καθημερινή βάση, που βοηθούν την επιχείρηση να αντιμετωπίζει τις ταμειακές ανάγκες, και απαιτεί προσεκτική παρακολούθηση των ενδιάμεσων μεταβολών της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η ανάλυση των κυκλικών οικονομικών διακυμάνσεων βοηθά το χρηματοοικονομικό διαχειριστή να διατηρεί το χρηματοοικονομικό κόστος σε χαμηλά επίπεδα και να αποφεύγει τη δημιουργία πλεονασμάτων στα αποθέματα, και την παραγωγική ικανότητα. Σωστός χρονικός συντονισμός της επιχειρηματικής δραστηριότητας οδηγεί σε καλύτερες αποφάσεις ως προς την παραγωγή και τα αποθέματα, έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας.

Πρέπει να αναπτύσσονται μακροπρόθεσμα προγράμματα, ώστε να δίνεται σωστή κατεύθυνση στην έρευνα και την ανάπτυξη και να λαμβάνονται ασφαλείς αποφάσεις για δαπάνες κεφαλαίου. Η σωστή διαχείριση έχει αποτέλεσμα υψηλότερες αναμενόμενες αποδόσεις και χαμηλότερο κίνδυνο, γεγονός που αναγνωρίζεται από

τους επενδυτές, για τους οποίους θα αυξηθεί πιθανότατα η αξία της επιχείρησης. Υιοθετώντας αυτές τις προσεγγίσεις, οι χρηματοοικονομικοί διαχειριστές έχουν πολλές πιθανότητες να διατηρήσουν την επιχείρηση υγιή και να μεγιστοποιήσουν τον πλούτο των μετοχών.

1.4 Συγκρούσεις Πολιτικής

Γενικά, τα στελέχη πρέπει να αναζητούν και να χρησιμοποιούν ασφαλείς επενδυτικές πολιτικές που ελαχιστοποιούν τον κίνδυνο. Ωστόσο, ορισμένα στελέχη ερμηνεύουν την αποστολή τους διαφορετικά. Ως αντιπρόσωποι, θεωρούν ότι ο ρόλος τους είναι να αποφύγουν τα μεγάλα λάθη. Έτσι, αυτοί οι αντιπρόσωποι ίσως παραβλέπουν κάποιες καλές ευκαιρίες που αναπτύσσονται σε αποδεκτά επίπεδα κινδύνου. Αυτή η αντίθεση συμφερόντων μεταξύ αντιπροσώπου και μετόχων είναι απίθανο να δώσει το άριστο αποτέλεσμα.

Δεν υπάρχει εγγύηση ότι τα στελέχη, ενεργώντας ως αντιπρόσωποι, θα πάρουν τις κατάλληλες αποφάσεις και θα ακολουθήσουν τον καλύτερο δρόμο. Για παράδειγμα, αξιολογώντας τους κινδύνους διαφόρων προγραμμάτων σε σχέση με τις προβλεπόμενες αποδόσεις τους, οι διαχειριστές ίσως να επικεντρώνονται σε ορισμένες μόνο επενδύσεις και να μην αλλάζουν τη σύσταση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης ώστε να επιτύχουν χαμηλότερο επίπεδο κινδύνου.

Συχνά οι αντιπρόσωποι βρίσκονται στη μέση, προσπαθώντας να ικανοποιήσουν δύο κύρια αντίπαλα στρατόπεδα: τους πιστωτές και τους μετόχους. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό όταν οι υποχρεώσεις προς τρίτους γίνονται σοβαρή πηγή χρηματοδότησης. Οι πιστωτές επιβάλλουν ορισμένους περιορισμούς στην επιχείρηση, όπως ο περιορισμός του μερίσματος, όταν τα κέρδη βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα, και κατά τα άλλα υποχρεώνουν τα στελέχη να διατηρήσουν τη ρευστότητα της επιχείρησης σε συγκεκριμένο επίπεδο ώστε να διασφαλιστεί η εξυπηρέτηση των δανείων. Προσπαθώντας να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις και τους περιορισμούς που επιβάλλουν οι πιστωτές, τα χρηματοοικονομικά στελέχη μπορεί να δίνουν πολύ μεγαλύτερη προσοχή στους πιστωτές και λιγότερη προσοχή στους μετόχους. Αυτή η σύγκρουση μπορεί να καταστήσει τα στελέχη λιγότερο αποτελεσματικά και να εμποδίσει να αξιοποιήσουν τις καλύτερες ευκαιρίες.

Δεν υπάρχουν εύκολες απαντήσεις που να εξασφαλίζουν την αρμονία μεταξύ στελεχών και μετόχων. Επαφίεται στους μετόχους- μέσω του διοικητικού συμβουλίου-να προσλάβουν τα κατάλληλα στελέχη και να εξασφαλίσουν ότι θα αμείβονται ανάλογα. Αυτό σημαίνει ότι πρέπει να ανταποκριθούν στις τιμές της αγοράς ώστε να προσελκύσουν τα κατάλληλα talenta. Η προσφορά μετοχών σε αυτά τα στελέχη λειτουργεί επίσης ως κίνητρο για να προσπαθούν να μεγιστοποιούν την αξία των μετοχών της επιχείρησης.

Σε κάθε περίπτωση, τα ικανά στελέχη διαθέτουν κρίση και ένστικτο ώστε να γνωρίζουν ποια πολιτική να εφαρμόζουν και πότε. Ξέρουν πότε να συγκεντρώνουν κεφάλαια και πώς να ελέγχουν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Αυτές οι σωστές αποφάσεις μεταφράζονται σε ευνοϊκά σήματα προς τους επενδυτές και συνήθως έχουν αποτέλεσμα την υψηλότερη αποτίμηση της κοινής μετοχής της επιχείρησης.

1.5 Η Μακροπρόθεσμη Θεώρηση

Η διοίκηση μπορεί, βραχυπρόθεσμα, να αποκομίσει υψηλά κέρδη αγοράζοντας υλικά κατώτερης ποιότητας και προσλαμβάνοντας εργαζόμενους ανειδίκευτους ή χαμηλής ειδίκευσης. Αυτή η απόφαση μπορεί να αποφέρει προσωρινά χαμηλότερο κόστος και χαμηλότερες τιμές από εκείνες των ανταγωνιστών με συνέπεια την αύξηση των κερδών. Ωστόσο, αυτές οι κοντόφθαλμες πολιτικές τείνουν να οδηγούν μακροπρόθεσμα σε προβλήματα. Η χρήση πρώτων υλών κατώτερης ποιότητας είναι πιθανό να οδηγήσει στην παραγωγή ελαττωματικών προϊόντων περισσότερων από τα συνηθισμένα. Οι βλάβες των μηχανημάτων θα συμβαίνουν με μεγαλύτερη συχνότητα, το κόστος των επισκευών θα αυξηθεί και λιγότερα προϊόντα θα ανταποκρίνονται στις ποιοτικές προδιαγραφές. Το αποτέλεσμα θα είναι ίσως, να καταστραφεί η εικόνα της επιχείρησης και να επηρεαστεί αρνητικά η τιμή της μετοχής της. Είναι προτιμότερο για την επιχείρηση να επιβαρυνθεί με πρόσθετα έξοδα για την διατήρηση του ελέγχου της ποιότητας, μειώνοντας με αυτό τον τρόπο το εν δυνάμει κίνδυνο αρνητικής αντίδρασης των επενδυτών.

Υψηλά κέρδη που επιτυγχάνονται με αντάλλαγμα την αύξηση του κινδύνου οδηγούν συνήθως μακροπρόθεσμα σε ανεπιθύμητες αντιδράσεις των μετόχων και

των επενδυτών. Οι επενδυτές αποδίδουν συνήθως μεγαλύτερη αξία στα κέρδη που παράγει μια επιχείρηση με ιστορικό σταθερής κερδοφορίας παρά σε κέρδη του ίδιου επιπέδου που παράγονται από μια επιχείρηση με επενδύσεις υψηλού κινδύνου και με ιστορικό κερδοφορίας με μεγάλη διακύμανση.

Κατά συνέπεια, ο στόχος της μεγιστοποίησης των κερδών μπορεί να συγκρούεται με το στόχο της μεγιστοποίησης του πλούτου. Οι προσπάθειες αύξησης των κερδών πέρα από ένα ορισμένο επίπεδο μπορεί να σημαίνουν την ανάληψη μεγαλύτερων από τους αναγκαίους κινδύνους και μπορεί επίσης, σε κάποιο βαθμό, να κλονίσουν την ικανότητα της επιχείρησης να διατηρήσει τη φερεγγυότητά της. Η μεγιστοποίηση του πλούτου σημαίνει συνεχή ανησυχία για τον κίνδυνο. Αυτός ο στόχος μπορεί να μην επιτευχθεί αν η επιχείρηση ακολουθεί πολιτική μεγιστοποίησης του κέρδους.

Για την επίτευξη της μεγιστοποίησης του πλούτου υπάρχουν πολλά εργαλεία- ανάμεσα στα άλλα- η κατανόηση και η εφαρμογή των αρχών της οικονομικής, της λογιστικής, της στατιστικής, και άλλων σχετικών επιστημών.

1.6 Βασικές Ικανότητες της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης

1.6.1 Κατανόηση των Οικονομικών Παραγόντων

Σχεδόν όλοι εφαρμόζουν κάποιες οικονομικές αρχές στη μια ή στην άλλη περίπτωση. Είτε αγοράζει κάποιος είτε πουλάει, είναι προφανές ότι ο πωλητής που εκθέτει αντικείμενα με μεγαλύτερη ζήτηση πραγματοποιεί συνήθως τις μεγαλύτερες πωλήσεις. Η τιμή είναι ένα άλλο ενδιαφέρον ζήτημα. Αν είναι πολύ υψηλή, λίγοι πελάτες θα αγοράσουν. Μερικές από αυτές τις απλές αρχές είναι χρήσιμες προκειμένου να λαμβάνεται η σωστή απόφαση πώλησης / αγοράς σε οποιαδήποτε αγορά.

Τα χρηματοοικονομικά στελέχη μπορούν και αυτά να παίρνουν καλύτερες αποφάσεις αν εφαρμόζουν αυτές τις βασικές οικονομικές αρχές. Για παράδειγμα, η οικονομική θεωρία μας διδάσκει να επιδιώκουμε την καλύτερη κατανομή των πόρων στην οικονομία. Για το σκοπό αυτόν, τα χρηματοοικονομικά στελέχη έχουν την ευθύνη να βρίσκουν τις καλύτερες και φθηνότερες πηγές χρηματοδότησης και να επενδύουν αυτά τα κεφάλαια στο καλύτερο και αποδοτικότερο πακέτο περιουσιακών

στοιχείων. Ενεργώντας έτσι, προσπαθούν να ανακαλύψουν τη σύνθεση των διαθέσιμων πόρων που θα επιτύχει την υψηλότερη απόδοση με τον ελάχιστο κίνδυνο. Η καλή ή κακή απόδοση των στελεχών μιας επιχείρησης αναγνωρίζεται από τους επενδυτές και τελικά αντανακλάται στις αντίστοιχες μεταβολές της τιμής της μετοχής της. Η καλή χρηματοοικονομική διοίκηση αποκλείει την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου προκειμένου να μεγιστοποιηθούν τα κέρδη.

1.6.1.1 Μικροοικονομικοί Παράγοντες

Τα χρηματοοικονομικά στελέχη κάνουν καλύτερα τη δουλειά τους όταν κατανοούν πώς να ανταποκρίνονται αποτελεσματικά στις μεταβολές της προσφοράς, της ζήτησης, και των τιμών – *μικροοικονομικοί παράγοντες* που σχετίζονται με την επιχείρηση – καθώς επίσης και των γενικότερων και καθολικότερων οικονομικών παραγόντων – *μακροοικονομικοί παράγοντες*. Μαθαίνοντας κάποιος να χειρίζεται αυτούς τους παράγοντες, αποκτά σημαντικά εργαλεία για τον αποτελεσματικό χρηματοοικονομικό σχεδιασμό.

Όταν τα χρηματοοικονομικά στελέχη παίρνουν επενδυτικές αποφάσεις, λαμβάνουν υπόψη τους τις επιπτώσεις της μεταβολής των συνθηκών προσφοράς, ζήτησης, και τιμής στην απόδοση της επιχείρησης. Η κατανόηση της φύσης αυτών των παραγόντων βοηθά τα στελέχη να παίρνουν τις καταλληλότερες αποφάσεις για τη λειτουργία της επιχείρησης. Επίσης, τα στελέχη πρέπει να προσδιορίζουν την κατάλληλη στιγμή για να εκδίδουν μετοχές, ομολογίες, ή άλλους χρηματοοικονομικούς τίτλους.

Η πώληση των προϊόντων με κέρδος εξαρτάται σημαντικά από το βαθμό ικανότητας των στελεχών να αναλύουν και να ερμηνεύουν τις συνθήκες προσφοράς και ζήτησης. Οι παράγοντες της προσφοράς σχετίζονται ειδικότερα με τον έλεγχο του κόστους παραγωγής, ενώ το καθοριστικό στοιχείο είναι η διατήρηση του κόστους σε χαμηλά επίπεδα ώστε οι τιμές να καθορίζονται σε ανταγωνιστικά επίπεδα. Πρέπει να αγοραστεί ο καλύτερος εξοπλισμός και πρέπει να προσληφθούν οι παραγωγικότεροι εργαζόμενοι. Ο στόχος είναι να επιτευχθεί το μεγαλύτερο δυνατό κέρδος στις δεδομένες συνθήκες προσφοράς. Η διατήρηση χαμηλού κόστους λειτουργίας θα επιτρέψει στην επιχείρηση να τιμολογήσει τα προϊόντα της σε ανταγωνιστικές τιμές

και να διατηρήσει το μερίδιό της στην αγορά, ενώ θα εξακολουθεί να επιτυγχάνει λογική απόδοση.

Η γνώση των οικονομικών αρχών μπορεί να φανεί χρήσιμη στην επίτευξη όσο το δυνατό περισσότερων πωλήσεων. Η κατανόηση και η σωστή αντίδραση στις αλλαγές της ζήτησης επιτρέπει στα χρηματοοικονομικά στελέχη να αξιοποιήσουν πλήρως τις συνθήκες της αγοράς. Για να το επιτύχουν, τα ικανότερα στελέχη αναπτύσσουν και υιοθετούν αξιόπιστες στατιστικές τεχνικές λειτουργίας, οι οποίες προβλέπουν τη ζήτηση και εντοπίζουν τις αλλαγές κατεύθυνσης στις πωλήσεις.

Αυτή η αποστολή όμως, δεν είναι εύκολη. Οι οικονομικοί παράγοντες δεν μπορούν να προβλεφθούν με ακρίβεια, και πολλές προγνώσεις υπόκεινται σε μεγάλα σφάλματα. Παρόλα αυτά, τα ικανά στελέχη μπορούν να προσαρμόσουν τις προβλέψεις της προσφοράς και της ζήτησης και να προσεγγίσουν ικανοποιητικά τα πραγματικά δεδομένα. Με άλλα λόγια, τα ικανά χρηματοοικονομικά στελέχη γνωρίζουν πότε να αυξήσουν και πότε να μειώσουν τις τιμές. Όταν οι εκτιμήσεις προβλέπουν υψηλή ζήτηση, παίρνουν μέτρα ώστε να αποφύγουν την υπερπαραγωγή και τα υπερβολικά αποθέματα. Κατά συνέπεια, ενώ όλα τα στελέχη αντιμετωπίζουν προβλήματα σε ό,τι αφορά τις προβλέψεις, μόνο οι ικανοί μπορούν να χειριστούν αποτελεσματικά τις δύσκολες καταστάσεις.

Υποθέτοντας ότι η ζήτηση και οι τιμές μπορούν να προβλεφθούν με ανεκτή ακρίβεια, το επόμενο βήμα είναι η απόφαση για το είδος του εξοπλισμού που απαιτείται προκειμένου να παραχθούν προϊόντα με το χαμηλότερο κόστος. Προφανώς, αυτή η απόφαση απαιτεί σωστή κρίση ως προς την αποτελεσματικότητα των διαφόρων τύπων εξοπλισμού και το κατά πόσο ή το πότε ο συγκεκριμένος εξοπλισμός ενδέχεται να παλαιωθεί. Η επιλογή της μιας ή της άλλης μηχανής σημαίνει ότι λαμβάνονται υπόψη οι κίνδυνοι που συνεπάγεται κάθε επιλογή. Αυτή η εμπειρική απόφαση ανάληψης κινδύνου πρέπει επίσης να λάβει υπόψη της ότι μια μελλοντική μετατόπιση της ζήτησης μπορεί να καταστήσει τη συγκεκριμένη μηχανή άχρηστη. Αυτές είναι μερικές από τις σημαντικές μικροοικονομικές ερωτήσεις στις οποίες πρέπει να απαντήσουν τα χρηματοοικονομικά στελέχη.

1.6.1.2 Μακροοικονομικοί Παράγοντες

Οι αποφάσεις των ατόμων επηρεάζονται από τις μεταβαλλόμενες οικονομικές συνθήκες. Φροντίζοντας για την ενημέρωσή τους, τα άτομα αναπτύσσουν αντίληψη για το οικονομικό κλίμα. Αν το οικονομικό κλίμα δείχνει να επιδεινώνεται, οι καταναλωτές τείνουν να περικόψουν τις δαπάνες τους και γίνονται πιο συντηρητικοί στις αγοραστικές τους συνήθειες. Αντίστροφα, όταν βελτιώνονται οι συνθήκες, τα άτομα είναι πιθανόν να ανοίξουν το πορτοφόλι τους. Αυτές οι αντιδράσεις στους μεταβαλλόμενους εξωτερικούς (μακρο)οικονομικούς παράγοντες, όπως η άνοδος ή η πτώση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων και οι αλλαγές της φορολογικής νομοθεσίας, επηρεάζουν τις αποφάσεις που παίρνει μια επιχείρηση.

Όταν επεκτείνεται η επιχειρηματική δραστηριότητα, μια επιχείρηση αυξάνει τις επενδύσεις της και την παραγωγή· αντίθετα, όταν αντιμετωπίζει συρρίκνωση των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, κλείνεται στο καβούκι της. Το σημαντικό είναι να μπορεί η επιχείρηση να ανιχνεύει πότε συμβαίνουν αυτές οι αλλαγές. Γι' αυτόν το λόγο, η χρηματοοικονομική διοίκηση συμμορφώνεται σε εσωτερικά και εξωτερικά πρότυπα πρόγνωσης της αναμενόμενης επιχειρηματικής δραστηριότητας τους επόμενους μήνες και χρόνια. Μια επιχείρηση πρέπει επίσης, να αναπτύσσει ευέλικτη στρατηγική ώστε να μπορεί να ανταποκρίνεται στις μεγάλες δημογραφικές μετατοπίσεις, σε αλλαγές της νομοθεσίας ή της φορολογικής νομοθεσίας, και στις νέες τεχνολογικές ανακαλύψεις. Τα διευθυντικά στελέχη επιβάλλεται να συμμετέχουν στο χρηματοοικονομικό σχεδιασμό ώστε να εξοπλίζονται με διαφορετικές εναλλακτικές λύσεις κάτω από διαφορετικές οικονομικές συνθήκες.

Η αποτυχία ή η επιτυχία στο χειρισμό των μακροοικονομικών προβλημάτων μπορεί να έχει επίπτωση στην τιμή της μετοχής της επιχείρησης.

1.6.2 Επιλογή του Κατάλληλου Χρόνου για τη Λήψη των Οικονομικών Αποφάσεων

Οι περισσότεροι καταναλωτές γνωρίζουν ότι μπορεί κάποιος να κάνει μια καλή αγορά όταν η ζήτηση για το προϊόν πέφτει. Αυτού του τύπου η εκτίμηση μπορεί να

αποβεί πολύ χρήσιμη. Για παράδειγμα, οι χριστουγεννιάτικες κάρτες πωλούνται μισοτιμής αμέσως μετά τα Χριστούγεννα.

Με τον ίδιο τρόπο, το επιτυχημένο στέλεχος γνωρίζει ενστικτωδώς πώς να αντιδρά εγκαίρως στις μεταβολές της προσφοράς, της ζήτησης, και των συνθηκών των τιμών. Η αγορά πρώτης ύλης σε χαμηλές τιμές μπορεί να αποβεί πλεονεκτική από άποψη κόστους για μια εταιρεία. Αντίστροφα, αν αναλαμβάνονται επενδύσεις και δεν αυξάνεται η ζήτηση όπως αναμενόταν, η επιχείρηση μπορεί να επεκταθεί πρόωρα και να 'φρακάρει' από τα μεγάλα αποθέματα και την παραγωγική ικανότητα που δεν αξιοποιείται στο έπακρο. Ο τρόπος με τον οποίο προσδιορίζουν τα χρηματοοικονομικά στελέχη χρονικά τις αποφάσεις τους σε σχέση με τους μεταβαλλόμενους μικροοικονομικούς παράγοντες μπορεί να οδηγήσει στην αύξηση ή τη μείωση της τιμής της μετοχής της εταιρείας.

Την ίδια αξία έχει και η ικανότητα επιλογής του κατάλληλου χρόνου λήψης αποφάσεων που συνδέονται με τους μεταβαλλόμενους μακροοικονομικούς παράγοντες. Τα έμπειρα στελέχη διαθέτουν την ορθή κρίση που τους επιτρέπει να αξιοποιούν πλήρως τις κερδοφόρες ευκαιρίες σε λογικά πλαίσια κινδύνου, όταν η γενική επιχειρηματική δραστηριότητα αναπτύσσεται. Κατά συνέπεια, είναι σημαντικό για τα χρηματοοικονομικά στελέχη όχι μόνο να προβλέπουν με ακρίβεια τα επίπεδα των επιχειρηματικών και των άλλων σχετικών δραστηριοτήτων αλλά και να κρίνουν σωστά ό,τι αφορά τις αναμενόμενες αλλαγές κατεύθυνσης των σχετικών μακροοικονομικών και μικροοικονομικών παραγόντων.

Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει να διασφαλίζουν ότι οι αποφάσεις τους να επενδύσουν ή όχι, να συγκεντρώσουν κεφάλαια ή όχι, είναι δικαιολογημένες. Για να το επιτύχουν αυτό, πρέπει να εκτιμήσουν την κατεύθυνση προς την οποία θα κινηθούν στο μέλλον τα επιτόκια, τη συμπεριφορά των τιμών των μετοχών, τις αναμενόμενες μεταβολές των συνολικών επιχειρηματικών δραστηριοτήτων, τον προβλεπόμενο ρυθμό πληθωρισμού, την κατάσταση των χρηματοοικονομικών αγορών, ακόμα και τις τάσεις των τιμών του ξένου συναλλάγματος. Η λανθασμένη επιλογή του κατάλληλου χρόνου σχετικά με οποιονδήποτε από αυτούς τους παράγοντες μπορεί να σημαίνει υψηλότερο κόστος άντλησης κεφαλαίων από τις χρηματοοικονομικές αγορές. Αν τα στελέχη της εταιρείας δεν εκτιμήσουν σωστά το σημείο αιχμής του οικονομικού κύκλου, μπορεί να βρεθούν με ανεπιθύμητα και

δαπανηρά αποθέματα. Η απόφαση να αυξηθούν οι κεφαλαιουχικές δαπάνες και η παραγωγή στην κορυφή του οικονομικού κύκλου μπορεί να οδηγήσει σε υπερβολικά αποθέματα όταν συρρικνωθεί η ζήτηση. Εκτιμώντας σωστά τις χρονικές περιόδους στις οποίες αναμένεται αύξηση του πληθωρισμού, τα στελέχη μπορούν να κάνουν καλύτερες εκτιμήσεις για την αγορά πρώτων υλών σε χαμηλότερες τιμές, για την αύξηση των αποθεμάτων, για την προμήθεια εξοπλισμού με πλεονεκτικούς όρους, και για την άντληση κεφαλαίων την κατάλληλη στιγμή.

Ο σωστός χρονικός συντονισμός αυτών των παραγόντων μειώνει επίσης, την κινητικότητα και την αβεβαιότητα των μελλοντικών κερδών.

1.7 Δημόσια Ευθύνη και Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Η χρηματοοικονομική είναι ένας τομέας δύσκολος αλλά και συναρπαστικός, μια και τα χρηματοοικονομικά στελέχη έχουν την ευθύνη του σχεδιασμού της μελλοντικής ανάπτυξης και πορείας της επιχείρησης, γεγονός που επηρεάζει σημαντικά το κοινωνικό σύνολο που εξαρτάται άμεσα ή έμμεσα από αυτή. Οι αποφάσεις που παίρνουν τα χρηματοοικονομικά στελέχη αντιπροσωπεύουν τελικά ένα μίγμα από θεωρητικές και τεχνικές γνώσεις, καθώς και ζητήματα προσωπικής κρίσης που οφείλουν να ανταποκρίνονται στα προβλήματα και τις ανησυχίες της κοινωνίας.

1.8 Πλεονεκτήματα και Υποχρεώσεις προς την Κοινωνία

Όλοι μας σε αρκετές περιπτώσεις, γκρινιάζουμε για τις κυβερνητικές ρυθμίσεις, παρόλα αυτά σαν καλοί πολίτες συμμορφωνόμαστε με τους νόμους. Η ψηφοφορία στις εκλογές μπορεί να παίρνει λίγο από το χρόνο μας, αλλά είναι καθήκον και δικαίωμα που οι πολίτες ασκούν προς όφελος της κοινωνίας. Αναλαμβάνουμε καθήκοντα ενόρκου ακόμα και όταν αυτό μας αποσπά από πιο παραγωγικές δραστηριότητες, επειδή ξέρουμε ότι και αυτή είναι μια από τις λειτουργίες στις οποίες στηρίζεται το νομικό μας σύστημα.

Οι επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν παρόμοιες υποχρεώσεις έναντι του κοινωνικού συνόλου. Παρά το ότι αναζητούν τρόπους για να είναι κερδοφόρες και να επιτύχουν

όσο το δυνατό μεγαλύτερο πλούτο, τα χρηματοοικονομικά στελέχη οφείλουν να αποδέχονται ορισμένους συμβιβασμούς οι οποίοι μπορεί να θέτουν εμπόδια στην επίτευξη του μέγιστου δυνατού πλούτου. Για παράδειγμα, μπορεί να απαγορευτεί σε μια επιχείρηση να επιλέξει ορισμένες παραγωγικές μεθόδους επειδή η κυβέρνηση υποστηρίζει ότι προκαλούν υπερβολική ρύπανση. Με άλλα λόγια, οι επιχειρήσεις έχουν υποχρεώσεις έναντι της κοινωνίας που μπορεί να επηρεάζουν τα κίνητρά τους για κέρδος. Κοινωνικές, ηθικές και περιβαλλοντικές παράμετροι αποτελούν μέρος της διαδικασίας των επενδυτικών αποφάσεων και δεν πρέπει να παραγνωρίζονται από τα χρηματοοικονομικά στελέχη.

Αυτό το κόστος κατανέμεται ανομοιόμορφα στις διάφορες επιχειρήσεις. Ορισμένες επιχειρήσεις, κυρίως μεγάλες εταιρείες, διαθέτουν περισσότερους πόρους προκειμένου να αντεπεξέλθουν σε αυτά τα προβλήματα. Και φαίνεται λογικό ότι οι περισσότερο κερδοφόρες και εύρωστες οικονομικά εταιρείες θα πρέπει να αναλαμβάνουν μεγαλύτερο μερίδιο αυτού του κοινωνικού κόστους. Η μείωση της ρύπανσης, η επιβολή των κανονισμών ασφαλείας, και η βελτίωση των κανόνων υγιεινής μπορούν να μειώσουν τις απουσίες του προσωπικού και να αυξήσουν την παραγωγικότητα των εργαζομένων. Κατά συνέπεια, μια επιχείρηση μπορεί να αντιμετωπίσει ικανοποιητικά τους κοινωνικούς και νομοθετικούς περιορισμούς χωρίς να αναστέλλεται η ικανότητά της να μεγιστοποιεί την αξία του μετοχικού της κεφαλαίου.

1.9 Πλεονεκτήματα και Υποχρεώσεις για την Επιχείρηση

Σε αυτά τα πλαίσια, τα χρηματοοικονομικά στελέχη έχουν ορισμένες υποχρεώσεις προς αυτούς οι οποίοι τους εμπιστεύονται τη λειτουργία της επιχείρησης. Πρέπει να διαθέτουν έντονο αίσθημα ηθικής και να αποφεύγουν τα ανταλλάγματα ή οποιοδήποτε άλλο προσωπικό όφελος. Τα στελέχη δεν πρέπει να εμπλέκονται σε πρακτικές που μπορεί να βλάψουν την εικόνα της εταιρείας, αλλά πρέπει να συμμετέχουν όσο το δυνατό περισσότερο σε κοινωνικές δραστηριότητες για να αποδεικνύουν ότι είναι γνώστες της σημασίας που έχει για την εταιρεία τους η κοινωνία και αυτοί που αγοράζουν τα προϊόντα ή τις υπηρεσίες της. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη πρέπει επίσης να διασφαλίζουν ότι ικανοποιούνται όλοι

οι περιβαλλοντικοί κανονισμοί και η νομοθεσία που είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την εξασφάλιση της υγείας και της ασφάλειας της κοινωνίας και των εργαζομένων.

Το ζήτημα των φύλων πρέπει επίσης να απασχολεί την επιχείρηση. Αυτό συνεπάγεται την οριοθέτηση κανόνων για τη μεταχείριση των γυναικών και την αποφυγή των σεξουαλικών παρενοχλήσεων. Παρά το ότι είναι γνωστό ότι οι γυναίκες αμείβονται λιγότερο από τους άντρες για την ίδια δουλειά, δεν υπάρχει ικανοποιητική δικαιολογία γι' αυτή τη διαφορετική μεταχείριση. Μια επιχείρηση έχει την ευθύνη να αντιμετωπίζει το ζήτημα των φύλων και να αγωνίζεται για την εξάλειψη τέτοιου είδους ανισοτήτων.

Ειδικότερα, αν τα χρηματοοικονομικά στελέχη εργάζονται αποκομμένα από τα κοινωνικά ζητήματα και ενδιαφέροντα μόνο για το κέρδος, ίσως να παραβλέπουν άλλα εξίσου σημαντικά ζητήματα, απαραίτητα για τη διατήρηση της καλής δημόσιας εικόνας της επιχείρησής τους. Η διάθεση χρημάτων για την κοινωνική βελτίωση των εργαζομένων και της κοινότητας ως συνόλου θα βοηθήσει τα στελέχη να προσελκύσουν πελάτες και σταθερούς μετόχους. Προφανώς, το κόστος των κοινωνικών προγραμμάτων θα μειριάζεται από την οικονομική δυνατότητα της επιχείρησης να αναλαμβάνει αυτές τις λιγότερο κερδοφόρες προσπάθειες. Ορισμένες κοινωνικά επιθυμητές πολιτικές αποφάσεις-προσλήψεις μειονοτήτων, λήψη μέτρων για την πρόληψη των εργατικών ατυχημάτων, και άρνηση επενδύσεων σε συγκεκριμένα κερδοφόρα προγράμματα επειδή δεν ανταποκρίνονται στις δημοκρατικές αρχές-πρέπει να αποτελούν μέρος της διαδικασίας λήψης των οικονομικών αποφάσεων. Παρά το ότι μπορεί να υπάρχει σύγκρουση μεταξύ της προώθησης προγραμμάτων βελτίωσης της κοινωνίας και του κινήτρου του κέρδους, είναι πρωταρχική ευθύνη της επιχείρησης να διατηρεί την ευαισθησία της για τις κοινωνικές ανάγκες όταν προσπαθεί να επιτύχει το στόχο της μεγιστοποίησης της περιουσίας της.

1.10 Στόχοι του Χρηματοοικονομικού Σχεδιασμού

Ένα ικανό στέλεχος γνωρίζει πώς να χρησιμοποιεί τους παράγοντες που μόλις αναπτύξαμε προκειμένου να φτάσει στις τελικές αποφάσεις. Τα χρηματοοικονομικά στελέχη είναι επιφορτισμένα με την πρωταρχική ευθύνη της μεγιστοποίησης της τιμής της μετοχής της επιχείρησης και ταυτόχρονα, της συγκράτησης του κινδύνου στο χαμηλότερο επίπεδο. Για να επιτύχει αυτούς τους στόχους, το στέλεχος πρέπει να αποφασίσει τις επενδύσεις που θα αποφέρουν τα μεγαλύτερα κέρδη με τον ελάχιστο κίνδυνο. Αμέσως μόλις ληφθεί αυτή η απόφαση, το επόμενο βήμα είναι η επιλογή των βέλτιστων μεθόδων για τη χρηματοδότηση αυτών των επενδύσεων.

Ο σχεδιασμός για την επίτευξη των καλύτερων αποτελεσμάτων πρέπει να είναι ευέλικτος, έτσι ώστε να επιτρέπει εναλλακτικές στρατηγικές για την αντικατάσταση των υπάρχοντων προγραμμάτων στην περίπτωση που οι χρηματοοικονομικές και οικονομικές εξελίξεις αποκλίνουν από τα προβλεπόμενα πρότυπα. Επιπλέον, ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός συνεπάγεται την επιλογή του κατάλληλου χρόνου για επενδύσεις, ώστε να αποφευχθεί η υπερβολική επέκταση των δραστηριοτήτων και η αναποτελεσματική χρήση των πόρων. Βέλτιστη χρήση των χρηματικών κεφαλαίων σημαίνει διερεύνηση των διαφορετικών επιλογών που υπάρχουν και επιλογή εκείνων που αποφέρουν τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση. Σημαίνει επίσης, ότι πρέπει να υιοθετούνται αποτελεσματικές μέθοδοι για τον προσδιορισμό του ποσού του δανεισμού ώστε να μειωθούν οι χρηματοδοτικοί κίνδυνοι. Η χρηματοδότηση που θα χρησιμοποιηθεί για την άντληση κεφαλαίων πρέπει να περιλαμβάνει χαρακτηριστικά ασφαλείας που θα επιτρέπουν στα στελέχη να προχωρούν σε επαναχρηματοδοτήσεις όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές.

Αφού ληφθεί η απόφαση για χρηματοδότηση, τα στελέχη πρέπει να επαγρυπνούν και να παρακολουθούν σταθερά τις εξελίξεις. Αν το αρχικό πρόγραμμα δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες, τότε είναι απαραίτητη η αναγνώριση αυτού του γεγονότος και η λήψη επανορθωτικών μέτρων. Τα στελέχη που καθυστερούν να αντιδράσουν πληρώνουν το τίμημα της ανεπαρκούς διαχείρισης. Αυτό το τίμημα απαιτείται από την αγορά (και την επενδυτική κοινότητα), η οποία στο σύνολό της

αποτελεί έναν εξαιρετικά ικανό κριτή της απόδοσης. Οι ανεπαρκείς ή άκαμπτοι διαχειριστές είναι υπόλογοι στις δυνάμεις του ανταγωνισμού και στην κρίση της αγοράς, στην οποία η αξιολόγηση αποτελεί τον ύστατο καθοριστικό παράγοντα της επιτυχημένης ή αποτυχημένης χρηματοοικονομικής διοίκησης.

Γι' αυτόν το λόγο, είναι σημαντικό να είναι ενήμερα τα στελέχη για τις νέες προόδους στη σύγχρονη θεωρία της χρηματοοικονομικής, καθώς και για τις εξελίξεις που συμβαίνουν στις οικονομικές αγορές. Η χρηματοοικονομική έχει αναδειχθεί σε σημαντική επιστήμη που απαιτεί συνεχή αναβάθμιση των παλαιών και βελτίωση των νέων εννοιών. Οι πρόσφατες πρόοδοι στις μεθόδους αξιολόγησης μπορούν να συμβάλλουν στη λήψη καλύτερων αποφάσεων. Η ανάδειξη των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων, όπως είναι τα προθεσμιακά χρηματοοικονομικά συμβόλαια, τα δικαιώματα προαίρεσης, καθώς και άλλες απαιτήσεις για ενδεχόμενες υποχρεώσεις, παρέχουν στα χρηματοοικονομικά στελέχη πιο σύνθετες και αποτελεσματικές μεθόδους για την εκτίμηση και όπου είναι απαραίτητο, την αλλαγή των χρηματοοικονομικών αποφάσεών τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΥΤΕΡΟ: ΒΑΣΙΚΕΣ ΑΡΧΕΣ

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

2.1 Εισαγωγή

Τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης κατατάσσονται , ανάλογα με τη διάρκειά τους , δηλαδή ανάλογα με το χρόνο δέσμευσης κεφαλαίων , σε περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας και περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας .

Τα περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας περιλαμβάνουν τα πάγια ενεργητικά στοιχεία , τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μια μεγάλη σειρά ετών, η οποία αρχίζει με την αγορά ή κατασκευή των πάγιων ενεργητικών στοιχείων και τελειώνει με την πλήρη απόσβεσή τους , καθώς και τις πιθανές μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης.

Τα περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας περιλαμβάνουν τα κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για μικρό χρονικό διάστημα, το οποίο αρχίζει στην περίπτωση των βιομηχανιών, με την αγορά της πρώτης ύλης και τελειώνει με τη είσπραξη του τμήματος πώλησης του έτοιμου προϊόντος.

Οι πηγές χρηματοδότησης, με βάση την αρχική διάρκειά τους, διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες (short-term sources of funds), μεσοπρόθεσμες (intermediate-term sources of funds) και μακροπρόθεσμες (long-term sources of funds). Αρχική διάρκεια είναι η διάρκεια της υποχρέωσης κατά το χρόνο της έκδοσής της. Στις Η.Π.Α., οι βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης έχουν αρχική διάρκεια μέχρι ένα χρόνο, οι μεσοπρόθεσμες από ένα μέχρι επτά χρόνια, ενώ οι μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης έχουν διάρκεια μεγαλύτερη από επτά χρόνια.

Στη χώρα μας, το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ) διακρίνει τις πηγές χρηματοδότησης σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες. Οι βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης έχουν διάρκεια μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσεως, ενώ οι

μακροπρόθεσμες λήγουν μετά το τέλος της επόμενης χρήσεως. Το ΕΓΛΣ κατατάσσει τις μεσοπρόθεσμες υποχρεώσεις στη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Στη συνέχεια μακροπρόθεσμη και μεσοπρόθεσμη χρηματοδότηση θα ονομάζονται χρηματοδότηση μεγάλης διάρκειας, ενώ η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση θα ονομάζεται χρηματοδότηση μικρής διάρκειας.

Από την άποψη της εξασφάλισης σωστής χρηματοδοτικής διάρθρωσης της επιχείρησης θα ήταν ιδεώδες, αν τα διάφορα περιουσιακά στοιχεία καλύπτονταν με κεφάλαια ίσης ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας. Η σχέση αυτή δεν εφαρμόζεται απόλυτα στη πράξη ακόμη και στις υγιέστερες επιχειρήσεις. Πρέπει όμως να τονιστεί ότι είναι απαραίτητο να τηρούνται ορισμένες θεμελιώδεις προϋποθέσεις χρηματοδοτικής ισορροπίας.

Συγκεκριμένα, έχουν διατυπωθεί τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων οι οποίες αναπτύσσονται παρακάτω και αναφέρονται στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, στη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στην προέλευση των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας.

2.2 Περιουσιακά Στοιχεία Μεγάλης Διάρκειας

Βασική αρχή της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι ότι η αξία των πάγιων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων πρέπει να καλύπτεται, αντίστοιχα, με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η επιχείρηση που χρηματοδοτεί την επέκταση των εγκαταστάσεων της ή την αγορά μηχανημάτων με βραχυπρόθεσμα δάνεια, διατρέχει σοβαρούς κινδύνους. Αν η ανανέωση του βραχυπρόθεσμου δανείου στις διάφορες λήξεις του είναι εξασφαλισμένη, αυτό βέβαια ισοδυναμεί με μακροπρόθεσμο δάνειο. Η διαρκής όμως ανανέωση και μάλιστα με τους ίδιους όρους δεν είναι πάντα δυνατή. Η ανανέωση του βραχυπρόθεσμου δανείου εξαρτάται από τις γενικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά, την πορεία των εργασιών της επιχείρησης και αρκετούς άλλους παράγοντες.

Αναλογικά τα ίδια μπορούν να ειπωθούν και για τις μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης, εφόσον δεν είναι εξασφαλισμένη πάντα η δυνατότητα ρευστοποίησής του.

2.3 Κυκλοφορούν Ενεργητικό

Η δεύτερη βασική αρχή της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων αναφέρει ότι μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Αυτό δικαιολογείται με βάση τους παρακάτω τέσσερις λόγους.

2.3.1 Αποθέματα Ασφαλείας

Όπως γνωρίζουμε, κάθε επιχείρηση είναι υποχρεωμένη να διατηρεί στις αποθήκες της ένα ελάχιστο απόθεμα πρώτων υλών και λοιπών υλικών, καθώς και έτοιμων προϊόντων, για την εξασφάλιση της ομαλής λειτουργίας της, το οποίο ονομάζεται απόθεμα ασφαλείας (safety stock). Το απόθεμα αυτό αποτελεί ένα περιουσιακό στοιχείο που χρησιμοποιείται πάγια στην επιχείρηση. Έτσι πρέπει να ισχύσει και για αυτό η αρχή της χρηματοδότησης των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας.

2.3.2 Κύκλος Δέσμευσης Κεφαλαίων

Ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία (χρήμα – πρώτες ύλες – ημικατεργασμένα προϊόντα – έτοιμα προϊόντα – πίστωση – χρήμα) εξαρτάται από τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας και των πιστώσεων που παρέχονται στην πελατεία. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα στις βιομηχανικές και βιοτεχνικές επιχειρήσεις. Ο κύκλος αυτός είναι συνήθως μεγαλύτερος από τη διάρκεια των κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτείται, π.χ. πιστώσεις προμηθευτών, προεξοφλήσεις γραμματίων, βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις κλπ.

Αν ο ρυθμός ανανέωσης των παραπάνω πιστώσεων είναι κανονικός, τότε αυτές αποτελούν συνεχή πηγή χρηματοδότησης, γιατί οι νέες πιστώσεις έρχονται να

αντικαταστήσουν τις ληξιπρόθεσμες παλιές. Οποιαδήποτε όμως μείωση των πιστώσεων ή επιβράδυνση του ρυθμού ανανέωσής τους η οποία οφείλεται σε συγκυριακούς ή εποχιακούς λόγους, ή ακόμη σε πιθανή μείωση της πιστώσεως που απολαμβάνει η επιχείρηση, να φέρει την επιχείρηση σε δύσκολη οικονομική θέση.

2.3.3 Επιχειρήσεις Εποχιακού Χαρακτήρα

Η διάρκεια του κύκλου δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία δεν παραμένει σταθερή. Αντίθετα μάλιστα στις επιχειρήσεις με έντονα εποχιακό χαρακτήρα αυτή παρατείνεται σημαντικά σε ορισμένες εποχές του έτους. Το γεγονός αυτό απαιτεί πρόσθετη βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση, η οποία δεν είναι πάντα εύκολο να βρεθεί και μάλιστα με όρους που δεν διαφέρουν από τους συνηθισμένους.

2.3.4 Χαμηλή Κυκλοφοριακή Ταχύτητα

Μερικές φορές, μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού περιλαμβάνονται στοιχεία βραδύτατης κυκλοφορίας, π.χ. υπόλοιπα προϊόντα παλιού τύπου (slow moving products), επισφαλείς απαιτήσεις κλπ, τα οποία δεσμεύουν κεφάλαια για χρονικό διάστημα που είναι πολύ μεγαλύτερο από τα όρια της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Κατά συνέπεια, η επιχείρηση δεν μπορεί να βασίζεται αποκλειστικά σε βραχυπρόθεσμα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της από το οποίο εξαρτάται άμεσα η πραγματοποίηση των αντικειμενικών της σκοπών. Οπωσδήποτε, το ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού, το οποίο πρέπει να καλύπτεται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, αποτελεί θέμα πραγματικό. Έτσι δεν είναι δυνατό να διατυπωθούν α priori σχετικοί γενικοί κανόνες. Το ποσοστό αυτό εξαρτάται από τη φύση της επιχείρησης, τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, τη θέση της στο χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής της επιχείρησης, τον κλάδο της επιχείρησης, τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, των εμπορικών συνθηκών και των γενικών οικονομικών συνθηκών.

Συνήθως η ρευστότητα της επιχείρησης θεωρείται εξασφαλισμένη αν οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις δεν υπερβαίνουν το άθροισμα των απαιτήσεων και των διαθεσίμων, ενώ τα αποθέματα χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Αλλά και αυτό δεν είναι απόλυτο. Αντίθετα σε πολλές περιπτώσεις θα αποτελούσε υπερβολικά αυστηρό όριο χρησιμοποίησης βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Με τη παρακάτω αρχή της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης συνδέεται η έννοια του καθαρού κεφαλαίου κίνησης (net working capital) , το οποίο αντιστοιχεί στο τμήμα εκείνο των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας, το οποίο είναι επενδυμένο στο κυκλοφορούν ενεργητικό της επιχείρησης. Με άλλα λόγια, το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι ίσο με τη διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Το καθαρό κεφάλαιο κίνησης είναι μία παράμετρος η οποία χρησιμοποιείται σε συνδυασμό με άλλες παραμέτρους (π.χ. δείκτες ρευστότητας) , για να εκτιμηθεί η ρευστότητα των επιχειρήσεων. Ένα ορισμένο ποσόν καθαρού κεφαλαίου κίνησης θεωρείται επιθυμητό, γιατί διασφαλίζει ότι η επιχείρηση έχει τα ενεργητικά στοιχεία τα οποία απαιτούνται για να ικανοποιήσει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Κεφάλαιο κίνησης διακρίνεται σε μόνιμο και προσωρινό. Μόνιμο κεφάλαιο κίνησης (permanent working capital) είναι το κεφάλαιο κίνησης το οποίο αντιστοιχεί στο συνηθισμένο επίπεδο δραστηριότητας της επιχείρησης. Το μόνιμο κεφάλαιο κίνησης διατηρείται ανεξάρτητα από τις διακυμάνσεις των πωλήσεων. Αντίθετα, το προσωρινό κεφάλαιο κίνησης (temporary working capital) είναι επιπρόσθετο στο μόνιμο κεφάλαιο κίνησης και χρησιμοποιείται για να ικανοποιήσει μεταβολές στις πωλήσεις πάνω από το μόνιμο επίπεδο δραστηριότητας της επιχείρησης.

Η διαχείριση του κεφαλαίου κίνησης περιλαμβάνει τόσο τη διαχείριση των κυκλοφορούντων ενεργητικών στοιχείων, όσο και τη διαχείριση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων. Στο σημείο αυτό θα χρησιμοποιήσουμε τον όρο αντιστάθμιση (hedging) για να περιγράψουμε την αντιστοιχία μεταξύ των προσδοκώμενων ταμιακών εισροών από το κυκλοφορούν ενεργητικό και των ταμιακών εκροών από τις πηγές χρηματοδότησής του. Για τη διευκόλυνση της παρουσίασης θα περιοριστούμε σε τρεις μόνο τύπους αντιστάθμισης: τέλεια, συντηρητική και επιθετική.

Η τέλεια αντιστάθμιση (perfect hedge) αναφέρεται στη χρηματοδότηση του προσωρινού κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μικρής διάρκειας, ενώ το πάγιο ενεργητικό και το μόνιμο κυκλοφορούν ενεργητικό χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η βασική επιδίωξη της τέλει αντιστάθμισης είναι η πλήρης αντιστοιχία των προσδοκώμενων ταμιακών εισροών με τις ταμιακές εκροές. Αυτή η μέθοδος θεωρείται σωστός τρόπος χρηματοδότησης, γιατί οι ταμιακές εισροές από την πώληση ενεργητικών στοιχείων χρησιμοποιούνται για την εξόφληση των δανείων τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την απόκτηση των ενεργητικών αυτών στοιχείων.

Στην συντηρητική αντιστάθμιση (conservative hedge) ολόκληρο το πάγιο ενεργητικό, το μόνιμο κυκλοφορούν ενεργητικό και ένα μέρος του προσωρινού κυκλοφορούντος ενεργητικού χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Αυτή η μέθοδος θεωρείται συντηρητική, γιατί η επιχείρηση χρηματοδοτεί μόνο ένα μικρό μέρος του προσωρινού κυκλοφορούντος ενεργητικού με κεφάλαια μικρής διάρκειας. Το κύριο πλεονέκτημα της συντηρητικής αντιστάθμισης είναι ότι κατά τη διάρκεια περιόδων περιορισμού των πιστώσεων, η επιχείρηση έχει από προηγουμένως τα περισσότερα από τα κεφάλαια που χρειάζεται για να χρηματοδοτεί τις δραστηριότητές της.

Στην επιθετική αντιστάθμιση (aggressive hedge) ολόκληρο το προσωρινό κυκλοφορούν ενεργητικό και κάποιο μέρος του μόνιμου κυκλοφορούντος ενεργητικού χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μικρής διάρκειας. Τα υπόλοιπα ενεργητικά στοιχεία χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

2.4 Προέλευση Κεφαλαίων Μεγάλης Διάρκειας

Σχετικά με την προέλευση των επενδυμένων στην επιχείρηση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας, μπορεί να διατυπωθεί η αρχή ότι η επιχείρηση πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια που να καλύπτουν τουλάχιστον την αξία των πάγιων και λοιπών μεγάλης διάρκειας ενεργητικών στοιχείων.

Αν όμως τα ίδια κεφάλαια δεν επαρκούν για τη κάλυψη της αξίας των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, η επιχείρηση μπορεί να καταφύγει στην

ξένη μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση, εφόσον η χρηματοδότηση αυτή δεν επηρεάζει δυσμενώς την μελλοντική ρευστότητα, την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων, την πιστοληπτική ικανότητα και τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετεί τα δάνεια που σύναψε.

Η σύναψη ενός δανείου δημιουργεί αυτόματα στην επιχείρηση την υποχρέωση να πληρώνει σε συγκεκριμένη ημερομηνία τόκους και χρεολύσιο μέχρις ολοσχερούς εξόφλησης του δανείου. Αδυναμία ανταπόκρισης στην υποχρέωση αυτή αποτελεί λόγο πτώχευσης της επιχείρησης. Η καταβολή όμως των ποσών αυτών μπορεί να θέσει σε κίνδυνο τη μελλοντική ρευστότητα της επιχείρησης.

Οι τόκοι των μακροπρόθεσμων δανείων αποτελούν δαπάνη σταθερής φύσεως, η οποία μειώνει τα καθαρά κέρδη της επιχείρησης για μια μεγάλη χρονική περίοδο. Αν η επιχείρηση δεν μπορέσει να αντισταθμίσει τους τόκους των μακροπρόθεσμων δανείων, για παράδειγμα με αύξηση πωλήσεων, η σύναψη ενός μακροπρόθεσμου δανείου μπορεί να επηρεάσει δυσμενώς την αποδοτικότητα των ίδιων κεφαλαίων της.

Κάθε νέο δάνειο που συνάπτεται αυξάνει το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης. Τηρουμένων των αναλογιών, όσο μεγαλύτερος είναι ο βαθμός δανειακής επιβάρυνσης τόσο μικρότερη είναι η πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης.

Αφού ο βραχυπρόθεσμος δανεισμός αποτελεί προεξόφληση εισπράξεων, η προσφυγή στο μακροπρόθεσμο δανεισμό θα πρέπει να θεωρείται προεξόφληση μελλοντικών κερδών. Όταν συνάπτεται ένα μακροπρόθεσμο δάνειο, η επιχείρηση πρέπει να είναι απόλυτα βέβαιη ότι τα μελλοντικά κέρδη της θα επιτρέψουν την απρόσκοπτη εξυπηρέτησή του. Αυτό συμβαίνει όταν η αποδοτικότητα της επένδυσης που προκύπτει από την μακροπρόθεσμη δανειοδότηση είναι μεγαλύτερη από το κόστος κεφαλαίου, στην προκειμένη περίπτωση από το επιτόκιο του δανείου.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΡΙΤΟ: ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

3.1 Έννοια

Με τον όρο «μετοχικό κεφάλαιο» εννοούμε την περιγραφή κεφαλαίου των ανώνυμων εταιριών. Το μετοχικό κεφάλαιο, κατά την ίδρυση της εταιρίας, εξομοιώνεται με τα ίδια κεφάλαια, δηλαδή τις εισφορές ιδρυτών. Στην συνέχεια, οι εισφορές των ιδρυτών, οι μεταγενέστερες ουσιώδεις άνοδοι του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου και οι κεφαλαιοποιήσεις διάφορων ποσών, που προέρχονται από αποθεματικά ή από αναπροσαρμογή της ιστορικής αξίας των περιουσιακών συστατικών της εταιρίας ή από υποχρεώσεις της προς τρίτους, συνιστούν το μετοχικό κεφάλαιο.

Είναι σπάνιο φαινόμενο η ταύτιση του μετοχικού κεφαλαίου με τα ίδια κεφάλαια της ανώνυμης εταιρίας. Το μετοχικό κεφάλαιο είναι μέρος των ιδίων των κεφαλαίων, τα οποία εμπεριέχουν ακόμη τις υπόλοιπες συνιστώσες της καθαρής περιουσίας, όπου πρόκειται για τη διαφορά μεταξύ ενεργητικού και υποχρεώσεων προς τους τρίτους. Στην περίπτωση, όμως, που γίνει το αντίθετο, δηλαδή τα ίδια κεφάλαια να είναι μικρότερα του μετοχικού κεφαλαίου, το οποίο παρατηρείται όταν στον ισολογισμό της ανώνυμης εταιρίας κάνουν την εμφάνισή τους συγκεντρωμένες ζημιές πιο μεγάλες από το ποσόν των υπόλοιπων συνιστωσών της καθαρής περιουσίας.

Παρ' όλα αυτά, το μετοχικό κεφάλαιο θεωρείται πηγή βασική ιδίων κεφαλαίων των ανώνυμων εταιριών, δηλαδή των πιο μεγάλων αντιπροσώπων του κόσμου των επιχειρήσεων, κατά τις οποίες η έκταση εφαρμογής της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης έχει τη μεγαλύτερη δυνατή τιμή της. Συν τοις άλλοις, οι εξωεπιχειρηματικές επενδύσεις και το πάγιο ενεργητικό είναι αναγκαίο να χρηματοδοτούνται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας και, κυρίως, με ίδια κεφάλαια. Συνεπώς, η ανάπτυξη του μετοχικού κεφαλαίου των ανώνυμων εταιριών καλύπτει το ρόλο του ίδιου κεφαλαίου στη χρηματοδότηση άλλης νομικής μορφής επιχείρησης.

Το μετοχικό κεφάλαιο χωρίζεται σε ίσα μέρη, τα οποία ονομάζονται μετοχές. Όσοι κατέχουν μετοχές, δηλαδή οι ιδιοκτήτες της ανώνυμης εταιρίας, φέρουν το όνομα μέτοχοι.

3.2 Δικαιώματα Μετόχων

Επιγραμματικά, τα σημαντικότερα δικαιώματα των μετόχων είναι τα εξής: το δικαίωμα ψήφου, το δικαίωμα προτίμησης, το δικαίωμα συμμετοχής στα κέρδη και το δικαίωμα συμμετοχής στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας.

3.2.1 Δικαίωμα Ψήφου

Η Γενική Συνέλευση των μετόχων εκλέγει το Διοικητικό Συμβούλιο με ψηφοφορία. Η θητεία του Διοικητικού Συμβουλίου διαρκεί περίπου έξι χρόνια. Η λήψη αποφάσεων γίνεται με απόλυτη πλειοψηφία των παρόντων μελών, εφόσον βρίσκεται σε απαρτία(τα μισά μέλη συν ένας). Το Διοικητικό Συμβούλιο συνεδριάζει τουλάχιστον μια φορά το μήνα. Ο ρόλος του Διοικητικού Συμβουλίου είναι να καθορίζει τους αντικειμενικούς σκοπούς και να διατυπώνει την πολιτική για την υλοποίησή τους. Έχει, επίσης, την αρμοδιότητα να ορίζει τα ανώτερα στελέχη, τα οποία διοικούν ουσιαστικά την εταιρία.

Η Γενική Συνέλευση συντελείται από τους κάτοχους των μετοχών, οι οποίοι συγκεντρώνονται μια φορά σε κάθε χρήση(Τακτική Γενική Συνέλευση). Η λήψη των αποφάσεων γίνεται με απόλυτη πλειοψηφία. Ο ρόλος της Γενικής Συνέλευσης είναι να αποφασίζει για την τροποποίηση του καταστατικού, να εκλέγει τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, να εγκρίνει τον ισολογισμό, τη διάθεση των κερδών, την έκδοση ομολογιακού δανείου, τη συγχώνευση, παράταση ή λύση της εταιρίας και το διορισμό εκκαθαριστών. Μπορεί, επίσης, να συγκληθεί Έκτακτη Γενική Συνέλευση με συγκεκριμένα θέματα κάτω από ορισμένες διαδικασίες και προϋποθέσεις.

Το δικαίωμα της ψήφου μπορεί να ασκήσει ο μέτοχος με δυο τρόπους: αυτοπροσώπως ή με τον ορισμό αντιπροσώπου. Στις Ηνωμένες Πολιτείες, ο ορισμός αντιπροσώπου γίνεται με την υπογραφή σχετικής εξουσιοδότησης(proxy statement),

με τη βοήθεια της οποίας οι μέτοχοι παραχωρούν το δικαίωμα στο Διοικητικό Συμβούλιο να ψηφίσει στη Γενική Συνέλευση.

Στην Ελλάδα, το Διοικητικό Συμβούλιο εκλέγεται με το πλειοψηφικό σύστημα ψηφοφορίας(majority voting ή ordinary voting system). Άρα κάθε μέτοχος έχει μια ψήφο για κάθε μετοχή και μια ψήφο για την εκλογή ενός μέλους του Διοικητικού Συμβουλίου. Λόγου χάρη, αν είναι δέκα υποψήφιοι για επτά θέσεις μελών Διοικητικού Συμβουλίου, ένας μέτοχος μιας μόνο μετοχής δίνει μια ψήφο για κάθε υποψήφιο και όχι και τις επτά ψήφους στον υποψήφιο της προτίμησής του, όπως γίνεται με το σωρευτικό σύστημα ψηφοφορίας(cumulative voting). Η εκπροσώπηση της μειοψηφίας στο Διοικητικό Συμβούλιο αποκλείεται από το πλειοψηφικό σύστημα, διότι αν ένας μέτοχος κατέχει το μισό των μετόχων συν μια, έχει τη δυνατότητα να εκλέξει όλα τα μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου.

3.2.2 Δικαίωμα Προτίμησης

Με τον όρο «δικαίωμα προτίμησης» εννοείται η παραχώρηση δικαιώματος στους υπάρχοντες μετόχους να αγοράζουν πρώτοι(rights offering), ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών τους, τις καινούριες μετοχές που κυκλοφορούν κατά την ανόδου του μετοχικού κεφαλαίου σε μια προκαθορισμένη τιμή και μέσα σε ένα συγκεκριμένο χρονικό διάστημα(χρόνος εγγραφής).

3.2.3 Δικαίωμα Συμμετοχής Στα Κέρδη

Για τα κεφάλαια που επενδύουν στην εταιρία οι μέτοχοι ανταμείβονται με δυο τρόπους: α) από την αύξηση της τιμής της μετοχής και β) από το μέρος των καθαρών κερδών που διανέμεται σαν μερίσμα. Η διανομή των καθαρών κερδών της εταιρίας γίνεται με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου και έγκριση της Γενικής Συνέλευσης.

Η είσπραξη του μερίσματος γίνεται με την παράδοση της μερισματοπόδειξης(κουπονιού) που είναι προσαρτημένη πάνω στο κύριο σώμα της μετοχής. Τα κουπόνια είναι αριθμημένα κατά αύξοντα αριθμό και σε κάθε διανομή κερδών ορίζεται ποιο από αυτά θα αποκοπεί και θα χρησιμοποιηθεί για την συλλογή του μερίσματος.

3.2.4 Δικαίωμα Συμμετοχής Στο Προϊόν Της

Εκκαθάρισης

Οι μέτοχοι έχουν το δικαίωμα να συμμετέχουν στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά τη λύση της ανώνυμης εταιρίας, αφού ικανοποιηθούν πρώτα όλες οι υπόλοιπες απαιτήσεις κατά της ανώνυμης εταιρίας(residual claims)

3.3 Κατηγορίες Μετοχών

Οι μετοχές χωρίζονται σε κατηγορίες ανάλογα με τον τρόπο μεταβίβασης, τα δικαιώματα που παρέχονται στον κομιστή και την τιμή της έκδοσης.

3.3.1 Τρόπος Μεταβίβασης

Οι μετοχές χωρίζονται σε ονομαστικές, ανώνυμες ή στον κομιστή, σε διαταγή και σε δεσμευμένες. Οι ονομαστικές μετοχές αναγράφουν το όνομα του κομιστή και η μεταβίβαση τους απαιτεί ειδική διαδικασία που προβλέπει ο νόμος.

Οι μετοχές στον κομιστή δεν αναγράφουν το όνομα του κομιστή, μεταβιβάζονται με απλή παράδοση και γι' αυτό ονομάζονται ανώνυμες.

Αντίθετα, οι μετοχές σε διαταγή μεταβιβάζονται με οπισθογράφηση. Πρέπει να τονιστεί ότι η ελληνική νομοθεσία δεν προβλέπει την έκδοση μετοχών σε διαταγή.

Οι δεσμευμένες μετοχές μεταβιβάζονται ύστερα από προηγούμενη έγκριση του Διοικητικού Συμβουλίου ή της Γενικής Συνέλευσης της εταιρίας.

3.3.2 Δικαιώματα Κομιστή

Οι μετοχές διακρίνονται σε κοινές, προνομιούχες και επικαρπίας. Οι κοινές μετοχές(common stocks) παρέχουν τα δικαιώματα ψήφου, προτίμησης σε περίπτωση έκδοσης νέων μετοχών, συμμετοχής στη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης κατά τη λύση της ανώνυμης εταιρίας.

Οι προνομιούχες μετοχές(preffered stocks) παρέχουν συνήθως μερικά ή και όλα από τα ακόλουθα πέντε προνόμια, σε σχέση με τις κοινές μετοχές.

Πρώτον, προηγούνται κατά τη διανομή του πρώτου μερίσματος. Ειδικότερα, αν τα κέρδη δεν επαρκούν για τη διανομή του πρώτου μερίσματος σε όλες τις μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές θα λάβουν ολόκληρο το μέρισμα που τους αναλογεί, ενώ στις κοινές θα κατανεμηθεί το υπόλοιπο ποσόν των κερδών. Αν μάλιστα τα κέρδη είναι πολύ χαμηλά ώστε να μη καλύπτεται ούτε το πρώτο μέρισμα των προνομιούχων μετοχών, τότε το σύνολο των κερδών που προορίζεται για διανομή θα κατανεμηθεί μόνο στις προνομιούχες μετοχές.

Δεύτερον, προηγούνται κατά τη διανομή του προϊόντος της εκκαθάρισης σε περίπτωση λύσεως της ανώνυμης εταιρίας. Συγκεκριμένα, επιστρέφεται πρώτα στους προνομιούχους μετόχους το σύνολο της ονομαστικής αξίας των μετοχών τους και έπειτα ικανοποιούνται οι κοινοί μέτοχοι.

Τρίτον, μπορεί να είναι σωρευτικές(cumulative preferred stocks), δηλαδή να παρέχουν μέρισμα σε μια χρήση αθροιστικά και για άλλες προηγούμενες χρήσεις κατά τις οποίες η ανώνυμη εταιρία δεν είχε διανείμει μέρισμα στους μετόχους.

Τέταρτον, σε ανυπαρξία κερδών παρέχουν τόκο επί της ονομαστικής αξίας τους. Όταν, όμως, έχουν αυτό το προνόμιο, τους αφαιρείται το δικαίωμα ψήφου.

Πέμπτον, μπορεί να είναι συμμετοχικές προνομιούχες μετοχές(participating preferred stocks), δηλαδή να συμμετέχουν εξίσου με τις κοινές μετοχές στα κέρδη μετά την αφαίρεση του πρώτου μερίσματος και στο προϊόν της εκκαθάρισης της εταιρίας μετά την αφαίρεση της ονομαστικής αξίας τους.

Οι προνομιούχες μετοχές σε μερικές απόψεις ομοιάζουν με τις ομολογίες, ενώ σε άλλες με τις κοινές μετοχές. Οι λογιστές θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο σαν ίδιο κεφάλαιο και το εμφανίζουν στην καθαρή περιουσία της εταιρίας. Όμως, τα χρηματοοικονομικά στελέχη θεωρούν το προνομιούχο κεφάλαιο σαν ένα είδος κεφαλαίου το οποίο κατατάσσεται μεταξύ δανείων και κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Ειδικότερα, όπως οι ομολογίες, οι προνομιούχες μετοχές επιβάλλουν στην εταιρία μία σταθερή ταμιακή εκροή, αλλά δεν έχουν κάποια ασφάλεια όπως συμβαίνει με πολλές ομολογίες(αν πληρωθεί προνομιούχο μέρισμα, η εταιρία δεν μπορεί να υποχρεωθεί σε πτώχευση). Όπως οι κοινές μετοχές, οι προνομιούχες μετοχές αντιπροσωπεύουν την ιδιοκτησία της εταιρίας, αλλά δεν ωφελούνται από την αύξηση των κερδών ή δεν συμμετέχουν στη διοίκηση με την αναλογία των κατόχων κοινών μετοχών.

Κατά συνέπεια, από την πλευρά της εταιρίας, το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο είναι λιγότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες. Οι επενδυτές όμως θεωρούν το προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο περισσότερο επικίνδυνο από τις ομολογίες, επειδή οι απαιτήσεις των ομολογιούχων προηγούνται εκείνων των προνομιούχων μετοχών, τόσο σε περίπτωση της εκκαθάρισης της εταιρίας όσο και σε περίπτωση διανομής κερδών.

Η ομοιότητα των προνομιούχων μετοχών με τις ομολογίες φαίνεται επίσης από το γεγονός ότι οι περισσότερες προνομιούχες μετοχές έχουν δυνατότητες ανάκλησης. Η εκδότρια εταιρία μπορεί να ανακαλέσει τις προνομιούχες μετοχές προκειμένου να εξαναγκάσει την απόσυρση της έκδοσης.

Επειδή οι προνομιούχοι μέτοχοι μπορεί να μην είναι ευχαριστημένοι εξαιτίας της ύπαρξης δυνατότητας ανάκλησης των μετοχών τους, οι εταιρίες τους καταβάλλουν ένα τίμημα υπεράνω της ονομαστικής αξίας. Γενικά, το τίμημα τείνει να είναι σχετικά χαμηλό και ελαχιστοποιείται με την πάροδο του χρόνου.

Οι προνομιούχες μετοχές συνήθως ανακαλούνται περιοδικά με πληρωμές που γίνονται από την εκδότρια εταιρία. Η περιοδική ανάκληση σημαίνει ανάκληση ενός ορισμένου αριθμού προνομιούχων μετοχών κάθε φορά έναντι ενός ποσού, το οποίο υπολογίζεται με βάση τα καθαρά κέρδη μετά την πληρωμή των προνομιούχων μερισμάτων.

Ένας άλλος τρόπος απόσυρσης των προνομιούχων μετοχών είναι η μετατροπή, αλλά σε αυτήν την περίπτωση η απόφαση παίρνεται από τους προνομιούχους μετόχους μάλλον παρά από την εταιρία. Το προνόμιο της μετατροπής δίνει στους επενδυτές το δικαίωμα να ανταλλάξουν μετατρέψιμες προνομιούχες μετοχές (convertible preferred stocks) με κοινές μετοχές σε μια προκαθορισμένη τιμή ή δείκτη ανταλλαγής.

Οι προνομιούχοι μέτοχοι συνήθως έχουν τα ίδια δικαιώματα ψήφου όπως οι κοινοί μέτοχοι. Όμως, σε ορισμένες περιπτώσεις, οι προνομιούχοι μέτοχοι μπορούν να ψηφίσουν μόνο κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις.

Οι προνομιούχες μετοχές έχουν γενικά ονομαστική αξία. Η ύπαρξη ονομαστικής αξίας είναι απαραίτητη επειδή τα μερίσματα εκφράζονται σαν ποσοστό της ονομαστικής αξίας. Προνομιούχες μετοχές χωρίς ονομαστική αξία εκφράζουν τα μερίσματα σε απόλυτο αριθμό (τόσα ευρώ ανά μετοχή).

Τέλος, οι μετοχές επικαρπίας εκδίδονται κατά την απόσβεση του κεφαλαίου και παραδίδονται στους μετόχους των οποίων οι μετοχές αποσβέστηκαν. Παρέχουν όλα τα δικαιώματα των κοινών μετοχών, εκτός από το δικαίωμα επιστροφής του εισφερθέντος μετοχικού κεφαλαίου δεδομένου ότι η επιστροφή αυτή πραγματοποιήθηκε κατά την απόσβεση του κεφαλαίου.

Πρέπει να σημειωθεί ότι δεν υπάρχει σχέση μεταξύ μετοχών επικαρπίας και μετοχών θησαυροφυλακίου. Όταν ο νόμος επιτρέπει στις ανώνυμες εταιρίες να αγοράζουν δικές τους μετοχές, όπως τούτο συμβαίνει στις Η.Π.Α., δημιουργείται το φαινόμενο μια ανώνυμη εταιρία να είναι μέτοχος του εαυτού της με μετοχές που έχει στο θησαυροφυλάκιό της. Οι μετοχές αυτές ονομάζονται μετοχές θησαυροφυλακίου.

3.3.3 Τιμή Έκδοσης

Οι μετοχές διακρίνονται σε μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο, υπέρ το άρτιο και υπό το άρτιο. Μετοχές εκδιδόμενες στο άρτιο(par stocks) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι ίση με την ονομαστική της αξία.

Μετοχές εκδιδόμενες υπέρ το άρτιο(stocks at premium) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι ανώτερη από την ονομαστική αξία της. η διαφορά μεταξύ έκδοσης μετοχών υπέρ το άρτιο και της αξίας στο άρτιο πιστώνεται σε ειδικό αποθεματικό(αποθεματικό από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο).

Μετοχές εκδιδόμενες υπό το άρτιο(discount stocks) είναι εκείνες των οποίων η τιμή διάθεσης κάθε μετοχής είναι μικρότερη από την ονομαστική αξία της. Στην Ελλάδα απαγορεύεται η έκδοση μετοχών υπό το άρτιο. Όμως, είναι δυνατό να υπάρξει περίπτωση έμμεσης έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο, αν υπερεκτιμηθούν οι εισφορές σε είδος. Κάτι τέτοιο προσπαθεί να αποτρέψει ο νομοθέτης επιβάλλοντας την αποτίμηση των εισφορών σε είδος από την ειδική επιτροπή του άρθρου 9 του Ν. 2190.

Σε ορισμένες πολιτείες των Η.Π.Α., οι ανώνυμες εταιρίες μπορούν να εκδίδουν μετοχές σε τιμή κατώτερη του αρτίου. Το υπό το άρτιο τμήμα της μετοχής, δηλαδή η διαφορά μεταξύ ονομαστικής τιμής και τιμής έκδοσης, δε θεωρείται ζημία της ανώνυμης εταιρίας.

Όταν εκδίδονται μετοχές υπό το άρτιο, οι κομιστές ευθύνονται απέναντι στους

πιστωτές της ανώνυμης εταιρίας σε περίπτωση λύσεώς της και αδυναμίας ικανοποίησης των απαιτήσεών τους, για το ποσόν της έκδοσης μετοχών υπό το άρτιο (discount liability), ενώ αντίθετα δεν υποχρεώνονται οι μέτοχοι να καταβάλουν το ποσόν αυτό στην ανώνυμη εταιρία.

Η διαφορά από την έκδοση μετοχών υπό το άρτιο εμφανίζεται σαν λογαριασμός ενεργητικού με τίτλο διαφορά από την έκδοση μετοχών, υπό το άρτιο.

Σε μερικές πολιτείες των Η.Π.Α. επιτρέπεται η απόσβεση της διαφοράς από την έκδοση μετοχών υπό το άρτιο με μελλοντικά κέρδη. Στην περίπτωση αυτή οι μέτοχοι δεν ευθύνονται απέναντι στους πιστωτές μετά την ολοκληρωτική απόσβεση της διαφοράς. Αυτό αποτελεί ουσιαστικά κάλυψη του μετοχικού κεφαλαίου από τα κέρδη της ανώνυμης εταιρίας και όχι εισφορές των μετοχών. Το ίδιο συμβαίνει και στην περίπτωση κεφαλαιοποίησης των αποθεματικών. Η πλειοψηφία των νομικών θεωρεί την περίπτωση αυτή σαν άδικη μεταχείριση των πιστωτών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΤΕΤΑΡΤΟ: ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΕΡΙΣΜΑΤΩΝ

4.1 Εισαγωγή

Τα καθαρά κέρδη μπορεί είτε να διανεμηθούν με τη μορφή μερισμάτων στους μετόχους, είτε να αποθεματοποιηθούν προκειμένου να βελτιώσουν τα μέσα δράσεως της ανώνυμης εταιρίας. Τα μερίσματα(dividend) είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή που εισπράττουν οι μέτοχοι από την ανώνυμη εταιρία. Βέβαια, είναι ενδεχόμενο οι μέτοχοι να εισπράξουν επιπρόσθετα και κεφαλαιακά κέρδη, αν αποφασίσουν να πωλήσουν τις μετοχές τους και η χρηματιστηριακή τιμή είναι μεγαλύτερη από την τιμή έκδοσης. Από την άλλη πλευρά τα αποθεματικά είναι σημαντική πηγή χρηματοδότησης της ανώνυμης εταιρίας. Υστερα από τα παραπάνω το θέμα που αναφέρεται είναι, αν οι μέτοχοι και η εταιρία είναι σε καλύτερη οικονομική κατάσταση όταν τα καθαρά κέρδη διανέμονται ή όταν παρακρατούνται. Αυτό το θέμα παραπέμπει στην πολιτική μερισμάτων, η οποία είναι το αντικείμενο του παρόντος κεφαλαίου.

4.2 Θεωρίες Πολιτικής Μερισμάτων

Ο κύριος αντικειμενικός σκοπός της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης είναι να μεγιστοποιήσει τον πλούτο των μετοχών, ο οποίος αντιπροσωπεύεται από τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών της εταιρίας. Σε θεωρητικό επίπεδο τρεις απόψεις έχουν διατυπωθεί σχετικά με τη δυνατότητα της πολιτικής μερισμάτων να επηρεάσει τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών.

4.2.1 Θεωρία Modigliani- Miller

Οι Franco Modigliani και ο Merton Miller είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης που υποστηρίζει ότι τα μερίσματα δεν επηρεάζουν τη χρηματιστηριακή αξία των

μετοχών της εταιρίας(dininded irrelevance). Ειδικότερα, υποστηρίζουν ότι η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών καθορίζεται αποκλειστικά από την αποδοτικότητα και την κατηγορία κινδύνου της εταιρίας και κατά συνέπεια, η χρηματιστηριακή αξία των μετοχών εξαρτάται από την πολιτική επενδύσεων της εταιρίας και όχι από την κατανομή των κερδών μεταξύ αποθεματικών και μερισμάτων.

Ένα χαρακτηριστικό της θεωρίας των Modigliani- Miller είναι ότι οποιαδήποτε θετική επίδραση των μερισμάτων στις τιμές των μετοχών αντισταθμίζεται από την αρνητική επίδραση, η οποία πηγάζει από την ανάγκη ανεύρεσης άλλων πηγών χρηματοδότησης προκειμένου να αντικατασταθούν τα κέρδη που διανεμήθηκαν με τη μορφή μερισμάτων.

Οι Modigliani- Miller υποστηρίζουν ότι οι απόψεις τους είναι θεωρητικά σωστές κάτω από πέντε υποθέσεις. Πρώτον, δεν υπάρχουν προσωπικοί και εταιρικοί φόροι εισοδήματος. Δεύτερον, δεν υπάρχουν έξοδα έκδοσης των νέων μετοχών. Τρίτον, οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ είσπραξης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών. Τέταρτον, η πολιτική επενδύσεων είναι ανεξάρτητη από την πολιτική μερισμάτων. Πέμπτον, οι επενδυτές και τα στελέχη της εταιρίας έχουν τις ίδιες πληροφορίες σχετικά με τις μελλοντικές ευκαιρίες επενδύσεων.

Ο James Walter διατύπωσε μια εξίσωση προκειμένου να αποδείξει ότι η πολιτική μερισμάτων θα πρέπει να καθορίζεται αποκλειστικά με βάση την αποδοτικότητα των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρίας. Συγκεκριμένα, η τιμή μιας μετοχής σε μια εταιρία χωρίς δάνεια ή φόρους καθορίζεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$TTK_0 = \frac{M + (KAM - M)}{A_K}$$

Όπου,

TTK_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0

M = Μέρισμα ανά μετοχή

A_K = Λειτουργική αποδοτικότητα

ΚΑΜ = Κέρδη ανά μετοχή

A_k = Αποδοτικότητα απαιτούμενη από τους κοινούς μετόχους

Σύμφωνα με την παραπάνω εξίσωση, η άριστη πολιτική μερισμάτων είναι εκείνη που υιοθετεί ότι δεν πρέπει να διανέμονται μερίσματα εφόσον η εταιρία επιτυγχάνει λειτουργική αποδοτικότητα του ενεργητικού της (κέρδη πριν από φόρους και χρηματοπιστωτικά έξοδα προς σύνολο ενεργητικού) υψηλότερη από την αποδοτικότητα που απαιτούν οι επενδυτές. Όμως, αν οι επενδυτές απαιτούν αποδοτικότητα μεγαλύτερη από τη λειτουργική αποδοτικότητα του ενεργητικού που πραγματοποιεί η εταιρία, όλα τα κέρδη πρέπει να διανέμονται σε μερίσματα. Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι η λειτουργική αποδοτικότητα μιας εταιρίας είναι 12%, η αποδοτικότητα που απαιτούν οι μέτοχοι είναι 10%, τα κέρδη ανά μετοχή 14 ευρώ και τα μερίσματα ανά μετοχή 7 ευρώ, τότε η τιμή της μετοχής είναι:

$$\begin{aligned} TTK_0 &= \frac{M+(KAM- M)}{A_k} \\ &= \frac{7+(14-7)}{0,10} \\ &= 15,4 \text{ ευρώ} \end{aligned}$$

Όμως, όταν το μέρισμα ανά μετοχή είναι 0, η τιμή της μετοχής θα είναι:

$$TK_0 = \frac{0 + (14-0)}{0,10} = 140 \text{ ευρώ}$$

Αν τώρα υποθέσουμε ότι η λειτουργική αποδοτικότητα είναι 8% και τα λοιπά δεδομένα παραμένουν όπως το αρχικό παράδειγμα, τότε η τιμή της μετοχής θα είναι:

$$TTK_0 = \frac{7 + \frac{(14 - 7)}{0,10}}{\text{ευρώ}} = 126$$

Όμως, όταν όλα τα κέρδη διανέμονται σαν μέρισμα, η τιμή της μετοχής θα είναι :

$$TTK_0 = \frac{14 + \frac{(14 - 14)}{0,10}}{\text{ευρώ}} = 140 \text{ ευρώ}$$

Ο Walter μεταχειρίζεται τα μερίσματα σαν το υπόλοιπο των καθαρών κερδών που απομένει μετά τη χρηματοδότηση των επενδυτικών ευκαιριών της εταιρίας. Τα μερίσματα δεν είναι καθοριστικός παράγοντας της χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής. Τα μερίσματα θεωρούνται άσχετα με τη χρηματιστηριακή τιμή των μετοχών επειδή οι επενδυτές υποτίθεται ότι είναι αδιάφοροι μεταξύ είσπραξης μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών.

4.2.2 Θεωρία Gordon- Lintner

Ο Myron Gordon και John Lintner είναι οι κύριοι εκπρόσωποι της άποψης που υποστηρίζει ότι τα μερίσματα είναι σχετικά με τις τιμές των μετοχών. Σύμφωνα με τους Gordon - Lintner, η τιμή μιας κοινής μετοχής καθορίζεται από την παρούσα αξία των προσδοκώμενων μερισμάτων. Δηλαδή:

$$TTK_0 = \frac{M_1}{A_K - g}$$

όπου,

TTK_0 = Τρέχουσα τιμή κοινής μετοχής στην περίοδο 0

M_1 = Μέρισμα ανά μετοχή στην περίοδο 1

A_K = Αποδοτικότητα απαιτούμενη από τους κοινούς μετόχους

g = Ρυθμός αύξησης μερισμάτων

Οι Gordon- Lintner βασίζονται στην τιμή των μετοχών στα μερίσματα, επειδή τα μερίσματα είναι η μοναδική χρηματική αμοιβή την οποία εισπράττουν οι μέτοχοι μέχρι να πουλήσουν τις μετοχές τους. Το υπόδειγμα Gordon- Lintner υποθέτει ότι οι επενδυτές προτιμούν να εισπράξουν μερίσματα τώρα παρά υποσχέσεις για είσπραξη μετρητών(κεφαλαιακά κέρδη) σε κάποια στιγμή στο μέλλον.

Με άλλα λόγια, οι Gordon- Lintner υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, μια εταιρία πρέπει να υιοθετεί έναν υψηλό δείκτη μερισμάτων προς καθαρά κέρδη(payout ratio) και να παρέχει υψηλή απόδοση μερισμάτων, με σκοπό να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της(συντελεστής προεξόφλησης προσδοκώμενων μερισμάτων).

4.2.3 Θεωρία Διαφορικού Φόρου

Η θεωρία διαφορικού φόρου(the tax differential theory) είναι αντίστροφη του υποδείματος Gordon- Lintner και υποστηρίζει ότι αφού τα μερίσματα φορολογούνται στην πράξη με υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές σε σχέση με τα κεφαλαιακά κέρδη, οι επενδυτές απαιτούν υψηλότερες αποδοτικότητες από μετοχές που παρέχουν υψηλές αποδόσεις μερισμάτων. Κατά συνέπεια, μια εταιρία πρέπει να διανέμει χαμηλό(ή μηδενικό) μέρισμα προκειμένου να ελαχιστοποιήσει το κόστος κεφαλαίου της και να μεγιστοποιήσει την αξία της.

Προκειμένου να παρουσιάσουμε το φορολογικό πλεονέκτημα των κεφαλαιακών κερδών, υποθέτουμε ότι ένας επενδυτής που έχει συντελεστή φορολογίας μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών 40% και 28% αντίστοιχα, σκοπεύει να αγοράσει δυο μετοχές. Μετοχή Α, η οποία είναι μια αναπτυξιακή μετοχή με 10% απόδοση κεφαλαιακών κερδών και 5% απόδοση μερισμάτων και μετοχή Ε, η οποία είναι μια

μετοχή εισοδήματος με 5% απόδοση κεφαλαιακών κερδών και 10% απόδοση μερισμάτων. Οι μετοχές έχουν χρηματιστηριακή τιμή 3 ευρώ, ίδιο κίνδυνο και συνολική απόδοση προ φόρων= απόδοση μερισμάτων + απόδοση κεφαλαιακών κερδών = 15%.

Αν ο επενδυτής διατηρήσει τις μετοχές μόνο για ένα χρόνο, τότε θα υπαχθεί στον φόρο των κεφαλαιακών κερδών στο τέλος του χρόνου αυτού και οι αποδόσεις μετά από φόρους των δυο μετοχών θα είναι:

	<i>Απόδοση Μερισμάτων %</i>	<i>Απόδοση Κεφαλαιακών Κερδών %</i>	<i>Συνολική Απόδοση %</i>
<i>Μετοχή Ε</i>			
<i>Απόδοση προ φόρων</i>	<i>10,0</i>	<i>5,0</i>	<i>15,0</i>
<i>Φόρος(40 και 28%)</i>	<i>4,0</i>	<i>1,4</i>	<i>5,4</i>
<i>Απόδοση μετά φόρων</i>	<i>6,0</i>	<i>3,6</i>	<i>9,6</i>
<i>Μετοχή Α</i>			
<i>Απόδοση προ φόρων</i>	<i>5,0</i>	<i>10,0</i>	<i>15,0</i>
<i>Φόρος(40 και 28%)</i>	<i>2,0</i>	<i>2,8</i>	<i>4,8</i>
<i>Απόδοση μετά φόρων</i>	<i>3,0</i>	<i>7,2</i>	<i>10,2</i>

Παρατηρούμε ότι, η συνολική απόδοση μετά από φόρους της αναπτυξιακής μετοχής, είναι σχετικά υψηλότερη από εκείνη της μετοχής εισοδήματος. Επίσης, πρέπει να σημειωθεί ότι η διαφορά στην απόδοση μετά από φόρους μεταξύ των δυο μετοχών θα αυξάνει, καθώς θα αυξάνει η περίοδος διατήρησης των μετοχών, επειδή οι φόροι των κεφαλαιακών κερδών δεν πληρώνονται μέχρι να πραγματοποιηθούν τα κεφαλαιακά κέρδη. Στην ακραία περίπτωση που οι μετοχές διατηρούνται για πάντα και κατά συνέπεια, δεν πληρώνονται φόροι κεφαλαιακών κερδών ποτέ, η συνολική διαφορική απόδοση είναι 2%:

	<i>Απόδοση Μετά Από Φόρους</i>		
	<i>Μερισμάτων %</i>	<i>Κεφαλαιακών Κερδών %</i>	<i>Συνολική %</i>
<i>Μετοχή Ε</i>	<i>6,0</i>	<i>5,0</i>	<i>11,0</i>
<i>Μετοχή Α</i>	<i>3,0</i>	<i>10,0</i>	<i>13,0</i>
			<i>2,0</i>

Οι επενδυτές που υπόκεινται σε φορολογία θα αναγνωρίσουν ότι η μετοχή Α προσφέρει μια υψηλότερη απόδοση μετά από φόρους σε σχέση με τη μετοχή Ε και κατά συνέπεια, θα υποστήριζαν την τιμή της μετοχής Α σε αντίθεση με τη τιμή της μετοχής Ε. Αν οι επενδυτές συνολικά συμπεριφέρονται όπως περιγράφηκε στο παρόν τμήμα, τότε το αποτέλεσμα θα ήταν μια απαίτηση για υψηλότερες αποδόσεις μετά από φόρους από μετοχές με υψηλή απόδοση μερισμάτων παρά από μετοχές με χαμηλή απόδοση μερισμάτων.

4.2.4 Κριτική Θεωρία Πολιτικής Μερισμάτων

Ανακεφαλαιώνοντας τις τρεις παραπάνω απόψεις παρατηρούμε ότι οι Modigliani-Miller προτείνουν ότι τα μερίσματα είναι άσχετα με τις τιμές των μετοχών, δηλαδή δεν επηρεάζουν την αξία της επιχείρησης και το κόστος του κεφαλαίου της. Κατά συνέπεια, δεν υπάρχει άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Μία πολιτική μερισμάτων είναι τόσο καλή όσο οποιαδήποτε άλλη.

Οι Gordon- Lintner διαφωνούν με τους Modigliani- Miller και υποστηρίζουν ότι τα μερίσματα είναι λιγότερο επικίνδυνα από τα κεφαλαιακά κέρδη. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες πρέπει να διανέμουν ένα υψηλό ποσοστό μερισμάτων προς καθαρά κέρδη και να προσφέρουν μια υψηλή απόδοση μερισμάτων προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις τιμές των μετοχών τους.

Η θεωρία του διαφορικού φόρου υποστηρίζει ότι οι επενδυτές προτιμούν την παρακράτηση των κερδών από τη διανομή μερισμάτων, επειδή τα κεφαλαιακά κέρδη φορολογούνται επιεικέστερα. Η θεωρία αυτή προτείνει οι εταιρίες να καταβάλλουν ένα χαμηλό ποσοστό μερισμάτων προς καθαρά κέρδη, προκειμένου να μεγιστοποιήσουν τις τιμές των μετοχών.

Προκειμένου να αναλύσουμε περισσότερο τις τρεις θεωρίες, υποθέτουμε ότι η εταιρία Α συνηθίζει να παρακρατά το σύνολο των κερδών της και κατά συνέπεια, να μη διανέμει τα μερίσματα. Τώρα η εταιρία επιθυμεί να υιοθετήσει μια πολιτική μερισμάτων η οποία θα μεγιστοποιούσε την τρέχουσα αξία των μετοχών της. Προς το σκοπό αυτό η εταιρία μελετά τρεις εναλλακτικές πολιτικές μερισμάτων: 0%, 50% και 100%.

Επίσης υποθέτουμε ότι η εταιρία θα έχει 15% αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων(AIK) ανεξάρτητα από το ποσοστό διανομής κερδών. Κατά συνέπεια, με λογιστική αξία 10 ευρώ τα κέρδη ανά μετοχή(KAM) θα είναι $0,15 \times 10 = 1,5$ ευρώ ανεξάρτητα από την εφαρμοζόμενη πολιτική διανομής κερδών. Με KAM 1,5ευρώ, τα μερίσματα ανά μετοχή για κάθε πολιτική μερισμάτων φαίνονται στην τρίτη στήλη.

Κάτω από την υπόθεση της σταθερής αποδοτικότητας ιδίων κεφαλαίων, ο ρυθμός ανάπτυξης που φαίνεται στην τέταρτη στήλη θα είναι $g = (\text{ποσοστό παρακράτησης κερδών})(\text{AIK})$ και θα διαφέρει από 15 μέχρι 0%. Για παράδειγμα, με ποσοστό παρακράτησης κερδών 50%, ο ρυθμός ανάπτυξης θα είναι $g = 50\%(15\%) = 7,5\%$.

<i>Διανομή Κερδών %</i>	<i>Παρακράτηση Κερδών %</i>	<i>Μέρισμα Ανά Μετοχή (MAM)</i>	<i>Ρυθμός Ανάπτυξης %(g)</i>
0	100	0,0	15,0
50	50	22,5	7,5
100	0	45,0	0,0

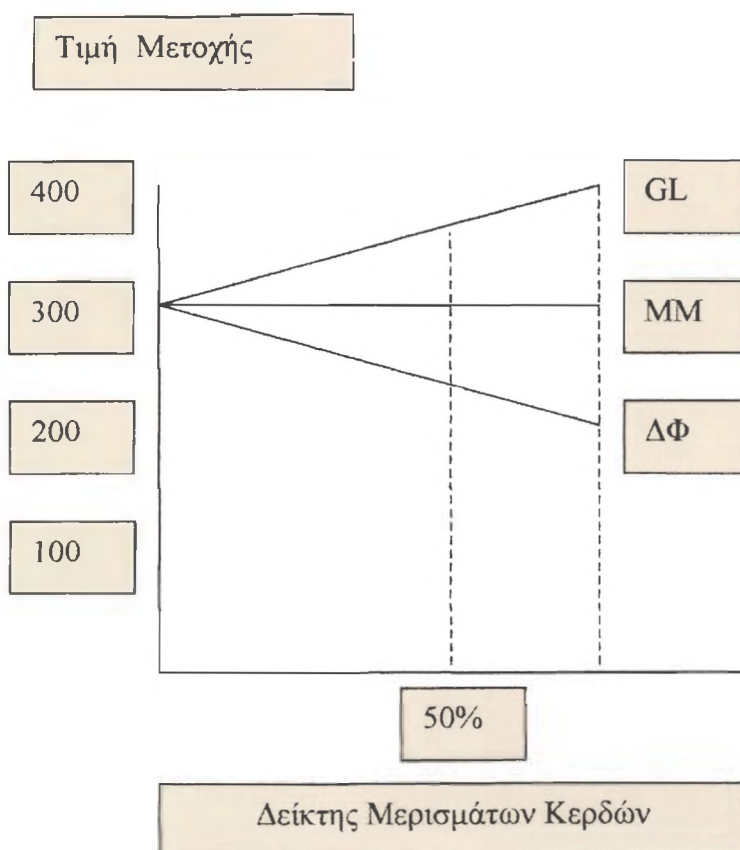
Οι επιπτώσεις των παραπάνω πολιτικών μερισμάτων με βάση τις τρεις θεωρίες μερισμάτων στην τρέχουσα τιμή των μετοχών(στήλη 1), στην απόδοση των μερισμάτων(μέρισμα/ τρέχουσα τιμή μετοχών- στήλη 2) και στο κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου(απόδοση μερισμάτων + g- στήλη 3) θα είναι:

<i>Modigliani- Miller</i>			<i>Gordon- Lintner</i>			<i>Διαφορικού φόρου</i>		
(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)	(1)	(2)	(3)
	%	%		%	%		%	%
300	0,0	15,0	300	0,00	15,00	300	0,0	15,0
300	7,5	15,0	350	6,43	13,93	250	9,0	16,5
300	15,0	15,0	400	11,25	11,25	200	22,5	22,5

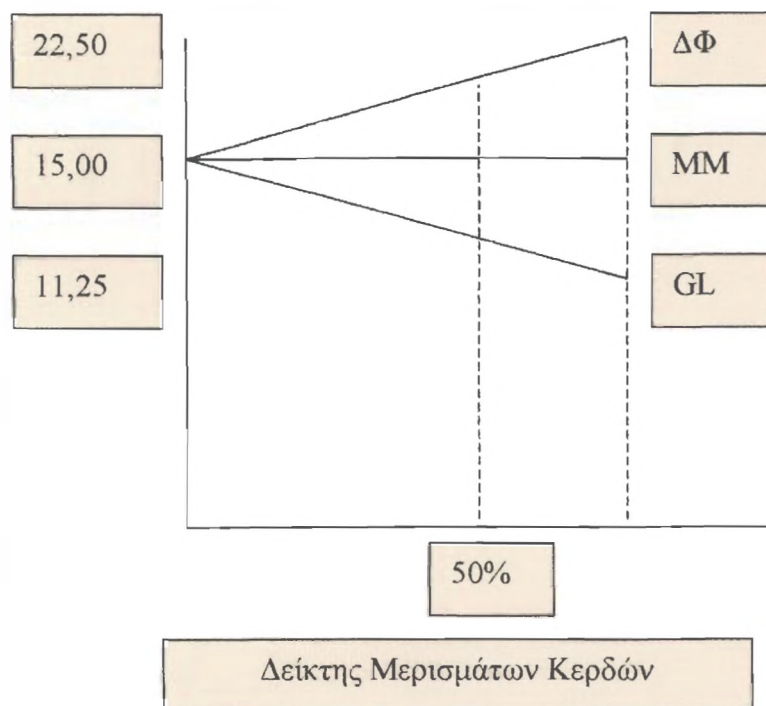
Η αρχική τρέχουσα τιμή των μετοχών θεωρήθηκε ίση με τη λογιστική αξία των 1,5 ευρώ. Η τρέχουσα τιμή των μετοχών και το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου παραμένουν αμετάβλητα κάτω από την άποψη των Modigliani- Miller. Σύμφωνα με τη θεωρία των Gordon- Lintner η τρέχουσα τιμή των μετοχών αυξάνεται, ενώ το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου μειώνεται. Αντίθετα η τρέχουσα τιμή των μετοχών μειώνεται, ενώ το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου αυξάνεται σύμφωνα με τη θεωρία του διαφορικού φόρου. Τα παραπάνω δεδομένα απεικονίζονται στο Διάγραμμα 3- 1 παρακάτω.

Οι Modigliani- Miller αποκαλούν το υπόδειγμα Gordon- Lintner πλάνη του «καλύτερα πέντε και στο χέρι παρά δέκα και καρτέρυ»(bird- in- the- hand fallacy). Κατά την άποψη τους, η επικινδυνότητα των ταμιακών ροών της εταιρίας καθορίζεται μακροχρόνια μόνο από την επικινδυνότητα των ταμιακών ροών που δημιουργεί το ενεργητικό της και όχι από την εφαρμοζόμενη πολιτική μερισμάτων.

Μέχρι σήμερα δεν έχει αποδειχθεί ποια άποψη είναι περισσότερο σωστή. Δυο κύριοι τύποι εφαρμοζόμενων μελετών έχουν εκπονηθεί στην προσπάθεια να καθοριστεί η σωστή σχέση μεταξύ πολιτικής μερισμάτων και απαιτούμενης αποδοτικότητας μετοχικού κεφαλαίου.



Κόστος Κοινού Μετοχικού Κεφαλαίου



Στις μελέτες των προεξοφλημένων ταμιακών ροών, απεικονίζονται σε διαγράμματα τα πραγματικά δεδομένα των αποδόσεων των μερισμάτων και οι ρυθμοί ανάπτυξης για διάφορες εταιρίες και στη συνέχεια αναλύεται η κλίση της προκύπτουσας γραμμής. Αν η κλίση είναι ίση με 1, αυτό δείχνει ότι οι επενδυτές είναι αδιάφοροι μεταξύ μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών και κατά συνέπεια, τα δεδομένα υποστηρίζουν την άποψη των Modigliani- Miller.

Δυστυχώς οι παραπάνω μελέτες δεν μπορεί να καταλήξουν σε αξιόπιστα συμπεράσματα για δυο λόγους. Πρώτον, οι εταιρίες του δείγματος πρέπει να διαφέρουν μόνο στην πολιτική μερισμάτων. Δεύτερον, οι προσδοκώμενοι ρυθμοί ανάπτυξης των εταιριών του δείγματος πρέπει να μετριοούνται με ακρίβεια. Στην πράξη δεν ισχύει καμία από τις υποθέσεις αυτές και κατά συνέπεια, οι παραπάνω μελέτες δεν μπορούν να καθορίσουν την επίδραση της πολιτικής μερισμάτων στο κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου και στην τιμή των μετοχών.

Στις μελέτες που χρησιμοποιούν τη συλλογιστική του υποδείγματος αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων, η απαιτούμενη αποδοτικότητα θεωρείται συνάρτηση του κινδύνου αγοράς, που μετριέται με το συντελεστή β και της απόδοσης μερισμάτων. Κατά συνέπεια, η απαιτούμενη αποδοτικότητα των κοινών μετοχών μπορεί να διατυπωθεί με την ακόλουθη εξίσωση:

$$A_k = A_{\chi k} + (A_{\chi a} - A_{\chi k})\beta_{\mu} + (AM_{\mu} - AM_{\chi a})\lambda_{\mu}$$

όπου,

A_k = Απαιτούμενη αποδοτικότητα κοινών μετοχών

$A_{\chi k}$ = Αποδοτικότητα χωρίς κίνδυνο

$A_{\chi a}$ = Αποδοτικότητα χαρτοφυλακίου αγοράς

β_{μ} = Συντελεστής β μετοχής μ

AM_{μ} = Απόδοση μερίσματος μετοχής μ

$AM_{\chi a}$ = Απόδοση μερίσματος χαρτοφυλακίου αγοράς

λ_{μ} = Συντελεστής επίδρασης μερίσματος

Δυστυχώς, τα αποτελέσματα αυτής της σειράς των μελετών είναι αντιφατικά. Το κύριο πρόβλημα με τις μελέτες αυτές είναι ότι χρησιμοποιούν ιστορικές αποδοτικότητες σαν προσεγγίσεις των προσδοκώμενων μελλοντικών αποδοτικότητων.

Ανεξάρτητα από τις παραπάνω μελέτες, πρέπει να τονιστεί το γεγονός ότι στις Η.Π.Α. οι ανώνυμες εταιρίες διανέμουν συνήθως ένα μεγάλο μέρος των καθαρών κερδών τους. Προφανώς, τα χρηματοοικονομικά στελέχη πιστεύουν ότι τα μερίσματα είναι σχετικά με τις τιμές των μετοχών, διαφορετικά δεν θα πλήρωναν τόσο υψηλά μερίσματα.

Επίσης, ο χρηματοοικονομικός κύκλος ζωής της επιχείρησης δίνει μία άλλη διάσταση στο ερώτημα, αν οι μέτοχοι προτιμούν μερίσματα ή είναι αδιάφοροι μεταξύ των μερισμάτων και κεφαλαιακών κερδών. Όπως είναι γνωστό, η πολιτική μερισμάτων διαφέρει από στάδιο σε στάδιο του χρηματοοικονομικού κύκλου ζωής της επιχείρησης.

4.2.5 Άλλες Διαστάσεις των Θεωριών Πολιτικής Μερισμάτων

Πριν αναλύσουμε τις πολιτικές μερισμάτων στην πράξη, πρέπει να εξετάσουμε τρεις άλλες διαστάσεις των θεωριών της πολιτικής μερισμάτων.

4.2.5.1 Πληροφοριακό Περιεχόμενο Μερισμάτων

Οι Modigliani- Miller υποθέτουν ότι τόσο οι επενδυτές όσο και τα στελέχη της εταιρίας έχουν ταυτόσημες προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη και τα μερίσματα της εταιρίας. Στην πραγματικότητα όμως, οι επενδυτές έχουν αντιτιθέμενες απόψεις σχετικά με το επίπεδο των μελλοντικών πληρωμών μερισμάτων και το βαθμό της αβεβαιότητας που ενυπάρχει στις πληρωμές αυτές, ενώ τα στελέχη συνήθως έχουν καλύτερες πληροφορίες από τους μετόχους γύρω από τις μελλοντικές προοπτικές της εταιρίας.

Έχει παρατηρηθεί ότι μια αύξηση στα μερίσματα συνήθως συνοδεύεται από μια αύξηση της τιμής της μετοχής, ενώ μια μείωση στα μερίσματα γενικά καταλήγει σε μια μείωση της τιμής της μετοχής. Αυτό θα μπορούσε να υποδηλώνει ότι οι επενδυτές συνολικά προτιμούν τα μερίσματα από τα κεφαλαιακά κέρδη.

Όμως, οι Modigliani- Miller έχουν διαφορετική άποψη και υποστηρίζουν ότι οι εταιρίες είναι απρόθυμες να μειώσουν τα μερίσματα και επίσης, δεν αυξάνουν τα μερίσματα, αν δεν προβλέπουν ίσα ή μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον. Μια αύξηση των μερισμάτων μεγαλύτερη από την προσδοκώμενη είναι μήνυμα για τους επενδυτές ότι η εταιρία προβλέπει ευνοϊκά μελλοντικά κέρδη. Αντίθετα μια μείωση των μερισμάτων ή μια αύξηση μικρότερη από την προσδοκώμενη, είναι ένα μήνυμα ότι η εταιρία προβλέπει δυσμενή μελλοντικά κέρδη. Οι αντιδράσεις των επενδυτών στις μεταβολές της πολιτικής μερισμάτων δεν υποδηλώνουν υποχρεωτικά ότι οι επενδυτές προτιμούν τα μερίσματα από την παρακράτηση κερδών. Σύμφωνα με τους Modigliani- Miller το γεγονός των μεταβολών της τιμής των μετοχών που ακολουθεί τις μεταβολές των μερισμάτων, πρέπει μάλλον να αποδοθεί στο σημαντικό πληροφοριακό περιεχόμενο (informational content) που έχουν οι ανακοινώσεις των μερισμάτων.

Εμπειρικές μελέτες σχετικά με το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων κατέληξαν σε αντιφατικά αποτελέσματα. Οποσδήποτε υπάρχει κάποιο πληροφοριακό περιεχόμενο στις ανακοινώσεις μερισμάτων. Όμως, είναι δύσκολο να υποστηρίξει κάποιος ότι οι μεταβολές της τιμής της μετοχής που ακολουθούν τις μεταβολές των μερισμάτων, αντανακλούν μόνο την επίδραση από το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων.

4.2.5.2 Επίδραση Πελατείας

Το σύνολο των μετοχών μιας εταιρίας αποτελείται από ομάδες ατόμων(clienteles) οι οποίες μπορεί να προτιμούν διαφορετικές πολιτικές μερισμάτων. Αν μια εταιρία προτιμά να αποθεματοποιεί και να επανεπενδύει τα κέρδη της παρά να πληρώνει μερίσματα, τότε οι μέτοχοι οι οποίοι χρειάζονται εισόδημα στην παρούσα περίοδο θα βρεθούν σε δυσχερή μετρητά. Η αξία των μετοχών τους θα αυξηθεί, αλλά θα αναγκαστούν να πουλήσουν μέρος των μετοχών τους προκειμένου να αποκτήσουν μετρητά.

Από την άλλη πλευρά οι μέτοχοι που έχουν σαν αντίκειμενικό σκοπό να αποταμιεύουν τα μερίσματα, προτιμούν μια πολιτική χαμηλού μερίσματος, γιατί όσο περισσότερο μέρισμα μοιράζει η εταιρία τόσο περισσότερα έξοδα πρέπει να αναλάβουν προκειμένου να επανεπενδύσουν τα μερίσματα αυτά.

Κατά συνέπεια, οι επενδυτές οι οποίοι επιθυμούν εισόδημα από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών που έχουν υψηλό δείκτη διανομής κερδών, ενώ οι επενδυτές που δεν έχουν ανάγκη εισοδήματος από επενδύσεις στην τρέχουσα περίοδο, θα πρέπει να κατέχουν μετοχές εταιριών με χαμηλό δείκτη διανομής κερδών.

Στο βαθμό που οι μέτοχοι μπορούν να μεταφέρουν τις επενδύσεις τους μεταξύ εταιριών, μια εταιρία μπορεί να μετακινηθεί από μια πολιτική μερισμάτων σε μια άλλη και κατά συνέπεια, να δώσει τη δυνατότητα στους μετόχους που δεν είναι ευχαριστημένοι με τη νέα πολιτική μερισμάτων να πουλήσουν τις μετοχές τους σε άλλους επενδυτές που προτιμούν τη νέα πολιτική μερισμάτων. Βέβαια, αυτή η μεταφορά μπορεί να αποδειχθεί αναποτελεσματική εξαιτίας της ύπαρξης χρηματιστηριακών εξόδων, του φόρου κεφαλαιακών κερδών που ίσως κληθούν να

πληρώσουν οι μέτοχοι που πουλάνε μετοχές(lock – in effect) και της ενδεχόμενης έλλειψης επενδυτών οι οποίοι αρέσκονται στη νέα πολιτική μερισμάτων της εταιρίας.

Κατά συνέπεια, η διοίκηση της εταιρίας μπορεί να είναι απρόθυμη να αλλάξει την πολιτική μερισμάτων, γιατί μια τέτοια αλλαγή ενδεχομένως να αναγκάσει τους υπάρχοντες μετόχους να πουλήσουν τις μετοχές τους με αποτέλεσμα να μειωθεί η τιμή της μετοχής. Η πτώση αυτή της τιμής της μετοχής μπορεί να είναι προσωρινή, αλλά δεν αποκλείεται να είναι μόνιμη(αν ο αριθμός των νέων μετοχών που θα προσελκυστούν από τη νέα πολιτική μερισμάτων είναι μικρός). Έτσι η τιμή της μετοχής θα παραμείνει σε χαμηλά επίπεδα. Βέβαια πάντα υπάρχει η πιθανότητα η νέα πολιτική μερισμάτων να προσελκύσει ακόμα μεγαλύτερη πελατεία από εκείνη που είχε η εταιρία προηγουμένως και έτσι να αυξηθεί η τιμή της μετοχής.

Μελέτες έχουν δείξει ότι πράγματι υπάρχει επίδραση πελατείας στη διαμόρφωση της πολιτικής μερισμάτων. Βέβαια οι Modigliani- Miller υποστηρίζουν ότι όλες οι ομάδες πελατών είναι εξίσου καλές. Έτσι η ύπαρξη επίδρασης πελατείας δεν συνεπάγεται υποχρεωτικά ότι μια πολιτική μερισμάτων είναι καλύτερη από μια άλλη. Όμως, μέχρι σήμερα δεν υπάρχει απόδειξη ότι η σύνθεση των επενδυτών επιτρέπει στις εταιρίες να αγνοήσουν την επίδραση της πελατείας. Προφανώς το πρόβλημα αυτό, όπως τα περισσότερα προβλήματα στην πολιτική μερισμάτων, δεν έχει ακόμα λυθεί.

4.2.5.3 Διάσταση Μετόχων- Στελεχών

Ένα εύλογο ερώτημα στην πολιτική μερισμάτων είναι ότι οι εταιρίες πληρώνουν μερίσματα και στη συνέχεια εκδίδουν νέες μετοχές. Αν το κόστος έκδοσης νέων μετοχών είναι υψηλό, τότε το συνολικό κόστος της εταιρίας μπορεί να ελαχιστοποιηθεί μόνο όταν η πληρωμή μερισμάτων περιορίζεται στις χρήσεις που δεν έχουν σημαντικές ευκαιρίες για επένδυση και κατά συνέπεια, ολόκληρο το καθαρό εισόδημα δεν μπορεί να επανεπενδυθεί παραγωγικά μέσα στην εταιρία.

Η παραπάνω συμπεριφορά των εταιριών μπορεί να οφείλεται στην αξία του πληροφοριακού περιεχομένου των μερισμάτων. Όμως, είναι δύσκολο να φανταστεί κανείς ότι η αξία η οποία προκύπτει από το πληροφοριακό περιεχόμενο των μερισμάτων είναι μεγαλύτερη από το κόστος που συνδέεται με την έκδοση νέων

μετοχών. Μια άλλη απάντηση στο παραπάνω ερώτημα σχετίζεται με τη διάσταση συμφερόντων που παρατηρείται μεταξύ μετοχών και στελεχών της εταιρίας. Οι μέτοχοι, ιδιοκτήτες της εταιρίας, επιθυμούν τα στελέχη να μεγιστοποιούν την αξία της εταιρίας, αλλά τα στελέχη μπορεί να ενδιαφέρονται περισσότερο για τα δικά τους συμφέροντα.

Εξαιτίας αυτής της δυνητικής διάστασης συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών, οι μέτοχοι είναι διατεθειμένοι να αναλάβουν κάποιο κόστος προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών (agency costs). Όμως, στις μεγάλες εταιρίες με τη μεγάλη διασπορά μετοχών είναι δύσκολο οι μετοχές να ενεργήσουν συλλογικά προκειμένου να ασκήσουν έλεγχο στις ενέργειες των στελεχών. Έτσι είναι πιθανόν ότι θα ασκηθεί μόνο περιορισμένος έλεγχος. Στην περίπτωση αυτή ο πλέον αποτελεσματικός τρόπος για την άσκηση ελέγχου στις ενέργειες των στελεχών, είναι η ύπαρξη κάποιου άλλου οργάνου. Θεωρητικά το διοικητικό συμβούλιο είναι το όργανο που ασκεί τον παραπάνω έλεγχο, αλλά στην πράξη πολλές φορές τα μέλη του διοικητικού συμβουλίου συμμαχούν με τα στελέχη όταν εμφανιστεί κάποια διάσταση συμφερόντων μεταξύ μετόχων και στελεχών.

Το πρόβλημα του ελέγχου των ενεργειών των στελεχών μειώνεται σημαντικά, όταν οι εταιρίες συνηθίζουν να αντλούν κεφάλαια από εξωτερικές πηγές. Στην περίπτωση αυτή ο έλεγχος ασκείται από τους χρηματοδότες στους οποίους περιλαμβάνονται και τυχόν νέοι μέτοχοι. Οι νέοι επενδυτές είναι περισσότερο αποτελεσματικοί σε σχέση με τους παλιούς στην άσκηση ελέγχου. Οι παλιοί επενδυτές μπορεί να εκφράσουν τη δυσαρέσκειά τους στις ενέργειες των στελεχών με την ψήφο τους ή με την πώληση των μετοχών τους, ενώ οι νέοι επενδυτές μπορεί να αρνηθούν να συμμετάσχουν στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Για ένα δεδομένο επίπεδο επενδύσεων, όσο υψηλότερος είναι ο δείκτης μερισμάτων κερδών, τόσο συχνότερα οι εταιρίες πρέπει να εκδίδουν νέες μετοχές. Μια πολιτική μερισμάτων υψηλού δείκτη διανομής κερδών υποχρεώνει τις εταιρείες να υφίστανται συχνούς ελέγχους από την αγορά κεφαλαίων. Αυτή η διαδικασία μειώνει το πρόβλημα της διάστασης απόψεων μεταξύ των μετόχων και στελεχών.

ΜΕΡΟΣ ΔΕΥΤΕΡΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΠΕΜΠΤΟ: ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΜΙΣΘΩΣΗ

5.1 Ορισμός

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι μια σύμβαση, με βάση την οποία ο ένας των συμβαλλομένων, ο εκμισθωτής(lessor) παραχωρεί την χρήση ενός πράγματος στον αντιβαλλόμενο, το μισθωτή(lessee) για μια ορισμένη χρονική περίοδο έναντι περιοδικών πληρωμών.

Με άλλα λόγια, η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί έναν τρόπο απόκτησης της χρήσεως διάφορων πραγμάτων χωρίς να μεσολαβήσει η αγορά των πραγμάτων αυτών.

Ο παραπάνω ορισμός, επειδή είναι πολύ γενικός, δεν είναι δυνατό να συμπεριλάβει με ακρίβεια όλες τις μορφές με τις οποίες εμφανίζεται η χρηματοδοτική μίσθωση και οι οποίες διαφοροποιούνται σημαντικά με βάση νομικά, λογιστικά, οικονομικά ή φορολογικά κριτήρια.

Την ασάφεια αυτή προσπάθησε να περιορίσει η Επιτροπή Διεθνών Λογιστικών Προτύπων(International Accounting Standards Committee), η οποία το 1982 δημοσίευσε την IAS- 17 που συμπεριλαμβάνει ορισμούς και διευκρινήσεις για τους όρους που χρησιμοποιούνται διεθνώς στα πλαίσια της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

5.2 Βασικά Είδη

Η IAS καθόρισε δυο βασικές μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης: τη χρηματοοικονομική και τη λειτουργική ή διαχειριστική μίσθωση οι οποίες αναπτύσσονται παρακάτω.

5.2.1 Χρηματοοικονομική Μίσθωση

Στη χρηματοοικονομική μίσθωση(financial leasing ή capital leasing), ο εκμισθωτής μεταβιβάζει στο μισθωτή όλους τους κινδύνους αλλά και όλα τα οφέλη

που είναι δυνατό να προέλθουν από το μίσθιο. Τα μισθώματα που καταβάλλονται εξασφαλίζουν στον μισθωτή την ανάκτηση της δαπάνης αγοράς του μισθίου καθώς και μια λογική καθαρή απόδοση των κεφαλαίων που επένδυσε (full payout net leasing). Η λέξη καθαρή (net) σημαίνει ότι ο μισθωτής είναι υπεύθυνος για τη συντήρηση, ασφάλιση και λοιπά έξοδα τα οποία σχετίζονται με τη χρήση του μισθίου. Η σύμβαση δεν επιτρέπεται να ακυρωθεί πριν από τη λήξη της.

Συνήθως ο μισθωτής επιλέγει τα περιουσιακά στοιχεία που χρειάζεται και διαπραγματεύεται την τιμή και τους όρους παράδοσής τους με τον κατασκευαστή ή τον αντιπρόσωπό του. Στη συνέχεια ο μισθωτής συνάπτει μια συμφωνία χρηματοδοτικής μίσθωσης με ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο φροντίζει για την απόκτηση των πραγμάτων και τη διάθεσή τους στο μισθωτή. Ο μισθωτής έχει δικαίωμα ανανέωσης της σύμβασης κατά τη λήξη της με μειωμένο μίσθωμα ή την αγορά του μισθίου σε χαμηλή τιμή. Αντί του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος, η συμφωνία είναι δυνατό να συναφθεί με μια εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης, η οποία προηγουμένως έχει αγοράσει ή κατασκευάσει τον εξοπλισμό. Η χρηματοοικονομική μίσθωση καθιερώθηκε στην Ελλάδα με το Ν. 1665/86.

5.2.2 Λειτουργική Μίσθωση

Η λειτουργική μίσθωση (operating leasing ή service leasing), στην οποία οι κίνδυνοι και τα οφέλη δεν μεταβιβάζονται πλήρως στο μισθωτή, περιλαμβάνει και την παροχή υπηρεσιών συντήρησης του μισθίου. Η μίσθωση αυτή περιέχει μια ρήτρα ακύρωσης, η οποία δίνει στο μισθωτή το δικαίωμα διακοπής της σύμβασης και επιστροφής του εξοπλισμού πριν από τη λήξη της συμφωνίας. Η διάρκεια της μίσθωσης μπορεί να είναι τόσο μικρή που το καταβαλλόμενο μίσθωμα να μην επαρκεί για την ανάκτηση του πλήρους κόστους του εξοπλισμού. Οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, τα φωτοτυπικά μηχανήματα και τα διάφορα οχήματα είναι τα βασικά είδη εξοπλισμού που καλύπτονται με λειτουργικές μισθώσεις.

5.3 Αξιολόγηση Χ.Μ. για το Μισθωτή

Η χρηματοδοτική σύμβαση υπογράφεται μόνο αν η χρηματοδοτική μίσθωση είναι

συμφέρουσα και για τους δυο τους συμβαλλομένους. Με άλλα λόγια, οι χρηματοδοτικές μισθώσεις αξιολογούνται τόσο από το μισθωτή, όσο και από τον εκμισθωτή. Το παρόν τμήμα ασχολείται με την αξιολόγηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης από την πλευρά του μισθωτή, ενώ το επόμενο με την αξιολόγηση από την πλευρά του εκμισθωτή.

Η απόφαση για την αποδοχή ή απόρριψη κάποιου περιουσιακού στοιχείου λαμβάνεται με βάση τη διαδικασία αξιολόγησης επενδύσεων. Στη συνέχεια, εφόσον η επένδυση κριθεί συμφέρουσα, η επιχείρηση πρέπει να επιλέξει το χρηματοδοτικό σχήμα για την πραγματοποίησή της.

Συγκεκριμένα, το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να αποκτηθεί με δανειακά κεφάλαια ή εναλλακτικά το περιουσιακό στοιχείο μπορεί να ενοικιαστεί. Η απόφαση για το αν το περιουσιακό στοιχείο θα αγοραστεί με δανεισμό ή η χρήση του περιουσιακού στοιχείου θα αποκτηθεί με χρηματοδοτική μίσθωση θα στηριχτεί στη σύγκριση του κόστους των δυο εναλλακτικών περιπτώσεων χρηματοδότησης.

Ειδικότερα, ο μισθωτής πρέπει να προσδιορίσει, αν το κόστος της μίσθωσης του περιουσιακού στοιχείου είναι μικρότερο από το κόστος της αγοράς του περιουσιακού στοιχείου προκειμένου να υιοθετήσει τη χρηματοδοτική μίσθωση.

5.3.1 Υπολογισμό Κόστους Χρηματοδοτικής Μίσθωσης

Το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι ίσο με την παρούσα αξία των ετήσιων ταμιακών εκροών, οι οποίες προκύπτουν από τη χρηματοδοτική μίσθωση.

Οι ετήσιες ταμιακές εκροές αποτελούνται από τα μισθώματα, τα οποία πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση στην εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης. Επειδή όμως, το μίσθωμα αποτελεί έξοδο το οποίο εκπίπτει από τα έσοδα της επιχείρησης για τον υπολογισμό του φόρου εισοδήματος, η ετήσια ταμιακή εκροή της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι ίση με το ύψος του μισθώματος μείον τη φορολογική απαλλαγή.

Προκειμένου να υπάρξει συγκρισιμότητα μεταξύ του κόστους της χρηματοδοτικής μίσθωσης και του κόστους της αγοράς με δανεισμό, το επιτόκιο που χρησιμοποιείται για την προεξόφληση των ετήσιων ταμιακών εκροών είναι το πραγματικό επιτόκιο δανεισμού της επιχείρησης. Υπενθυμίζεται ότι το πραγματικό

επιτόκιο δανεισμού είναι το επιτόκιο δανεισμού μετά τους φόρους, δηλαδή το ονομαστικό επιτόκιο $\times (1 - \text{το συντελεστή φορολογίας της επιχείρησης})$.

Οι ετήσιες ταμιακές εκροές της χρηματοδοτικής μίσθωσης επηρεάζονται σημαντικά από το χρονισμό των μισθωμάτων. Γενικά, το μίσθωμα μπορεί να καταβάλλεται είτε στην αρχή του χρόνου, είτε στο τέλος του χρόνου ή στο τέλος του χρόνου που προηγείται καθενός από τα χρόνια της διάρκειας της χρηματοδοτικής μίσθωσης.

5.3.1.1 Αρχή Χρόνου

Αυτό σημαίνει ότι το πρώτο μίσθωμα καταβάλλεται σήμερα (χρόνος 0), το δεύτερο στην αρχή του χρόνου 1 και το v μέρισμα καταβάλλεται στην αρχή του χρόνου $v-1$. Το ετήσιο μίσθωμα ανέρχεται σε ένα ποσό, του οποίου η παρούσα αξία με βάση το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού ισούται με την αγοραία αξία του εξοπλισμού. Δηλαδή:

$$\begin{aligned} \text{Αγοραία αξία εξοπλισμού} &= EM + EM \Sigma \Pi \text{AP}_{v-1,i} \\ &\quad \text{ή} \\ EM &= \frac{\text{Αγοραία αξία εξοπλισμού}}{1 + \Sigma \Pi \text{AP}_{v-1,i}} \end{aligned}$$

EM = Ετήσιο μίσθωμα

$\Sigma \Pi \text{AP}_{v-1,i}$ = Συντελεστής παρούσας αξίας ράντα για $v-1$ περιόδους και ονομαστικό επιτόκιο i

v = Αριθμός περιόδων διάρκειας μίσθωσης

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α σχεδιάζει την απόκτηση της χρήσεως ενός μηχανήματος αξίας 120 Ευρώ με χρηματοδοτική μίσθωση. Η διάρκεια της μίσθωσης θα είναι 4 χρόνια, τα ετήσια μισθώματα θα καταβάλλονται στην αρχή κάθε χρόνου, ο συντελεστής φορολογίας της επιχείρησης είναι 40% και το ονομαστικό επιτόκιο δανεισμού 10%. Με βάση τα δεδομένα αυτά το ετήσιο μίσθωμα θα είναι:

$$EM = \frac{\text{Αγοραία αξία εξοπλισμού}}{1 + \Sigma ΠΑΡ_{v-1, i}}$$

$$\begin{aligned} & \frac{120}{1 + \Sigma ΠΑΡ_{3, 10\%}} \\ & \frac{120}{1 + 2,529} \\ & = 34 \text{ ευρώ} \end{aligned}$$

Έχοντας υπολογίσει το ύψος του ετήσιου μισθώματος μπορούμε να προχωρήσουμε στον υπολογισμό των ετήσιων ταμιακών εκροών, οι οποίες θα προκύψουν από την μίσθωση.

Υπολογισμός Ετήσιων Ταμιακών Εκροών	
Λογαριασμοί	Χρόνια 0-3
Έσοδα	-
Μείον: Μισθώματα	34
Κέρδη προ φόρων	(34)
Φόρος 40%	(13,4)
Καθαρά κέρδη	(20,6)
Ετήσιες ταμιακές εκροές	(20,6)

Τέλος, το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η παρούσα αξία των ετήσιων ταμιακών εκροών με συντελεστή προεξόφλησης $10\% \times (1-40\%) = 6\%$, δηλαδή $20,6 + 20,6 \times 2,59 = 74$ ευρώ.

5.3.1.2 Τέλος Χρόνου

Αυτό σημαίνει ότι το πρώτο μίσθωμα καταβάλλεται από το τέλος του χρόνου 1, το δεύτερο στο τέλος του χρόνου 2 και το ν μίσθωμα καταβάλλεται στο τέλος του

χρόνου v . στην περίπτωση αυτή το ετήσιο μίσθωμα υπολογίζεται με βάση την ακόλουθη εξίσωση:

$$EM = \frac{\text{Αγοραία αξία εξοπλισμού}}{\Sigma ΠΑΡ_{v,i}}$$

Αν στο παραπάνω παράδειγμα υποθέσουμε ότι η καταβολή των μισθωμάτων γίνεται στο τέλος κάθε χρόνου, τότε το ετήσιο μίσθωμα θα είναι:

$$EM = \frac{\text{Αγοραία αξία εξοπλισμού}}{\Sigma ΠΑΡ_{v,i}}$$

$$= \frac{120}{\Sigma ΠΑΡ_{4,10\%}}$$

$$= \frac{120}{3,243}$$

$$= 37 \text{ ευρώ}$$

Οι ετήσιες ταμιακές εκροές με βάση το μίσθωμα των 37 ευρώ φαίνονται παρακάτω:

Λογαριασμοί	Χρόνια 1-4
Έσοδα	-
Μείον: Μισθώματα	37
Κέρδη προ φόρων	(37)
Φόρος 40%	(14,8)
Καθαρά κέρδη	(22,18)
Ετήσιες ταμιακές εκροές	22,18

Το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι η παρούσα αξία των ετήσιων ταμιακών εκροών με συντελεστή προεξόφλησης $10\% \times (1-40\%)=6\%$, δηλαδή $22,18 \times 3,47= 76,96$ ευρώ.

5.3.1.3 Τέλος Προηγούμενου Χρόνου

Αυτό σημαίνει ότι το πρώτο μίσθωμα καταβάλλεται στο χρόνο 0, το δεύτερο στο τέλος του χρόνου 1 και το n μίσθωμα καταβάλλεται στο τέλος του χρόνου $n-1$. Με άλλα λόγια, θεωρούμε ότι κάθε μίσθωμα καταβάλλεται την πρώτη μέρα του επόμενου χρόνου, αφού η τελευταία μέρα ενός χρόνου και η πρώτη μέρα του επόμενου χρόνου είναι στη ουσία η ίδια ημερομηνία. Κατά συν παραπάνω. Δηλαδή: έπειτα, το ετήσιο μίσθωμα υπολογίζεται όπως στην πρώτη περίπτωση παραπάνω. Δηλαδή:

$$EM = \frac{\text{Αγοραία αξία εξοπλισμού}}{1 + \sum \text{ΠΑΡ}_{n-1,i}}$$

Όμως, για τον υπολογισμό των ετήσιων ταμιακών εκροών πρέπει να λάβουμε υπόψη μας ότι το μίσθωμα που καταβάλλεται σε ένα δεδομένο χρόνο γίνεται δεδουλευμένο στον επόμενο χρόνο. Για παράδειγμα, το μίσθωμα που καταβάλλεται στο χρόνο 0 θα γίνει δεδουλευμένο στο χρόνο 1 οπότε θα υπάρξει και σχετική φορολογική απαλλαγή.

Με βάση τα δεδομένα του αρχικού παραδείγματος το ετήσιο μίσθωμα θα είναι πάλι 34 ευρώ. Όμως οι ετήσιες ταμιακές ροές και το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης θα διαμορφωθούν όπως φαίνονται στον παρακάτω πίνακα.

Λογαριασμοί	Χρόνια		
	0	1-3	4
Έσοδα	-	-	-
Μείον: Μισθώματα	34	34	-
Κέρδη προ φόρων	(34)	(34)	-
Φόρος 40%	-	(13,4)	(13,4)
Καθαρά κέρδη	(34)	(20,6)	13,4
Ετήσιες ταμιακές ροές	(34)	(20,6)	13,4
Παρούσα αξία με συντελεστή προεξ/σης $6\% = 10\% \times (1-40\%)$	(34)	(53,9)	10,67
Κόστος μίσθωσης(σύνολο παρούσας αξίας)		76,98	

Στο χρόνο 1 έχουμε την καταβολή του δεύτερου μισθώματος, το οποίο θα γίνει δεδουλευμένο το χρόνο 2 και την φορολογική απαλλαγή του μισθώματος του χρόνου 0. Κατά συνέπεια, η ετήσια ταμιακή εκροή για το χρόνο 1 είναι το μίσθωμα των 34 ευρώ μείον τη φορολογική απαλλαγή των 13,4 ευρώ, δηλαδή 20,6 ευρώ. Η ετήσια ταμιακή εκροή για το χρόνο 2 και 3 υπολογίζεται όπως στο χρόνο 1. Τέλος, στο χρόνο 4 δεν έχουμε καταβολή μισθώματος, αλλά μόνο τη φορολογική απαλλαγή για το μίσθωμα του τρίτου χρόνου.

5.3.2 Υπολογισμός Κόστους Αγοράς με Δανεισμό

Η διαδικασία υπολογισμού του κόστους της αγοράς με δανεισμό είναι ίδια με αυτήν του υπολογισμού του κόστους της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Αντικειμενικός σκοπός και εδώ είναι ο υπολογισμός της παρούσας αξίας των ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών που προκύπτουν από το δανεισμό και την αγορά του μηχανήματος.

Στην αρχή, υπολογίζεται το τοκοχρεολύσιο του δανείου, το οποίο διαχωρίζεται στο ποσόν των τόκων που αποτελούν έξοδο και ταμιακή εκροή και στο ποσόν του χρεολυσίου που αποτελεί μόνο ταμιακή εκροή. Στη συνέχεια υπολογίζονται οι αποσβέσεις και τα έξοδα συντήρησης του εξοπλισμού, αφού ο εξοπλισμός αποτελεί στην προκειμένη περίπτωση μέρος της περιουσίας της επιχείρησης. Τέλος, υπολογίζεται η φορολογική απαλλαγή που προκύπτει από τα έξοδα του δανεισμού και της αγοράς του μηχανήματος.

Συνέχεια του αρχικού παραδείγματος υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α μπορεί να αγοράσει το μηχάνημα συνάπτουσα τραπεζικό δάνειο 120 ευρώ εξοφλητέο σε 4 ετήσιες τοκοχρεολυτικές δόσεις προς 10%. Στην περίπτωση αυτή η επιχείρηση πρέπει να αναλάβει το ετήσιο κόστος συντήρησης ύψους 3 ευρώ πληρωτέο στο τέλος κάθε χρόνου. Το μηχάνημα έχει συντελεστή απόσβεσης στα 4 χρόνια 33, 45, 15 και 7% αντίστοιχα, εφαρμοζόμενος στο αρχικό κόστος. Επιπρόσθετα, η τιμή πώλησης του μηχανήματος στο τέλος των 4 χρόνων θα είναι 30 ευρώ, οπότε η επιχείρηση σκοπεύει να το αντικαταστήσει.

Ο υπολογισμός των ετήσιων καθαρών ταμιακών ροών και του κόστους της αγοράς του μηχανήματος με δανεισμό δίνεται παρακάτω.

Υπολογισμός Ετήσιων Καθαρών Ταμιακών Ροών Και Κόστους Αγοράς με Δανεισμό				
Λογαριασμοί	Χρόνια			
	1	2	3	4
Πώληση Μηχ/τος	-	-	-	30,00
Μείον:				
Τόκοι	11,7	9,2	6,42	3,4
Αποσβέσεις	38,73	52,82	17,60	8,2
Συντήρηση	3,00	3,00	3,00	3,00
Κέρδη προ φόρων	(53,4)	(64,9)	(26,9)	(14,8)
Φόρος 40%	(21,3)	(25,9)	(10,8)	(5,9)
Καθαρά κέρδη	(32,1)	(38,0)	(16,1)	(8,9)
Αποσβέσεις	38,73	52,82	17,60	8,2
Χρεολύσιο	(10,6)	(27,8)	(30,60)	(34)
Καθαρή ταμιακή ροή	(18,60)	(13,98)	(29,8)	(16,6)
Παρούσα αξία 6%	(17,6)	(12,4)	(24,5)	(13,1)
Σύνολο παρούσας αξίας	67,60			

Τον πρώτο χρόνο της ωφέλιμης ζωής του μηχανήματος τα έξοδα είναι οι τόκοι του δανείου 11,7 ευρώ, οι αποσβέσεις 38,73 ευρώ και η συντήρηση 3,00 ευρώ, δηλαδή τα συνολικά έξοδα, ταμιακά και μη ταμιακά, ανέρχονται σε 53,4 ευρώ. Κατά συνέπεια, η επιχείρηση θα μπορέσει να αποφύγει φόρο εισοδήματος ίσο με 21,3 ευρώ, οπότε τα πραγματικά συνολικά έξοδα ανέρχονται σε 32,1 ευρώ.

Για να ολοκληρωθεί ο υπολογισμός της καθαρής ταμιακής ροής στο ποσόν των πραγματικών συνολικών εξόδων 32,1 ευρώ, πρέπει να προστεθεί το ποσόν της απόσβεσης 38,73 ευρώ, γιατί αποτελεί ταμιακή εισροή και να αφαιρεθεί το ποσόν του χρεολυσίου 10,6 ευρώ, γιατί ενώ δεν αποτελεί έξοδο, είναι όμως ταμιακή εκροή. Ο υπολογισμός των καθαρών ταμιακών ροών για τα επόμενα χρόνια ακολουθεί την ίδια λογική με τον παραπάνω υπολογισμό.

Παρατηρούμε ότι το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης και στις τρεις περιπτώσεις(τα μισθώματα καταβάλλονται στην αρχή του χρόνου 74,2 ευρώ, τα μισθώματα καταβάλλονται στο τέλος χρόνου 76,98 ευρώ και τα μισθώματα καταβάλλονται στο τέλος του χρόνου που προηγείται καθενός από τα τέσσερα χρόνια 76,99 ευρώ) είναι μεγαλύτερο από το κόστος της αγοράς με δανεισμό(67,60 ευρώ). Κατά συνέπεια, σε όλες αυτές τις περιπτώσεις, η επιχείρηση έχει συμφέρον να δανειστεί τα απαιτούμενα κεφάλαια και να αγοράσει το μηχάνημα.

Η επιλογή μεταξύ της χρηματοδοτικής μίσθωσης και της αγοράς με δάνειο μπορεί επίσης να γίνει με τη χρησιμοποίηση της μεθόδου της εσωτερικής αποδοτικότητας. Συγκεκριμένα, υπολογίζουμε την εσωτερική αποδοτικότητα που εξισώνει την παρούσα αξία των ετήσιων ταμιακών ροών που προκύπτουν από τη μίσθωση με το κόστος του εξοπλισμού. Στη συνέχεια η εσωτερική αποδοτικότητα συγκρίνεται με το επιτόκιο του δανεισμού μετά από φόρους, προκειμένου να αποφασιστεί ποια από τις δυο εναλλακτικές περιπτώσεις χρηματοδότησης(χρηματοδοτική μίσθωση ή αγορά με δανεισμό) είναι συμφέρουσα.

Με βάση τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος και ειδικότερα όταν το μισθώμα καταβάλλεται στο τέλος του χρόνου, ο υπολογισμός των ταμιακών ροών φαίνεται στον παρακάτω πίνακα.

Αν η επιχείρηση Α μισθώσει το μηχάνημα, θα πρέπει να καταβάλλει ετήσιο μισθώμα της τάξεως των 37,003 ευρώ, το οποίο αποτελεί ταμιακή εκροή. Αντίθετα, η επιχείρηση θα αποφύγει το κόστος συντήρησης των 3,00 ευρώ, το οποίο αποτελεί ταμιακή εισροή(ή όφελος από τη μίσθωση). Η διαφορά μεταξύ του ετήσιου μισθώματος και του ετήσιου κόστους συντήρησης 34,1 ευρώ, καταλήγει σε μια ετήσια φορολογική απαλλαγή της τάξεως των 13,6 ευρώ.

Επιπρόσθετα, αν η επιχείρηση μισθώσει το μηχάνημα, τότε θα απολέσει το δικαίωμα να αποσβεστεί το κόστος του μηχανήματος, γιατί ιδιοκτήτης του

μηχανήματος είναι ο εκμισθωτής. Το γεγονός αυτό στερεί από την επιχείρηση Α το δικαίωμα μιας φορολογικής απαλλαγής λόγω αποσβέσεων. Η απολεσθείσα φορολογική απαλλαγή, η οποία αντιπροσωπεύει κόστος ευκαιρίας για τη μίσθωση, αποτελεί ταμιακή εκροή.

<i>Λογαριασμοί</i>	<i>Χρόνια</i>			
	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	<i>4</i>
<i>Μισθώματα</i>	<u>(37,00)</u> (37,00)	<u>(37,00)</u> (37,00)	<u>(37,00)</u> (37,00)	<u>(37,00)</u> (37,00)
<i>Συντήρηση</i>	<u>3,00</u> (34,00)	<u>3,00</u> (34,00)	<u>3,00</u> (34,00)	<u>3,00</u> (34,00)
<i>Φόρος 40%</i>	<u>13,3</u> 20,7	<u>13,3</u> 20,7	<u>13,3</u> 20,7	<u>13,3</u> 20,7
<i>Απολεσθείσα φορ/κη απαλλαγή απόσβεσης</i>	(15,5)	(21,1)	(7,1)	(3,3)
<i>Διαφυγόν κέρδος υπολειμ/κής αξίας</i>	-	-	-	(19,00)
<i>Ετήσιες ταμιακές ροές</i>	(36,2)	(41,8)	(27,8)	(43,00)

Τέλος, αν η επιχείρηση Α μισθώσει το μηχάνημα, τότε θα απολέσει τα έσοδα από την πώληση του μηχανήματος στο τέλος του τέταρτου χρόνου(υπολειμματική αξία). Αυτό καταλήγει σε απώλεια κέρδους ίσου προς 19,00 ευρώ, το οποίο αντιπροσωπεύει επίσης κόστος ευκαιρίας για τη μίσθωση και αποτελεί ταμιακή εκροή.

Ο συντελεστής εσωτερικής αποδοτικότητας είναι 9,44% και αντιπροσωπεύει το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης μετά από φόρους. Αφού ο συντελεστής αυτός είναι μεγαλύτερος από το κόστος του δανείου μετά από φόρους(6%), η επιχείρηση πρέπει να δανειστεί τα απαιτούμενα κεφάλαια και να αγοράσει το μηχάνημα. Με άλλα λόγια, η μέθοδος εσωτερικής αποδοτικότητας επιβεβαιώνει τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας που εφαρμόστηκε παραπάνω.

5.4 Αξιολόγηση Χ.Μ για τον Εκμισθωτή

Μέχρι τώρα έχουμε αναπτύξει την αξιολόγηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης από την πλευρά του μισθωτή(σύγκριση κόστους και κόστους αγοράς). Παρακάτω θα

εξετάσουμε αν συμφέρει την εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης να εκμισθώνει περιουσιακά στοιχεία ή να τοποθετεί τα κεφάλαιά της σε εναλλακτικές χρήσεις. Είναι προφανές, όπως τονίστηκε παραπάνω, ότι για να υπογραφεί μια σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης, πρέπει η εξεταζόμενη περίπτωση να συμφέρει τόσο το μισθωτή όσο και τον εκμισθωτή.

Η χρηματοδότηση της αγοράς του εξοπλισμού μπορεί να γίνει είτε με ίδια κεφάλαια του εκμισθωτή είτε με σύναψη δανείου. Κατά συνέπεια, η αξιολόγηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης από την πλευρά του εκμισθωτή πρέπει να γίνει με δυο τρόπους: αξιολόγηση χωρίς δάνειο και αξιολόγηση με δάνειο.

Πάντως ανεξάρτητα από τον τρόπο αξιολόγησης, η απόφαση του εκμισθωτή θα βασιστεί στην καθαρή παρούσα αξία των καθαρών ταμιακών ροών της μίσθωσης με συντελεστή προεξόφλησης το πραγματικό κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου του εκμισθωτή. Συγκεκριμένα, αν η καθαρή παρούσα αξία είναι θετική, ο εκμισθωτής έχει συμφέρον να εκμισθώνει περιουσιακά στοιχεία παρά να τοποθετεί τα κεφάλαιά του σε εναλλακτικές χρήσεις.

Στο παράδειγμα του προηγούμενου μέρους που υποθέτει ότι τα μισθώματα καταβάλλονται στο τέλος του χρόνου, υποθέτουμε επιπρόσθετα ότι ο εκμισθωτής είναι άτομο του οποίου το εισόδημα προέρχεται από τόκους, έχει συντελεστή φορολογίας 40% και δυνατότητα να αγοράσει ομολογίες τετραετούς διάρκειας, οι οποίες έχουν απόδοση 9% ετησίως.

5.4.1 Αξιολόγηση χωρίς Δάνειο

Ο παρακάτω πίνακας παρουσιάζει τον τρόπο υπολογισμού των καθαρών ταμιακών ροών που προκύπτουν από την εκμίσθωση του μηχανήματος χωρίς ο εκμισθωτής να καταφύγει σε δανεισμό και τον υπολογισμό της καθαρής παρούσας αξίας αυτών των καθαρών ταμιακών ροών.

Σήμερα, στο χρόνο 0, έχουμε την εκταμίευση του ποσού που απαιτείται για την αγορά του εξοπλισμού. Τα επόμενα χρόνια θα έχουμε από την πλευρά των εσόδων την είσπραξη του μισθώματος από τον εκμισθωτή και από την πλευρά των εξόδων τις αποσβέσεις και τη συντήρηση του μηχανήματος. Τον τελευταίο χρόνο θα έχουμε ένα επιπλέον έσοδο, αυτό της πώλησης του εξοπλισμού.

Παρατηρούμε ότι οι ταμιακές ροές του παρακάτω πίνακα διαφέρουν από εκείνες του παραπάνω πίνακα μόνο αναφορικά με το πρόσημο. Αυτό συμβαίνει γιατί ο παραπάνω πίνακας αξιολογεί τη χρηματοδοτική μίσθωση από την πλευρά του μισθωτή, ενώ ο παρακάτω πίνακας από την πλευρά του εκμισθωτή. Ειδικότερα, οι εισροές του μισθωτή αποτελούν εκροές για τον εκμισθωτή και αντίστροφα.

Υπολογισμός Καθαρών Ταμιακών Ροών και Καθαρής Παρούσας Αξίας Χρηματοδοτικής Μίσθωσης Χωρίς Δάνειο					
Λογαριασμοί	Χρόνια				
	0	1	2	3	4
Πώληση μηχ/τος	-	-	-	-	30,00
Μισθώματα	-	37,00	37,00	37,00	37,00
Μείον:					
Αποσβέσεις	-	38,7	52,7	18,00	8,2
Συντήρηση	-	<u>3,00</u>	<u>3,00</u>	<u>3,00</u>	<u>3,00</u>
Κέρδη προ φόρων		(4,6)	(18,1)	(16,1)	(55,9)
Φόρος 40%	-	<u>(1,8)</u>	<u>(7,5)</u>	<u>(7,1)</u>	<u>(20,50)</u>
Καθαρά κέρδη	-	2,8	10,6	9,0	35,40
Αποσβέσεις	-	38,7	52,7	18,00	8,2
Κόστος επένδυσης	(120,00)	-	-	-	-
Καθαρές ταμιακές ροές	(120,00)	<u>36,2</u>	<u>38,5</u>	<u>27,5</u>	<u>41,3</u>
Παρούσα αξία με 5,4%	(120,00)	29,7	36,9	21,5	29,6
Καθαρή παρούσα αξία			11,5		

Η αξιολόγηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης χωρίς δάνειο είναι στην ουσία αξιολόγηση μιας επένδυσης, η οποία έχει ταμιακή εκροή σήμερα της τάξεως των 120 ευρώ, και για τα επόμενα χρόνια ταμιακές εισροές 36,2, 38,5, 27,5 και 41,3 ευρώ αντίστοιχα. Η καθαρή παρούσα αξία της χρηματοδοτικής μίσθωσης με συντελεστή προεξόφλησης το πραγματικό κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου του εκμισθωτή $9\%(1-40\%)=5,4\%$ είναι 11,5 ευρώ και κατά συνέπεια, ο εκμισθωτής έχει συμφέρον να επενδύσει στη συγκεκριμένη μίσθωση παρά σε ομολογίες με 9%.

Η εσωτερική αποδοτικότητα της χρηματοδοτικής μίσθωσης που εξισώνει τις ετήσιες ταμιακές ροές με κόστος του μηχανήματος είναι 9,44%. Με άλλα λόγια, η μίσθωση παρέχει στον εκμισθωτή μια αποδοτικότητα μετά από φόρους της τάξεως

του 9,44%, η οποία είναι μεγαλύτερη από το επιτόκιο των ομολογιών μετά από φόρους(5,4%). Κατά συνέπεια, ο εκμισθωτής έχει συμφέρον να επενδύσει στη συγκεκριμένη μίσθωση παρά σε ομολογίες με ονομαστικό επιτόκιο 9%. Η μέθοδος της εσωτερικής αποδοτικότητας επιβεβαιώνει τη μέθοδο της καθαρής παρούσας αξίας, η οποία εφαρμόστηκε παραπάνω.

5.4.2 Αξιολόγηση με Δάνειο

Αν υποθέσουμε ότι ο εκμισθωτής έχει δυνατότητα να δανειστεί 60 ευρώ από τα 120 ευρώ του κόστους του μηχανήματος προς 9% για 4 χρόνια πληρωτές εφάπαξ στη λήξη του δανείου, τότε οι καθαρές ταμιακές ροές και η καθαρή παρούσα αξία της χρηματοδοτικής μίσθωσης διαμορφώνονται όπως στον παρακάτω πίνακα.

Οι διαφορές που προκύπτουν στην περίπτωση αυτή σε σχέση με την αξιολόγηση της χρηματοδοτικής μίσθωσης χωρίς δάνειο είναι στο χρόνο 0, όπου πρέπει να συνυπολογίσουμε την ταμιακή εισροή που προκύπτει από το δάνειο, στα επόμενα χρόνια, όπου πρέπει να συνυπολογίσουμε το έξοδο των τόκων και στον τελευταίο χρόνο, όπου πρέπει να συνυπολογίσουμε την ταμιακή εκροή που συνδέεται με την αποπληρωμή του δανείου.

Η καθαρή παρούσα αξία της χρηματοδοτικής μίσθωσης με συντελεστή προεξόφλησης το πραγματικό κόστος ευκαιρίας του κεφαλαίου του εκμισθωτή $9\%(1-40\%)=5,4\%$ είναι 11,5 ευρώ και κατά συνέπεια, ο εκμισθωτής έχει συμφέρον να επενδύσει στη συγκεκριμένη μίσθωση παρά σε ομολογίες με 9%.

Υπολογισμός Καθαρών Ταμιακών Ροών και Καθαρής Παρούσας Αξίας Χρηματοδοτικής Μίσθωσης με Δάνειο					
Λογαριασμοί	Χρόνια				
	0	1	2	3	4
Πώληση μηχ/τος	-	-	-	-	30,00
Μισθώματα	-	37,00	37,00	37,00	37,00
Μείον:					
Αποσβέσεις	-	38,7	52,8	18,5	8,2
Συντήρηση	-	3,00	3,00	3,00	3,00
Τόκοι	-	<u>5,3</u>	<u>5,3</u>	<u>5,3</u>	<u>5,3</u>
Κέρδη προ φόρων	-	(9,9)	(23,9)	(11,2)	(49,9)
Φόρος 40%	-	<u>3,9</u>	<u>9,5</u>	<u>4,8</u>	<u>19,9</u>
Καθαρά κέρδη	-	6,0	14,4	6,4	30,00
Αποσβέσεις	-	38,7	52,8	18,5	8,2
Κόστος επένδυσης	(120,00)	-	-	-	-
Δάνειο	60,00	-	-	-	(60,00)
Καθαρές ταμιακές ροές	60,00	<u>32,7</u>	<u>38,2</u>	<u>24,3</u>	<u>17,5</u>
Παρούσα αξία με 5,4%	(60,00)	31,1	34,5	20,7	(16,6)
Καθαρή παρούσα αξία			11,5		

Η εσωτερική αποδοτικότητα της χρηματοδοτικής μίσθωσης που εξισώνει τις καθαρές ταμιακές ροές με το 0 είναι 19,28%. Η μίσθωση παρέχει στον εκμισθωτή μια αποδοτικότητα μετά από φόρους της τάξεως του 19,28% η οποία είναι σημαντικά μεγαλύτερη από την αντίστοιχη αποδοτικότητα χωρίς δάνειο 9,44%. Κατά συνέπεια, ο εκμισθωτής έχει συμφέρον να συνάψει το δάνειο, προκειμένου να επενδύσει στη συγκεκριμένη μίσθωση. Με άλλα λόγια, η επίδραση του δανείου στη χρηματοδοτική μίσθωση ήταν ευνοϊκή.

5.5 Πλεονεκτήματα Χ.Μ. για το Μισθωτή

Η χρηματοδοτική μίσθωση παρουσιάζει μια σειρά πλεονεκτημάτων για το μισθωτή. Τα κυριότερα από τα πλεονεκτήματα αυτά αναπτύσσονται αμέσως παρακάτω.

5.5.1 Ρευστότητα και Δανειακή Επιβάρυνση

Με τη χρηματοδοτική μίσθωση, η επιχείρηση(μισθωτής) έχει τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσει ένα περιουσιακό στοιχείο διατηρώντας σχεδόν αμείωτη τη ρευστότητά της. τα διαθέσιμα της επιχείρησης μειώνονται μόνο κατά την πληρωμή του μισθώματος. Τυχόν περιθώρια της επιχείρησης από τα εγκεκριμένα πιστοληπτικά όρια δε θίγονται καθόλου και κατά συνέπεια, μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την ικανοποίηση άλλων αναγκών της επιχείρησης. Επίσης, η μη εμφάνιση της χρηματοδοτικής μίσθωσης στις λογιστικές καταστάσεις θεωρείται πλεονέκτημα, γιατί έτσι δεν αυξάνει η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης και κατά συνέπεια, δεν μειώνεται η πιστοληπτική της ικανότητα. Βέβαια, ένας έμπειρος ελεγκτής, μπορεί να εντοπίσει τις υποχρεώσεις που έχει αναλάβει μια επιχείρηση από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης και να κάνει τις κατάλληλες λογιστικές προσαρμογές.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α, της οποίας ο ισολογισμός φαίνεται παρακάτω, μελετά την αγορά(δάνειο 70% και το υπόλοιπο από τα διαθέσιμά της) ή τη μίσθωση ενός μηχανήματος αξίας 300 ευρώ.

<i>Ισολογισμός Επιχείρησης Α</i>			
<i>Πάγιο</i>	<i>150,00</i>	<i>Καθαρή Περιουσία</i>	<i>120,00</i>
<i>Αποθέματα</i>	<i>30,00</i>	<i>Μακροπρόθεσμα δάνεια</i>	<i>60,00</i>
<i>Διαθέσιμα</i>	<i>120,00</i>	<i>Φόροι πληρωτέοι</i>	<i>120,00</i>
	<i>300,00</i>		<i>300,00</i>

Το δάνειο έχει διάρκεια 10 χρόνια και επιτόκιο 11%. Ο συντελεστής απόσβεσης του πάγιου ενεργητικού είναι 10%. Τα έσοδα της επιχείρησης θα ανέλθουν σε 240 ευρώ.

Στην περίπτωση που η επιχείρηση αγοράσει το μηχάνημα τότε το πάγιο ενεργητικό θα αυξηθεί κατά την αξία του μηχανήματος 300 ευρώ, τα διαθέσιμα θα μειωθούν κατά τη συμμετοχή της επιχείρησης στην αγορά του μηχανήματος 100 ευρώ και τα μακροπρόθεσμα δάνεια θα αυξηθούν κατά το ποσό του δανείου 200 ευρώ. Οι τόκοι θα αυξηθούν κατά 29,9 ευρώ(τόκοι παλιού δανείου 60,00 προς 11% και τόκοι νέου δανείου 200 προς 11%) και θα μειωθούν ισόποσα τα διαθέσιμα. Οι αποσβέσεις θα αυξηθούν κατά 45 ευρώ(αποσβέσεις παλιών εγκαταστάσεων 150 προς

10% και αποσβέσεις μηχανήματος 300 προς 10%) και θα μειωθεί ισόποσα το πάγιο ενεργητικό. Τέλος, θα αυξηθούν τα έσοδα και τα διαθέσιμα κατά 240 ευρώ.

Στην περίπτωση που η επιχείρηση μισθώσει το μηχάνημα θα αυξηθούν οι τόκοι κατά 6,5 ευρώ, τα μισθώματα κατά 44,5 ευρώ και θα μειωθούν τα διαθέσιμα κατά 52 ευρώ. Επίσης, θα αυξηθούν οι αποσβέσεις κατά 44 ευρώ και θα μειωθεί ισόποσα το πάγιο ενεργητικό. Τέλος, θα αυξηθούν τα έσοδα και τα διαθέσιμα κατά 240 ευρώ.

Οι αλλαγές που επέλθουν στις λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης τόσο στην περίπτωση της αγοράς με δανεισμό, όσο και στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης παρουσιάζονται παρακάτω.

Στην περίπτωση της χρηματοδοτικής μίσθωσης σε σύγκριση με την περίπτωση της αγοράς, η επιχείρηση παρουσιάζει καλύτερη ρευστότητα, δανειακή επιβάρυνση και κατά συνέπεια, πιστοληπτική ικανότητα.

Ισολογισμός	Δανεισμός	Μίσθωση
Πάγιο	395,00	130,00
Αποθέματα	30,00	30,00
Διαθέσιμα	240,40	304,4
	635,40	464,4
Καθαρή Περιουσία	120,00	120,00
Κέρδη χρήσεως	161,00	168,00
Μακροπρόθεσμα δάνεια	260,00	60,00
Φόροι πληρωτέοι	120,00	120,00
	761,00	448,00
Αποτελέσματα χρήσεως	Δανεισμός	Μίσθωση
Έσοδα	240,00	240,00
Μείον:		
-Τόκοι μακροπρόθεσμων δανείων	29,1	6,5
-Μισθώματα(καταβλητέα στην αρχή του χρόνου)	-	44,5
-Αποσβέσεις	44,00	15,00
Κέρδη προ φόρων	161,2	168,6
Δείκτες	Δανεισμός	Μίσθωση
Διαθέσιμα/ Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	2,0	2,5 φορές
Πραγματικό παθητικό/ Σύνολο παθητικού	58,0	38,0%
Κέρδη προ φόρων+ τόκοι μακροπρόθεσμων Δανείων/ Τόκοι μακροπρόθεσμων δανείων	6,5	27,1 φορές

5.5.2 Χρηματοδότηση

Η χρηματοδοτική μίσθωση είναι στην ουσία μια μέθοδος χρηματοδότησης κατά 100%. Με άλλα λόγια, η χρηματοδοτική μίσθωση εξασφαλίζει στο μισθωτή τη δυνατότητα χρήσεως του αναγκαίου για τη λειτουργία της επιχείρησης εξοπλισμού χωρίς να χρειαστεί ο ίδιος να εκταμιεύσει κάποιο ποσό. Αντίθετα, στις τραπεζικές χρηματοδοτήσεις για αγορά πάγιου εξοπλισμού απαιτείται κατά κανόνα ίδια συμμετοχή του δανειολήπτη που ανέρχεται συνήθως στο 30% της αξίας του εξοπλισμού.

5.5.3 Ευελιξία

Η χρηματοδοτική μίσθωση συνήθως δεν απαιτεί από το μισθωτή να προκαταβάλλει μέρος της αξίας του μισθίου. Επίσης, ο μισθωτής δεν είναι υποχρεωμένος να διατηρεί αντισταθμιστικά υπόλοιπα σε αντίθεση με τα τραπεζικά δάνεια, ούτε υπόκειται σε περιορισμούς όπως συμβαίνει στην περίπτωση των τραπεζικών και ομολογιακών δανείων. Τέλος, η χρηματοδοτική μίσθωση είναι διαθέσιμη όταν άλλες πηγές χρηματοδότησης δεν είναι εφικτές. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό για τις μικρές επιχειρήσεις που δεν έχουν ικανοποιητική χρηματοοικονομική κατάσταση για να δανειστούν από τράπεζες ή να πουλήσουν ομολογίες. Οι εκμισθωτές διατηρούν την ιδιοκτησία του μισθίου γεγονός που σημαίνει ότι προηγούνται στην ικανοποίηση της απαίτησης τους από τους άλλους πιστωτές και κατά συνέπεια, είναι διατεθειμένοι να συνεργαστούν με μικρές επιχειρήσεις.

5.5.4 Φορολογικά Κίνητρα

Στην Ελλάδα η κυριότερη ελάφρυνση που συνεπάγεται η χρηματοδοτική μίσθωση για το χρήστη, είναι η ευχέρεια καθορισμού ταχύτερης απόσβεσης του μισθούμενου εξοπλισμού, σε σχέση με εκείνη που συνήθως προβλέπεται από το νόμο.

5.5.5 Κόστος Επένδυσης

Με τη χρηματοδοτική μίσθωση η επιχείρηση(μισθωτής) γνωρίζει με ακρίβεια το κόστος της επένδυσης. Ο μισθωτής ενημερώνεται για όλες τις λεπτομέρειες από την εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης που έχει τη σχετική εμπειρία. Αντίθετα, όταν η επιχείρηση αγοράζει ένα περιουσιακό στοιχείο, πρέπει να εκτιμήσει την οικονομική ζωή του, την υπολειμματική αξία του και την ετήσια απόσβεσή του.

5.5.6 Προγραμματισμός Ταμειακών Ροών

Ο μισθωτής έχει τη δυνατότητα να προσαρμόσει το ύψος και το χρόνο καταβολής των μισθωμάτων στις αναμενόμενες χρηματικές εισροές από την εκμετάλλευση του μισθίου, επιτυγχάνοντας έτσι την αυτοχρηματοδότηση του μισθίου.

5.5.7 Προγραμματισμός Δαπανών

Αφού το ποσόν των μισθωμάτων και ο χρόνος καταβολής προκαθορίζονται, η επιχείρηση μπορεί να προγραμματίσει με ακρίβεια τις σχετικές δαπάνες της και έτσι να περιορίσει τα άτοκα ρευστά διαθέσιμα που πρέπει να διατηρεί για να αντιμετωπίσει τυχόν έκτατες ανάγκες της.

5.5.8 Εμπράγματα Εξασφαλίσεις

Ο εκμισθωτής συνήθως δεν απαιτεί από το μισθωτή άλλες εμπράγματα εξασφαλίσεις, επειδή έχει το δικαίωμα κυριότητας επί του μισθουμένου εξοπλισμού. Επίσης, σε ορισμένες χώρες, ο εκμισθωτής έχει τη δυνατότητα να αφαιρέσει, χωρίς δικαστική απόφαση, το μίσθιο από την κατοχή του μισθωτή(Ελλάδα Ν.1665/86).

5.5.9 Πτώχευση

Αδυναμία αποπληρωμής ενός δανείου μπορεί να σημαίνει πτώχευση για την επιχείρηση. Μια χρηματοδοτική μίσθωση είναι δυνατό να είναι διατυπωμένη κατά τέτοιο τρόπο που να μην υπάρχουν επιπτώσεις για το μισθωτή, σε περίπτωση που

αδυνατεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της χρηματοδοτικής μίσθωσης. Γενικά, ο κίνδυνος πτώχευσης, λόγω μη εκπλήρωσης υποχρεώσεων από τη χρηματοδοτική μίσθωση, είναι πάντα μικρότερος από εκείνον που δημιουργείται από την αδυναμία αποπληρωμής ενός δανείου.

5.5.10 Συντήρηση

Η βεβαιότητα παροχής υπηρεσιών συντήρησης υψηλού επιπέδου σε λογικό κόστος κάνει τη λειτουργική χρηματοδοτική μίσθωση πολύ ελκυστική, ιδιαίτερα όσον αφορά περιουσιακά στοιχεία υψηλής τεχνολογίας, η συντήρηση των οποίων απαιτεί την ύπαρξη εξειδικευμένου προσωπικού και ενός αποθέματος διάφορων ανταλλακτικών.

5.6 Μειονεκτήματα για το Μισθωτή

Η χρηματοδοτική μίσθωση όμως συνεπάγεται για τον εκμισθωτή και μια σειρά από μειονεκτήματα. Τα κυριότερα από τα μειονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα.

5.6.1 Ονομαστικό κόστος

Το ονομαστικό επιτόκιο με βάση το οποίο υπολογίζονται τα μισθώματα, είναι συνήθως υψηλότερο από το αντίστοιχο των τραπεζικών χρηματοδοτήσεων. Συνεπώς, το κόστος της χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι υψηλότερο από το κόστος της τραπεζικής χρηματοδότησης.

5.6.2 Υπολειμματική Αξία

Η υπολειμματική αξία του μισθίου ανήκει στον εκμισθωτή. Σε περιπτώσεις που η αξία αυτή είναι σημαντική στο τέλος της περιόδου της μίσθωσης, ο μισθωτής βρίσκεται σε μειονεκτική θέση. Για παράδειγμα, τα οικοπέδα ανατιμώνται με την πάροδο του χρόνου. Έτσι ο εκμισθωτής μπορεί να αναγκαστεί να πληρώσει σημαντικά αυξημένο μίσθωμα για να βρει ανάλογο χώρο στο τέλος της περιόδου της μίσθωσης. Αν ο μισθωτής είχε προτιμήσει την αγορά αντί της ενοικίασης του οικοπέδου, τότε θα πλήρωνε σημαντικά λιγότερο κόστος.

5.6.3 Κύκλος Ευθυνών

Ο μισθωτής βαρύνεται με τα τυχαία περιστατικά και τα γεγονότα ανωτέρας βίας. Επίσης, σε περίπτωση που ο μισθωτής καθυστερήσει πέρα από ένα διάστημα την καταβολή του μισθώματος, τότε ο εκμισθωτής μπορεί να προχωρήσει σε καταγγελία της σύμβασης και να αφαιρέσει το μίσθιο από τη χρήση του μισθωτή και επιπλέον να απαιτήσει την άμεση πληρωμή όλων των υπολειπόμενων μισθωμάτων μέχρι τη λήξη της συμβατικής διάρκειας της μίσθωσης.

5.7 Πλεονεκτήματα για τον Εκμισθωτή

Η χρηματοδοτική μίσθωση για τον εκμισθωτή συνεπάγεται στην ουσία μόνο πλεονεκτήματα. Τα κυριότερα από τα πλεονεκτήματα αυτά αναπτύσσονται παρακάτω.

5.7.1 Κοινωνικό Κόστος

Μια εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορεί, συνδυάζοντας το δανεισμό με εξειδικευμένες υπηρεσίες συντήρησης, να μειώσει το κοινωνικό κόστος της οικονομικής απαξίωσης του μισθίου και να αυξήσει την υπολειμματική του αξία. Το μίσθιο μπορεί να κριθεί ακατάλληλο για το χρήστη στο τέλος της μίσθωσης, όμως είναι δυνατό να καλύπτει πλήρως τις ανάγκες ενός άλλου χρήστη. Χαρακτηριστικά παραδείγματα τέτοιων περιπτώσεων αποτελούν οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές.

5.7.2 Κίνδυνος

Η εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης παραμένει κύριος του μισθίου. Κατά συνέπεια, μπορεί, χωρίς χρονοβόρες διαδικασίες, να αφαιρέσει το μίσθιο από τη χρήση του μισθωτή, σε αντίθεση με όσα συμβαίνουν στην περίπτωση της τραπεζικής

χρηματοδότησης, όπου κύριος του εξοπλισμού είναι ο δανειολήπτης. Με άλλα λόγια ο εκμισθωτής αναλαμβάνει σχετικά χαμηλό κίνδυνο.

5.7.3 Διαπραγματευτική Ικανότητα

Η χρηματοδοτική μίσθωση αποτελεί ένα ιδιαίτερα δυναμικό μέσο για την αύξηση του κύκλου εργασιών του προμηθευτή του μισθίου. Κατά συνέπεια, οι εταιρίες χρηματοδοτικής μίσθωσης μπορούν να επιτύχουν ευνοϊκές τιμές και πιστωτικές διευκολύνσεις, τις οποίες μέχρι ένα ορισμένο βαθμό τις μετακυλύουν στο μισθωτή.

5.7.4 Φορολογικά Πλεονεκτήματα

Εκτός από το μισθωτή, οι συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης παρέχουν επίσης συγκεκριμένα φορολογικά πλεονεκτήματα στον εκμισθωτή. Τα πλεονεκτήματα αυτά(εκπτώσεις για λειτουργικές δαπάνες και τόκους ξένων κεφαλαίων, δυνατότητα αποσβέσεων κ.λ.π.) αναφέρονται στο άρθρο 6 παρ.5-8 του Ν1665/86.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΚΤΟ: ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ ΔΑΝΕΙΑ

6.1 Σύμβαση δανείου

Η σύμβαση ενός ομολογιακού δανείου επηρεάζει σημαντικά το πραγματικό κόστος του δανείου και τη μελλοντική ευελιξία της εκδότριας επιχείρησης.

Η σύμβαση του δανείου (indenture) είναι ένα νομικό έγγραφο το οποίο αναφέρεται στα δικαιώματα και στις υποχρεώσεις των κατόχων των ομολογιών και της εκδότριας επιχείρησης. Η σύμβαση περιλαμβάνει περιοριστικούς όρους για την εκδότρια επιχείρηση, οι οποίοι καλύπτουν θέματα όπως οι συνθήκες κάτω από τις οποίες η επιχείρηση μπορεί να εξοφλήσει τις ομολογίες πριν από την λήξη τους, το επίπεδο στο οποίο ο δείκτης κάλυψης τόκων πρέπει να διατηρείται, αν η επιχείρηση πρόκειται να εκδώσει επιπρόσθετο δάνειο και περιορισμούς στις πληρωμές μερισμάτων, προκειμένου τα κέρδη να χρησιμοποιηθούν κατά προτεραιότητα για την εξυπηρέτηση του δανείου. Γενικά, οι όροι αυτοί είναι σχεδιασμένοι να διασφαλίζουν τους επενδυτές ότι η επιχείρηση δεν μεταβάλλει τη χρηματοοικονομική της πολιτική, με σκοπό να υποβαθμίζει την ποιότητα των ομολογιών της μετά από τη στιγμή της έκδοσής τους.

Οι κάτοχοι των ομολογιών αντιπροσωπεύονται από το θεματοφύλακα της έκδοσης (trustee). Ο θεματοφύλακας είναι υπεύθυνος για τη τήρηση των περιοριστικών όρων και για τη λήψη κατάλληλων μέτρων σε περίπτωση παραβίασής τους.

6.2 Βασικές Κατηγορίες Ομολογιών

Η ταξινόμηση των ομολογιών συνήθως βασίζεται στο είδος της εξασφάλισης που παρέχουν οι επιχειρήσεις οι οποίες εκδίδουν τις ομολογίες. Η εξασφάλιση παρέχεται με εκχώρηση απαίτησης σε βάρος των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης που δανείζεται. Οι κάτοχοι ομολογιών, όπως οι άλλοι δανειστές, επιθυμούν να προστατεύουν τα συμφέροντα τους με την εκχώρηση απαίτησης κατά των

ενεργητικών στοιχείων του δανειζόμενου. Παρόλο που αυτό ισχύει νομικά, από πρακτική άποψη, η καλύτερη προστασία των δανειστών είναι η ικανότητα της εκδότριας επιχείρησης να πραγματοποιεί κέρδη (earning power). Αυτός άλλωστε είναι ο λόγος που πολλές ομολογίες εκδίδονται σήμερα χωρίς εξασφάλιση.

6.2.1 Ενυπόθηκες Ομολογίες

Οι ενυπόθηκες ομολογίες (mortgage bonds) εξασφαλίζονται με εγγραφή υποθήκης σε ακίνητα. Ανάλογα με το είδος της υποθήκης οι ενυπόθηκες ομολογίες διακρίνονται σε ενυπόθηκες ομολογίες πρώτης υποθήκης (first-mortgage bonds), ενυπόθηκες ομολογίες δεύτερης υποθήκης (second-mortgage bonds) κ.λ.π.

Οι αξιώσεις από δεύτερη και επόμενες υποθήκες είναι υποδεέστερες από τις αξιώσεις που βασίζονται σε πρώτη υποθήκη. Οι ομολογίες που υποστηρίζονται από τέτοιες εξασφαλίσεις ονομάζονται ενυπόθηκες ομολογίες γενικής εξασφάλισης (general mortgage bonds) ή ενυπόθηκες ομολογίες ενοποιημένης εξασφάλισης (consolidated mortgage bonds).

Οι ενυπόθηκες ομολογίες διακρίνονται σε κλειστές και ανοικτές, ανάλογα με τη δυνατότητα ή όχι χρησιμοποίησης του ίδιου ενεργητικού στοιχείου για την εξασφάλιση άλλου δανείου. Στις ανοικτές ενυπόθηκες ομολογίες (open-end mortgage) η επιχείρηση μπορεί να πουλήσει και άλλες ομολογίες, εκτός από τις αρχικές, οι οποίες εξασφαλίζονται με το ίδιο ενεργητικό στοιχείο. Στις περιπτώσεις αυτές επιβάλλονται περιορισμοί που σκοπεύουν στην προστασία ομολογιούχων που προηγούνται. Ο βασικός περιορισμός που τίθεται, αφορά στο ύψος της αξίας των ομολογιών που μπορεί να πουληθούν και το οποίο ορίζεται σαν ποσοστό της τρέχουσας αξίας του ενεργητικού στοιχείου.

Στις κλειστές ενυπόθηκες ομολογίες (closed-end mortgage) η επιχείρηση δεν μπορεί να πουλήσει περισσότερες ομολογίες από αυτές που έχουν εκδοθεί και εξασφαλιστεί με το ενεργητικό στοιχείο.

Γενικά οι ενυπόθηκες ομολογίες μπορεί να εξασφαλιστούν είτε με υποθήκη σε βάρος συγκεκριμένου ακινήτου ενεργητικού στοιχείου, είτε με υποθήκη σε βάρος

όλων των ακίνητων ενεργητικών στοιχείων που είναι ιδιοκτησία της επιχείρησης κατά τη στιγμή της έκδοσης των ομολογιών (blanket mortgage).

6.2.2 Ενεχυριασμένες Ομολογίες

Οι ομολογίες αυτές εξασφαλίζονται με ενεχυρίαση μετοχών και ομολογιών ιδιοκτησίας της εκδότριας επιχείρησης (collateral trust bonds). Οι μετοχές και ομολογίες που βαρύνονται με ενέχυρο κατατίθενται σε ένα θεματοφύλακα για τη διασφάλιση των συμφερόντων των ομολογιούχων. Αν οι ενεχυριασμένες ομολογίες εξασφαλίζονται με ενυπόθηκες ομολογίες, τότε οι ομολογίες αυτές έχουν την ίδια απαίτηση όπως μία ενυπόθηκη ομολογία. Αυτό ενδυναμώνει την αξία των ενεχυριασμένων ομολογιών.

6.2.3 Μη Εγγυημένες Ομολογίες

Οι μη εγγυημένες ομολογίες (debentures) βασίζονται στη γενική φερεγγυότητα της εκδότριας επιχείρησης χωρίς να γίνεται αναφορά σε ορισμένες απαιτήσεις σε βάρος συγκεκριμένων ενεργητικών στοιχείων. Η απαίτηση που ενσωματώνεται σε μία μη εγγυημένη ομολογία δεν εξασφαλίζεται με εμπράγματο δικαίωμα σε βάρος συγκεκριμένου περιουσιακού στοιχείου. Οι κάτοχοι μη εγγυημένων ομολογιών είναι γενικοί πιστωτές της επιχείρησης και κατά συνέπεια, οι απαιτήσεις τους προστατεύονται από περιουσία η οποία δεν έχει χρησιμοποιηθεί για εγγύηση άλλης υποχρέωσης.

Στην πράξη, η έκταση χρησιμοποίησης μη εγγυημένων ομολογιών εξαρτάται από τη φύση των στοιχείων του ενεργητικού της επιχείρησης και τη γενική πιστωτική της ισχύ. Αν η πιστωτική της θέση είναι ιδιαίτερα ισχυρή, η επιχείρηση μπορεί να εκδώσει μη εγγυημένες ομολογίες, δηλαδή δε χρειάζεται ειδική εγγύηση.

Ομολογίες χωρίς εγγύηση εκδίδονται επίσης από επιχειρήσεις σε κλάδους όπου δε θα ήταν πρακτικά δυνατό να χορηγήσουν εγγύηση με εγγραφή υποθήκης σε πάγια ενεργητικά στοιχεία. Παραδείγματα τέτοιων κλάδων είναι οι μεγάλοι οίκοι πωλήσεων με ταχυδρομικές παραγγελίες και οι εμπορικές τράπεζες, οι οποίες έχουν τα

περισσότερα ενεργητικά τους στοιχεία με τη μορφή αποθεμάτων ή δανείων, δηλαδή στοιχεία τα οποία δεν προσφέρονται για εγγύηση ενυπόθηκων ομολογιών.

Τέλος, επιχειρήσεις που έχουν εξαντλήσει τη δυνατότητα να δανειστούν στην αγορά ενυπόθηκων ομολογιών, μπορεί να εξαναγκαστούν να χρησιμοποιήσουν μη εγγυημένες ομολογίες. Οι μη εγγυημένες ομολογίες των επιχειρήσεων αυτών έχουν αρκετά υψηλό κίνδυνο και τα επιτόκια τους να είναι αντίστοιχα υψηλά.

Παρόλο που οι μη εγγυημένες ομολογίες είναι περισσότερο ανίσχυρος τύπος ομολογίας αναφορικά με την εξασφάλιση, μία τέτοια ομολογία από μία ισχυρή επιχείρηση μπορεί να είναι καλύτερη επένδυση σε σχέση με μία ομολογία που εξασφαλίζεται με το ενεργητικό μίας αδύναμης επιχείρησης η οποία δε μπορεί να ανταποκριθεί στις χρηματοοικονομικές υποχρεώσεις της.

Οι μη εγγυημένες ομολογίες έχουν συνήθως λίγο υψηλότερο επιτόκιο σε σχέση με ομολογίες παρόμοιας ποιότητας οι οποίες εξασφαλίζονται από συγκεκριμένα ενεργητικά στοιχεία. Για παράδειγμα, αν μία επιχείρηση εκδώσει μία μη εγγυημένη ομολογία και ταυτόχρονα μία ενυπόθηκη ομολογία, το επιτόκιο της πρώτης ομολογίας θα είναι λίγο υψηλότερο. Όμως, το επιτόκιο της εγγυημένης ομολογίας μίας ισχυρής επιχείρησης μπορεί να είναι χαμηλότερο από το επιτόκιο μίας ομολογίας που εξασφαλίζεται με το ενεργητικό μίας ανίσχυρης επιχείρησης.

6.2.4 Υποδεέστερες μη Εγγυημένες Ομολογίες

Οι υποδεέστερες μη εγγυημένες ομολογίες (subordinated debentures) έχουν μία αιαίτηση σε βάρος ενεργητικών στοιχείων της εκδότριας επιχείρησης η οποία μπορεί να ικανοποιηθεί μόνο αν προηγουμένως έχει εξοφληθεί το κύριο δάνειο. Οι ομολογίες αυτές μπορεί να έπονται είτε ορισμένων γραμματίων προς πληρωμή είτε όλων των άλλων δανείων της επιχείρησης. Οι υποδεέστερες μη εγγυημένες ομολογίες μίας επιχείρησης που έχει εξαντλήσει όλη την ικανότητα της σχετικά με την έκδοση ενυπόθηκων ομολογιών έχουν υψηλό κίνδυνο και επιτόκιο.

6.2.5 Ομολογίες Βιομηχανικών Εσόδων

Στις Η.Π.Α., οι πολιτειακές και τοπικές κυβερνήσεις ιδρύουν φορείς βιομηχανικής ανάπτυξης και ελέγχου της μόλυνσης. Αυτοί οι φορείς μπορούν, κάτω από ορισμένες

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΒΔΟΜΟ: ΜΕΤΑΤΡΕΨΙΜΑ ΧΡΕΟΓΡΑΦΑ

7.1 Χρηματοοικονομικά Δικαιώματα

7.1.1 Ορισμός

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (option) είναι συμβόλαια με τα οποία ο πωλητής παρέχει στον αγοραστή το δικαίωμα να αγοράσει από το πωλητή ή να πουλήσει σε αυτόν ένα αντικείμενο σε καθορισμένη τιμή και μέσα σε ορισμένο χρονικό διάστημα. Τα δικαιώματα είναι εργαλεία που επινοήθηκαν από εξωεπιχειρησιακούς παράγοντες παρά από την επιχείρηση, αγοράζονται και πουλιούνται κυρίως από επενδυτές και κερδοσκόπους και είναι μεγαλύτερης σημασίας για τους μεμονωμένους επενδυτές παρά για τα χρηματοοικονομικά στελέχη.

Το αντικείμενο του δικαιώματος (underlying object) μπορεί να είναι μία συγκεκριμένη ποσότητα μετοχών, εμπορευμάτων ξένου νομίσματος, δεικτών εμπορευμάτων, χρηματιστηριακών δεικτών κ.λ.π. Η προκαθορισμένη τιμή (αγοράς ή πώλησης) ονομάζεται τιμή άσκησης του δικαιώματος (exercise ή strike price). Η ημερομηνία που εκπνέει η ισχύς του δικαιώματος ονομάζεται ημερομηνία λήξεως (expiration date). Το κόστος που καταβάλλει ο αγοραστής για την αγορά ενός δικαιώματος και εισπράττει αντίστοιχα ο πωλητής ονομάζεται πριμ δικαιώματος (option premium).

7.1.2 Είδη Χρηματοοικονομικών Δικαιωμάτων

Τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα διακρίνονται ανάλογα με τη φύση του

δικαιώματος που παρέχουν στο κομιστή, το αντικείμενο που αφορούν, την τυποποίηση των όρων της συναλλαγής και το χρόνο άσκησης του δικαιώματος.

7.1.2.1 Φύση δικαιώματος

Με βάση τη φύση του δικαιώματος διακρίνουμε τέσσερα είδη δικαιωμάτων: δικαίωμα αγοράς, δικαίωμα πώλησης, δικαίωμα αγοράς-πώλησης και συνδυασμό δικαιωμάτων ίδιου είδους.

Δικαίωμα αγοράς. Το δικαίωμα αγοράς (call option) παρέχει δυνατότητα αγοράς μίας συγκεκριμένης ποσότητας του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται το δικαίωμα σε μία προκαθορισμένη τιμή. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ο Α είχε 100 μετοχές της IBM, οι οποίες στις 22 Μαρτίου 1993 πουλήθηκαν προς 53,50 δολάρια ανά μετοχή. Ο Α θα μπορούσε να παραχωρήσει (ή πουλήσει) σε κάποιο άλλο το δικαίωμα να αγοράσει τις 100 μετοχές οποιαδήποτε στιγμή μέσα στους επόμενους 4 μήνες στην τιμή των 55 δολαρίων ανά μετοχή. Η τιμή των 55 δολαρίων είναι η τιμή άσκησης του δικαιώματος, ενώ οι 4 μήνες είναι η ημερομηνία λήξεως.

Δικαίωμα πώλησης. Το δικαίωμα πώλησης (put option) παρέχει δικαίωμα πώλησης του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται σε μία προκαθορισμένη τιμή. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι η μετοχή της IBM είναι πιθανόν να μειωθεί κάτω από το τρέχον επίπεδο των 53,50 δολαρίων κάποια στιγμή μέσα στους επόμενους 4 μήνες. Με 218,75 δολάρια (πριμ δικαιώματος) ο Α θα μπορούσε να αγοράσει ένα δικαίωμα πώλησης τετράμηνης διάρκειας που του δίνει το δικαίωμα να πουλήσει 100 μετοχές στη τιμή των 50 δολαρίων ανά μετοχή (50 δολάρια είναι η τιμή άσκησης του δικαιώματος). Αν ο Α αγόραζε ένα συμβόλαιο 100 μετόχων προς 218,75 δολάρια και ύστερα η μετοχή της IBM υποχωρούσε στα 45 δολάρια, το δικαίωμα πώλησης του Α θα άξιζε $(50-45) \cdot (100) = 500$ δολάρια. Αφαιρώντας τα 218,75 δολάρια που πλήρωσε ο Α για το δικαίωμα, το κέρδος του, πριν από φόρους και τις προμήθειες, θα ήταν 281,25 δολάρια.

Δικαίωμα αγοράς-πώλησης. Το δικαίωμα αγοράς-πώλησης (call put option) αποτελεί συνδυασμό των δύο παραπάνω ειδών δικαιωμάτων και παρέχει στον αγοραστή ταυτόχρονα δικαίωμα αγοράς και πώλησης ενός αντικειμένου στην ίδια

προκαθορισμένη τιμή άσκησης του δικαιώματος, τόσο για την αγορά όσο και για την πώληση.

Συνδυασμός δικαιωμάτων ίδιου είδους. Στην περίπτωση αυτή ο επενδυτής αγοράζει και πουλά ταυτόχρονα το ίδιο είδος δικαιώματος (spread), δηλαδή είναι αγοραστής και πωλητής του ίδιου είδους δικαιώματος σε διαφορετική προκαθορισμένη τιμή.

7.1.2.2 Αντικείμενο Δικαιώματος

Με βάση το αντικείμενο που αφορούν διακρίνουμε πέντε είδη δικαιωμάτων: μετοχών (stock options), συναλλάγματος (currency options), χρηματιστηριακών ή εμπορευματικών δεικτών (index options), σε σύνολο χρεογράφων (basket options) και εμπορευμάτων (commodity options).

7.1.2.3 Τυποποίηση Όρων Συναλλαγής

Με βάση την τυποποίηση των όρων της συναλλαγής διακρίνουμε δύο είδη δικαιωμάτων: συμβατικά δικαιώματα και καταχωρημένα δικαιώματα.

Συμβατικά δικαιώματα. Στα συμβατικά δικαιώματα (conventional options) οι όροι αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης μεταξύ του αγοραστή και του πωλητή συνήθως διαμέσου χρηματιστών ή εμπόρων. Την εφαρμογή των όρων συνήθως εγγυάται μία χρηματιστηριακή εταιρία. Η τιμή άσκησης του συμβατικού δικαιώματος είναι συνήθως η τρέχουσα τιμή του αντικειμένου στο οποίο αναφέρεται το δικαίωμα κατά την ημέρα που κλείνεται η συμφωνία. Σε εξαιρετικές όμως περιπτώσεις η τιμή άσκησης μπορεί να είναι ανώτερη ή κατώτερη από την τρέχουσα τιμή.

Καταχωρημένα δικαιώματα. Σε αντίθεση με τα συμβατικά δικαιώματα τα καταχωρημένα δικαιώματα (listed options) έχουν τυποποιημένους όρους, όπως ημερομηνίες λήξεως, τιμές άσκησης και συνολική αξία του αντικειμένου, το οποίο ο κομιστής του δικαιώματος μπορεί να αγοράσει ή να πουλήσει. Τα καταχωρημένα δικαιώματα χαρακτηρίζονται από το συγκεκριμένο είδος του υποκειμένου χρεογράφου, το μήνα εκτέλεσης της συναλλαγής (delivery month), τη μορφή του

δικαιώματος που αυτά παρέχουν στον κομιστή τους και την προκαθορισμένη τιμή στην οποία θα ασκηθεί το δικαίωμα.

7.1.2.4 Χρόνος Άσκησης Δικαιώματος

Ανάλογα με το χρόνο άσκησης του δικαιώματος διακρίνουμε δύο είδη δικαιωμάτων. Πρώτον, δικαίωμα αμερικάνικου τύπου των οποίων η άσκηση είναι δυνατή σε οποιαδήποτε ημερομηνία μέσα στο καθορισμένο χρονικό διάστημα ισχύος του δικαιώματος. Δεύτερον, δικαίωμα ευρωπαϊκού τύπου τα οποία ασκούνται σε συγκεκριμένη ημερομηνία.

7.2 Πιστοποιητικά Αγοράς Μετοχών

7.2.1 Ορισμός

Το πιστοποιητικό αγοράς μετοχών (Warrant) είναι ένα χρηματοοικονομικό δικαίωμα που εκδίδεται από μία εταιρία και δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει ένα συγκεκριμένο αριθμό μετοχών της εταιρίας σε μία προκαθορισμένη τιμή. Γενικά, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών εκδίδονται μαζί με τις ομολογίες ενός προκαθορισμένου δανείου προκειμένου να προσελκύσουν τους επενδυτές να αγοράσουν τις ομολογίες του δανείου οι οποίες έχουν χαμηλότερο επιτόκιο από τις συνήθεις εκδόσεις.

Για παράδειγμα, η επιχείρηση Α, μία ταχύτητα αναπτυσσόμενη τεχνολογικά επιχείρηση, επιθυμεί να πουλήσει ομολογίες εικοσαετούς διάρκειας συνολικού ύψους 1.703.750.000€.

Η ανάδοχος τράπεζα επενδύσεων πληροφόρησε την επιχείρηση ότι οι ομολογίες θα έχουν διαβάθμιση Β και κατά συνέπεια θα είναι δύσκολό να πουληθούν με επιτόκιο 10%.

Όμως, η τράπεζα πιστεύει ότι οι επενδυτές θα ήταν διατεθειμένοι να αγοράσουν τις ομολογίες με επιτόκιο 8%, αν επιχείρηση πρόσφερε 20 πιστοποιητικά αγοράς μετοχών για κάθε ομολογία των 30€.

Κάθε πιστοποιητικό αγοράς μετοχών δίνει το δικαίωμα στον κάτοχο του να αγοράσει μία κοινή μετοχή. Τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών θα λήξουν σε 10 χρόνια μετά την έκδοση των ομολογιών.

Παρατηρούμε ότι οι επενδυτές εμφανίζονται πρόθυμοι να αγοράσουν τις ομολογίες της επιχείρησης με επιτόκιο 8% αντί 10%, γιατί τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είναι μακροχρόνια χρηματοοικονομικά δικαιώματα αγοράς τα οποία έχουν συγκεκριμένη αξία. Η αξία αυτή αντισταθμίζει το χαμηλό επιτόκιο των ομολογιών και κατά συνέπεια, κάνει το συνδυασμό της χαμηλής απόδοσης ομολογιών και των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών ελκυστικό στους επενδυτές.

7.2.2 Αξία Ομολογίας

Στο προηγούμενο παράδειγμα, αν οι ομολογίες είχαν εκδοθεί σαν απλό ομολογιακό δάνειο θα είχαν επιτόκιο 10%. Όμως, μαζί με τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, οι ομολογίες πουλήθηκαν με επιτόκιο 8%. Ένας επενδυτής ο οποίος αγοράζει τις ομολογίες στην αρχική τιμή προσφοράς των 30€ λαμβάνει ένα συνδυασμό που περιέχει μία ομολογία εικοσαετούς διάρκειας με επιτόκιο 8% και είκοσι πιστοποιητικά αγοράς μετοχών. Αφού το τρέχον επιτόκιο των ομολογιών οι οποίες έχουν τον ίδιο κίνδυνο με αυτές της επιχείρησης A είναι 10% τότε η αξία της ομολογίας απλού δανείου με ετήσιο τοκομερίδιο είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{Αξία ομολογίας} &= \sum_{t=1}^{20} \frac{2 \cdot 30}{(1,10)^t} + \frac{30}{(1,10)^{20}} \\
 &= 20 + 4 \cdot 40 \\
 &= 24.40 \quad \text{euro}
 \end{aligned}$$

Έτσι ένας επενδυτής που αγοράζει τις ομολογίες στην αρχική τους έκδοση θα πληρώσει 30€ και θα λάβει σε αντάλλαγμα μία ομολογία αξίας 24€ περίπου μαζί με 20 πιστοποιητικά αγοράς αξίας.

Η αξία των 20 πιστοποιητικών αγοράς μετοχών ανέρχεται σε 30-24=6€ περίπου. Κατά συνέπεια, η αξία κάθε πιστοποιητικού αγοράς μετοχών είναι ίση με 5/20=0,25.

Το πιο σημαντικό στοιχείο στο καθορισμό των όρων ενός ομολογιακού δανείου με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είναι η τιμολόγηση των πιστοποιητικών. Ο υπολογισμός της αξίας του ομολογιακού δανείου είναι σχετικά ακριβής. Όμως, είναι πολύ δύσκολο να υπολογιστεί η αξία των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών. Ακόμα και το υπόδειγμα τιμολόγησης Black-Scholes δεν παρέχει ένα ακριβή υπολογισμό, γιατί η παράμετροι του υποδείγματος δεν είναι εύκολα υπολογίσιμοι, οι μετοχές συνήθως έχουν μερίσματα σε αντίθεση με την υπόθεση του υποδείγματος και η άσκηση των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών αυξάνει τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία με αποτελέσματα την αραίωση των κερδών ανά μετοχή.

Αν, κατά τον καθορισμό των όρων της έκδοσης, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών υπερτιμηθούν σε σχέση με τη τρέχουσα αξία τους, τότε θα είναι δύσκολο να πουληθεί η έκδοση αυτή στην ονομαστική αξία της. Στην αντίθετη περίπτωση, αν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είναι υποτιμημένα, οι επενδυτές που θα αγοράσουν τη έκδοση θα αποκτήσουν ένα σημαντικό κέρδος, αφού μπορούν να πουλήσουν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών σε τιμή μεγαλύτερη από εκείνη που τα αγόρασαν. Το κέρδος αυτό των επενδυτών θα μειώσει αντίστοιχα το συμφέρον των παρόντων μετοχών της εκδότριας επιχείρησης.

7.2.3 Χρηματοδότηση

Στις Η.Π.Α. στο παρελθόν, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είχαν χρησιμοποιηθεί από μικρές και γρήγορα αναπτυσσόμενες επιχειρήσεις σαν κίνητρο πώλησης ομολογιακών δανείων ή προνομιούχων μετοχών.

Οι επιχειρήσεις αυτές θεωρούνταν από τους επενδυτές σαν επιχειρήσεις υψηλού κινδύνου. Κατά συνέπεια, οι ομολογίες τους θα πουλιόνταν μόνο αν είχαν πολύ υψηλό επιτόκιο και συγχρόνως οι συγκεκριμένες επιχειρήσεις αποδεχόντουσαν αυστηρά περιοριστικούς όρους στη έκδοση των δανείων. Για να αποφευχθεί αυτό οι επιχειρήσεις πρόσφεραν μαζί με τις ομολογίες πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

Όμως, πριν από μερικά χρόνια, μεγάλες επιχειρήσεις συγκέντρωσαν σημαντικά κεφάλαια με έκδοση ομολογιακών δανείων τα οποία συνοδεύονταν από πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

Τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών που συνδέουν ομολογίες δίνουν το δικαίωμα στους επενδυτές να έχουν μερίδιο στην ανάπτυξη της επιχείρησης. Έτσι, οι επενδυτές είναι πρόθυμοι να αποδεχτούν ένα χαμηλότερο επιτόκιο ομολογιών και λιγότερο περιοριστικούς όρους στην έκδοση του δανείου.

Μια ομολογία με πιστοποιητικό αγοράς μετοχών έχει παράλληλα χαρακτηρίστηκα δανείου και κοινών μετοχών. Τα πιστοποιητικά αυτά είναι ένα υβριδικό χρεόγραφο το οποίο δίνει στο χρηματοοικονομικό στέλεχος τη ευκαιρία να διευρύνει το μίγμα των χρεογράφων της επιχείρησης, με αποτέλεσμα να μπορεί να απευθυνθεί σε μία ευρύτερη ομάδα επενδυτών.

Στην πράξη όλα τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών μπορούν σήμερα να αποκοπούν από την αντίστοιχη ομολογία. Έτσι, μετά την πώληση ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, τα τελευταία μπορούν να αποκοπούν και να εμπορευτούν ξεχωριστά από τις ομολογίες. Όταν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών ασκηθούν, οι ομολογίες με το χαμηλό τοκομερίδιο θα παραμείνουν σε κυκλοφορία, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών θα φέρουν στη επιχείρηση πρόσθετα κεφάλαια, ενώ το κόστος του ομολογιακού δανείου θα παραμείνει σχετικά χαμηλό.

7.2.4 Τιμή Άσκησης

Η τιμή άσκησης των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών συνήθως καθορίζεται πάνω από τη χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της επιχείρησης την ημέρα έκδοσης του ομολογιακού δανείου.

Αν η επιχείρηση αναπτυχθεί και η τιμή της μετοχής της αυξηθεί πάνω από τη τιμή άσκησης των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών, οι κάτοχοι πιστοποιητικών θα ασκήσουν το δικαίωμά τους και θα αγοράσουν μετοχές στην προκαθορισμένη τιμή.

Όμως, χωρίς τη ύπαρξη κάποιων κινήτρων, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών δεν ασκούνται πριν τη ημερομηνία λήξεώς τους, γιατί η χρηματιστηριακή αξία τους θα είναι μεγαλύτερη από αυτήν της άσκησης και έτσι οι κάτοχοί τους έχουν συμφέρον να τα πουλήσουν παρά να τα ασκήσουν.

Υπάρχουν τρεις περιπτώσεις που οι κάτοχοι πιστοποιητικών αγοράς μετοχών έχουν συμφέρον να ασκήσουν το δικαίωμα τους. Πρώτον, όταν πλησιάζει η ημερομηνία λήξεως των πιστοποιητικών και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής είναι υψηλότερη από τη τιμή άσκησης του πιστοποιητικού.

Δεύτερον, το πιστοποιητικό αγοράς μετοχών δεν δικαιούται μέρισμα και έτσι δεν παρέχει κανένα εισόδημα. Όμως, αν η κοινή μετοχή της επιχείρησης έχει ένα υψηλό μέρισμα, τότε αυτή προσφέρει μια ελκυστική μερισματική απόδοση. Αυτό έχει σαν αποτέλεσμα οι κάτοχοι πιστοποιητικών αγοράς μετοχών να έχουν συμφέρον να ασκούν το δικαίωμα τους και να αγοράζουν μετοχές.

Τρίτον, όταν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών έχουν προοδευτικά αυξημένη τιμή άσκησης με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, η τιμή άσκησης των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών μίας επιχείρησης είναι 0,80€ μέχρι την 31/12/X8, ενώ μετά από αυτήν τη ημερομηνία θα αυξηθεί στις 0,90€. Αν η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής της συγκεκριμένης επιχείρησης είναι μεγαλύτερη από 250 δρχ. λίγο πριν τις 31/12/X8, τότε πολλοί κάτοχοι πιστοποιητικών θα ασκήσουν το δικαίωμά τους πριν η τιμή άσκησης αυξηθεί στις 300δρχ.

7.2.5 Κόστος Ομολογιακού Δανείου

Με βάση τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος η επιχείρηση Α εισέπραξε 1.703.750.000€. ή 30€ για κάθε ομολογία κατά τη έκδοση του δανείου. Παράλληλα, η επιχείρηση ανέλαβε την υποχρέωση να πληρώσει τόκο 2,20€ για 20 χρόνια συν 30€ στο τέλος του 20^{ου} έτους. Το κόστος του δανείου θα ήταν 10% αν δεν είχαν επισυναφθεί τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών. Όμως, κάθε ομολογία είχε 20 πιστοποιητικά που κάθε ένα δίνει το δικαίωμα στο κάτοχό του να αγοράσει μία μετοχή της επιχείρησης προς 0,65€. Κατά συνέπεια, το συνολικό κόστος της έκδοσης αποτελεί από το επιτόκιο του δανείου και το κόστος για τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

Υποθέτουμε ότι η τρέχουσα τιμή της μετοχής της επιχείρησης Α είναι 0,60€ και αναμένεται να αυξηθεί 10% το χρόνο. Όταν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών

λήξουν στο τέλος των 10 χρόνων η τιμή της μετοχής θα είναι $0,60(1,10)^{10}=1,55\text{€}$. Αν τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών ασκηθούν το δέκατο χρόνο, τότε η επιχείρηση θα πρέπει να εκδώσει μία μετοχή αξίας 1,55€ για κάθε πιστοποιητικό και σε αντάλλαγμα θα εισπράξει μία μετοχή αξίας 0,65€ . Κατά συνέπεια, οι ομολογιούχοι θα κερδίσουν στο δέκατο έτος $1,55-0,65=0,90\text{€}$ για κάθε κοινή μετοχή που εκδίδεται. Αφού κάθε ομολογία έχει 20 πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, οι ομολογιούχοι θα κερδίσουν $20(0,90)=18\text{€}$ για κάθε ομολογία.

Οι ομολογιούχοι έχουν μία ταμιακή εκροή της τάξεως των 10€ στο χρόνο 0 (αγορά ομολογίας), ταμιακές εισροές της τάξεως των 2,20€ σε καθένα από τα χρόνια 1 μέχρι 9 (τόκοι) , ταμιακή εισροή της τάξεως των 19,60€ στο χρόνο 10 (2,20€ τόκοι συν 18€ κέρδη από αγορά μετοχής), ταμιακές εισροές της τάξεως των 800 δρχ. σε καθένα από τα χρόνια 11 μέχρι 19 και ταμιακές εισροές της τάξεως των 31,50€ στο χρόνο 20 (2,20€ τόκοι συν 30€ αξία ομολογίας).

Ο συντελεστής εσωτερικής αποδοτικότητας των παραπάνω καθαρών ταμιακών ροών είναι 10,7% και αντιπροσωπεύει τη συνολική απόδοση του επενδυτή από την αγορά του ομολογιακού δανείου . Η απόδοση είναι κατά 0,7 υψηλότερη από την απόδοση ενός απλού δανείου, γεγονός που αντανακλά τον υψηλότερο κίνδυνο της συγκεκριμένης έκδοσης. Μέρος της απόδοσης του επενδυτή αναμένεται με τη μορφή κεφαλαιακών κερδών τα οποία έχουν μικρή πιθανότητα πραγματοποίησης και έτσι το δάνειο φέρει υψηλότερο κίνδυνο σε σύγκριση με ένα απλό.

Η αναμενόμενη απόδοση για τους ομολογιούχους είναι το κόστος του ομολογιακού δανείου πριν από φόρους για την επιχείρηση. Πρέπει να τονιστεί ότι το κέρδος των ομολογιούχων (18€) οφείλεται στη κατοχή των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών που τους παραχώρησε η επιχείρηση, προκειμένου να αγοράσουν μετοχές προς 0,65€, ενώ η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής είναι 1,55€. Αυτό μειώνει την αξία της μετοχής και έτσι οι αρχικοί μέτοχοι της Α υφίστανται ένα κόστος ευκαιρίας ακριβώς ίσο με το κέρδος που πραγματοποίησαν οι κάτοχοι των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών.

Το κόστος των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών μπορεί επίσης να φανεί με τη μεταβολή των κερδών ανά μετοχή. Υποθέτουμε ότι η Α έχει 1.000.000 κοινές μετοχές και κερδίζει 13,5% επί της τρέχουσας αξίας των μετοχών αυτών. Τα κέρδη ανά

μετοχή είναι $0,135(1,55)=0,20\text{€}$, ενώ τα συνολικά κέρδη ανέρχονται σε $1.000.000(0,20) = 200.000\text{€}$. Επίσης υποθέτουμε ότι υπάρχουν 100.000 πιστοποιητικά αγοράς μετοχών τα οποία θα ασκηθούν κατά τη λήξη τους. Η άσκηση αυτή θα αποφέρει στην επιχείρηση $100.000(0,65) = 65.000\text{€}$ και ο αριθμός των μετοχών θα αυξηθεί κατά 100.000. Αν η αποδοτικότητα των 65.000€ είναι επίσης 13,5%, τότε η επιχείρηση θα πραγματοποιήσει επιπρόσθετα κέρδη ίσα με $0,135(65.000) = 8.775\text{€}$, γεγονός που θα αυξήσει τα συνολικά κέρδη σε $200.000+8.775 = 208.775\text{€}$. Τώρα τα κέρδη ανά μετοχή είναι 66,3 δρχ. ($208.775/1.100.000$).

Η μείωση των κερδών ανά μετοχή κατά 0,01(70-66,3) είναι το πραγματικό κόστος που επιβαρύνει αποκλειστικά τους αρχικούς μετόχους της επιχείρησης και θα πρέπει να λαμβάνεται πάντα υπόψη όταν υπολογίζεται το κόστος των ομολογιακών δανείων με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

7.3 Μετατρέψιμες Ομολογίες

7.3.1 Ορισμός

Οι μετατρέψιμες ομολογίες (convertible bonds) μπορούν, κάτω από συγκεκριμένες συνθήκες, να ανταλλαγούν με κοινές μετοχές κατά την βούληση του κατόχου. Σε αντίθεση με την άσκηση των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών που αποφέρει στην επιχείρηση πρόσθετα κεφάλαια, οι μετατρέψιμες ομολογίες δεν αποφέρουν νέα κεφάλαια. Το ύψος του δανείου αντικαθιστάται στον ισολογισμό της επιχείρησης από ισόποσο κοινό μετοχικό κεφάλαιο.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες σε ορισμένες περιπτώσεις έχουν κάποια χαρακτηριστικά των χρεογράφων σταθερού εισοδήματος όπως οι κοινές ομολογίες και σε άλλες περιπτώσεις έχουν κάποια χαρακτηριστικά των κοινών μετοχών. Οι επενδυτές προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες, γιατί αποτελούν σχετικά ασφαλή επένδυση από άποψη πραγματοποίησης εισοδήματος και επιπλέον παρέχουν την δυνατότητα πραγματοποίησης κεφαλαιακών κερδών όπως οι κοινές μετοχές.

Οι επιχειρήσεις επίσης προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες, γιατί παρέχουν την δυνατότητα άντλησης κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας τα οποία ενδεχομένως να μην

είναι διαθέσιμα με ευνοϊκούς όρους με τη μορφή των απλών δανείων. Επιπρόσθετα η δυνατότητα μετατροπής των ομολογιών σε κοινές μετοχές δίνει την ευκαιρία στη επιχείρηση να βελτιώσει τη κεφαλαιακή της διάρθρωση και να αντλήσει αργότερα πρόσθετα δανειακά κεφάλαια σταθερής επιβάρυνσης.

7.3.2 Δείκτης και τιμή Μετατροπής

Ο δείκτης μετατροπής (conversion rate) ορίζεται με τον αριθμό των μετοχών που θα λάβει ο ομολογιούχος κατά την μετατροπή μίας ομολογίας. Δηλαδή:

$$\text{Δείκτης μετατροπής} = \frac{\text{Ονομαστική αξία ομολογίας}}{\text{Τιμή μετατροπής}}$$

Για παράδειγμα υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α εξέδωσε μία μετατρέψιμη μη εγγυημένη ομολογία ονομαστικής αξίας 10.000 δρχ. Σε οποιαδήποτε στιγμή πριν από τη λήξη της ομολογίας, οι ομολογιούχοι μπορούν να ανταλλάξουν μία ομολογία με κοινές μετοχές στην τιμή των 500δρχ. ανά μετοχή. Δηλαδή:

$$\begin{aligned} \text{Δείκτης μετατροπής} &= \frac{\text{Ονομαστική αξία ομολογίας}}{\text{Τιμή μετατροπής}} \\ &= \frac{30}{1.5} \\ &= 20 \text{ μετοχές} \end{aligned}$$

Εναλλακτικά, η τιμή μετατροπής (conversion price), η οποία καθορίζεται από τη στιγμή της έκδοσης των ομολογιών μπορεί να προκύψει από την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Τιμή μετατροπής} = \frac{\text{Ονομαστική αξία ομολογίας}}{\text{Αριθμός κοινών μετοχών}}$$

Με βάση τα δεδομένα του προηγούμενου παραδείγματος και τον υπολογισθέντα παραπάνω δείκτη μετατροπής, η τιμή μετατροπής της ομολογίας είναι:

$$\begin{aligned} \text{Τιμή μετατροπής} &= \frac{\text{Ονομαστική αξία ομολογίας}}{\text{Αριθμός κοινών μετοχών}} \\ &= \frac{30}{20} \\ &= 1,50 \text{ euro} \end{aligned}$$

Όπως και με τη τιμή άσκησης των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών, η τιμή μετατροπής καθορίζεται πάνω από τη χρηματιστηριακή τιμή της κοινής μετοχής τη στιγμή που γίνεται η έκδοση των μετατρέψιμων ομολογιών. Γενικά, η τιμή και ο δείκτης μετατροπής είναι σταθεροί για όλη την διάρκεια της ομολογίας, αν και μερικές φορές καθορίζεται μία τιμή μετατροπής προοδευτικά αυξανόμενη με την πάροδο του χρόνου.

Ένας άλλος παράγοντας που μπορεί να προκαλέσει μεταβολή στη τιμή και το δείκτη μετατροπής είναι ο όρος που προστατεύει τις μετατρέψιμες ομολογίες από την αραίωση κερδών εξαιτίας της διάσπασης των μετοχών, της διανομής μερίσματος με τη μορφή μετοχών και της πώλησης κοινών μετοχών σε τιμή μικρότερη από τη τιμή μετατροπής. Αυτός ο όρος προβλέπει ότι αν κοινές μετοχές πουλιούνται σε τιμή μικρότερη από την τιμή μετατροπής, τότε η τιμή μετατροπής πρέπει να μειωθεί (και ο δείκτης μετατροπής να αυξηθεί ανάλογα) μέχρι το επίπεδο της τιμής στη οποία η καινούργια μετοχή εκδόθηκε.

Επίσης, αν η μετοχή έχει διασπαστεί ή αν έχει διανεμηθεί μέρισμα σε μετοχές, τότε η τιμή μετατροπής πρέπει να μειωθεί κατά το ποσοστό της διανομής μερίσματος σε μετοχές ή της διάσπασης των μετοχών.

Η προστασία των ομολογιούχων από την αραίωση των κερδών που προέρχεται από την πώληση νέων μετοχών σε τιμές μικρότερες της τιμής μετατροπής μπορεί, ωστόσο, να δημιουργήσει προβλήματα σε μία επιχείρηση. Συγκεκριμένα η μείωση της τιμής μετατροπής θα αυξήσει την αξία των μετατρέψιμων ομολογιών με άμεση

συνέπεια τη μεταφορά πλούτου από τους υπάρχοντες μετόχους στους κατόχους των μετατρέψιμων ομολογιών. Το πρόβλημα αυτό πρέπει να λαμβάνεται υπόψη από επιχειρήσεις που σκοπεύουν να εκδώσουν μετατρέψιμες ομολογίες ή πιστοποιητικά αγοράς μετοχών.

7.3.3. Αξία Μετατροπής

Η αξία μετατροπής (conversion value) είναι η τρέχουσα αξία των μετοχών στις οποίες μπορεί να μετατραπεί μία ομολογία. Η αξία μετατροπής δίνεται από την ακόλουθη εξίσωση:

$$AM = \Delta M \cdot TAM$$

Όπου:

AM = Αξία μετατροπής

ΔM = Δείκτης μετατροπής

TAM = Τρέχουσα αξία μετοχής

Για παράδειγμα, αν υποθέσουμε ότι μία ομολογία με ονομαστική αξία 3€ έχει δείκτη μετατροπής 40 και η μετοχή στην οποία μετατρέπεται έχει τρέχουσα αξία τιμή 0,90€, τότε η αξία μετατροπής της ομολογίας είναι:

$$\begin{aligned} AM &= \Delta M \cdot TAM \\ &= 40 \cdot 1€ \\ &= 40€ \end{aligned}$$

Η αξία μετατροπής όπως προσδιορίζεται παραπάνω είναι η θεωρητική αξία της ομολογίας (theoretical ή intrinsic value). Η πραγματική τρέχουσα τιμή της ομολογίας (actual market value) μπορεί να διαφέρει από την θεωρητική αξία.

Όταν η θεωρητική αξία και η τρέχουσα τιμή είναι ίσες, η μετατρέψιμη ομολογία πουλιέται σε ισοτιμία (at parity). Αν η τρέχουσα τιμή είναι μεγαλύτερη από την θεωρητική αξία, η ομολογία πουλιέται με πριμ ή πάνω από την ισοτιμία. Αντίθετα, αν η τρέχουσα τιμή είναι μικρότερη από τη θεωρητική αξία, η μετατρέψιμη ομολογία πουλιέται με έκπτωση.

Μερικές φορές η ομολογία της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης προκαλεί σύγχυση. Συγκεκριμένα, οι όροι πριμ και έκπτωση έχουν δύο ερμηνείες σε σχέση με τις ομολογίες. Η μία ερμηνεία, την οποία συναντήσαμε στο προηγούμενο κεφάλαιο,

αναφέρεται στη σχέση μεταξύ της τρέχουσας τιμής και της ονομαστικής αξίας της ομολογίας. Για παράδειγμα μία ομολογία με ονομαστική αξία 58€ και τρέχουσα τιμή 70€ πουλιέται με πριμ. Αν η τρέχουσα αξία είναι 48€ η ομολογία πουλιέται με μεγάλη έκπτωση. Όταν οι μετατρέψιμες ομολογίες πουλιούνται πάνω ή κάτω από την ισοτιμία, τότε είναι προτιμότερο να χρησιμοποιείται ο όρος πριμ μετατροπής (conversion premium) ή έκπτωση μετατροπής (conversion discount), προκειμένου να διαφοροποιούνται οι δύο χρήσεις των όρων αυτών.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε μια ομολογία με τρέχουσα τιμή 59€ και δείκτη μετατροπής 40. Αν η τρέχουσα τιμή της μετοχής είναι 1,50€, τότε η αξία μετατροπής είναι:

$$\begin{aligned} AM &= \Delta M \cdot TAM \\ &= 40 \cdot 1,50 \\ &= 60\text{€} \end{aligned}$$

Υπολογίζουμε το πριμ ή έκπτωση μετατροπής διαιρώντας την διαφορά μεταξύ της τρέχουσας τιμής της ομολογίας και της αξίας μετατροπής με την αξία μετατροπής. Δηλαδή:

$$\Pi^* = \frac{TTO - AM}{AM}$$

όπου,

Π^* = Πριμ ή έκπτωση μετατροπής με βάση την τρέχουσα αξία

TTO = Τρέχουσα τιμή ομολογίας

Στο προηγούμενο παράδειγμα το πριμ μετατροπής είναι:

$$\begin{aligned} \Pi^* &= \frac{TTO - AM}{AM} \\ &= \frac{61,50 - 59}{59} \\ &= 5\% \end{aligned}$$

Μία άλλη μέθοδος για τον υπολογισμό του πριμ ή έκπτωσης μετατροπής χρησιμοποιεί την αξία επένδυσης (investment value) η οποία είναι τιμή στην οποία η ομολογία θα πουλιόνταν, αν δεν είχε την δυνατότητα μετατροπής. Με τη μέθοδο αυτή το πριμ ή έκπτωση μετατροπής είναι:

$$\Pi^{**} = \frac{AM - AE}{AE}$$

όπου,

Π^{**} = Πριμ ή έκπτωση μετατροπής με βάση την αξία επένδυσης

AE = Αξία επένδυσης

Αν υποθέσουμε ότι η ομολογία του προηγούμενου παραδείγματος έχει αξία επένδυσης 53€, τότε το πριμ ή η έκπτωση μετατροπής θα είναι:

$$\begin{aligned} \Pi^{**} &= \frac{AM - AE}{AE} \\ &= \frac{59 - 54,30}{54,30} \\ &= 8,1\% \end{aligned}$$

7.3.4. Ανάκληση

Τα περισσότερα μετατρέψιμα ομολογιακά δάνεια προβλέπουν έναν όρο ο οποίος επιτρέπει στην εκδότρια επιχείρηση να ανακαλέσει την έκδοση πριν από την λήξη της (call provision) . Ο όρος αυτός δίνει το δικαίωμα στη εκδότρια επιχείρηση να εξαναγκάσει τους ομολογιούχους να ενεργήσουν σύμφωνα με τις επιθυμίες της.

Υποθέτουμε ότι η τιμή μετατροπής είναι 1,50€, ο δείκτης μετατροπής είναι 20, η τρέχουσα τιμή της κοινής μετοχής αυξήθηκε σε 1,90€ και η τιμή ανάκλησης της μετατρέψιμης ομολογίας είναι 31,50€. Αν η επιχείρηση ανακαλέσει την ομολογία, οι ομολογιούχοι μπορεί είτε να μετατρέψουν τις ομολογίες σε κοινές μετοχές οι οποίες

θα έχουν τρέχουσα αξία ίση με $20(1,90) = 38\text{€}$, είτε να επιτρέψουν στην επιχείρηση να εξοφλήσει την ομολογία με $31,50\text{€}$.

Φυσικά, οι ομολογιούχοι προτιμούν τις 38€ από τις $31,50\text{€}$ και κατά συνέπεια, θα πραγματοποιηθεί η μετατροπή.

Ο όρος ανάκληση δίνει στην επιχείρηση την δυνατότητα να εξαναγκάσει τη μετατροπή, δεδομένου ότι η τρέχουσα αξία της μετοχής είναι μεγαλύτερη από τη τιμή μετατροπής. Όμως, πρέπει να σημειωθεί ότι οι περισσότερες μετατρέψιμες ομολογίες δεν μπορούν να ανακληθούν για μία σχετικά μεγάλη χρονική περίοδο (call protection). Αν η επιχείρηση επιθυμεί να εξαναγκάσει την μετατροπή σε σύντομο χρονικό διάστημα, πρέπει να προσπαθήσει να προσθέσει σχετικό όρο στη σύμβαση του δανείου. Αυτό όμως απαιτεί υψηλότερο επιτόκιο ή χαμηλότερη τιμή μετατροπής.

Η επιχείρηση πρέπει να αποφασίσει, αν και πότε θα ανακαλέσει την έκδοση. Αν ανακληθεί η έκδοση όταν η αξία μετατροπής είναι μικρότερη από την τιμή της μετοχής, οι ομολογιούχοι θα αποδεχτούν την ανάκληση και θα εισπράξουν τη τιμή ανάκλησης. Η επιχείρηση θα υποχρεωθεί σε μία ταμιακή εκροή προκειμένου να εξοφληθεί η έκδοση, ενώ δεν θα πραγματοποιηθεί αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου.

Αν η ανάκληση πραγματοποιηθεί όταν η αξία μετατροπής είναι μεγαλύτερη από την τιμή της μετοχής, οι ομολογιούχοι θα μετατρέψουν τις ομολογίες τους και αν πραγματικά επιθυμούν μετρητά, θα πουλήσουν τις μετοχές που απέκτησαν στη ελεύθερη αγορά. Η επιχείρηση δε θα χρειαστεί μετρητά για να αποσύρει τις ομολογίες, ενώ το δάνειο θα μετατραπεί σε κοινό μετοχικό κεφαλαίο.

Αν η ανάκληση πραγματοποιηθεί όταν η αξία μετατροπής προσεγγίζει την τιμή ανάκλησης, η εκδότρια επιχείρηση θα έχει υλοποιήσει την άριστη πολιτική ανάκλησης. Πρέπει να έχουμε υπόψη ότι μία μετατρέψιμη ομολογία αποτελείται από μία απλή ομολογία και ένα δικαίωμα αγοράς. Έτσι η τρέχουσα αξία μίας μετατρέψιμης ομολογίας είναι το άθροισμα της αξίας του απλού δανείου και της αξίας του δικαιώματος αγοράς. Αυτή η τρέχουσα αξία την οποία καθόρισαν οι δυνάμεις της αγοράς είναι ίση με την τιμή ανάκλησης.

Με άλλα λόγια, η συνολική αξία της επιχείρησης κατανέμεται σε όλους τους κατόχους αξιόγραφων της. Η ανάπτυξη της επιχείρησης αυξάνει τόσο την αξία της κοινής μετοχής όσο και των μετατρέψιμων ομολογιών οι οποίες έχουν δικαίωμα αγοράς μετοχών. Όμως η ύπαρξη αυτού του δικαιώματος μειώνει την αξία της κοινής

μετοχής και όσο μεγαλύτερη είναι η αξία αυτού του δικαιώματος, τόσο χαμηλότερη είναι η αξία της κοινής μετοχής. Ανακαλώντας τις ομολογίες, όταν αξία μετατροπής είναι ίση με την τιμή ανάκλησης, η επιχείρηση αφαιρεί από του ομολογιούχους το δικαίωμα μετατροπής και κατά συνέπεια, τη δυνατότητα των ομολογιούχων για συμμετοχή στη μελλοντική αύξηση της τιμής της μετοχής.

Όταν μία μετατρέψιμη ομολογία μετατρέπεται σε κοινές μετοχές, οποιαδήποτε τιμή μετατροπής που είναι μικρότερη από την τρέχουσα αξία της μετοχής έχει σαν αποτέλεσμα τη μεταφορά πλούτου από τους υπάρχοντες μετόχους στους ομολογιούχους.

7.3.5. Πλεονεκτήματα

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών έχει ορισμένα πλεονεκτήματα για την επιχείρηση. Τα κυριότερα από τα πλεονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα.

Πρώτον, η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών είναι ένας έμμεσος τρόπος χρηματοδότησης με κοινές μετοχές, γιατί οι εκδότες και οι επενδυτές προσδοκούν ότι οι ομολογίες θα μετατραπούν σε μετοχές πριν από τη λήξη τους.

Δεύτερον, οι μετατρέψιμες ομολογίες μπορεί να εκδοθούν όταν οι συνθήκες της αγοράς δεν είναι κατάλληλες για την έκδοση κοινών μετοχών. Μερικές επιχειρήσεις πραγματικά επιθυμούν να πουλήσουν κοινές μετοχές και όχι κάποιο δάνειο, αλλά η μετοχή τους μπορεί να είναι προσωρινά υποτιμημένη. Η επιχείρηση μπορεί να έχει μειωμένα κέρδη εξαιτίας ανάληψης νέων επενδύσεων αλλά αναμένει τα κέρδη να αυξηθούν κατακόρυφα κατά την διάρκεια των επόμενων ετών, αυξάνοντας με τη σειρά τους και την τιμή της μετοχής. Αν πουληθούν σήμερα οι μετοχές, θα χρειαστούν περισσότερες μετοχές για τη συγκέντρωση ενός δεδομένου ποσού χρημάτων. Όμως, αν η τιμή μετατροπής οριστεί 20% πιο πάνω από την τρέχουσα τιμή της μετοχής, τότε θα χρειαστούν 20% λιγότερες μετοχές για τη μετατροπή των ομολογιών.

Τρίτον οι μετατρέψιμες ομολογίες, όπως οι ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, έχουν χαμηλότερο επιτόκιο και λιγότερο περιοριστικούς όρους σε σχέση με τις κοινές ομολογίες επειδή δίνουν τη δυνατότητα στους επενδυτές να συμμετέχουν στην επιτυχία της επιχείρησης. Οι επενδυτές θεωρούν τη δυνατότητα μετατροπής σαν

ένα δικαίωμα αγοράς χαμηλού κόστους και κατά συνέπεια, είναι διατεθειμένοι να δεχτούν μία μικρή μείωση του επιτοκίου των μετατρέψιμων ομολογιών.

Οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν επίσης ορισμένα πλεονεκτήματα για τους επενδυτές. Πρώτον, οι επενδυτές προτιμούν τις μετατρέψιμες ομολογίες γιατί συνδυάζουν την ασφάλεια των απλών ομολογιών και τη δυνατότητα ανάπτυξης μίας κοινής μετοχής. Αν η τιμή των μετοχών μειωθεί, τότε η μετατρέψιμη ομολογία θα πουληθεί στη αξία επένδυσης ή με πριμ πάνω από αυτήν την αξία. Αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί, τότε η μετατρέψιμη ομολογία θα πουληθεί με πριμ ή στην αξία μετατροπής της.

Δεύτερον, οι τόκοι των νεοεκδοθεισών μετατρέψιμων ομολογιών είναι συνήθως μεγαλύτεροι από τα μερίσματα των κοινών μετοχών. Κατά συνέπεια, οι επενδυτές έχουν υψηλότερη απόδοση με μικρότερο κίνδυνο.

7.3.6. Μειονεκτήματα

Η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών έχει όμως και ορισμένα μειονεκτήματα για την επιχείρηση. Τα κυριότερα από τα μειονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα.

Πρώτον, μερικές φορές στερεί τη δυνατότητα πώλησης νέων μετοχών με πριμ. Ορισμένες νέες εκδόσεις μετοχών θεωρούνται συμφέρουσες από τους επενδυτές και έτσι η επιχείρηση θα ήταν σε καλύτερη θέση, αν πουλούσε νέες μετοχές με πριμ παρά μετατρέψιμες ομολογίες.

Δεύτερον, πρέπει να τονιστεί ότι η χρήση μετατρέψιμων ομολογιών δίνει την ευκαιρία στην εκδότρια επιχείρηση να πουλήσει κοινές μετοχές σε μία τιμή υψηλότερη από την τρέχουσα μόνο κάτω από ορισμένες προϋποθέσεις. Για παράδειγμα αν η τιμή της μετοχής αυξηθεί σημαντικά, η επιχείρηση θα διαπιστώσει ότι θα ήταν περισσότερο συμφέρον να έχει χρησιμοποιήσει ένα απλό ομολογιακό δάνειο, παρά το υψηλότερο κόστος του και αργότερα να έχει πουλήσει ορισμένες κοινές μετοχές για να εξοφλήσει το δάνειο.

Τρίτον, οι μετατρέψιμες ομολογίες έχουν συνήθως χαμηλό τοκομερίδιο. Όμως πρέπει να τονιστεί ότι το πλεονέκτημα αυτό χάνεται, αν πραγματοποιηθεί η μετατροπή.

Τέταρτον, η εκδότρια επιχείρηση αναμένει ότι η τιμή της μετοχής θα αυξήσει πάνω από την τιμή μετατροπής και έτσι η μετατροπή των ομολογιών θα γίνει συμφέρουσα για τους ομολογιούχους. Αν όμως τα κέρδη δεν αυξηθούν και μαζί με αυτά δεν αυξηθεί η τιμή της μετοχής, τότε η μετατροπή δεν θα γίνει και η επιχείρηση θα βρεθεί σε δυσχερή θέση λόγω της ύπαρξης σημαντικού χρέους και χαμηλών κερδών.

Για τους επενδυτές η έκδοση μετατρέψιμων ομολογιών έχει δύο μειονεκτήματα. Πρώτον, η πιθανότητα μετατροπής των ομολογιών σε μετοχές μπορεί να δημιουργήσει υπερβάλλουσα προσφορά μετοχών στην αγορά (overhanging issue). Μια αύξηση του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία χωρίς να υπάρχει αντίστοιχη ζήτηση για τις μετοχές αυτές θα προκαλέσει μείωση της τιμής των μετοχών.

Δεύτερον, η μετατροπή των ομολογιών σε κοινές μετοχές μπορεί να καταλήξει σε αραίωση των κερδών. Με άλλα λόγια τι ίδιο ποσόν κερδών και ενεργητικών στοιχείων κατανέμεται τώρα σε ένα μεγαλύτερο αριθμό μετοχών.

7.3.7. Σύγκριση με Πιστοποιητικά Αγοράς Μετοχών

Το μετατρέψιμο δάνειο μπορεί να θεωρηθεί σαν ένα απλό δάνειο με μη αποκοπτόμενα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών. Έτσι, το δάνειο με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών και το μετατρέψιμο δάνειο είναι περίπου τα ίδια χρηματοοικονομικά προϊόντα. Όμως, στην ουσία υπάρχουν αρκετές διαφορές μεταξύ τους.

Πρώτον, η άσκηση των πιστοποιητικών αγοράς μετοχών αποφέρει στη επιχείρηση νέο μετοχικό κεφάλαιο, ενώ η μετατροπή των μετατρέψιμων ομολογιών καταλήγει μόνο σε λογιστική μεταφορά.

Δεύτερον, οι περισσότερες εκδόσεις μετατρέψιμων ομολογιών περιλαμβάνουν τον όρο ανάκληση που επιτρέπει στον εκδότη είτε να εξοφλήσει το δάνειο, είτε να εξαναγκάσει τη μετατροπή, εξαρτώμενα από τη σχέση μεταξύ της αξίας μετατροπής και της τιμής ανάκλησης. Όμως, τα περισσότερα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών δεν είναι ανακλητά. Έτσι οι επιχειρήσεις πρέπει να περιμένουν μέχρι τη λήξη προκειμένου τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών να αποφέρουν νέο μετοχικό κεφάλαιο. Γενικά, οι ημερομηνίες λήξεως διαφέρουν μεταξύ πιστοποιητικών αγοράς

μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών. Τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών συνήθως λήγουν σε σημαντικότερο χρονικό διάστημα σε σύγκριση με τις μετατρέψιμες ομολογίες. Επιπρόσθετα, τα πιστοποιητικά αγοράς μετοχών παρέχουν λιγότερες κοινές μετοχές σε σχέση με τις μετατρέψιμες ομολογίες. Αυτά τα δύο γεγονότα οδηγούν στο συμπέρασμα ότι οι εκδότες ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών ενδιαφέρονται περισσότερο για πώληση δανείων παρά για πώληση κοινού μετοχικού κεφαλαίου.

Γενικά, επιχειρήσεις που εκδίδουν ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών είναι μικρότερες και έχουν υψηλότερο κίνδυνο από εκείνες που εκδίδουν μετατρέψιμες ομολογίες. Η χρήση ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών από τις μικρές επιχειρήσεις οφείλεται στην ανικανότητα των επενδυτών να εκτιμήσουν ικανοποιητικά τον κίνδυνο των μικρών επιχειρήσεων. Οι μικρές επιχειρήσεις είναι συνήθως αναγκασμένες να καθορίζουν υψηλά επιτόκια προκειμένου να προσελκύσουν δανειακά κεφάλαια. Αυτά τα επιτόκια και οι ταμιακές εκροές που συνεπάγονται μπορούν να οδηγήσουν την επιχείρηση σε πτώχευση. Με την έκδοση ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών, οι επενδυτές αποκτούν ένα συνδυασμό πλεονεκτημάτων, ο οποίος αντισταθμίζει τον υψηλό κίνδυνο των μικρών επιχειρήσεων. Αν οι επιχειρήσεις επιτύχουν, τότε η αξία του πιστοποιητικού αγοράς μετοχών θα αυξηθεί και οι επενδυτές θα αντισταθμίσουν το χαμηλό επιτόκιο των ομολογιών τους.

Τέλος, υπάρχει σημαντική διαφορά στο κόστος έκδοσης μεταξύ ομολογιών με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών και μετατρέψιμων ομολογιών. Οι ομολογίες με πιστοποιητικά αγοράς μετοχών έχουν συνήθως υψηλότερο κόστος έκδοσης σε σύγκριση με τις μετατρέψιμες ομολογίες.

7.4 Προθεσμιακά Συμβόλαια

7.4.1. Ορισμός

Τα τελευταία χρόνια χαρακτηρίζονται από την αστάθεια των αγορών κεφαλαίου.

Για παράδειγμα, παρατηρήθηκαν μεγάλες διακυμάνσεις στις αποδόσεις των ομολογιών και στο επίπεδο των τιμών των κοινών μετοχών. Αυτή η αστάθεια έκανε την άσκηση της Χρηματοοικονομικής Διοίκησης περισσότερο δύσκολη σε σχέση με τις δεκαετίες 1950, 1960 και 1970.

Κάτω από τις παραπάνω συνθήκες η πρόβλεψη τόσο των επιτοκίων όσο και του γενικού επιπέδου των τιμών των κοινών μετοχών είναι σχεδόν αδύνατη. Στην περίπτωση αυτή η κύρια επιδίωξη των επιχειρήσεων είναι η ελαχιστοποίηση των δυσμενών επιδράσεων των αποκλίσεων στο κόστος κεφαλαίου μεταξύ της παρούσας στιγμής και του μέλλοντος. Η χρησιμοποίηση προθεσμιακών συμβολαίων μπορεί να βοηθήσει στη λύση του προβλήματος αυτού.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια (futures contracts ή futures) είναι συμφωνίες μεταξύ ενός αγοραστή και ενός πωλητή, οι οποίες αφορούν την παράδοση σε μία προθεσμιακή ημέρα (delivery day) συγκεκριμένης ποσότητας του αντικειμένου της συμφωνίας, σε μία επίσης συμφωνημένη τιμή μονάδας (futures price).

Ο αγοραστής ενός προθεσμιακού συμβολαίου για παράδοση ενός αντικειμένου έχει το δικαίωμα, αλλά και την υποχρέωση, σε αντίθεση με τα χρηματοοικονομικά συμβόλαια, να καταβάλει κατά την προκαθορισμένη ημέρα στον πωλητή το προκαθορισμένο ποσό. Ο διακανονισμός της αξίας ενός προθεσμιακού συμβολαίου γίνεται κατά την ημερομηνία παράδοσης. Κατά την αγορά ενός προθεσμιακού συμβολαίου ο αγοραστής και ο πωλητής καταθέτουν σε ένα ειδικό λογαριασμό ένα ελάχιστο προσυμφωνημένο ποσό (margin requirement) για να εξασφαλιστεί ότι θα τηρηθούν οι αμοιβαίες υποχρεώσεις των συμβαλλομένων μερών.

Το παραπάνω περιθώριο αντιστοιχεί σε ένα ποσοστό της συνολικής ονομαστικής αξίας του προθεσμιακού συμβολαίου, ενώ το ύψος του εξαρτάται από την αστάθεια της τιμής του αντικειμένου του προθεσμιακού συμβολαίου. Κατά τη διάρκεια της ζωής του προθεσμιακού συμβολαίου, καταθέτονται ή εισπράττονται από τον αγοραστή και τον πωλητή συμπληρωματικά ποσά (variation ή maintenance margin), ανάλογα με τη διακύμανση της τρέχουσας αξίας του προθεσμιακού συμβολαίου. Σκοπός των ποσών αυτών είναι η προσαρμογή κάθε φορά του πιστωτικού υπολοίπου του παραπάνω λογαριασμού στην τρέχουσα αξία του αντικειμένου του προθεσμιακού συμβολαίου.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι τυποποιημένα, γεγονός που διευκολύνει ιδιαίτερα τις συναλλαγές και την ανάπτυξη του θεσμού. Για παράδειγμα έχουν τυποποιηθεί, μεταξύ άλλων, οι ημερομηνίες παράδοσης (π.χ. η Τρίτη Παρασκευή των μηνών Μαρτίου, Ιουνίου, Σεπτεμβρίου και Δεκεμβρίου) και τα ποσά των προθεσμιακών συμβολαίων (π.χ. 50.000 δολάρια ή πολλαπλάσιο του ποσού αυτού).

7.4.2. Χρησιμότητα

Τα προθεσμιακά συμβόλαια χρησιμοποιούνται είτε για την πραγματοποίηση κέρδους, είτε για την προστασία από διάφορους κινδύνους (αντιστάθμιση).

7.4.2.1. Πραγματοποίηση Κέρδους

Η κερδοσκοπία συνεπάγεται εκμετάλλευση των μελλοντικών κινήσεων των τιμών. Τα συμβόλαια μπορούν να βοηθήσουν προς αυτήν την κατεύθυνση λόγω της ενσωματωμένης πολλαπλασιαστικής ιδιότητας η οποία ενισχύει τις προσδοκώμενες αποδόσεις.

Με άλλα λόγια ο επενδυτής που αγοράζει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο με σκοπό την πραγματοποίηση κέρδους αποβλέπει στην άνοδο της τιμής μονάδας του αντικειμένου του προθεσμιακού συμβολαίου.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια σπάνια διατηρούνται στο χαρτοφυλάκιο του επενδυτή μέχρι την ημερομηνία εκτέλεσής τους. Στην πράξη δε χρειάζεται να γίνει η παράδοση αυτούσιου του αντικειμένου της συμφωνίας, αφού το προθεσμιακό συμβόλαιο μπορεί να ρευστοποιηθεί στη δευτερεύουσα αγορά ή να ακυρωθεί με αντιστάθμιση των θέσεων των δύο συμβαλλομένων.

Πρέπει να τονιστεί ότι υπάρχει μια πολλαπλασιαστική σχέση μεταξύ του ποσοστού ανόδου της τρέχουσας αξίας ενός προθεσμιακού συμβολαίου και της απόδοσης της επένδυσης (περιθώριο). Βέβαια, για την πραγματοποίηση του σχετικού κέρδους ο αγοραστής πρέπει να ρευστοποιήσει τη θέση του.

Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ο Α αγοράζει από το Β ένα προθεσμιακό συμβόλαιο για παράδοση 100 ουγκιών χρυσού, στην τιμή των 500 δολαρίων ανά

ουγκιά, στις 30-6-X2, με ελάχιστη αρχική κατάθεση 4% επί της ονομαστικής αξίας του συμβολαίου και κάλυψη αποκλίσεων των τιμών κατά 100%.

Κατά την αγορά προθεσμιακού συμβολαίου στις 1-4-X2 ο αγοραστής Α καταθέτει ποσόν 2.000 δολαρίων ($4\% \cdot 100 \cdot 500$) στο ειδικό λογαριασμό. Αν υποθέσουμε ότι την επόμενη ημέρα η τρέχουσα αξία του προθεσμιακού συμβολαίου διαμορφώνεται στα 510 δολάρια ανά ουγκιά χρυσού, ο παραπάνω λογαριασμός θα πρέπει να πιστωθεί με το ποσόν των 1.000 δολαρίων. Το ποσόν αυτό αντιπροσωπεύει τη διαφορά μεταξύ της τρέχουσας αξίας ($510 \cdot 100 = 50.000$) του προθεσμιακού συμβολαίου. Η διαφορά αυτή καταβάλλεται από τον πωλητή.

Αν τώρα ο αγοραστής Α αποφασίσει να ρευστοποιήσει αμέσως τον τίτλο του προθεσμιακού συμβολαίου στον επενδυτή Γ θα εισπράξει $2.000 + 1.000 = 3.000$ δολάρια, δηλαδή θα πραγματοποιήσει κέρδος 1.000 δολαρίων ή 50%. Παρατηρούμε ότι μια αύξηση 2% στην τρέχουσα αξία του προθεσμιακού συμβολαίου ισοδυναμεί με αύξηση 2% στην τρέχουσα αξία του προθεσμιακού συμβολαίου ισοδυναμεί με αύξηση της απόδοσης του αγοραστή Α κατά 50% (πολλαπλασιαστής 25).

Το ύψος του πολλαπλασιαστή εξαρτάται από την ελάχιστη αρχική κατάθεση και την έκταση της κάλυψης των αποκλίσεων των τιμών. Αν η απόκλιση των τιμών καλύπτεται κατά 100% και η ελάχιστη αρχική κατάθεση είναι 2 ή 10%, τότε ο πολλαπλασιαστής είναι 50 ($100 : 2$) ή 10 ($100 : 10$) αντίστοιχα.

Για την πληρέστερη κατανόηση των παραπάνω παραθέτουμε ένα περισσότερο πραγματικό παράδειγμα. Ο Πίνακας 6-1 δείχνει τις τιμές των προθεσμιακών συμβολαίων για ομολογίες δημοσίου στις 6 Μαΐου όπως αυτές εμφανίζονται στην εφημερίδα The Wall Street Journal.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6-1

*Τιμές Προθεσμιακών Συμβολαίων για Ομολογίες Δημοσίου στις 6 Μαΐου
(Προθεσμιακό συμβόλαιο 100.000 δολαρίων, Σε 32 δεύτερα επί %)*

(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)
6ος	100-20	101-11	100-7	100-16	-13	7,950	+0,041	188.460
9ος	99-25	100-18	99-16	99-24	-11	8,025	+0,034	42.622
12ος	99-00	99-24	98-24	98-30	-10	8,108	+0,032	5.207

Η πρώτη στήλη δίνει το μήνα παράδοσης, ενώ οι επόμενες τρεις δίνουν τις τιμές ανοίγματος, υψηλή και χαμηλή του προθεσμιακού συμβολαίου για τους αντίστοιχους μήνες όπως αυτές διαμορφώθηκαν στο Χρηματιστήριο στις 6 Μαΐου. Η τιμή ανοίγματος για προθεσμιακό συμβόλαιο Ιουνίου είναι 100-20 που σημαίνει 100+20/32% ή 100,625% της ονομαστικής αξίας. Η πέμπτη στήλη δίνει τη τιμή κλεισίματος (settlement price) που καθορίζεται από το Χρηματιστήριο στο τέλος των συναλλαγών κάθε ημέρας. Η έκτη στήλη δίνει τη μεταβολή στη τιμή κλεισίματος από την προηγούμενη ημέρα συναλλαγών (το προθεσμιακό συμβόλαιο Ιουνίου μειώθηκε κατά 13/32%). Η έβδομη στήλη δίνει την απόδοση των ομολογιών με επιτόκιο 8% στην τιμή κλεισίματος από την προηγούμενη ημέρα συναλλαγών. Τέλος, η ένατη στήλη δείχνει το «ανοιχτό ενδιαφέρον» το οποίο είναι ο αριθμός των συμβολαίων σε κυκλοφορία στις 6 Μαΐου.

Υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α σκοπεύει να αγοράσει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο για ομολογίες δημοσίου διάρκειας 20 ετών, ύψους 100.000 δολαρίων, επιτοκίου 8% και καταβολής τόκων εξαμηνιαίως. Στις 6 Μαΐου η τιμή κλεισίματος για ομολογίες δημοσίου παράδοσης Δεκεμβρίου ήταν 98-30 ή 98+30/32% επί της αξίας του προθεσμιακού συμβολαίου των 100.000 δολαρίων. Με άλλα λόγια η τιμή των προθεσμιακών συμβολαίων έκλεισε στα 98,9375, ή 0,989375 (100,00) = 98.937,50 δολάρια. Η τιμή του προθεσμιακού συμβολαίου μειώθηκε κατά 10/32%(100.000) = 312,50 δολάρια από την προηγούμενη ημέρα. Η τελική απόδοση του συμβολαίου ήταν 8,108% και αυξήθηκε κατά 0,032% από την προηγούμενη ημέρα. Τέλος, υπήρχαν 5.207 συμβόλαια σε κυκλοφορία για παράδοση το Δεκέμβριο, τα οποία αντιπροσωπεύουν μία συνολική αξία 520.000.000 δολαρίων.

Κατά συνέπεια, στις 6 Μαΐου, τα προθεσμιακά συμβόλαια για παράδοση το Δεκέμβριο (επτάμηνα κεφάλαια) των παραπάνω ομολογιών πουλιόνταν προς 98.937,50 δολάρια, έναντι ονομαστικής αξίας 100.000 δολαρίων που μεταφράζεται σε απόδοση στη λήξη 8,1% περίπου. Η απόδοση αυτή υπολογίζεται με την ακόλουθη εξίσωση:

$$989.375 = \sum_{\tau=1}^{40} \frac{40}{(1 + K_{\delta/2})^{\tau}} + \frac{1000}{(1 + K_{\delta/2})^{40}}$$

Η παραπάνω απόδοση αντικατοπτρίζει τις απόψεις των επενδυτών το Μάιο για το επίπεδο των επιτοκίων που θα επικρατήσει το Δεκέμβρη. Η τρέχουσα απόδοση των ομολογιών του δημοσίου στις 6 Μαΐου ήταν 7,9%. Έτσι οι επενδυτές στις αγορές των προθεσμιακών συμβολαίων προέβλεπαν μία αύξηση 0,2 στις αποδόσεις μέσα στους επόμενους 7 μήνες.

Υποθέτουμε τώρα ότι τρεις μήνες αργότερα, στις 6 Αυγούστου, το επιτόκιο στην αγορά των συμβολαίων μειώθηκε σε σχέση με τα επίπεδα του Μαΐου από 8,1 σε 7,5%. Η πτωτική τάση των επιτοκίων καταλήγει σε αύξηση των τιμών των ομολογιών. Έτσι το προθεσμιακό συμβόλαιο για παράδοση το Δεκέμβριο θα αξίζει τώρα 105.138 δολάρια. Η αξία του συμβολαίου έχει αυξηθεί κατά $105.138 - 98.938 = 6.200$ δολάρια.

Όταν αγοράζονται προθεσμιακά συμβόλαια, ο αγοραστής δεν είναι αναγκασμένος να διαθέσει όλο το ποσό της τιμής αγοράς. Αντίθετα, όπως αναφέρθηκε παραπάνω, ο αγοραστής είναι υποχρεωμένος να καταθέσει ένα αρχικό περιθώριο για κάθε προθεσμιακό συμβόλαιο. Έστω, ότι στο παραπάνω παράδειγμα, η επιχείρηση Α είναι υποχρεωμένη να καταθέσει 3.000 δολάρια για κάθε προθεσμιακό συμβόλαιο των 100.000 δολαρίων. Επίσης οι επενδυτές είναι υποχρεωμένοι να διατηρούν μία συγκεκριμένη αξία στον λογαριασμό περιθωρίου (περιθώριο διατήρησης). Αν η αξία του προθεσμιακού συμβολαίου μειώνεται, τότε ο ιδιοκτήτης πρέπει να προσθέσει επιπλέον κεφάλαια στο λογαριασμό αυτό. Η αξία του προθεσμιακού συμβολαίου ελέγχεται στο τέλος κάθε εργάσιμης ημέρας και οι προσαρμογές στο λογαριασμό του περιθωρίου γίνονται ταυτόχρονα.

Η επιχείρηση Α, αν πουλήσει τον Αύγουστο το προθεσμιακό συμβόλαιο που αγόρασε το Μάιο, θα είχε μειωθεί και ο επενδυτής θα έχανε 3.000 δολάρια ή περισσότερα.

Μερικές φορές τα προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων εκκαθαρίζονται με την παραλαβή των χρεογράφων. Η συναλλαγή ολοκληρώνεται με την επαναπώληση του συμβολαίου στον αρχικό πωλητή. Τα πραγματικά κέρδη ή ζημιές του συμβολαίου πραγματοποιούνται, όταν το συμβόλαιο έχει οριστικοποιηθεί.

7.4.2.2. Αντιστάθμιση

Τα προθεσμιακά συμβόλαια χρησιμοποιούνται επίσης σαν μέσο αντιστάθμισης

των κινδύνων που προκύπτουν από διακυμάνσεις στις τιμές των εμπορευμάτων, στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, στα επιτόκια κ.λ.π. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση που επιθυμεί να εξασφαλίσει από το ενδεχόμενο να μειωθεί η αξία των αποθεμάτων της στο προσεχές τρίμηνο λόγω ενεχόμενης πτωτικής πορείας των τιμών, θα πρέπει να προχωρήσει στην πώληση ενός προθεσμιακού συμβολαίου (short hedge) για παράδοση ανάλογης ποσότητας των παραπάνω αποθεμάτων σε μία συγκεκριμένη τιμή. Ενδεχόμενη ζημία της επιχείρησης αυτής από πτώση της τιμής των αποθεμάτων θα αντισταθμιστεί μερικώς τουλάχιστον από το κέρδος που θα πραγματοποιήσει από το προθεσμιακό συμβόλαιο.

Αντίθετα ένας έμπορος, προκειμένου να εγγυηθεί σε έναν πελάτη του την τιμή πώλησης μιας ποσότητας εμπορευμάτων σε τρεις μήνες, αγοράζει ένα προθεσμιακό συμβόλαιο (long hedge) για παράδοση όσης ποσότητας του ίδιου εμπορεύματος σε χρόνο που συμπίπτει με την εκτέλεση της συγκεκριμένης παραγγελίας. Στην περίπτωση αυτή ο έμπορος εξασφαλίζεται από τον ενδεχόμενο η τρέχουσα τιμή του εμπορεύματος μετά από τρεις μήνες να είναι μεγαλύτερη από την τιμή που έχει εγγυηθεί στον πελάτη του, με αποτέλεσμα να ζημιωθεί αγοράζοντας το εμπόρευμα σε τιμή υψηλότερη από τη συμφωνημένη τιμή πώλησης.

Για την πληρέστερη κατανόηση της λειτουργίας της αντιστάθμισης, συνεχίζουμε το παραπάνω παράδειγμα της επιχείρησης Α. Υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Α σχεδιάζει να εκδώσει ομολογίες διάρκειας 20 ετών ύψους 10.000.000 δολαρίων το Σεπτέμβριο, προκειμένου να χρηματοδοτήσει ένα επενδυτικό σχέδιο. Το επιτόκιο θα ήταν 10%, αν οι ομολογίες εκδίδονταν σήμερα, 6 Μαΐου. Με συντελεστή προεξόφλησης το επιτόκιο αυτό το επενδυτικό σχέδιο έχει θετική καθαρή παρούσα αξία. Όμως η επιχείρηση Α εκτιμά ότι τα επιτόκια μπορεί να αυξηθούν μέσα στους επόμενους 4 μήνες. Στην περίπτωση αυτή, όταν η έκδοση πουληθεί, η επιχείρηση θα έχει κόστος μεγαλύτερο από 10%, γεγονός που ενδεχομένως θα κάνει την επένδυση μη βιώσιμη.

Υπενθυμίζουμε ότι η αύξηση των επιτοκίων μειώνει τις τιμές των ομολογιών και έτσι την αξία των αντίστοιχων προθεσμιακών συμβολαίων. Κατά συνέπεια, η επιχείρηση πρέπει να προχωρήσει στη πώληση ενός προθεσμιακού συμβολαίου. Το προθεσμιακό συμβόλαιο θα αναφέρεται σε χρεόγραφα όσο το δυνατόν περισσότερο όμοια με αυτά που σχεδιάζει να εκδώσει η επιχείρηση, δηλαδή μακροπρόθεσμες

ομολογίες. Ενδεχομένως η επιχείρηση θα επιλέξει να αντισταθμιστεί με συμβόλαιο ομολογιών δημοσίου. Η επιχείρηση θα πουλήσει $10.000.000/100.000=100$ συμβόλαια ομολογιών δημοσίου με παράδοση το Σεπτέμβριο. Στη συνέχεια, η επιχείρηση θα χρειαστεί να καταθέσει $100(3.000) = 300.000$ δολάρια στο λογαριασμό περιθωρίου. Παρατηρούμε στον Πίνακα 6-1 ότι κάθε προθεσμιακό συμβόλαιο για παράδοση το Σεπτέμβριο έχει αξία $99+24/32\%$ και έτσι η συνολική αξία των 100 συμβολαίων είναι $0,9975(100.000)(100)=9.975.000$ δολάρια.

Υποθέτουμε, ότι το επιτόκιο του ομολογιακού δανείου της επιχείρησης αυξάνεται κατά 1% μέσα στους επόμενους 4 μήνες. Η ομολογία της επιχείρησης με επιτόκιο 10% θα αποφέρει καθαρές εισπράξεις μόνο 920 δολάρια ανά ομολογία, γιατί οι επενδυτές θα απαιτούν τώρα απόδοση 11%. Έτσι, η επιχείρηση θα χάσει εισπράξεις $80(10.00)=800.00$ δολάρια, σαν αποτέλεσμα καθυστέρησης της χρηματοδότησης. Όμως, η αύξηση των επιτοκίων θα αποφέρει επίσης μία αλλαγή στην αξία των προθεσμιακών συμβολαίων. Αφού τα επιτόκια αυξήθηκαν, η αξία των προθεσμιακών συμβολαίων θα μειωθεί και αν τα επιτόκια στα προθεσμιακά συμβόλαια επίσης αυξηθούν κατά μία ποσοστιαία μονάδα, από 8,025 σε 9,025, η αξία του προθεσμιακού συμβολαίου θα μειωθεί σε 9.059.000 δολάρια. Η επιχείρηση θα κλείσει τη θέση της στην προθεσμιακή αγορά επαναγοράζοντας για 9.059.000 δολάρια τα προθεσμιακά συμβόλαια τα οποία πούλησε προς 9.975.000 δολάρια, γεγονός που θα της επιτρέψει ο να πραγματοποιήσει ένα κέρδος ύψους 916.000 δολαρίων μείον τις προμήθειες.

Έτσι, η επιχείρηση έχει, αν αγνοήσουμε τις προμήθειες και το κόστος ευκαιρίας του λογαριασμού περιθωρίου, αντισταθμίζει την ζημία της ομολογιακής έκδοσης. Στην πραγματικότητα, πέρα από την αντιστάθμιση της ζημίας, θα έχει εισπράξει ένα επιπλέον ποσόν της τάξεως των 116.000 δολαρίων. Αν το επιτόκιο είχε μειωθεί, η επιχείρηση θα ζημιωνόταν από την προθεσμιακή της θέση. Όμως, αυτή η ζημία θα είχε αντισταθμιστεί από το γεγονός ότι η επιχείρηση μπορούσε να είχε πουλήσει τώρα τις ομολογίες τις σε χαμηλότερη απόδοση. Αν υπήρχαν προθεσμιακά συμβόλαια για τις ομολογίες της επιχείρησης A, τότε η επιχείρηση θα μπορούσε να διαμορφώσει μία τέλεια αντιστάθμιση της οποίας τα κέρδη από προθεσμιακά συμβόλαια θα αντιστάθμιζαν ακριβώς τις ζημίες που οφείλονται στην αύξηση των επιτοκίων. Στην πραγματικότητα, είναι αδύνατον να διαμορφωθεί μία τέλεια αντιστάθμιση, επειδή

στις περισσότερες περιπτώσεις το αντικείμενο δεν είναι ακριβώς το ίδιο με αυτό του προθεσμιακού συμβολαίου.

Παρομοίως, αν η επιχείρηση σχεδίαζε μία αύξηση μετοχικού κεφαλαίου και αν οι μετοχές της συμπεριφερόταν όπως ένας χρηματιστηριακός δείκτης με τον οποίο τα προθεσμιακά συμβόλαια συνδέονται, η επιχείρηση θα μπορούσε να αντισταθμιστεί έναντι μείωσης των τιμών των μετοχών με την πώληση ενός προθεσμιακού συμβολαίου χρηματιστηριακού δείκτη.

7.4.3 Κατηγορίες

Τα προθεσμιακά συμβόλαια διακρίνονται σε δύο κατηγορίες. Στα προθεσμιακά συμβόλαια εμπορευμάτων (commodity futures) και στα χρηματοοικονομικά προθεσμιακά συμβόλαια (financial futures). Τα πρώτα καλύπτουν διάφορες κατηγορίες εμπορευμάτων, όπως δημητριακά, ηλιόσπορους, κρέατα, μέταλλα, ζώα, ξυλεία κ.λ.π. . Τα δεύτερα, τα οποία άρχισαν να εμπορεύονται το 1975, περιλαμβάνουν βραχυπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα έντοκα γραμμάτια δημοσίου, πιστοποιητικά καταθέσεων, καταθέσεις σε Ευρωδολάρια, ξένα νομίσματα και χρηματιστηριακούς δείκτες.

7.4.4. Σύγκριση με χρηματοοικονομικά Δικαιώματα

Τα προθεσμιακά συμβόλαια είναι μία ορισμένη συμφωνία στην οποία ο ένας των συμβαλλόμενων αγοράζει ένα αντικείμενο σε μία συγκεκριμένη ημερομηνία και σε μία συγκεκριμένη τιμή και ο άλλος συμφωνεί να πουλήσει με τους ίδιους όρους. Ανεξάρτητα με τη διακύμανση της τιμής οι συμβαλλόμενοι πρέπει να εκτελέσουν το προθεσμιακό συμβόλαιο στην προκαθορισμένη τιμή.

Το χρηματοοικονομικό δικαίωμα, από την άλλη μεριά, απλώς δίνει το δικαίωμα σε κάποιον να αγοράσει (δικαίωμα αγοράς) ή να πουλήσει (δικαίωμα πώλησης), αλλά ο κάτοχος του δικαιώματος δεν είναι υποχρεωμένος να ολοκληρώσει τη συναλλαγή.

7.5 Ανταλλαγές

7.5.1. Ορισμός

Η ανταλλαγή (swap) είναι μία συμφωνία μεταξύ δύο ή περισσότερων μερών να ανταλλάξουν υποχρεώσεις πληρωμών ή δικαιώματα είσπραξης, ορισμένου ποσού και διάρκειας στο ίδιο ή και σε διαφορετικά νομίσματα. Η ανταλλαγή αυτή έχει σκοπό την αποκόμιση αμοιβαίου κέρδους, την προστασία από τον συναλλαγματικό κίνδυνο και την προστασία από τον κίνδυνο μεταβολής επιτοκίων. Αυτά επιτυγχάνει χάρη στην αξιοποίηση των συγκριτικών πλεονεκτημάτων που έχουν οι συμβαλλόμενοι στις διάφορες αγορές.

7.5.2. Είδη Ανταλλαγών

Οι ανταλλαγές διακρίνονται ανάλογα με το αντικείμενο που αφορούν και ανάλογα με τη μορφή των δικαιωμάτων ή υποχρεώσεων που ανταλλάσσονται.

7.5.2.1. Αντικείμενο

Με βάση το αντικείμενο διακρίνουμε ανταλλαγή απαιτήσεων (asset swaps) αναφέρεται σε ανταλλαγή στοιχείων ενεργητικού των συναλλασσόμενων μερών (π.χ. δύο τράπεζες ανταλλάσσουν δανειακές απαιτήσεις τους έναντι πελατών τους). Η ανταλλαγή υποχρεώσεων (liability swaps) αναφέρεται σε ανταλλαγή στοιχείων παθητικού των συναλλασσόμενων μερών (π.χ. δύο επιχειρήσεις ανταλλάσσουν δανειακές υποχρεώσεις τους έναντι τραπεζών).

7.5.2.2. Δικαιώματα ή υποχρεώσεις

Με βάση την ειδικότερη μορφή των υποχρεώσεων ή δικαιωμάτων που ανταλλάσσονται κάθε φορά, διακρίνουμε τέσσερα είδη ανταλλαγών: ανταλλαγή

επιτοκίων, ανταλλαγή νομισμάτων, ανταλλαγή εμπορευμάτων και σύνθετες ανταλλαγές.

Ανταλλαγή επιτοκίων. Η ανταλλαγή επιτοκίων (interest rate swap) αναφέρεται σε ανταλλαγή υποχρεώσεων πληρωμής ή δικαιωμάτων είσπραξης μόνο τόκων και όχι κεφαλαίων. Η ανταλλαγή επιτοκίων εμφανίζεται με δύο μορφές.

Πρώτον, ανταλλαγή υποχρεώσεων πληρωμής ή δικαιωμάτων είσπραξης μόνο τόκων που αντιστοιχούν σε ίδια ποσά του αυτού νομίσματος, αλλά που υπολογίζονται με βάση επιτόκιο διαφορετικού είδους (coupon swap). Για παράδειγμα, ο ένας συμβαλλόμενος έχει υποχρέωση πληρωμής (ή δικαιωμάτων είσπραξης) τόκων που υπολογίζονται με βάση σταθερό επιτόκιο, ενώ ο άλλος έχει αντίστοιχη υποχρέωση πληρωμής (ή δικαίωμα είσπραξης) τόκων που υπολογίζονται με βάση κυμαινόμενο επιτόκιο.

Δεύτερον, ανταλλαγή υποχρεώσεων πληρωμής (ή και δικαιωμάτων είσπραξης) τόκων για ίσα ποσά που εκτοκίζονται με κυμαινόμενα επιτόκια τα οποία (επιτόκια) έχουν διαφορετική βάση αναφοράς. Για παράδειγμα, ο ένας συμβαλλόμενος έχει επιτόκιο αναφοράς το Libor, ενώ ο άλλος το Lombard.

Ανταλλαγή νομισμάτων. Η ανταλλαγή νομισμάτων (currency swap) αναφέρεται σε συμφωνία ανταλλαγής καθορισμένων ποσών διατυπωμένων σε διαφορετικά νομίσματα, στην τρέχουσα (συνήθως) συναλλαγματική ισοτιμία, με ταυτόχρονη ανάληψη της υποχρέωσης να αντιστρέψουν την ανταλλαγή αυτή σε προκαθορισμένο μελλοντικό χρονικό σημείο και σε κάποια επίσης προκαθορισμένη συναλλαγματική ισοτιμία (που μπορεί να είναι είτε η ίδια είτε η διαφορετική από την τρέχουσα). Η ανταλλαγή αυτή καλύπτει και την πληρωμή των τόκων που αναλογούν στα ποσά που ανταλλάσσονται.

Ανταλλαγή εμπορευμάτων. Η ανταλλαγή εμπορευμάτων (commodity swaps) αναφέρεται σε ανταλλαγή δεικτών εμπορευμάτων (π.χ. London Metal Exchange Index και West Texas Intermediate Oil Index). Στην περίπτωση αυτή το ύψος των υποχρεώσεων (ή δικαιωμάτων) καθορίζεται κάθε φορά με βάση τους δείκτες αυτούς.

Σύνθετες ανταλλαγές. Οι σύνθετες ανταλλαγές αποτελούν συνδυασμούς ειδών ανταλλαγών που αναφέρθηκαν για παράδειγμα, ανταλλαγές επιτοκίων-νομισμάτων (cross-currency interest rate swap). Πρόκειται για ανταλλαγή επιτοκίων με τη διαφορά ότι τα ποσά των πληρωμών (ή εισπράξεων) έχουν εκφραστεί σε διαφορετικά

νομίσματα, δηλαδή είναι ένας συνδυασμός ανταλλαγής επιτοκίων και ανταλλαγής νομισμάτων.

Ένα άλλο παράδειγμα σύνθετης ανταλλαγής είναι ο συνδυασμός τριών ειδών ανταλλαγών π.χ. ανταλλαγής επιτοκίων, ανταλλαγής νομισμάτων και ανταλλαγής επιτοκίων-νομισμάτων (cocktail ή three-corner swap).

7.5.3 Λειτουργία Ανταλλαγών Επιτοκίων

Για το παρόν κεφάλαιο ενδιαφέρον παρουσιάζουν κυρίως οι ανταλλαγές επιτοκίων. Έτσι, στη συνέχεια θα παραθέσουμε ένα παράδειγμα για κάθε μορφή από το είδος αυτό των ανταλλαγών.

Έστω ότι μία βιομηχανική επιχείρηση Α ενδιαφέρεται να δανειστεί με σταθερό επιτόκιο, γιατί αυτό της επιτρέπει να διατηρεί σε όλη τη διάρκεια του δανείου σταθερό το χρηματοοικονομικό της κόστος, γεγονός που διευκολύνει τις διαδικασίες λήψεως αποφάσεων, προγραμματισμού και ελέγχου της δράσεως της. Η επιχείρηση αυτή μπορεί να δανειστεί είτε με σταθερό επιτόκιο 12% είτε με κυμαινόμενο επιτόκιο Libor+0,75%.

Η τράπεζα Β επιθυμεί να αντλήσει κεφάλαια από χρηματαγορά με κυμαινόμενο επιτόκιο (επειδή οι πελάτες της ενδιαφέρονται για χρηματοδότηση με κυμαινόμενο επιτόκιο). Η τράπεζα αυτή μπορεί να δανειστεί με σταθερό επιτόκιο 10,8% και με κυμαινόμενο επιτόκιο Libor+0,25%.

Η τράπεζα Β έχει υψηλότερη φερεγγυότητα από την επιχείρηση, έτσι είναι σε θέση να εξασφαλίσει δανεισμό με ευνοϊκότερους όρους, είτε με σταθερό είτε με κυμαινόμενο επιτόκιο, δηλαδή έχει απόλυτο πλεονέκτημα και στις δύο περιπτώσεις. Το απόλυτο αυτό πλεονέκτημα αντιστοιχεί σε 1,2% αναφορικά με το σταθερό επιτόκιο (12%-10,8%) και σε 0,50% αναφορικά με κυμαινόμενο επιτόκιο (Libor+0.75%-Libor+0,25%). Αυτό σημαίνει ότι η τράπεζα Β διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα στο δανεισμό με σταθερό επιτόκιο, γιατί με αυτό το επιτόκιο η ευνοϊκή διαφορά επιτοκίων είναι μεγαλύτερη (1,2% έναντι 0,50%). Η επιχείρηση Α διαθέτει συγκριτικό πλεονέκτημα στο δανεισμό με κυμαινόμενο επιτόκιο, γιατί με αυτό το επιτόκιο η δυσμενής διαφορά επιτοκίων είναι μικρότερη (0,50 έναντι 1,2%).

Στην αρχή η τράπεζα Β και η επιχείρηση Α θα δανειστούν ισόποσα από την πρωτογενή αγορά με σταθερό επιτόκιο 10,8% και με κυμαινόμενο επιτόκιο $Libor+0,75\%$ αντίστοιχα. Στην συνέχεια η επιχείρηση Α θα καταβάλλει στη τράπεζα Β τόκους που αναλογούν σε επιτόκιο 11% και η τελευταία θα καταβάλλει αντίστοιχα στη εταιρία Α τόκους που αντιστοιχούν στο $Libor$. Με τον τρόπο αυτό όπως φαίνεται στο Πίνακα 6-2 η επιχείρηση Α δανείζεται τελικά με σταθερό επιτόκιο σύμφωνα με την επιθυμία της, αλλά με κόστος χαμηλότερο (επιτόκιο 11,75% αντί 12% με το οποίο θα μπορούσα να δανειστεί απευθείας από τη μία τράπεζα). Η τράπεζα Β δανείζεται τελικά με κυμαινόμενο επιτόκιο σύμφωνα με την επιθυμία της, αλλά με κόστος χαμηλότερό ($Libor-0,20\%$ αντί $Libor+0,25\%$ που θα μπορούσε να επιτύχει με απευθείας δανεισμό).

Παρατηρούμε ότι η χρησιμοποίηση του μηχανισμού ανταλλαγών μείωσε το κόστος δανεισμού τόσο της επιχείρησης Α όσο και της τράπεζας Β. Το συνολικό κέρδος ίσο με τη διαφορά των απόλυτων πλεονεκτημάτων που έχει η τράπεζα Β έναντι της εταιρίας Α, δηλαδή $1,2\%-0,5\%=0,7\%$. Η τράπεζα Β καρπώνεται το μεγαλύτερο μέρος από αυτό κέρδος (0,45%), γιατί η συγκεκριμένη ανταλλαγή στηρίχθηκε στην υψηλή φερεγγυότητας της τόσο στην αγορά σταθερού όσο και στην αγορά κυμαινόμενου επιτοκίου. Το υπόλοιπο κέρδος (0,25%) αποτελεί το όφελος της επιχείρησης Α από την ανταλλαγή αυτή.

ΠΙΝΑΚΑΣ 6-2

Ανταλλαγή Επιτοκίων Ίσων Ποσών και Ίδιου Νομίσματος

Δάνειο	Επιχείρηση Α	Τράπεζα Β
Σκοπός	Σταθερό επιτόκιο	Κυμαινόμενο επιτόκιο
Δυνατότητες	12% $L+0,25\%$	$L+0,75\%$ 10,8%
Επιλογή	Μεταβλητό επιτόκιο	Σταθερό επιτόκιο
Κόστος	$L+0,75\%$	10,8%
Τελικό κόστος	$-(L+0,75\%) -11\% +L=-$ 11,75%	$-10,8\% -L +11,0\%=-$ ($L-$ 0,2%)
Τελικό κέρδος $L=Libor$	$12\%-11,75\%=0,25\%$	$(L+0,25\%)-$ ($L-$ 0,2%) $=0,45\%$

Τώρα θα αναλύσουμε τη λειτουργία της δεύτερης μορφής ανταλλαγής επιτοκίων, δηλαδή όταν οι τόκοι αναφέρονται σε ίσα ποσά που εκτοκίζονται με κυμαινόμενα επιτόκια τα οποία (επιτόκια) έχουν διαφορετική βάση αναφοράς. Για παράδειγμα, έστω ότι ο αμερικάνικος χρηματοπιστωτικός οργανισμός Α εισπράττει από τη πελατεία του τόκους με βάση το επιτόκιο των εντόκων γραμματίων του αμερικάνικου Δημοσίου (Tα-bill rate) αντίστοιχης διάρκειας. Ο ίδιος οργανισμός καταβάλει στους αναχρηματοδότες τους τόκους υπολογίζοντάς τους με βάση το Libor. Είναι προφανές ότι ο οργανισμός αυτός είναι εκτεθειμένος στο κίνδυνο ανόδου του Libor (που αντιπροσωπεύει το κόστος αναχρηματοδότησης του) έναντι του επιτοκίου έντοκων γραμματίων αμερικάνικου δημοσίου, με βάση το οποίο υπολογίζονται τα έσοδα του από τόκους χορηγήσεων. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να αντισταθμιστεί με την αντικατάσταση του Libor (βάση υπολογισμού των πληρωμών των τόκων προς του αναχρηματοδότες) με το επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του αμερικάνικου δημοσίου, οπότε το επιτόκιο βάσης θα είναι το ίδιο για το καθορισμό τόσο των εισπράξεων όσο και των πληρωμών.

Υποθέτουμε ότι η επιχείρηση Β πραγματοποιεί πληρωμές τόκων με βάση το επιτόκιο των έντοκων γραμματίων του αμερικάνικου Δημοσίου και επιθυμεί να αντικαταστήσει τη σημερινή βάση με το Libor. Επιπρόσθετα υποθέτουμε ότι ο οργανισμός Α μπορεί να δανειστεί είτε με Libor+0,25% είτε με T-bill rate+0,70%, ενώ η επιχείρηση μπορεί να δανειστεί είτε με Libor+0,8% είτε με T-bill rate+1%.

Ο οργανισμός Α έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στο δανεισμό με Libor+0,25% (η διαφορά με την επιχείρηση Β είναι 0,55%), ενώ η επιχείρηση Β έχει συγκριτικό πλεονέκτημα στο δανεισμό με Tα-bill rate+1%(η διαφορά με τον οργανισμό Α είναι 30%). Τόσο ο οργανισμός όσο και η επιχείρηση θα δανειστούν με επιτόκιο που έχουν συγκριτικό πλεονέκτημα και μετά θα κάνουν ανταλλαγή των πληρωμών τόκων, επιτυγχάνοντας δανεισμό με την επιθυμητή βάση του επιτοκίου (Tα-bill rate ο οργανισμός και Libor η επιχείρηση) και όρους περισσότερο συμφέροντες έναντι αυτών που μπορούν να επιτύχουν με απευθείας δανεισμό.

ΜΕΡΟΣ ΤΡΙΤΟ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΟΓΔΩΟ: ΤΡΑΠΕΖΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

8.1 Τραπεζικά Δάνεια

Στις Ηνωμένες Πολιτείες της Αμερικής, τα τραπεζικά δάνεια είναι η δεύτερη (μετά τις εμπορικές πιστώσεις) από άποψη σπουδαιότητας πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Στη συνέχεια αναπτύσσονται τα χαρακτηριστικά και το κόστος των τραπεζικών δανείων καθώς και διάφορα κριτήρια επιλογής της τράπεζας που θεωρείται κατάλληλη για τις ανάγκες του δανειζόμενου.

8.2 Χαρακτηριστικά

Τα κύρια χαρακτηριστικά των τραπεζικών δανείων είναι η σύμβαση δανείου, τα αντισταθμιστικά υπόλοιπα και οι δεσμεύσεις δανείου (όριο πίστωσης και συμφωνία ανακυκλούμενης πίστωσης).

8.2.1 Σύμβαση Δανείου

Η σύμβαση δανείου περιλαμβάνει το ποσόν, τη διάρκεια, το επιτόκιο, το πρόγραμμα εξόφλησης (εφάπαξ ή σε δόσεις), τις εγγυήσεις και οποιουδήποτε άλλους όρους του δανείου, τους οποίους η τράπεζα και ο δανειστής έχουν συμφωνήσει. όταν υπογραφεί η σύμβαση, η τράπεζα πιστώνει το λογαριασμό του δανειζόμενου με το ποσόν του δανείου, γεγονός που αυξάνει τους λογαριασμούς διαθέσιμων και δανείων της επιχείρησης.

8.2.1.1 Αντισταθμιστικά Υπόλοιπα

Ορισμένες φορές, οι τράπεζες απαιτούν από τους δανειζόμενους να αφήσουν σε κατάθεση ένα μέρος του δανείου. Αυτό το ποσόν ονομάζεται αντισταθμιστικό υπόλοιπο και έχει σαν συνέπεια την αύξηση του πραγματικού επιτοκίου του δανείου.

8.2.1.2 Δεσμεύσεις δανείου

Οι δεσμεύσεις δανείου (restrictive covenants) είναι συμφωνίες μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους, οι οποίες καλύπτουν ορισμένες συνθήκες κάτω από τις οποίες μπορούν να χορηγηθούν δάνεια. Οι δεσμεύσεις αυτές λαμβάνουν διάφορες μορφές μεταξύ των οποίων περιλαμβάνονται το όριο πίστωσης και οι ανακυκλούμενες πιστώσεις.

Όριο πίστωσης. Το όριο πίστωσης (credit line) είναι μία συμφωνία μεταξύ της τράπεζας και του πελάτη με την οποία καθορίζεται το μέγιστο ποσόν, το οποίο μπορεί ο πελάτης να δανειστεί οποιαδήποτε στιγμή μέσα σε μία ορισμένη περίοδο, συνήθως ένα χρόνο.

Ανακυκλούμενες πιστώσεις. Οι ανακυκλούμενες πιστώσεις (revolving credits) είναι πιστώσεις οι οποίες ανανεώνονται αυτόματα και συνεχώς χωρίς καμία άλλη επιπρόσθετη διαδικασία. Οι πιστώσεις αυτές χορηγούνται με βάση τυποποιημένες συμφωνίες μεταξύ των τραπεζών και των πελατών τους, οι οποίες καθορίζουν το ποσόν, το πρόγραμμα πληρωμών, τους περιοριστικούς όρους, το επιτόκιο και λοιπούς όρους του δανείου. Η ανακυκλούμενη πίστωση είναι παρόμοια με το όριο πίστωσης. Όμως υπάρχει ένα σημαντικό χαρακτηριστικό, το οποίο διακρίνει την ανακυκλούμενη πίστωση από το όριο πίστωσης. Η τράπεζα δεσμεύεται νομικά να τηρήσει τη συμφωνία της ανακυκλούμενης πίστωσης εισπράττοντας για τη δέσμευση αυτή σχετική αμοιβή. Στην περίπτωση του ορίου πίστωσης δεν υπάρχει νομική υποχρέωση τήρησής του και κατά συνέπεια αντίστοιχη αμοιβή.

8.2.2 Κόστος

Το κόστος των τραπεζικών δανείων διαφέρει τόσο μεταξύ των δανειζομένων σε δεδομένη χρονική στιγμή, όσο και για όλους τους δανειζόμενους με την πάροδο του χρόνου. Για παράδειγμα, τα επιτόκια είναι υψηλότερα στην περίπτωση δανειζομένων που έχουν υψηλό κίνδυνο. Επίσης, τα επιτόκια είναι υψηλότερα στην περίπτωση των μικρών δανείων επειδή υπάρχει σταθερό κόστος έγκρισης και εξυπηρέτησης των δανείων, το οποίο είναι το ίδιο ανεξάρτητα από το ύψος του δανείου.

8.2.2.1 Δάνεια Απλού Τόκου

Υποθέτουμε ότι συνάπτεται δάνειο απλού τόκου (simple interest loan), ετήσιας διάρκειας, ύψους 29.347,03 €, με επιτόκιο 12 % ετησίως. Ο δανειστής εισπράττει με την έγκριση του δανείου 29.347,03 € και επιστρέφει το κεφάλαιο των 29.347,03 € και τους τόκους των 3.521,64 € (29.347,03 x 12 %) στη λήξη του δανείου. Στην περίπτωση αυτή, το 12 % είναι το ονομαστικό επιτόκιο του δανείου. Το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο είναι :

$$\begin{aligned} \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} &= \frac{\text{Επιτόκιο}}{\text{Ποσόν δανείου}} \\ \text{απλού τόκου} &= \frac{3.521,64}{29.347,03} \\ &= 12\% \end{aligned}$$

Παρατηρούμε ότι στην περίπτωση δανείου απλού τόκου διάρκειας ενός ή περισσότερων ετών, το ονομαστικό επιτόκιο ισούται με το πραγματικό.

Όμως, αν το δάνειο έχει διάρκεια μικρότερη του έτους, π.χ. 90 ημέρες, τότε το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο απλού τόκου (ΕΠΕΑΤ) είναι μεγαλύτερο από το ονομαστικό και υπολογίζεται με την επακόλουθη εξίσωση:

$$\text{ΕΠΕΑΤ σε διαστήματα μικρότερα του έτους} = (1 + i/\mu)^\mu - 1$$

όπου,

i = Ετήσιο ονομαστικό επιτόκιο

μ = Αριθμός διαστημάτων μικρότερων του έτους

Με βάση τα δεδομένα του αρχικού παραδείγματος και την επιπρόσθετη υπόθεση ότι ο αριθμός των διαστημάτων μικρότερων του έτους είναι 4 (360/90), το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο απλού τόκου είναι:

$$\begin{aligned} \text{ΕΠΕΑΤ σε διαστήματα μικρότερα του έτους} &= (1 + i/\mu)^\mu - 1 \\ &= (1 + 0,12 / 4)^4 - 1 \\ &= 12,55\% \end{aligned}$$

8.2.2.2 Δάνειο Προεξοφλητικού Τόκου

Στην περίπτωση δανείου προεξοφλητικού τόκου (discount interest loan), η τράπεζα αφαιρεί τους τόκους προκαταβολικά (προεξοφλεί το δάνειο). Κατά συνέπεια, ο δανειστής εισπράττει ένα ποσόν μικρότερο από την ονομαστική αξία του δανείου και το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο είναι:

$$\text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο προεξοφλητικού τόκου} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσόν δανείου} - \text{Τόκοι}}$$

Υποθέτουμε ετήσιο προεξοφλητικό δάνειο ύψους 29.347,03 € προς 12%. Ο τόκος είναι 3.521,64 € (29.347,03 x 12%), έτσι ο δανειστής αποκτά τη χρήση μόνο 25.825,39 € (29.347,03 – 3.521,64). Το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} & \\
 \text{προεξοφλητικού τόκου} &= \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσόν δανείου} - \text{Τόκοι}} \\
 &= \frac{3.521,64}{29.347,03 - 3.521,64} \\
 &= 13,64\%
 \end{aligned}$$

Αν το προεξοφλητικό δάνειο συνάπτεται για μία περίοδο μικρότερη από ένα χρόνο, τότε το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο προεξοφλητικού τόκου (ΕΠΕΠΤ) υπολογίζεται με την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{ΕΠΕΠΤ σε διαστήματα μικρότερα του έτους} = [1 + T / (\text{ΠΔ} - T)]^{\mu} - 1$$

όπου,

T = Τόκοι

ΠΔ = Ποσόν δανείου

Υποθέτουμε προεξοφλητικό δάνειο ονομαστικής αξίας 29,35 € προς ονομαστικό επιτόκιο 12% ετησίως και διάρκειας τριών μηνών. Το μ είναι ίσο με 4 διαστήματα (12 / 3), ενώ οι τόκοι είναι 0,88 € (0,12 / 4) (29,35), κατά συνέπεια, το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο του δανείου είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{ΕΠΕΙΤ} \text{ σε διαστήματα μικρότερα του έτους} &= [1 + T / (\text{ΠΔ} - T)]^m - 1 \\
 &= [1 + 0,88 / (29,35 - 0,88)]^4 - 1 \\
 &= 12,95\%
 \end{aligned}$$

Παρατηρούμε ότι ο προεξοφλητικός τόκος επιβάλλει μικρότερη ποινή στην περίπτωση των δανείων βραχύτερης διάρκειας σε σύγκριση με τα δάνεια μεγαλύτερης διάρκειας (12,95 έναντι 13,64).

8.2.2.3 Αγορές με Δόσεις

Στην περίπτωση αγορών με δόσεις (installment loan), ο πωλητής υπολογίζει τόκους στο ονομαστικό ποσόν του δανείου, το οποίο είναι ίσο με την αξία του αγοραζόμενου αντικειμένου και για χρονική περίοδο ίση με τη συνολική διάρκεια των δόσεων, ενώ ο αγοραστής θα κάνει χρήση μόνο του μισού περίπου του ονομαστικού ποσού του δανείου. Έτσι, το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο δίνεται, κατά προσέγγιση, από την ακόλουθη εξίσωση:

$$\begin{aligned}
 &\text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} \\
 &\text{αγορών με δόσεις (κατά προσέγγιση)} = \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσόν δανείου} / 2}
 \end{aligned}$$

Υποθέτουμε ότι ένας δανείστηκε 29.347,03 € προς ονομαστικό επιτόκιο 12% ετησίως προκειμένου να αγοράσει ένα αυτοκίνητο. Η αποπληρωμή του δανείου θα γίνει σε 12 μηνιαίες δόσεις. Ο συνολικός τόκος είναι 3.521,64 € (29.347,03 x 12%). Όμως, αφού το δάνειο εξοφλείται σε μηνιαίες δόσεις, ο δανειζόμενος θα έχει τη χρήση των 29.347,03 € μόνο για τον πρώτο μήνα και το ανεξόφλητο υπόλοιπο τον τελευταίο μήνα θα είναι το 1 / 12 του αρχικού δανείου. Κατά συνέπεια, ο δανειστής πληρώνει 3.521,64 € για τη χρήση μόνο του μισού περίπου της ονομαστικής αξίας του δανείου. Συγκεκριμένα το μέσο ανεξόφλητο υπόλοιπο του δανείου είναι μόνο 14.673,51 € περίπου. Με βάση τα παραπάνω, το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο, κατά προσέγγιση, είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} \\
 \text{αγορών με δόσεις (κατά προσέγγιση)} &= \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Ποσόν δανείου} / 2} \\
 &= \frac{3.521,64}{29.347,03 / 2} \\
 &= 24\%
 \end{aligned}$$

Προκειμένου να υπολογίσουμε το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο επακριβώς ακολουθούμε την επόμενη διαδικασία. Πρώτον, το συνολικό ποσόν προς επιστροφή είναι το δάνειο των 29.347,03 € και οι τόκοι του 3.521,64 €, δηλαδή 32.868,67 €. Δεύτερον, η μηνιαία πληρωμή είναι 32.868,67 € / 12 = 2.739,06 €. Τρίτον, η τράπεζα, στην ουσία, αγοράζει μία ράντα 12 περιόδων ύψους 2.739,06 € ανά περίοδο για 29.347,03 €, άρα τα 29.347,03 € είναι η παρούσα αξία της ράντας. Τέταρτον, με τη μέθοδο της δοκιμής και λάθους υπολογίζεται ότι το μηνιαίο επιτόκιο που εξισώνει τη σειρά των 2.739,06 € για 12 μήνες με την παρούσα αξία των 29.347,03 € είναι 1,7880. Κατά συνέπεια, το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} \\
 \text{αγορών με δόσεις} &= (1 + K_8)^{12} - 1 \\
 &= (1,01788)^{12} - 1 \\
 &= 23,7\%
 \end{aligned}$$

8.2.2.4 Δάνειο Απλού Τόκου με Αντισταθμιστικά Υπόλοιπα

Τα αντισταθμιστικά υπόλοιπα αυξάνουν το πραγματικό επιτόκιο των δανείων. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι μία επιχείρηση χρειάζεται 29.347,03 € προκειμένου να πληρώσει κάποιο εξοπλισμό που αγόρασε πρόσφατα. Μία τράπεζα προσφέρεται να δανείσει την επιχείρηση για ένα χρόνο με απλό τόκο προς 12%, αλλά η επιχείρηση πρέπει να διατηρήσει ένα αντισταθμιστικό υπόλοιπο ίσο προς το 20% του δανείου.

Ποιο είναι το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο του δανείου;

Κατ' αρχήν η ονομαστική αξία του δανείου μειούμενη κατά το ποσόν του αντισταθμιστικού υπολοίπου (ΑΥ) θα πρέπει να επιτρέπει στην επιχείρηση να έχει στη διάθεσή της τα 29,347,03 € που απαιτούνται για την αγορά του εξοπλισμού. Δηλαδή η ονομαστική αξία του δανείου πρέπει να ανέρχεται:

$$\begin{aligned} \text{Ονομαστική αξία δανείου} &= \frac{\text{Απαιτούμενο ποσόν}}{100\% - \text{AY} (\%)} \\ &= \frac{29.347,03}{100\% - 20\%} \\ &= 35.216,43 \text{ €} \end{aligned}$$

Η επιχείρηση θα εισπράξει μόνο 29.347,03 € (36.683,79 – 20% x 36.683,79), ενώ θα πληρώσει τόκους στο τέλος του χρόνου 4.402,05 € (36.683,79 x 12%). Κατά συνέπεια, το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο είναι:

$$\begin{aligned} \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} \\ \text{απλού τόκου} - \text{AY} &= \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Εισπραχθέν ποσόν}} \\ &= \frac{4.402,05}{29.347,03} \\ &= 15\% \end{aligned}$$

8.2.2.5 Δάνειο Προεξοφλητικού Τόκου με Αντισταθμιστικά Υπόλοιπα

Η παραπάνω ανάλυση μπορεί να επεκταθεί στην περίπτωση δανείου προεξοφλητικού τόκου με αντισταθμιστικά υπόλοιπα. Αν η επιχείρηση χρειάζεται 29.347,03 € για ένα χρόνο και απαιτείται αντισταθμιστικό υπόλοιπο 20% για προεξοφλητικό δάνειο προς ονομαστικό επιτόκιο (ΟΕ) 12%, τότε η επιχείρηση πρέπει να δανειστεί:

$$\begin{aligned}
 \text{Ονομαστική αξία δανείου} &= \frac{\text{Απαιτούμενο ποσόν}}{100\% - \text{ΟΕ} - \text{ΑΥ} (\%)} \\
 &= \frac{29.347,03}{100\% - 12\% - 20\%} \\
 &= 43.157,397 \text{ €}
 \end{aligned}$$

Οι καταβλητέοι τόκοι στο τέλος του χρόνου θα είναι 5.178,88 € (43.157,39 x 12%), αλλά η επιχείρηση θα εισπράξει μόνο 29.347,03 € (43.157,39 – 20% x 43.157,39 – 5.178,88). Κατά συνέπεια το ετήσιο πραγματικό επιτόκιο προεξοφλητικού τόκου και ταυτόχρονα αντισταθμιστικού υπολοίπου θα είναι:

$$\begin{aligned}
 \text{Ετήσιο πραγματικό επιτόκιο} \\
 \text{απλού τόκου – ΑΥ} &= \frac{\text{Τόκοι}}{\text{Εισπραχθέν ποσόν}} \\
 &= \frac{5.178,88}{29.347,03} \\
 &= 17,65\%
 \end{aligned}$$

8.2.3 Επιλογή Τράπεζας

Όταν μία επιχείρηση επιθυμεί να επιλέξει την τράπεζα με την οποία θα συνεργαστεί πρέπει να γνωρίζει ότι υπάρχουν σημαντικές διαφορές μεταξύ των τραπεζών, οι οποίες επηρεάζουν την απόφαση αναφορικά με ποια τράπεζα θεωρείται κατάλληλη για τη συγκεκριμένη επιχείρηση. Μερικές από τις διαφορές αυτές αναπτύσσονται παρακάτω.

8.2.3.1 Προθυμία Ανάληψης Κινδύνων

Μερικές τράπεζες προτιμούν να ακολουθούν σχετικά συντηρητικές πρακτικές δανεισμού, ενώ άλλες ασχολούνται με τις ονομαζόμενες δημιουργικές τραπεζικές πρακτικές. Οι πρακτικές των τραπεζών αντανακλούν κατά ένα μέρος την προσωπικότητα των στελεχών της τράπεζας και κατά ένα άλλο μέρος τα χαρακτηριστικά των υποχρεώσεων της τράπεζας προς τους καταθέτες. Για παράδειγμα, μία τράπεζα με κυμαινόμενες καταθέσεις τείνει να διαμορφώσει μία συντηρητική πολιτική πιστώσεων σε αντίθεση με μία τράπεζα με αυξανόμενες καταθέσεις, η οποία μπορεί να ακολουθεί μία περισσότερο φιλελεύθερη πολιτική πιστώσεων.

8.2.3.2 Παροχή Συμβουλευτικών Υπηρεσιών

Μερικές τράπεζες δραστηριοποιούνται στην προώθηση αναπτυξιακών δανείων σε επιχειρήσεις που βρίσκονται στα πρώτα στάδια της ζωής τους. Οι τράπεζες αυτές έχουν ειδικά τμήματα, τα οποία παρέχουν δάνεια σε επιχειρήσεις που αναμένεται να αναπτυχθούν και κατά συνέπεια, να γίνουν σημαντικοί πελάτες. Η εμπειρία των τραπεζών σε αναπτυξιακά θέματα από άλλες επιχειρήσεις τις καθιστά ικανές να εντοπίσουν και στη συνέχεια να προειδοποιήσουν τους πελάτες τους αναφορικά με προβλήματα που θα αντιμετωπίσουν στην αναπτυξιακή τους διαδικασία.

8.2.3.3 Βαθμός Υποστήριξης

Οι τράπεζες διαφέρουν στο μέγεθος που είναι πρόθυμες να υποστηρίξουν τις δραστηριότητες των δανειζομένων σε δύσκολες στιγμές. Μερικές τράπεζες μπορεί να εξασκήσουν μεγάλη πίεση σε μία επιχείρηση, να επιστρέψει τα δάνεια, όταν η εικόνα της επιχείρησης χειροτερεύει, ενώ αντίθετα, άλλες τράπεζες συμπαρίστανται στις επιχειρήσεις προκειμένου να τις βοηθήσουν να ανακάμψουν.

8.2.3.4 Βαθμός Εξειδίκευσης Παρεχομένων Δανείων

Οι μεγάλες τράπεζες έχουν ιδιαίτερα τμήματα, τα οποία εξειδικεύονται σε διάφορα είδη δανείων π.χ. αγροτικά, βιοτεχνικά, βιομηχανικά και εμπορικά δάνεια. Μέσα σε αυτές τις ευρείες κατηγορίες δανείων μπορεί να υπάρχει εξειδίκευση ανάλογα με το είδος των εργασιών π.χ. καλλιεργητικά δάνεια, δάνεια για κτιριακές εγκαταστάσεις, δάνεια για γεωργικά μηχανήματα κ.λ.π.

8.2.3.5 Ύψος Χορηγούμενων Δανείων

Το μέγεθος μίας τράπεζας είναι καθοριστικός παράγοντας για το μέγιστο ύψος των χορηγούμενων δανείων. Για παράδειγμα, δεν είναι φρόνιμο μεγάλες επιχειρήσεις να αναπτύσσουν δανειοληπτικές σχέσεις με μικρές τράπεζες, οι οποίες συνήθως χορηγούν μικρά δάνεια.

8.2.3.6 Ικανότητα Παροχής Επιπρόσθετων Υπηρεσιών

Οι τράπεζες μπορούν επίσης να παρέχουν υπηρεσίες διαχείρισης μετρητών, ηλεκτρονικών μεταφορών χρημάτων, χορήγησης συναλλάγματος κ.λ.π. Η διαθεσιμότητα τέτοιων υπηρεσιών πρέπει να λαμβάνεται σοβαρά υπόψη, όταν μία επιχείρηση επιλέγει την τράπεζά της.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΕΝΑΤΟ: ΠΡΑΚΤΟΡΕΙΑ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΩΝ ΑΠΑΙΤΗΣΕΩΝ

9.1 Ορισμός

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring) είναι μία συμβατική σχέση στα πλαίσια της οποίας μία επιχείρηση αγοράζει το σύνολο ή μέρος των απαιτήσεων του πελάτη της (πωλητή) που προέρχονται από πώληση ή παροχή υπηρεσιών, χορηγεί προκαταβολές, καλύπτει τον πιστωτικό κίνδυνο του πωλητή και αναλαμβάνει τη διαχείριση των παραπάνω απαιτήσεων.

Ο θεσμός της πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων άρχισε να εφαρμόζεται στη χώρα μας το 1987, που παραχωρήθηκε το δικαίωμα στις τράπεζες να αναλαμβάνουν την είσπραξη των απαιτήσεων των εξαγωγικών επιχειρήσεων. Όμως η αναγκαία νομική βάση, για τη σύμβαση πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, δημιουργήθηκε το 1990. Το 1993 καθιερώθηκαν οι όροι ίδρυσης επιχειρήσεων πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων. Στις Η.Π.Α. ο θεσμός εφαρμόζεται από τη δεκαετία του 1960, ενώ στην Ευρώπη εμφανίστηκε μετά το 1975.

Για λόγους συντομίας στο υπόλοιπο μέρος του παρόντος κεφαλαίου ο όρος πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων θα αποδίδεται με τον όρο πρακτορεία απαιτήσεων.

9.2 Χαρακτηριστικά

Τα βασικά χαρακτηριστικά της πρακτορείας απαιτήσεων που τη διαφοροποιούν από άλλες τραπεζικές υπηρεσίες είναι τα ακόλουθα τέσσερα.

Πρώτον, ο πράκτορας (factor) δεν ενεχυριάζει τις απαιτήσεις πελατών του για την εξασφάλιση των χρηματοδοτήσεών του, αλλά τις αγοράζει και αναλαμβάνει, κατά κανόνα, τον πιστωτικό κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι αν ο τρίτος οφειλέτης αδυνατεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του, τότε την αντίστοιχη ζημία υφίσταται ο πράκτορας, ο οποίος έχει συμβατικά παραιτηθεί από το δικαίωμα αναγωγής (recourse) κατά του πελάτη του. Διεθνώς, οι χρηματοδοτήσεις αυτές θεωρούνται χωρίς δικαίωμα αναγωγής (without recourse).

Δεύτερον, ο πράκτορας προσφέρει στον πελάτη του μία ομάδα υπηρεσιών που περιλαμβάνει χρηματοδότηση, κάλυψη πιστωτικού κινδύνου, παροχή υπηρεσιών σχετικά με την φερεγγυότητα νέων πελατών, διαχείριση απαιτήσεων και παροχή συμβουλών προώθησης πωλήσεων. Οι υπηρεσίες αυτές αναλύονται στο επόμενο τμήμα.

Τρίτον, οι απαιτήσεις που αποτελούν αντικείμενο αγοραπωλησίας είναι βραχυπρόθεσμοι χαρακτήρα (διάρκεια μέχρι έξι μήνες) και προέρχονται κυρίως από την πώληση καταναλωτικών αγαθών σε επιχειρήσεις.

Τέταρτον, η πρακτορεία απαιτήσεων δεν είναι μία εφάπαξ συναλλαγή αλλά μία συνεχώς επαναλαμβανόμενη διαδικασία που δημιουργεί στενή και διαρκή σχέση μεταξύ του πράκτορα και του πελάτη του. Συνήθως ο πωλητής εκχωρεί στον πράκτορα το σύνολο των τρεχουσών και μελλοντικών απαιτήσεών του. Σε εξαιρετικές περιπτώσεις είναι δυνατή η εκχώρηση μόνο ενός μέρους από το σύνολο των απαιτήσεων του πωλητή, αλλά τότε η οριοθέτηση των εκχωρούμενων απαιτήσεων από τις υπόλοιπες γίνεται κατά τρόπο απόλυτα σαφή, με βάση κάποιο κριτήριο ανεπίδεκτο αμφισβήτησης.

Για παράδειγμα, μπορεί να καθοριστεί ότι εκχωρούνται οι απαιτήσεις από πωλήσεις σε ορισμένες γεωγραφικές περιοχές ή από πωλήσεις συγκεκριμένων προϊόντων ή από πωλήσεις σε ορισμένες κατηγορίες πελατών.

Αυτό που πρέπει να τονιστεί εδώ είναι ότι ο πωλητής δεν έχει την ευχέρεια να κάνει με βάση προσωπικές του προτιμήσεις, επιλογή των απαιτήσεων που θα εκχωρήσει στον πράκτορα, αλλά είναι υποχρεωμένος να εκχωρεί σε διαρκή βάση όλες τις απαιτήσεις που εμπίπτουν στο συμφωνημένο με τον πράκτορα αντικειμενικό κριτήριο.

9.3 Υπηρεσίες

Οι υπηρεσίες που προσφέρει ο πράκτορας στην πελατεία του, όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, είναι χρηματοδότηση, κάλυψη πιστωτικού κινδύνου, παροχή υπηρεσιών σχετικά με την φερεγγυότητα νέων πελατών, διαχείριση απαιτήσεων και παροχή συμβουλών προώθησης πωλήσεων.

9.3.1 Χρηματοδότηση

9.3.1.1 Ορισμός

Η κυριότερη υπηρεσία της πρακτορείας απαιτήσεων, τουλάχιστον στον ευρωπαϊκό χώρο, είναι η χρηματοδότηση, δηλαδή η αντιμετώπιση του προβλήματος ρευστότητας του πελάτη.

Η χρηματοδότηση αυτή έχει βασικά τη μορφή της προεξόφλησης τιμολογίων, δηλαδή των βραχυπρόθεσμων απαιτήσεων του πωλητή που προέρχονται από πώληση εμπορευμάτων ή παροχή υπηρεσιών με πίστωση.

Τα τελευταία χρόνια οι επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων, κάτω από την πίεση του συνεχώς αυξανόμενου ανταγωνισμού, έχουν διευρύνει τις προσφερόμενες στους πελάτες τους χρηματοδοτικές υπηρεσίες. Έτσι παρέχουν προχρηματοδότηση για την προετοιμασία παραγγελιών (χρηματοδότηση πριν από την αποστολή του εμπορεύματος και τη δημιουργία της απαίτησης) και χρηματοδότηση για δημιουργία αποθεμάτων προϊόντων και απόκτηση πάγιων εγκαταστάσεων.

Τέλος, θα πρέπει να τονιστεί ότι η χρηματοδότηση που παρέχεται με το θεσμό της πρακτορείας απαιτήσεων (προκαταβολές έναντι τιμολογίου) δεν υποκαθιστά, αλλά συμπληρώνει την τραπεζική χρηματοδότηση.

9.3.1.2 Προκαταβολές

Οι χορηγούμενες προκαταβολές αντιπροσωπεύουν συνήθως ποσοστό 75-90% της αξίας του τιμολογίου.

Ο προσδιορισμός του ύψους του ποσοστού αυτού εξαρτάται από παράγοντες όπως η φερεγγυότητα του πωλητή και των πελατών του (αγοραστών), καθώς και η φύση των εμπορευμάτων. Για παράδειγμα, εμπορεύματα που διατηρούν σχετικά σταθερή την αξία τους και μπορούν να εκποιηθούν ευχερώς δικαιολογούν ένα υψηλότερο ποσοστό προκαταβολών.

Το όριο χρηματοδότησης του πελάτη είναι ίσο με το σύνολο των ατομικών, κατά αγοραστή, ορίων ανάληψης πιστωτικού κινδύνου. όμως, το όριο χρηματοδότησης μπορεί να είναι μεγαλύτερο και από το σύνολο αυτό, εφόσον βέβαια ο πράκτορας κρίνει ότι η οικονομική κατάσταση του πελάτη του δικαιολογεί μία τέτοια μεταχείριση. Την αποκλειστική ευθύνη για την επιρόσθετη αυτή χρηματοδότηση φέρει ο πωλητής των απαιτήσεων, δηλαδή ο πωλητής διατηρεί το δικαίωμα αναγωγής κατά του πελάτη του.

9.3.1.3 Περιθώριο Ασφαλείας

Το περιθώριο ασφαλείας πιστώνεται σε ειδικό δεσμευμένο λογαριασμό κατάθεσης και αποσκοπεί στην κάλυψη εξόδων, εκπτώσεων και διάφορων μειώσεων της αξίας του τιμολογίου, που προκύπτουν από ενδεχόμενη ελαττωματικότητα, παράδοση μειωμένης ποσότητας εμπορευμάτων και γενικά πλημμελούς εκτέλεσης της σχετικής παραγγελίας.

Μετά την τελική εκκαθάριση η οποία ακολουθεί την είσπραξη του τιμολογίου, το υπόλοιπο που τυχόν απομένει στον παραπάνω λογαριασμό μεταφέρεται σε πίστωση του ανοικτού αλληλόχρεου λογαριασμού μεταξύ του πράκτορα και του πελάτη του, ο οποίος χρεώνεται με τις χορηγούμενες προκαταβολές, τους τόκους και τις προμήθειες.

9.3.1.4 Δικαιολογητικά

Οι ειδικότερες προϋποθέσεις για τη χορήγηση των προκαταβολών καθορίζονται στη σύμβαση πρακτορείας απαιτήσεων και αναφέρονται συνήθως είτε στα δικαιολογητικά που οφείλει να προσκομίσει ο πωλητής στον πράκτορα, είτε στη διάρκεια της απαίτησης, η οποία συνήθως καθορίζεται μέχρι τρεις μήνες και δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερη από 180 ημέρες.

Όσον αφορά τα απαιτούμενα δικαιολογητικά σημειώνεται ότι, κατά κανόνα, αρκεί να αποσταλούν στον πράκτορα τα αντίγραφα των τιμολογίων των εμπορευμάτων που πουλιούνται. Σε ορισμένες περιπτώσεις απαιτείται επιπλέον να διαβιβαστεί στον πράκτορα αντίγραφο της φορτωτικής, προκειμένου να αποδειχθεί ότι ο πωλητής ικανοποίησε τις συμβατικές του υποχρεώσεις απέναντι στον πελάτη του (αγοραστή).

Βέβαια, αν ο πράκτορας κρίνει σκόπιμο μπορεί να αξιώσει από τον πελάτη του πρόσθετα δικαιολογητικά (π.χ. πιστοποιητικό ποιοτικού ελέγχου των εμπορευμάτων, βεβαίωση παραλαβής του εμπορεύματος από τον αγοραστή, δήλωση του αγοραστή ότι δεν έχει καμιά ένσταση κατά του πωλητή, τη διαβίβαση από τον ίδιο των πρωτότυπων φορτωτικών εγγράφων στον αγοραστή κ.λ.π.). Γενικά οι αξιώσεις του πράκτορα εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από τη φερεγγυότητα του πελάτη, το είδος του εμπορεύματος και τη χώρα εισαγωγής.

9.3.2 Κάλυψη Πιστωτικού Κινδύνου

Μία βασική ιδιαιτερότητα που διαφοροποιεί την πρακτορεία απαιτήσεων από άλλες τραπεζικές εργασίες με τις οποίες η πρακτορεία παρουσιάζει κοινά σημεία (π.χ. προεξόφληση συναλλαγματικών, προκαταβολές έναντι φορτωτικών εγγράφων κ.λ.π.) είναι η υπηρεσία κάλυψης του πιστωτικού κινδύνου.

Ο πράκτορας επωμίζεται τον κίνδυνο αφερεγγυότητας των πελατών (αγοραστών) του πωλητή που έχει υπογράψει μαζί του σύμβαση πρακτορείας απαιτήσεων. Κατά συνέπεια, αν ο οφειλέτης-αγοραστής βρεθεί σε οικονομική αδυναμία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του, τότε την αξία του τιμολογίου την καλύπτει ο πράκτορας από δικά του διαθέσιμα.

Η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου ανέρχεται μέχρι ένα ανώτατο όριο που καθορίζει το αρμόδιο τμήμα της επιχείρησης του πράκτορα, αφού αξιολογήσει προσεκτικά την οικονομική κατάσταση κάθε αγοραστή. Τα όρια αυτά ισχύουν για κάποιο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα (συνήθως 3-12 μήνες) και ανανεώνονται και αναθεωρούνται αφού επανελεγχτούν τα στοιχεία που συνθέτουν τη φερεγγυότητα του αγοραστή.

Για να κατανοηθεί πλήρως η έννοια του πιστωτικού κινδύνου και η έκταση της ευθύνης που αναλαμβάνει ο πράκτορας είναι αναγκαίες οι ακόλουθες διευκρινίσεις.

9.3.2.1 Νομικός Κίνδυνος

Ο πράκτορας καλύπτει μόνο τον κίνδυνο που απορρέει από την ενδεχόμενη αφερεγγυότητα των αγοραστών των εμπορευμάτων (με ορισμένες προϋποθέσεις και μέσα σε συγκεκριμένα όρια), αλλά δεν καλύπτει το νομικό κίνδυνο. Ο πράκτορας αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο αν η ασφαλιζόμενη απαίτηση δεν πάσχει από κανένα νομικό ελάττωμα.

Κατά συνέπεια, αν ο παραλήπτης του εμπορεύματος εγείρει κάποια ένσταση κατά του πωλητή (επικαλούμενος, για παράδειγμα, ελαττωματικότητα των εμπορευμάτων που παρέλαβε ή καθυστέρηση στην αποστολή των εμπορευμάτων κ.λ.π.), τότε καταρχήν αίρεται η υποχρέωση του πράκτορα να καταβάλει από τα ίδια διαθέσιμα τη σχετική απαίτηση. Γεννιέται βέβαια, τώρα, το εύλογο ερώτημα: Τι θα γίνει αν ο αγοραστής από στρεψοδικία ή κακή πίστη προβάλλει ενστάσεις που στη συνέχεια αποδεικνύονται τελείως αβάσιμες; Η Factor Claim International η οποία αποτελεί τη μεγαλύτερη διεθνή ένωση επιχειρήσεων πρακτορείας απαιτήσεων, στην προσπάθειά της να διαμορφώσει ομοιόμορφους κανόνες διεξαγωγής της πρακτορείας απαιτήσεων διεθνώς, υιοθέτησε την άποψη ότι σε περίπτωση που κάποιος αγοραστής προβάλλει ένσταση, δεν αίρεται οριστικά, αλλά απλώς αναστέλλεται για ένα εύλογο χρονικό διάστημα η υποχρέωση του πράκτορα να αναλάβει τον πιστωτικό κίνδυνο.

Έτσι, δίνεται η δυνατότητα στον πωλητή να αποδείξει το αβάσιμο της ένστασης ή να προχωρήσει σε εξώδικο συμβιβασμό με τον οφειλέτη-αγοραστή, οπότε η κάλυψη που παρέχει ο πράκτορας ισχύει για το ποσόν του συμβιβασμού.

Όμως ορισμένες επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων που δεν είναι μέλη της παραπάνω διεθνούς ένωσης, ακολουθούν αυστηρότερη πολιτική έναντι του πελάτη τους, δηλαδή γι' αυτές η έγερση ένστασης οδηγεί αυτόματα στην άρση της προστασίας του πελάτη τους απέναντι στον πιστωτικό κίνδυνο.

9.3.2.2 Κίνδυνος Χώρας

Ο πράκτορας δεν προστατεύει τον πελάτη του από το λεγόμενο κίνδυνο χώρας (country risk) ή αλλιώς πολιτικό κίνδυνο. Αυτό σημαίνει ότι αν κάποιος πελάτης ενός εξαγωγέα δεν κατορθώσει λόγω της πολιτικής ή της οικονομικής κατάστασης της χώρας του να μεταφέρει το ισόποσο του τιμολογίου σε ελεύθερο συνάλλαγμα στο εξωτερικό, τότε τη σχετική ζημία δε θα επωμιστεί ο πράκτορας αλλά ο πελάτης του εξαγωγέα.

9.3.3 Πληροφορίες Φερεγγυότητας Νέων Πελατών

Ο πράκτορας έχει τη δυνατότητα παροχής πληροφοριών φερεγγυότητας για νέους πελάτες και πολύ περισσότερο για παλιούς πελάτες. Επίσης ο πράκτορας αν κρίνει επαρκή τη φερεγγυότητα του αγοραστή, προβαίνει στον καθορισμό κάποιου ορίου, μέσα στα πλαίσια του οποίου ο πωλητής μπορεί να διαθέσει εμπορεύματα με ανοικτό λογαριασμό στο νέο πελάτη του.

Στο σημείο αυτό αναδεικνύεται η υπεροχή της πρακτορείας απαιτήσεων έναντι των συνηθισμένων τραπεζικών υπηρεσιών, αφού ο πράκτορας δεν αρκείται στην παροχή γενικής φύσεως πληροφοριών, αλλά ποσοτικοποιεί την εκτίμησή του για τη φερεγγυότητα του αγοραστή και αναλαμβάνει μέσα σε συγκεκριμένα πλαίσια στον πιστωτικό κίνδυνο.

Αν η φερεγγυότητα του υποψήφιου αγοραστή δεν κριθεί επαρκής από τον πράκτορα, δε θα καθοριστεί κανένα όριο, οπότε εναπόκειται στην ελεύθερη επιλογή του πωλητή αν θα συνεργαστεί με δικό του κίνδυνο με τον αγοραστή αυτόν ή αν θα αποφύγει οποιαδήποτε συνεργασία μαζί του.

9.3.4 Διαχείριση Απαιτήσεων

Ο όρος διαχείριση απαιτήσεων περιλαμβάνει τρία είδη υπηρεσιών τις οποίες προσφέρει η επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων στον πελάτη της.

9.3.4.1 Λογιστική Παρακολούθηση

Ο πράκτορας ενεργεί όλες τις λογιστικές εγγραφές που συνδέονται με τις εκχωρημένες σε αυτόν απαιτήσεις, γεγονός που μειώνει το φόρτο εργασίας του λογιστηρίου των πελατών του. Για παράδειγμα, ο πελάτης μίας επιχείρησης πρακτορείας απαιτήσεων με εκατό αγοραστές-πελάτες δεν είναι υποχρεωμένος να τηρεί εκατό υπομερίδες για την παρακολούθηση των πληρωμών, υπολοίπων, περιθωρίων από καθορισμένα όρια κ.λ.π. των πελατών του, αλλά μόνο ένα ανοικτό λογαριασμό με την επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων. Ανάλυση του λογαριασμού αυτού κατά αγοραστή καθώς και όλα τα παραπάνω στοιχεία παρέχονται με τη μορφή μηχανογραφημένων καταστάσεων από τον πράκτορα στον πελάτη σε τακτά χρονικά διαστήματα. Επίσης οι πράκτορες είναι σε θέση να εφοδιάσουν τον πελάτη τους με διάφορα στατιστικά στοιχεία που προσφέρουν αντικειμενική βάση για τη διαμόρφωση της κατάλληλης εμπορικής πολιτικής μίας επιχείρησης. Η υπηρεσία αυτή της λογιστικής παρακολούθησης έχει ιδιαίτερη σημασία για τις ελληνικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν σοβαρά προβλήματα στην οργάνωση του λογιστηρίου τους.

9.3.4.2 Είσπραξη

Η εργασία της είσπραξης απαιτήσεων διάφορων κατηγοριών (συναλλαγματικών, φορτωτικών κ.λ.π.) αποτελεί μία συνηθισμένη τραπεζική υπηρεσία. Η ιδιαιτερότητα της πρακτορείας απαιτήσεων συνίσταται στο ότι ο ρόλος του πράκτορα δεν περιορίζεται στη διαβίβαση σχετικών με την απαίτηση αξιόγραφων ή παραστατικών εγγράφων στην τράπεζα του οφειλέτη και την αποστολή στον τελευταίο ειδοποιητηρίου ή οχλήσεων σε περίπτωση μη εμπρόθεσμης πληρωμής.

Επιπλέον, ο πράκτορας σε συνεννόηση πάντοτε με τον πελάτη του, που επιβαρύνεται και με τα σχετικά έξοδα, εξαντλεί όλα τα στάδια των εξώδικων και δικαστικών ενεργειών μέχρι την τελική είσπραξη της απαίτησης, εκτιμώντας βέβαια, τα δεδομένα και τις προοπτικές κάθε υπόθεσης χωριστά. Το έργο αυτό αναθέτουν οι πράκτορες είτε σε ειδικά τμήματά τους στελεχωμένα με εξειδικευμένους δικηγόρους, είτε σε θυγατρικές ή συνεργαζόμενες εταιρίες που έχουν αποκλειστικό αντικείμενο δραστηριότητας την είσπραξη καθυστερημένων ή επισφαλών απαιτήσεων και των οποίων η αμοιβή κλιμακώνεται ανάλογα με τα ποσοστά είσπραξης που τελικά θα επιτύχουν (συνήθως 1-10%).

9.3.4.3 Διευθέτηση Προβλημάτων

Αν προκύψει κάποιο πρόβλημα, για παράδειγμα, λόγω καθυστερημένης άφιξης του εμπορεύματος στον τόπο προορισμού ή λόγω παραλαβής ελαττωματικών εμπορευμάτων, τότε τις σχετικές ενέργειες για την επίλυση του προβλήματος αναλαμβάνουν οι αρμόδιοι υπάλληλοι της επιχείρησης πρακτορείας απαιτήσεων, στη βάση βέβαια προηγούμενων συνεννοήσεων με τον πελάτη τους.

9.3.5 Προώθηση Πωλήσεων

Η υπηρεσία της παροχής συμβουλών προώθησης πωλήσεων που έχει ενταχθεί τα τελευταία χρόνια στη δέσμη των υπηρεσιών που προσφέρουν οι επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων, είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις μικρομεσαίες ιδιαίτερα εξαγωγικές επιχειρήσεις που δεν έχουν την πολυτέλεια να διαθέτουν οργανωμένο τμήμα πωλήσεων.

Οι επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων, λόγω της φύσεως της δραστηριότητάς τους, έχουν καθολική εικόνα των διάφορων επιχειρηματικών κλάδων, αλλά και διαθέτουν τμήματα πωλήσεων με εξειδικευμένα στελέχη έτσι, ώστε είναι σε θέση να παρέχουν χρήσιμες συμβουλές και πληροφορίες στους ενδιαφερόμενους πελάτες τους.

Μεταξύ των υπηρεσιών αυτών συγκαταλέγονται πληροφορίες σχετικά με την προβλεπόμενη ζήτηση των προϊόντων των πελατών, τον υφιστάμενο ανταγωνισμό, τα δίκτυα διάθεσης, τα διαφημιστικά μέσα, τις τελωνειακές διαδικασίες που ισχύουν, τα συναλλακτικά ήθη κ.λ.π.

Τέλος πρέπει να αναφερθεί η δυνατότητα των επιχειρήσεων πρακτορείας απαιτήσεων να υποδεικνύουν στους πελάτες ενδεχόμενους αγοραστές των προϊόντων τους, δηλαδή επιχειρήσεις που έχουν εκδηλώσει ενδιαφέρον για προϊόντα της κατηγορίας που παράγει ή εμπορεύεται ο πελάτης τους. Υπενθυμίζεται πάλι, ότι οι πράκτορες δεν περιορίζονται μόνο στην υπόδειξη νέων αγοραστών, αλλά παρέχουν επίσης στον πελάτη τους μία ποσοτική ένδειξη για τη φερεγγυότητα των αγοραστών αυτών. Έτσι, ο συνεργαζόμενος με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων διαθέτει μία συγκεκριμένη βάση διαπραγμάτευσης με τους νέους πελάτες του. Γνωρίζει δηλαδή μέχρι ποιο σημείο μπορεί να αποδεχτεί παραγγελίες από αυτούς, με βραχυπρόθεσμη προθεσμία πληρωμής, χωρίς να ζητήσει κάποιου είδους εξασφάλιση, αφού τον κίνδυνο αδυναμίας να πληρωθούν τα τιμολόγια τον καλύπτει ο πράκτορας.

9.4 Είδη

Τα είδη της πρακτορείας απαιτήσεων που εφαρμόζονται ευρέως στην πράξη είναι τα ακόλουθα: γνήσια, πρακτορεία απαιτήσεων με δικαίωμα αναγωγής, χρηματοδοτική πρακτορεία απαιτήσεων, πρακτορεία απαιτήσεων χωρίς χρηματοδότηση, εμπιστευτική πρακτορεία απαιτήσεων, εγχώρια πρακτορεία απαιτήσεων και διεθνής πρακτορεία απαιτήσεων.

9.4.1 Γνήσια

Η πρακτορεία απαιτήσεων που καλύπτει και τις πέντε υπηρεσίες ονομάζεται γνήσια (full service factoring). Από το συνδυασμό αυτών των πέντε υπηρεσιών που επιλέγεται κάθε φορά προκύπτουν διάφορα επιμέρους είδη πρακτορείας απαιτήσεων.

9.4.2 Πρακτορεία Απαιτήσεων με Δικαίωμα Αναγωγής

Στο είδος αυτό της πρακτορείας απαιτήσεων ο πράκτορας δεν καλύπτει τον πιστωτικό κίνδυνο που εξακολουθεί να επιβαρύνει τον πωλητή, απουσιάζει δηλαδή η ασφαλιστική λειτουργία του θεσμού (recourse factoring). Η μορφή αυτή αναπτύχθηκε στην Ευρώπη.

Αντίθετα, στην Αμερική η κλασική πρακτορεία απαιτήσεων είναι συνυφασμένη με την αγορά, χωρίς δικαίωμα αναγωγής, απαιτήσεων από πωλήσεις κυρίων κλωστοϋφαντουργικών προϊόντων (old-line factoring). Η προεξόφληση τιμολογίων με δικαίωμα αναγωγής εφαρμόστηκε ευρύτατα στις Η.Π.Α. τις τελευταίες δεκαετίες. Η κύρια διαφορά της προεξόφλησης τιμολογίων από την πρακτορεία απαιτήσεων με δικαίωμα αναγωγής είναι ότι στην πρώτη εκχωρούνται οι απαιτήσεις στον πράκτορα χωρίς να γίνεται συνήθως αναγγελία της εκχώρησης στους οφειλέτες.

9.4.3 Χρηματοδοτική Πρακτορεία Απαιτήσεων

Όπως προκύπτει από τον παραπάνω τίτλο η μόνη υπηρεσία για την οποία ενδιαφέρεται ο πελάτης στην περίπτωση της χρηματοδοτικής πρακτορείας είναι η χρηματοδότηση (bulk-inhouse factoring).

9.4.4 Πρακτορεία Απαιτήσεων Χωρίς Χρηματοδότηση

Στο είδος αυτό της πρακτορείας παρέχονται όλες οι υπηρεσίες εκτός από τη χρηματοδότηση (maturity factoring). Ο πελάτης ενδιαφέρεται για την εξασφάλισή του από τον πιστωτικό κίνδυνο και τη διαχείριση των απαιτήσεών του. Η μορφή αυτή συνδυάζεται με χρηματοδότηση από τράπεζες. Ο πελάτης εκχωρεί στην τράπεζά του τα δικαιώματά του από τη σύμβαση πρακτορείας απαιτήσεων και δίνει στον πράκτορα ανέκκλητη εντολή να μεταφέρει το προϊόν της είσπραξης των απαιτήσεων σε πίστωση της τράπεζας. Έτσι, η χρηματοδότηση της τράπεζας ασφαρίζεται με εκχώρηση δικαιωμάτων κατά μίας χρηματοπιστωτικής επιχείρησης υψηλής φερεγγυότητας και όχι κατά ενός αριθμού ιδιωτικών επιχειρήσεων των οποίων η εξακρίβωση της οικονομικής κατάστασής τους είναι δυσχερής και δαπανηρή.

9.4.5 Εμπιστευτική Πρακτορεία Απαιτήσεων

Ο πωλητής εκχωρεί τις απαιτήσεις του στον πράκτορα χωρίς η εκχώρηση αυτή να γνωστοποιείται στον αγοραστή (confidential-undis-closed factoring), γιατί ο τελευταίος έχει επιβάλει στον πωλητή με ειδική ρήτρα απαγόρευση εκχώρησης των υποχρεώσεων που τον βαρύνουν.

9.4.6 Εγγώρια Πρακτορεία Απαιτήσεων

Όπως επίσης προκύπτει από τον παραπάνω τίτλο η εγγώρια πρακτορεία απαιτήσεων αφορά πωλήσεις που πραγματοποιούνται στο εσωτερικό μίας χώρας (domestic factoring).

9.4.7 Διεθνής Πρακτορεία Απαιτήσεων

Η περίπτωση αυτή αναφέρεται σε απαιτήσεις από εξαγωγικές πωλήσεις. Η διεθνής πρακτορεία απαιτήσεων ονομάζεται επίσης εξαγωγική πρακτορεία απαιτήσεων (international factoring).

9.5 Κόστος

Το συνολικό κόστος της γνήσιας πρακτορείας απαιτήσεων για τον πελάτη αποτελείται από το χρηματοδοτικό κόστος, την προμήθεια και τα εφάπαξ δικαιώματα και έξοδα.

9.5.1 Χρηματοδοτικό Κόστος

Το χρηματοδοτικό κόστος της γνήσιας πρακτορείας απαιτήσεων αποτελείται από τους τόκους για τις χορηγηθείσες προκαταβολές και την προμήθεια χορήγησης.

9.5.1.1 Τόκοι

Οι τόκοι υπολογίζονται ανά τακτά διαστήματα (συνήθως στο τέλος κάθε τριμήνου) με κυμαινόμενο επιτόκιο πάνω στο μέσο υπόλοιπο του ανοικτού λογαριασμού μεταξύ πράκτορα και πελάτη ο οποίος χρεώνεται με τις προκαταβολές, τις προμήθειες κ.λ.π. και πιστώνεται με το προϊόν των τιμολογίων που εισπράττονται.

Οι βασικές συνιστώσες του επιτοκίου αυτού είναι το κόστος άντλησης των κεφαλαίων (κυμαινόμενο) που χορηγούνται στον πελάτη και το ονομαζόμενο περιθώριο (σταθερό).

Κόστος άντλησης κεφαλαίων. Για χρηματοδοτήσεις σε συνάλλαγμα το κόστος των κεφαλαίων που χορηγούνται στον πελάτη συμπίπτει με το LIBOR αντίστοιχης προθεσμίας με εκείνη της χρηματοδότησης (συνήθως τρίμηνης) και για το νόμισμα της χρηματοδότησης. Στην περίπτωση της εγχώριας πρακτορείας απαιτήσεων εφαρμόζεται το αντίστοιχο επιτόκιο της εγχώριας διατραπεζικής αγοράς.

Περιθώριο. Το περιθώριο (spread) αντιπροσωπεύει το ακαθάριστο όφελος των τραπεζών και των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και αναλύεται στα εξής επιμέρους στοιχεία:

- Το λειτουργικό κόστος, ένα ποσοστό δηλαδή που καλύπτει τα λειτουργικά έξοδα τα σχετικά με τις χρηματοδοτικές υπηρεσίες που παρέχονται στους πελάτες.
- Το πριμ για την κάλυψη του κινδύνου ζημιών λόγω επισφαλών απαιτήσεων. Εννοείται ότι το στοιχείο αυτό του κόστους είναι ευθέως ανάλογο με τη φερεγγυότητα του πελάτη, τις εξοφλήσεις που προσφέρει και την ποιότητα του εκχωρούμενου χαρτοφυλακίου απαιτήσεων.
- Το καθαρό κέρδος της επιχείρησης πρακτορείας απαιτήσεων.

9.5.1.2 Προμήθεια Χορήγησης

Στο χρηματοδοτικό κόστος περιλαμβάνεται και η προμήθεια χορήγησης που εισπράττεται κατά μήνα αδιαίρετο και υπολογίζεται σαν ετήσιο ποσοστό (0,5-2% συνήθως) στο ανώτατο υπόλοιπο του ανοικτού λογαριασμού κάθε μήνα.

9.5.2 Προμήθεια

Η προμήθεια υπολογίζεται σαν ποσοστό στο μικτό ποσόν κάθε τιμολογίου και αναλύεται στην προμήθεια διαχείρισης που καλύπτει το διαχειριστικό κόστος συνεργασίας με το συγκεκριμένο πελάτη και στην προμήθεια ασφάλισης.

9.5.2.1 Προμήθεια Διαχείρισης

Η προμήθεια διαχείρισης υπολογίζεται πάνω στο μικτό ποσόν του τιμολογίου και συνήθως ανέρχεται σε 0,5-1%. Οι κύριοι παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται η προμήθεια διαχείρισης είναι:

Ο συνολικός κύκλος εργασιών του πελάτη. Ο κύκλος αυτών των εργασιών αντιπροσωπεύει τη συνολική αξία των τιμολογίων κάθε πελάτη που διαχειρίζεται ο πράκτορας.

Το μέσο ύψος των εκχωρούμενων απαιτήσεων. Το στοιχείο αυτό είναι καθοριστικής σημασίας, αφού είναι εύλογο ότι μία επιχείρηση με μέσο ποσόν τιμολογίου κατώτερο από κάποιο όριο είναι ασύμφορο να συνεργάζεται με επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων. Αυτό οφείλεται στο γεγονός ότι στην τιμολόγηση των υπηρεσιών πρακτορείας απαιτήσεων, καθορίζεται ένα ελάχιστο ποσόν προμήθειας που είναι ανεξάρτητο από το ύψος του αντίστοιχου τιμολογίου. Για παράδειγμα, αν για τιμολόγια μέχρι 117,39 € η προμήθεια έχει καθοριστεί σε 11,74 €, το κόστος της προμήθειας για ένα τιμολόγιο 58,69 € ανέρχεται στο 20% της αξίας του και είναι εξαιρετικά υψηλό. Επιπρόσθετα το κόστος διαχείρισης 10 τιμολογίων μέσου ποσού 29.347,03 € ανά τιμολόγιο είναι τελείως διαφορετικό από το κόστος διαχείρισης 1.000 τιμολογίων του 2.934,7 € παρόλο που και στις δύο περιπτώσεις ο κύκλος εργασιών είναι 293.470,39 €.

Ο αριθμός των πελατών. Όσο αυξάνει ο αριθμός των υφισταμένων και των νέων πελατών που αποκτά κάθε χρόνο ο πωλητής, πελάτης της επιχείρησης πρακτορείας απαιτήσεων, τόσο αυξάνει το διαχειριστικό κόστος. Μεγάλος αριθμός πελατών σημαίνει αντίστοιχο αριθμό υπολογαριασμών.

Το μέσο ποσοστό των τιμολογίων που εμφάνισαν πρόβλημα. Για παράδειγμα, το ποσοστό των τιμολογίων στο σύνολο των τιμολογίων που δεν είχαν ομαλή εξέλιξη κατά τα τελευταία τρία χρόνια, δηλαδή εγέρθηκαν ενστάσεις από την πλευρά των αγοραστών, επιστράφηκαν εμπορεύματα, εκδόθηκαν πιστωτικά σημειώματα, υπήρξαν καθυστερήσεις στην εξόφληση κ.λ.π. Όλα αυτά τα γεγονότα προκαλούν πρόσθετη απασχόληση και επομένως επιπλέον κόστος στον πράκτορα, επειδή δημιουργούν την ανάγκη διεξαγωγής αλληλογραφίας, συνεννοήσεων με τον πελάτη και τους οφειλέτες. Στην περίπτωση αυτή ιδιαίτερη σημασία παρουσιάζει η ικανότητα του πωλητή να παράγει προϊόντα σύμφωνα με τις προδιαγραφές και να ανταποκρίνεται στις προθεσμίες παράδοσης των εμπορευμάτων και γενικά στις συμβατικές υποχρεώσεις του. Επομένως, η συμβατική συνέπεια του πελάτη είναι ένας παράγοντας που έμμεσα συντελεί στη συμπίεση του διαχειριστικού κόστους του πράκτορα.

Συνοψίζοντας τα παραπάνω μπορούμε να συμπεράνουμε ότι το μέσο διαχειριστικό κόστος ανά τιμολόγιο είναι τόσο μικρότερο (και επομένως τόσο χαμηλότερη η διαχειριστική προμήθεια) όσο μεγαλύτερος είναι ο κύκλος εργασιών του πελάτη. Το μέσο ποσόν των απαιτήσεων του είναι τόσο υψηλότερο, όσο μικρότερος είναι ο αριθμός των πελατών και όσο μικρότερο είναι το ποσοστό των απαιτήσεων που προσβάλλονται με ενστάσεις ή των οποίων καθυστερεί η εξόφληση ή γενικά παρουσιάζεται κάποια αρρυθμία στη διαδικασία της είσπραξής του.

9.5.2.2 Προμήθεια Ασφάλισης

Η προμήθεια ασφάλισης υπολογίζεται με τον ίδιο τρόπο όπως η προμήθεια διαχείρισης και αντιστοιχεί, κατά κανόνα, στο 0,5-1% του ποσού του τιμολογίου. Οι κύριοι παράγοντες από τους οποίους εξαρτάται το ύψος της προμήθειας ασφαλείας είναι:

- ✓ η φερεγγυότητα των πελατών του πωλητή (αγοραστών των εμπορευμάτων) και
- ✓ η ευρεία κατανομή των κινδύνων ή, με άλλη διαπίστωση, ο βαθμός συγκέντρωσης κινδύνων σε ένα μεμονωμένο πελάτη.

9.5.3 Δικαιώματα

Τα δικαιώματα αυτά καταβάλλονται (εφάπαξ), κυρίως κατά τον καθορισμό του ορίου ανάληψης πιστωτικού κινδύνου για κάποιο πελάτη του πωλητή, μετά από αίτηση του τελευταίου. Το ύψος των δικαιωμάτων αυτών εξαρτάται από τον τόπο εγκατάστασης του οφειλέτη (εσωτερικό ή εξωτερικό) και από επείγον ή όχι του αιτήματος.

Σε ορισμένες περιπτώσεις τα εφάπαξ δικαιώματα βαρύνουν τον πελάτη του πράκτορα τόσο κατά τον καθορισμό όσο και κατά την ανανέωση των παραπάνω ορίων. Κατά συνέπεια, η συχνότητα ανανέωσης των ορίων ανάληψης (κάθε τρίμηνο ή εξάμηνο κ.λ.π.) είναι ένας παράγοντας κόστους που πρέπει να συνεκτιμάται.

Η συνεργασία με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων απαλλάσσει τον πελάτη από τα έξοδα και τις προμήθειες είσπραξης συναλλαγματικών ή φορτωτικών, εκτέλεσης ενέγγυων πιστώσεων, κ.λ.π. Επίσης ο πελάτης έχει τη δυνατότητα αξιοποίησης των εκπτώσεων που ισχύουν στον κλάδο. Τα οφέλη αυτά πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την εκτίμηση της σκοπιμότητας συνεργασίας με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων.

Έχοντας αναλύσει το κόστος πρακτορείας απαιτήσεων, υποθέτουμε ότι ένας κατασκευαστής πουλάει απαιτήσεις ύψους 293,47 € σε έναν πράκτορα απαιτήσεων. Η προμήθεια είναι 2% στην ονομαστική αξία των απαιτήσεων, το επιτόκιο για τις προκαταβολές 2% ανά μήνα και ο πράκτορας απαιτήσεων παρακρατά σε περιθώριο ασφαλείας το 10% της ονομαστικής αξίας των απαιτήσεων. Ο κατασκευαστής θα εισπράξει 253,09 € τώρα και το περιθώριο ασφαλείας των 29,35 € θα πληρωθεί σε μία μεταγενέστερη ημερομηνία. Ειδικότερα:

Ονομαστική αξία απαιτήσεων	293,47
Περιθώριο ασφαλείας (10%)	29,35
Προμήθεια (2%)	5,87
Προκαταβολή	258,25
Μείον μηνιαίος τόκος (2%)	5,17
Ποσόν διαθέσιμο στον κατασκευαστή	253,09

9.6 Πλεονεκτήματα για τον Πωλητή

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της πρακτορείας απαιτήσεων για τον πωλητή είναι τα ακόλουθα: βελτίωση ρευστότητας, προστασία έναντι επισφαλών απαιτήσεων, αξιοποίηση εκπτώσεων, δυνατότητα μαζικών αγορών, λογιστικά πλεονεκτήματα, βελτίωση διαρθρωτικών σχέσεων ισολογισμού, αύξηση πωλήσεων, δυνατότητα προγραμματισμού ταμιακών ροών, απλή τεκμηρίωση συναλλαγής και απασχόληση επιχειρηματία με επιτελικά έργα.

9.6.1 Βελτίωση Ρευστότητας

Η πρακτορεία απαιτήσεων είναι ένας μηχανισμός μετατροπής των απαιτήσεων του πωλητή σε μετρητά. Η υπηρεσία αυτή είναι ιδιαίτερα σημαντική για τις νέες επιχειρήσεις στις οποίες τα διαθέσιμά τους είναι ανεπαρκή για να ανταποκριθούν στις διαρκώς αυξανόμενες ανάγκες τους σε κεφάλαιο κίνησης, που απορρέουν από τον ταχύτατα αυξανόμενο κύκλο εργασιών τους. Η πρόσβαση των επιχειρήσεων αυτών στο παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα είναι δύσκολη και τα χρηματοδοτικά όρια που τυχόν θα καθορίσουν οι τράπεζες είναι συνήθως πολύ κατώτερα από τα επίπεδα εκείνα που θα επέτρεπαν την εξυπηρέτηση των αναγκών τους.

Το πρόβλημα αυτό έχει τις ρίζες στην εφαρμογή από τις τράπεζες των λεγόμενων τραπεζικών κριτηρίων με βάση τα οποία αντιμετωπίζουν τα χρηματοδοτικά αιτήματα των πελατών τους. Τα κριτήρια αυτά συνίστανται κυρίως στην αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της πελατείας με βάση απολογιστικά οικονομικά στοιχεία. Επιπλέον οι τράπεζες δεν είναι πάντα πρόθυμες να αναπροσαρμόζουν σε συχνά χρονικά διαστήματα τα πιστοληπτικά όρια των πελατών τους, δηλαδή να τα εναρμονίζουν με τις ανάγκες του κύκλου εργασιών τους που επεκτείνεται συνεχώς. Συνήθως, οι τράπεζες ανανεώνουν ή αυξάνουν τα πιστοληπτικά όρια των πελατών τους στο τέλος κάθε έτους, αφού εξετάσουν διάφορες οικονομικές καταστάσεις και στοιχεία που προσκομίζουν οι τελευταίοι.

Αντίθετα με την παραπάνω πολιτική των τραπεζών οι επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων λαμβάνουν κυρίως υπόψη τους τη φερεγγυότητα των πελατών του πωλητή και δυναμικά οικονομικά χαρακτηριστικά, όπως την ανταγωνιστικότητα του προϊόντος, την ποιότητα παραγωγής, το επιχειρηματικό ήθος κ.λ.π. Αυτή ακριβώς η μετάθεση του κέντρου βάρους από τα παραδοσιακά τραπεζικά κριτήρια στην πιστοληπτική ικανότητα των αγοραστών (πελατών του πιστούχου) επιτρέπει στις επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων να στηρίζουν διαρκώς την ανοδική πορεία του κύκλου εργασιών των πελατών τους. Το πιστωτικό όριο ανά αγοραστή καθορίζεται με μία πολύ απλή διαδικασία και μέσα σε πολύ σύντομο διάστημα (συνήθως 1-3 ημέρες) και εντάσσεται αυτόματα στο συνολικό ύψος της χρηματοδότησης του πωλητή.

Η πρακτορεία απαιτήσεων συμβάλλει επίσης στη βελτίωση της ρευστότητας του πωλητή με τη διατήρηση ανέπαφων των καθορισμένων από τις τράπεζες πιστοληπτικών ορίων του. Τα κεφάλαια που αντλεί ο πωλητής δια μέσου της γνήσιας πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων δε συμψηφίζονται με τα παραπάνω όρια.

Συμπερασματικά πρέπει να τονιστεί ότι η πρακτορεία απαιτήσεων συμπληρώνοντας αλλά και μερικώς ανταγωνιζόμενη την τραπεζική χρηματοδότηση διευρύνει σημαντικά τις δυνατότητες άντλησης χρηματοδοτικών πόρων, κυρίως από την πλευρά των νέων επιχειρήσεων που χαρακτηρίζονται από ανεπαρκή κεφάλαια αλλά και αξιόλογες αναπτυξιακές προοπτικές.

9.6.2 Προστασία Έναντι Επισφαλών Απαιτήσεων

Η ιδιότητα της πρακτορείας απαιτήσεων να παρέχει προστασία στον πωλητή από τον κίνδυνο της αφερεγγυότητας των πελατών του είναι ιδιαίτερα σημαντική για εκείνες τις επιχειρήσεις που διαθέτουν τα προϊόντα τους με πίστωση σε κλάδους που είναι ευαίσθητοι στις διακυμάνσεις της οικονομικής συγκυρίας.

Η πρακτορεία απαιτήσεων παρουσιάζει ζωηρή ζήτηση σε περίοδο οικονομικής ύφεσης. Η ραγδαία υποτίμηση της αξίας των απαιτήσεων που παρατηρείται σε περιόδους ύφεσης μπορεί να απειλήσει την ύπαρξη μίας επιχείρησης που συνηθίζει να πουλάει τα προϊόντα της με πίστωση.

9.6.3 Αξιοποίηση Εκπτώσεων

Ένας από τους κυριότερους λόγους που ωθεί έναν πωλητή να συνεργαστεί με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων είναι η αξιοποίηση των εκπτώσεων που έχουν καθιερωθεί σε έναν κλάδο. Η αξιοποίηση αυτή μπορεί να συμβάλει στη βελτίωση της αποδοτικότητας του πωλητή με δύο τρόπους.

Πρώτον, με την πληρωμή από τον πωλητή των τιμολογίων των προμηθευτών του μέσα στα καθορισμένα για την παροχή της έκπτωσης χρονικά όρια. Στην περίπτωση αυτή το όφελος του πωλητή υπολογίζεται με την ακόλουθη εξίσωση:

$$\text{Όφελος πωλητή} = \frac{\text{ΠΕ} \times 100 \times 360}{X (\text{ΠΤ})}$$

όπου,

ΠΕ = Ποσόν έκπτωσης

X = Χρόνος σε ημέρες

ΠΤ = Ποσόν τιμολογίου μείον την έκπτωση

Για παράδειγμα, η εξόφληση ενός τιμολογίου μέσα σε δέκα ημέρες από την έκδοσή του δίνει τη δυνατότητα έκπτωσης 2%. Αντίθετα αν η εξόφληση γίνει μέσα σε τριάντα ημέρες, τότε καταβάλλεται το καθαρό ποσόν του τιμολογίου. Υποθέτοντας ότι το τιμολόγιο ανέρχεται σε 5.869,41 €, τότε το όφελος του πωλητή είναι:

$$\begin{aligned} \text{Όφελος πωλητή} &= \frac{\text{ΠΕ} \times 100 \times 360}{X (\text{ΠΤ})} \\ &= \frac{(5.869,41 \times 0,02) \times 100 \times 360}{20 \times (5.869,41 - 5.869,41 \times 0,02)} \\ &= 36,7\% \end{aligned}$$

Το όφελος αυτό είναι μεγαλύτερο από το χρηματοδοτικό κόστος (επιτόκιο προεξόφλησης των τιμολογίων), γεγονός που επιτρέπει στον πωλητή να αυξήσει το περιθώριο κέρδους του.

Δεύτερον, με την αποφυγή του κόστους που αντιπροσωπεύει η παροχή έκπτωσης από τον πωλητή προς τους πελάτες του. Ο πωλητής δεν έχει λόγο να προσπαθήσει να υποκινήσει, με την παραχώρηση υψηλού ποσοστού έκπτωσης, τους αγοραστές των προϊόντων του για να εξοφλήσουν με μετρητά τα τιμολόγια τους, γιατί έχει εξασφαλίσει μετρητά από τη συνεργασία του με τον πράκτορα. Το σχετικό όφελος του πωλητή υπολογίζεται πάλι με την προηγούμενη εξίσωση.

9.6.4 Δυνατότητα Μαζικών Αγορών

Εκτός από τα παραπάνω πρέπει να ληφθεί υπόψη και η δυνατότητα που εξασφαλίζει η πρακτορεία απαιτήσεων στον πωλητή να προμηθεύεται, χάρη στη βελτιωμένη ρευστότητά του, σε μεγάλες ποσότητες επιτυγχάνοντας έτσι χαμηλότερες τιμές και επομένως μεγαλύτερο περιθώριο κέρδους.

9.6.5 Λογιστικά Πλεονεκτήματα

Η πρακτορεία απαιτήσεων στον τομέα της διαχείρισης απαιτήσεων παρέχει στον πωλητή των απαιτήσεων τις ακόλουθες δυνατότητες.

Πρώτον, πλήρη ενημέρωση για το σύνολο των συναλλαγών του με τους πελάτες του. Αυτό επιτυγχάνεται με τις μηχανογραφημένες καταστάσεις που περιοδικός διαβιβάζει ο πράκτορας στον πωλητή. Οι καταστάσεις αυτές περιέχουν ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών κατάλληλα επεξεργασμένων και ταξινομημένων (εξοφλημένα τιμολόγια, υπόλοιπα οφειλών, περιθώρια εγκεκριμένων ορίων πιστώσεων αγοραστών, τιμολόγια με εκκρεμότητες κ.λ.π.).

Δεύτερον, δυνατότητα άσκησης ευέλικτης πολιτικής πωλήσεων με βάση τις στατιστικές πωλήσεων που ο πράκτορας εφοδιάζει τον πωλητή (π.χ. διαχρονική εξέλιξη πωλήσεων κατά διανομέα, περιοχή, είδος εμπορεύματος κ.λ.π.).

Τρίτον, η επαγγελματική μεσολάβηση του πράκτορα παρέχει τη δυνατότητα αποτελεσματικής διευθέτησης τυχόν προβλημάτων που δημιουργούνται στις εμπορικές σχέσεις του πωλητή με τους πελάτες του (π.χ. λόγω καθυστερημένης άφιξης των εμπορευμάτων).

Τέταρτον, απαλλαγή από σημαντικό κόστος που συνδέεται με τη λειτουργία του λογιστηρίου του (π.χ. λόγω μείωσης του απασχολούμενου προσωπικού αλλά και των γενικών εξόδων).

9.6.6 Βελτίωση Διαρθρωτικών Σχέσεων Ισολογισμού

Τα χρήματα που αντλεί ο πωλητής με την προεξόφληση των τιμολογίων του από τον πράκτορα δε θεωρούνται από νομική άποψη χρηματοδότηση, αφού λείπει, στην περίπτωση της γνήσιας πρακτορείας απαιτήσεων, η υποχρέωση του χρηματοδοτούμενου να επιστρέψει τα χορηγούμενα ποσά. Αυτό σημαίνει ότι το προϊόν της προεξόφλησης των τιμολογίων δεν εμφανίζεται σαν υποχρέωση στο παθητικό του ισολογισμού του πωλητή, δηλαδή η πρακτορεία απαιτήσεων είναι μία εξωλογιστική εργασία (off-balance sheet transaction). Κατά συνέπεια, η πρακτορεία απαιτήσεων βελτιώνει την εικόνα του ισολογισμού του πωλητή και έτσι την πιστοληπτική ικανότητά του η οποία με τη σειρά της οδηγεί σε καθορισμό από τις τράπεζες υψηλότερων χρηματοδοτικών ορίων και βελτίωση της ρευστότητάς του.

9.6.7 Αύξηση Πωλήσεων

Η αύξηση του κύκλου εργασιών μίας επιχείρησης είναι συνάρτηση της ανταγωνιστικότητάς της. Ένα σημαντικό στοιχείο ανταγωνιστικότητας σε μία ελεύθερη οικονομία είναι οι όροι πληρωμής που προσφέρονται στην πελατεία, π.χ. πίστωση σε ανοικτό λογαριασμό, άνοιγμα ενέγγυου πίστωσης, αποδοχή συναλλαγματικής και έναντι φορτωτικών σε μετρητά.

Η συνεργασία με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων επιτρέπει στον πωλητή να παρέχει στους πελάτες του τη δυνατότητα πληρωμής των πωλούμενων εμπορευμάτων με πίστωση σε ανοικτό λογαριασμό, χωρίς όμως να εκτίθεται ο ίδιος σε πιστωτικό κίνδυνο, αφού ο πράκτορας έχει ασφαλίσει την απαίτησή του.

Με άλλα λόγια η πρακτορεία απαιτήσεων συνδυάζει την εξασφάλιση της πληρωμής για τον πωλητή με την χορήγηση στον αγοραστή προθεσμίας για την εξόφληση του τιμολογίου του.

Χωρίς τη στήριξη του θεσμού της πρακτορείας απαιτήσεων ο πωλητής θα ήταν, κατά κανόνα υποχρεωμένος, για να μην επωμιστεί τον πιστωτικό κίνδυνο, να αξιώσει από τον υποψήφιο πελάτη άνοιγμα ενέγγυου πίστωσης ή έκδοση εγγυητικής επιστολής ακόμη και πληρωμή σε μετρητά. Στην περίπτωση όμως αυτή ο δυνητικός πελάτης μπορεί να προσφύγει στον ανταγωνισμό. Η μόνη εναλλακτική δυνατότητα για να μη χαθεί ο πελάτης αυτός θα ήταν η ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου από τον ίδιο τον πωλητή. Όμως η έκθεση σε τέτοιου είδους κινδύνους δε πρέπει να είναι μεγαλύτερη από κάποια εύλογα όρια που προσδιορίζονται από ορισμένους παράγοντες, όπως π.χ. το ύψος των ίδιων κεφαλαίων.

Ένας άλλος τρόπος με τον οποίο ο πράκτορας συντελεί στην προώθηση των πωλήσεων του πελάτη του είναι η υπόδειξη νέων δυνητικών πελατών. Αυτή η υπηρεσία μπορεί να παρέχεται και από άλλους φορείς. Όμως, όπως τονίστηκε παραπάνω, ο πράκτορας συνδυάζει τα στοιχεία των δυνητικών πελατών με ποσοτικές ενδείξεις για την πιστοληπτική τους ικανότητα. Αυτές οι ενδείξεις αποτελούν τα ανώτατα όρια μέσα στα οποία μπορεί ο πωλητής να προχωρήσει άμεσα σε κλείσιμο συμφωνίας για πωλήσεις με πίστωση, χωρίς ο ίδιος να αναλαμβάνει κινδύνους.

9.6.8 Δυνατότητα Προγραμματισμού Ταμιακών Ροών

Η προεξόφληση των τιμολογίων σε συγκεκριμένες ημερομηνίες και ο καθορισμός συγκεκριμένων χρονικών σημείων για την προκαταβολή του αντίτιμου των τιμολογίων που δε θα εξοφληθούν από τους οφειλέτες (γνήσια πρακτορεία απαιτήσεων), εξασφαλίζει μία βασική προϋπόθεση για την κατάρτιση ενός ταμιακού προγράμματος με μικρές αποκλίσεις. Έτσι, αποδεσμεύονται άτοκα ρευστά διαθέσιμα που θα ήταν απαραίτητα για την κάλυψη των ελλειμμάτων που θα προέκυπταν από τη χρονική υστέρηση στην πραγματοποίηση των εισπράξεων. Επιπρόσθετα η δυνατότητα προγραμματισμού των εισροών βελτιώνει ουσιαστικά την ικανότητα μίας επιχείρησης να ανταποκρίνεται έγκαιρα στις υποχρεώσεις της, προϋπόθεση απαραίτητη για τη διατήρηση του κύρους της στην αγορά.

9.6.9 Απλή Τεκμηρίωση της Συναλλαγής

Τα μόνα δικαιολογητικά που υποβάλλονται στον πράκτορα από τον πελάτη του για τη λήψη προκαταβολών και την ενεργοποίηση της ασφαλιστικής κάλυψης είναι, κατά κανόνα, ένα αντίγραφο του τιμολογίου και, κατά περίπτωση, ένα αντίγραφο της σχετικής φορτωτικής. Το αντίγραφο του τιμολογίου είναι το παραστατικό για την εκχωρούμενη απαίτηση, ενώ το αντίγραφο της φορτωτικής χρησιμοποιείται σαν αποδεικτικό ότι ο πωλητής έχει εκπληρώσει τις συμβατικές υποχρεώσεις του. Αντίθετα στην περίπτωση, για παράδειγμα, εκτέλεσης μίας ενέγγυου πίστωσης απαιτείται συνήθως η προσκόμιση ολόκληρης σειράς φορτωτικών εγγράφων, που θα πρέπει να ανταποκρίνονται στους πολύπλοκους μερικές φορές όρους της πίστωσης αυτής.

9.6.10 Απασχόληση Επιχειρηματία με Επιτελικά Έργα

Η διεκπεραίωση των διαδικαστικών θεμάτων, της αξιολόγησης της φερεγγυότητας των υποψήφιων πελατών, της παρακολούθησης της οικονομικής κατάστασης των πελατών κ.λ.π. από τον πράκτορα, επιτρέπει στον πωλητή να επιδοθεί απερίσπαστος στην επίτευξη των σκοπών της επιχείρησής του.

9.7 Μειονεκτήματα για τον Πωλητή

Τα κυριότερα μειονεκτήματα της πρακτορείας απαιτήσεων για τον πωλητή είναι τα ακόλουθα: υποχρέωση εκχώρησης του συνόλου των απαιτήσεών του, υψηλό κόστος και παρέμβαση του πράκτορα μεταξύ πωλητή και αγοραστή.

9.7.1 Υποχρέωση Εκχώρησης του Συνόλου των Απαιτήσεων

Ο πωλητής δεν έχει την ευχέρεια να επιλέξει τις απαιτήσεις που θα εκχωρήσει στον πράκτορα.

Διαφορετικά ο πωλητής θα μπορούσε να μεταβιβάσει στον πράκτορα τις απαιτήσεις κατά αφερέγγυων πελατών και να κρατήσει ή να διαθέσει με άλλο τρόπο τις απαιτήσεις κατά φερέγγυων πελατών. Επίσης είναι υποχρεωμένος να εκχωρήσει στον πράκτορα όχι μόνο τις υφιστάμενες κατά τη στιγμή που υπογράφεται η σχετική σύμβαση απαιτήσεις αλλά και αυτές που θα προκύψουν μεταγενέστερα.

9.7.2 Υψηλό Κόστος

Κατά το πρώτο στάδιο εφαρμογής του θεσμού στην Ευρώπη η πρακτορεία απαιτήσεων είχε θεωρηθεί δαπανηρό μέσο. Με την ένταση όμως του ανταγωνισμού κατά τα τελευταία χρόνια αλλά και την εφαρμογή από τις επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων ορθολογικών μεθόδων διεκπεραίωσης των εργασιών τους, έχουν συμπίσει τα δικαιώματα που εισπράττονται από τις επιχειρήσεις πρακτορείας απαιτήσεων. Κατά τη σύγκριση της πρακτορείας απαιτήσεων με εναλλακτικούς θεσμούς από άποψη κόστους, ο προμηθευτής θα πρέπει να συνεκτιμήσει, τα έξοδα που εξοικονομεί λόγω των υπηρεσιών που του προσφέρει ο πράκτορας αλλά και τα σημαντικά πλεονεκτήματα της πρακτορείας απαιτήσεων, ορισμένα από τα οποία είναι δύσκολο να αποτιμηθούν σε χρήμα.

9.7.3 Παρέμβαση Πράκτορα μεταξύ Πωλητή και Αγοραστή

Από ορισμένους αντιπάλους της πρακτορείας απαιτήσεων προβάλλεται σαν μειονέκτημα του θεσμού η ανάγκη να γνωστοποιούνται οι εμπορικές σχέσεις δύο συναλλασσομένων (πωλητή και αγοραστή) σε έναν τρίτο (τον πράκτορα), καθώς και η παρέμβαση του τελευταίου στις μεταξύ τους συναλλαγές. Αυτό ενδέχεται να δυσαρεστήσει τον αγοραστή που πιθανώς να ενδιαφέρεται ιδιαίτερα για τη διατήρηση του εμπιστευτικού χαρακτήρα των εμπορικών του σχέσεων.

Όμως ο πωλητής που πρόκειται να συνεργαστεί με μία επιχείρηση πρακτορείας απαιτήσεων μπορεί να προλάβει ενδεχόμενη δυσαρέσκεια των πελατών του, αν χειριστεί το θέμα με επιδεξιότητα.

Για παράδειγμα, αν αποστείλει μία επιστολή στους πελάτες με την οποία θα τους ενημερώνει για την εκχώρηση των απαιτήσεων στον πράκτορα και θα τους εξηγήσει τους λόγους που τον οδήγησαν στην ενέργεια αυτή καθώς και τα οφέλη που θα προκύψουν από την εκχώρηση στη μεταξύ τους συνεργασία.

Επίσης πρέπει να τονιστεί ότι ο πράκτορας αναλαμβάνει τη διαχείριση και την είσπραξη των απαιτήσεων του πωλητή χωρίς να επεμβαίνει σε τυχόν αντιδικίες μεταξύ πωλητή και αγοραστή σχετικά με την ποσότητα, ποιότητα, ιδιότητες κ.λ.π. του εμπορεύματος. Ο πράκτορας περιορίζεται σε καθαρά μεσολαβητικό ρόλο και δεν αναμιγνύεται στις σχέσεις μεταξύ των εμπορικών εταίρων.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΔΕΚΑΤΟ: ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΚΑΙ ΛΟΙΠΕΣ ΠΙΣΤΩΣΕΙΣ

10.1 Εμπορικές Πιστώσεις

10.1.1 Ορισμός

Οι εμπορικές πιστώσεις είναι πηγές αυτοδύναμης χρηματοδότησης ενεργητικών στοιχείων βραχείας διάρκειας (όπως οι υποχρεώσεις πληρωτέες), αφού δίνουν στις επιχειρήσεις τη δυνατότητα να αποκτήσουν εμπορεύματα ή υπηρεσίες τώρα και να πληρώσουν αργότερα. Οι εμπορικές πιστώσεις διακρίνονται σε πιστώσεις που χορηγούν οι επιχειρήσεις προς την πελατεία τους προκειμένου να αυξήσουν τις πωλήσεις τους και πιστώσεις που λαμβάνουν οι επιχειρήσεις από τους προμηθευτές τους.

Στο παρόν κεφάλαιο αναπτύσσεται ο τρόπος με τον οποίο οι επιχειρήσεις χρησιμοποιούν τις εμπορικές πιστώσεις που λαμβάνουν από τους προμηθευτές τους σαν πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

10.1.2 Κόστος

Επιχειρήσεις οι οποίες αντιμετωπίζουν στενότητα κεφαλαίων κίνησης περιορίζουν τις πηγές προμήθειας των πρώτων υλών και λοιπόν αγορών τους στους προμηθευτές εκείνους οι οποίοι προσφέρουν τους ευνοϊκότερους όρους πληρωμής, μερικές φορές σε βάρος της ποιότητας και της τιμής αγοράς. Αντίθετα, επιχειρήσεις οι οποίες έχουν ταμιακή επάρκεια είναι περισσότερο ελεύθερες στην εκλογή των προμηθευτών τους και στρέφουν την προσοχή τους περισσότερο στην ποιότητα και στις τιμές, επωφελούμενες κάθε ευκαιρίας πραγματοποίησης σημαντικών αγορών ή προαγορών σε χαμηλές τιμές.

Πρέπει να σημειωθεί ότι, ενώ οι πιστώσεις των προμηθευτών είναι συνήθως άτοκες, στην πραγματικότητα η τιμή πώλησης περιλαμβάνει τόκους, οι οποίοι μερικές φορές είναι σημαντικά μεγαλύτεροι από τα ισχύοντα επιτόκια για τις συνήθεις μορφές βραχυπρόθεσμου τραπεζικού δανεισμού. Αυτό γίνεται φανερό στις περιπτώσεις που οι προμηθευτές χορηγούν εκπτώσεις στις πωλήσεις που γίνονται με μετρητά.

Το ετήσιο κόστος της εμπορικής πίστωσης εξαιτίας της απώλειας της έκπτωσης μπορεί να υπολογιστεί, κατά προσέγγιση, με τη χρησιμοποίηση της ακόλουθης εξίσωσης:

$$\text{Ετήσιο κόστος εμπορικής πίστωσης (κατά προσέγγιση)} = \frac{E}{1 - E} \times \frac{360 \text{ μέρες}}{\text{ΜΠ} - \text{ΜΕ}}$$

όπου,

E = Έκπτωση

ΜΠ = Μέρες πίστωσης

ΜΕ = Μέρες έκπτωσης

Για παράδειγμα, η επιχείρηση Α αγοράζει αποθέματα αξίας 23,48 €. Οι εμπορικοί όροι είναι 2/10/n30. Η επιχείρηση Α μπορεί να επωφεληθεί την έκπτωση και να εξοικονομήσει 0,47 € (23,48 x 2%) αν πληρώσει το λογαριασμό μέσα σε 10 μέρες, ή μπορεί να περιμένει να πληρώσει ολόκληρο το ποσό σε 30 ημέρες. Το ετήσιο κόστος της εμπορικής πίστωσης εξαιτίας της απώλειας της έκπτωσης, κατά προσέγγιση, είναι:

$$\begin{aligned} \text{Ετήσιο κόστος εμπορικής πίστωσης (κατά προσέγγιση)} &= \frac{E}{1 - E} \times \frac{360 \text{ μέρες}}{\text{ΜΠ} - \text{ΜΕ}} \\ &= \frac{0,02}{1 - 0,02} \times \frac{360}{30 - 10} \\ &= 0,3672 \text{ ή } 36,72\% \end{aligned}$$

Εφαρμόζοντας την παραπάνω εξίσωση για περιόδους πίστωσης 45 και 60 ημερών, το ετήσιο κόστος της εμπορικής πίστωσης εξαιτίας της απώλειας της έκπτωσης διαμορφώνεται αντίστοιχα σε 20, 99 και 14,69%. Παρατηρούμε ότι το ετήσιο κόστος μειώνεται καθώς ο αριθμός των ημερών της πίστωσης αυξάνεται. Κατά συνέπεια, σε ορισμένες περιπτώσεις, είναι ενδεχομένως επιθυμητό να επιμηκύνουμε την περίοδο πληρωμής των υποχρεώσεων όσο το δυνατόν περισσότερο. Όμως επιχειρήσεις που καθυστερούν την πληρωμή των λογαριασμών τους μπορεί να απολέσουν την πιστωτική αξιοπιστία τους ή να αναγκαστούν στο μέλλον να πληρώνουν με μετρητά.

Ο αριθμητής του πρώτου όρου στην παραπάνω εξίσωση είναι το κόστος ανά δραχμή πίστωσης, ενώ ο παρονομαστής αντιπροσωπεύει τα διαθέσιμα κεφάλαια μετά την απώλεια της έκπτωσης. Άρα, ο πρώτος όρος είναι το περιοδικό κόστος της πίστωσης. Ο παρονομαστής του δεύτερου όρου είναι ο αριθμός των ημερών της επιπρόσθετης πίστωσης, η οποία χορηγείται επειδή δεν έγινε χρήση της έκπτωσης. Έτσι ο δεύτερος όρος δείχνει τον αριθμό των φορών που το παραπάνω περιοδικό κόστος της πίστωσης αναλαμβάνεται μέσα σε ένα χρόνο (κυκλοφοριακή ταχύτητα κόστους).

Η παραπάνω εξίσωση δεν βασίζεται στον ανατοκισμό, έτσι το υπολογισθέν κόστος είναι μικρότερο του πραγματικού. Το περιοδικό κόστος ή το περιοδικό επιτόκιο (K_d) είναι $0,02/0,98 = 0,0204$ και πληρώνεται $360/20 = 18$ φορές το χρόνο, κατά συνέπεια, το ετήσιο πραγματικό κόστος της εμπορικής πίστωσης εξαιτίας της απώλειας της έκπτωσης είναι:

$$\begin{aligned}
 &\text{Ετήσιο πραγματικό κόστος} \\
 &\text{εμπορικής πίστωσης} &= (1 + K_d)^n - 1 \\
 &&= (1,0204)^{18} - 1 \\
 &&= 1,439 - 1 \\
 &&= 43,9\%
 \end{aligned}$$

Αν η επιχείρηση πληρώσει σε 60 ημέρες, η πραγματική περίοδος πίστωσης θα είναι 10 ημέρες ($60 - 50$), η έκπτωση θα απολεστεί 7,2 φορές ($360/50$) και το ετήσιο πραγματικό κόστος της εμπορικής πίστωσης θα μειωθεί σε 15,7%.

Με βάση την προηγούμενη ανάλυση, η εμπορική πίστωση μπορεί να αναλυθεί σε δύο συστατικά. Πρώτον, ανέξοδη εμπορική πίστωση η οποία περιλαμβάνει την πίστωση που χορηγείται κατά τη διάρκεια της περιόδου της έκπτωσης και η οποία για την επιχείρηση Α ισοδυναμεί με αγορές 10 ημερών. Δεύτερον, εμπορική πίστωση παρεχόμενη έναντι κόστους, η οποία περιλαμβάνει την πίστωση που χορηγείται επιπλέον της ανέξοδης εμπορικής πίστωσης και της οποίας το κόστος είναι αφανές και ισοδυναμεί με τις απολεσθείσες εκπτώσεις. Η επιχείρηση Α μπορεί να αποκτήσει αγορές 20 ημερών προς 36,72%. Η επιχείρηση πρέπει πάντοτε να χρησιμοποιεί την ανέξοδη εμπορική πίστωση. Η εμπορική πίστωση έναντι κόστους πρέπει να χρησιμοποιείται μόνο, αν το κόστος της είναι μικρότερο από το κόστος των κεφαλαίων, τα οποία θα μπορούσε η επιχείρηση να αντλήσει από άλλες πηγές.

10.2 Αγορά Απαίτησης χωρίς Δικαίωμα Αναγωγής

10.2.1 Ορισμός

Αγορά απαίτησης χωρίς δικαίωμα αναγωγής είναι η προεξόφληση μίας εξαγωγικής απαίτησης από κάποια τράπεζα ή ένα εξειδικευμένο πιστωτικό ίδρυμα που παραιτείται από το δικαίωμα αναγωγής κατά του φορέα της απαίτησης σε περίπτωση που αυτή δεν εξοφληθεί έγκαιρα. Κατά κανόνα, την εξόφληση της αντίστοιχης οφειλής εγγυάται κάποια τράπεζα.

Το χαρακτηριστικό, που διακρίνει την αγορά απαίτησης χωρίς δικαίωμα αναγωγής (στη συνέχεια για χάρη συντομίας θα αναφέρεται σαν αγορά απαίτησης) από άλλες παρεμφερείς μεθόδους πιστοδότησης του εξωτερικού εμπορίου, είναι η παραίτηση της τράπεζας που χρηματοδοτεί από το δικαίωμα αναγωγής. Με άλλα λόγια η τράπεζα παραιτείται από τη δυνατότητά της να στραφεί κατά του χρηματοδοτούμενου εξαγωγέα και να αξιώσει την επιστροφή του προϊόντος της χρηματοδότησης, σε περίπτωση που ο οφειλέτης (αγοραστής του εμπορεύματος-εισαγωγέας) δεν μπορέσει να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του. Αυτό σημαίνει ότι η μοναδική ευθύνη του εξαγωγέα είναι να μεταβιβάσει στην τράπεζα απαίτηση υπαρκτή και έγκυρη.

Τα μέρη που εμπλέκονται στην διαδικασία της αγοράς απαίτησης (forfeiting) είναι: η τράπεζα που αγοράζει (προεξοφλεί) την απαίτηση (forfeiture), ο εξαγωγέας που πουλάει (forfaitist) στην τράπεζα την απαίτηση και εισπράττει το ισόποσό της μείον τον προεξοφλητικό τόκο, ο οφειλέτης αγοραστής του εμπορεύματος (εισαγωγέας) και η τράπεζα του οφειλέτη που εγγυάται την εξόφληση της οφειλής (τριτεγγυάται τη συναλλαγματική ή εκδίδει εγγυητική επιστολή).

Άλλα στοιχεία που συνθέτουν τη φυσιογνωμία του συγκεκριμένου θεσμού, όπως αυτός έχει καθιερωθεί από τη διεθνή πρακτική, χωρίς όμως και να είναι απαραίτητα για να χαρακτηριστεί μία εργασία σαν αγορά απαίτησης είναι τα εξής:

Πρώτον, οι προεξοφλούμενες απαιτήσεις είναι βραχυπρόθεσμες και μεσοπρόθεσμες. Στην ουσία η αγορά απαίτησης είναι μία μορφή χρηματοδότησης που ταξινομείται στα όρια μεταξύ βραχυπρόθεσμης και μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης.

Δεύτερον, οι προεξοφλούμενες απαιτήσεις ενσωματώνονται, κατά κανόνα, σε μία σειρά συναλλαγματικών ή γραμματίων πρωτοφειλής εξαμηνιαίων λήξεων, οι οποίες αντιπροσωπεύουν τις δόσεις που έχουν συμφωνηθεί μεταξύ του εξαγωγέα και του εισαγωγέα (οφειλέτη-αποδέκτη της συναλλαγματικής ή εκδότη του γραμματίου πρωτοφειλής), για τη σταδιακή πληρωμή της οφειλής του τελευταίου.

Τρίτον, οι χρηματοδοτούμενες απαιτήσεις προέρχονται από εξαγωγή κεφαλαιουχικών αγαθών. Αυτό βέβαια, δε σημαίνει ότι η αγορά απαίτησης αποκλείεται να αφορά και εξαγωγές καταναλωτικών αγαθών.

Τέταρτον, η τράπεζα θέτει σαν προϋπόθεση για τη διενέργεια της χρηματοδότησης την έκδοση εγγυητικής επιστολής ή την τριτεγγύηση της συναλλαγματικής (ή του γραμματίου πρωτοφειλής) από την τράπεζα του εισαγωγέα.

10.2.2 Προϋποθέσεις

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να καλύπτονται για να έχει πιθανότητες μία συγκεκριμένη εξαγωγική συναλλαγή να αποτελέσει αντικείμενο πιστοδότησης με τη μέθοδο της αγοράς απαίτησης είναι οι εξής:

10.2.2.1 Κίνδυνος Χώρας

Ο κίνδυνος χώρας (country risk) δεν πρέπει να είναι μεγαλύτερος, κατά την κρίση του αρμόδιου τμήματος της τράπεζας που καλείται να αναλάβει τον κίνδυνο, από ένα εύλογο επίπεδο. Η τράπεζα αφού λάβει υπόψη της ορισμένα κριτήρια (π.χ. σταθερότητα πολιτικού συστήματος και κοινωνικού καθεστώτος, πληθυσμιακά δεδομένα, οικονομικούς δείκτες κ.λ.π.), καθορίζει ένα ανώτατο όριο χρηματοδοτήσεων για κάθε χώρα (τόσο συνολικά όσο και κατά μεμονωμένη συναλλαγή).

10.2.2.2 Η Φερεγγυότητα του Οφειλέτη

Η φερεγγυότητα του οφειλέτη (αγοραστή του εμπορεύματος) ή της εγγυήτριας τράπεζας πρέπει να θεωρείται, για τη συγκεκριμένη περίπτωση, επαρκής.

10.2.2.3 Απαίτηση

Η απαίτηση πρέπει να είναι υπαρκτή, έγκυρη και ελεύθερη από διεκδικήσεις τρίτων, βάρη, ενστάσεις κ.λ.π. Βέβαια αν υπάρχει συναλλαγματική ή γραμμάτιο πρωτοφειλής, η εκπλήρωση της προϋπόθεσης αυτής είναι δεδομένη.

10.2.2.4 Τρόπος και Ποσόν Πληρωμής

Ο τρόπος πληρωμής πρέπει να είναι συνηθισμένος, σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική. Το ποσόν της συναλλαγής δεν πρέπει, κατά κανόνα, να είναι μικρότερο από κάποιο όριο.

10.2.3 Τεχνική

Από την έναρξη των διαπραγματεύσεων με τον αγοραστή του εμπορεύματος ο εξαγωγέας ενημερώνει την τράπεζά του για το ενδεχόμενο να ζητήσει χρηματοδότηση με τη μέθοδο της αγοράς απαίτησης.

Σκοπός του εξαγωγέα είναι να εξασφαλίσει, πριν υπογραφεί η σχετική σύμβαση πώλησης, την έγγραφη συγκατάθεση της τράπεζας για τη χρηματοδότηση της συγκεκριμένης εξαγωγής με τη μέθοδο της αγοράς απαίτησης και με συγκεκριμένους όρους.

Αφού εγκριθεί η χρηματοδότηση, η τράπεζα αποστέλλει στον εξαγωγέα έγγραφο με το οποίο αναλαμβάνει την υποχρέωση να προεξοφλήσει την απαίτηση που περιγράφεται στην αίτησή του, εφόσον ο εξαγωγέας προσκομίσει μέσα σε καθοριζόμενο χρονικό διάστημα μία σειρά δικαιολογητικά (συναλλαγματικές, γραμματία, εγγυητικές επιστολές, συμβάσεις κ.λ.π.). Επίσης καθορίζονται και οι όροι της χρηματοδότησης (το επιτόκιο και η προμήθεια αδράνειας).

Σε περίπτωση που η χρηματοδότηση με αγορά απαίτησης γίνεται με προεξόφληση συναλλαγματικών ή γραμματίων, η τράπεζα ελέγχει αν η συμπλήρωσή τους είναι πλήρης και έχει γίνει κατά τον προβλεπόμενο τρόπο. Επίσης αν πιστοποιείται από την τράπεζα του εισαγωγέα η γνησιότητα της υπογραφής του και το νομότυπο της εκπροσώπησής του, με βάση την ή τις υπογραφές που έχουν τεθεί στις συναλλαγματικές (το τελευταίο είναι αναγκαίο μόνο όταν ο οφειλέτης είναι νομικό πρόσωπο).

Αν προεξοφλούνται άλλα χρεωστικά έγγραφα, λαμβάνονται τα ακόλουθα πρόσθετα μέτρα για τη νομότυπη μεταβίβαση της απαίτησης του εξαγωγέα στην τράπεζα, προκειμένου να προληφθεί κάθε δυσάρεστο ενδεχόμενο σε βάρος της τελευταίας. Πρώτον, εκχωρούνται στην τράπεζα όλα τα δικαιώματα του εξαγωγέα από τη σύμβαση πώλησης. Δεύτερον, λαμβάνεται γραπτή δήλωση του αγοραστή των εμπορευμάτων, αλλά και της εγγυήτριας τράπεζας, σύμφωνα με την οποία αναγνωρίζουν σαν δικαιούχο της απαίτησης την τράπεζα που αγοράζει την απαίτηση. Τρίτον, ο αγοραστής του εμπορεύματος υπογράφει δήλωση με την οποία παραιτείται από οποιαδήποτε ένσταση, αντίρρηση, ανταπαίτηση κ.λ.π. που θα μπορούσε να προβάλλει, σχετικά με την οφειλή του, απέναντι στην τράπεζα.

10.2.4 Κόστος

Στα πρώτα χρόνια εφαρμογής της αγοράς απαίτησης οι επιχειρηματικοί κύκλοι αντιμετώπιζαν με σκεπτικισμό το θεσμό αυτό, επειδή το επιτόκιο που ζητούσαν οι τράπεζες ήταν αρκετά υψηλότερο από το επιτόκιο προεξόφλησης συναλλαγματικών. Ένα μέρος από το περιθώριο του επιτοκίου αποτελεί ασφάλιστρο κατά του αυξημένου κινδύνου που αναλαμβάνουν οι τράπεζες με το θεσμό της αγοράς απαίτησης.

Τα τελευταία όμως χρόνια η κατάσταση έχει μεταβληθεί, αφού ένας μεγάλος αριθμός τραπεζών έχει εντάξει την αγορά απαίτησης στις υπηρεσίες που προσφέρουν στην πελατεία τους, με αποτέλεσμα την όξυνση του ανταγωνισμού και τη συμπίεση του περιθωρίου κέρδους των τραπεζών. Ο παράγοντας κόστος δεν αποτελεί πλέον ανασταλτικό στοιχείο στην ανάπτυξη του θεσμού.

Οι τράπεζες εισπράττουν επίσης διάφορες προμήθειες, η κυριότερη από τις οποίες είναι η προμήθεια αδράνειας που αναφέρθηκε προηγουμένως.

10.2.5 Πλεονεκτήματα για τον Εξαγωγέα

Η αγορά απαίτησης συνεπάγεται μία σειρά σημαντικών πλεονεκτημάτων για τον εξαγωγέα. Τα κυριότερα από τα πλεονεκτήματα αυτά είναι τα ακόλουθα:

Πρώτον, ο εξαγωγέας μπορεί να μεταθέσει τον πιστωτικό κίνδυνο (αφερεγγυότητα του οφειλέτη) και τον κίνδυνο χώρας στον αγοραστή της απαίτησης.

Δεύτερον, ο εξαγωγέας δεν εγγράφει τη σχετική χρηματοδότηση στον ισολογισμό του και έτσι δεν επιβαρύνονται οι δείκτες ρευστότητας και δανειακής επιβάρυνσης, οι οποίοι λαμβάνονται υπόψη από τις τράπεζες κατά την εκτίμηση της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών τους. Πρέπει να σημειωθεί ότι οι τράπεζες δεν εμφανίζουν στα βιβλία τους σαν δανειολήπτη τον εξαγωγέα που εισέπραξε το ποσό της απαίτησης μείον τον τόκο, αλλά τον οφειλέτη (αγοραστή του εμπορεύματος), γιατί ο πρώτος έχει απαλλαγεί από κάθε ευθύνη.

Τρίτον, ο εξαγωγέας, προεισπράττοντας μία απαίτησή του με τη μέθοδο της αγοράς απαίτησης, διατηρεί ανέπαφα τα χρηματοδοτικά του όρια και μπορεί έτσι να τα χρησιμοποιήσει για την κάλυψη άλλων αναγκών του που βρίσκονται έξω από το πεδίο εφαρμογής του θεσμού (π.χ. αγορά πρώτων υλών και πληρωμή εργατικών για την προετοιμασία μίας παραγγελίας).

Τέταρτον, η αγορά απαίτησης είναι χρηματοδότηση σταθερού επιτοκίου, πράγμα που σημαίνει ότι ο εξαγωγέας έχει τη δυνατότητα να υπολογίσει σε σταθερή βάση τα χρηματοοικονομικά του έξοδα και να τα επιρρίψει κατά την κοστολόγηση του εμπορεύματος στον αγοραστή.

Πέμπτον, ο συναλλαγματικός κίνδυνος (δηλαδή η διακύμανση των ισοτιμιών των νομισμάτων) μεταφέρεται επίσης από τον εξαγωγέα στην τράπεζα.

Τέλος, το λογιστήριο του εξαγωγέα απαλλάσσεται από το φόρτο εργασίας αφού δεν απασχολείται με την παρακολούθηση της διαδικασίας είσπραξης της απαίτησης.

10.2.6 Σύγκριση με Εξαγωγική Πρακτορεία Απαιτήσεων

Στον Πίνακα 3-1 παρακάτω παρουσιάζεται μία συνοπτική σύγκριση των βασικών χαρακτηριστικών της αγοράς απαίτησης και της εξαγωγικής πρακτορείας απαιτήσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3-1

Σύγκριση Εξαγωγικής Πρακτορείας Απαιτήσεων και Αγοράς Απαίτησης

<i>Χαρακτηριστικά</i>	<i>Εξαγωγική Πρακτορεία Απαιτήσεων</i>	<i>Αγορά Απαίτησης</i>
Δικαίωμα Αναγωγής	Ορισμένα είδη πρακτορείας απαιτήσεων	Όχι
Αντικείμενο	Καταναλωτικά αγαθά	Κεφαλαιουχικά αγαθά
Διάρκεια	Βραχυπρόθεσμη	Βραχυ-μεσοπρόθεσμη
Νόμισμα	Όλα	Συνήθως \$, DM, SFR
Όριο χρηματοδότησης	Μέχρι 90%	Ποσόν απαίτησης μείον προεξόφλημα
Φορέας εμπορικών κινδύνων	Πράκτορας	Αγοραστής απαίτησης
Φορέας πολιτικού κινδύνου	Εξαγωγέας	Αγοραστής απαίτησης
Προϋποθέσεις χρηματοδότησης	Φερεγγυότητα εξαγωγέα, πελατών του και χώρας εισαγωγής	Πιστοληπτική ικανότητα οφειλέτη ή εγγύηση φερέγγυας τράπεζας και χώρα εισαγωγής αποδεκτού κινδύνου
Λοιπές υπηρεσίες	Λογιστική παρακολούθηση, έλεγχος φερεγγυότητας πελατών και είσπραξη απαιτήσεων	Καμία

10.3 Εμπορικά Χρεόγραφα

Τα εμπορικά χρεόγραφα (commercial papers) είναι μη εγγυημένα χρεόγραφα, τα οποία εκδίδονται από φερέγγυες επιχειρήσεις (χρηματοδοτικές επιχειρήσεις, τράπεζες και άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς) προκειμένου να συνάψουν βραχυπρόθεσμα δάνεια.

Τα εμπορικά χρεόγραφα πουλιούνται είτε σε κάποιο μεσολαβητή για να τα πουλήσει στους τελικούς επενδυτές, είτε απευθείας στους τελικούς επενδυτές. Η απευθείας πώληση μειώνει το κόστος των εκδοτών. Οι τελικοί επενδυτές είναι τράπεζες, ασφαλιστικές εταιρίες και άλλα πιστωτικά ιδρύματα.

Τα πλεονεκτήματα των εμπορικών χρεογράφων είναι το σχετικά χαμηλό επιτόκιο, η ευελιξία στον καθορισμό των περιόδων χρηματοδότησης και η ανυπαρξία κόστους και περιορισμών που συνδέονται με τα τραπεζικά δάνεια.

10.4 Συναλλαγματικές Αποδοχής Τραπεζών

Οι συναλλαγματικές αποδοχής τραπεζών (banker's acceptances) συνδέονται με το εξωτερικό και το εγχώριο εμπόριο. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι ένας Έλληνας εισαγωγέας αγοράζει ελαστικά από έναν Ιταλό κατασκευαστή. Ο εισαγωγέας συμφωνεί να πληρώσει τα ελαστικά σε σαράντα πέντε ημέρες από την παραλαβή τους. Το μέσο πληρωμής είναι μία τραβηκτική προθεσμίας (time draft), η οποία είναι παρόμοια με μία μεταχρονολογημένη επιταγή. Ο Ιταλός εξαγωγέας μπορεί να παρουσιάσει την τραβηκτική στην τράπεζα του Έλληνα εισαγωγέα για αποδοχή. Αν η τράπεζα την αποδεχτεί, τότε αναλαμβάνει την υποχρέωση να πληρώσει τον εξαγωγέα και να εισπράξει τα χρήματα από τον εισαγωγέα όταν η τραβηκτική λήξει. Η τραβηκτική που έγινε αποδεκτή καλείται συναλλαγματική αποδοχής τράπεζας και είναι διαπραγματεύσιμη στις αγορές αξιόγραφων. Έτσι, ο εξαγωγέας μπορεί να πουλήσει την τραβηκτική και να εισπράξει το μεγαλύτερο μέρος της απαιτήσής του πριν την πάροδο των σαράντα πέντε ημερών.

Η τραβηκτική πουλιέται με έκπτωση για να ανταμειφθεί ο επενδυτής που την αγόρασε. Ο επενδυτής θα εισπράξει ολόκληρη την αξία της τραβηκτικής στην λήξη της. Η διαφορά μεταξύ της ονομαστικής αξίας της τραβηκτικής και του ποσού που εισπράττει ο εξαγωγέας είναι η αμοιβή του επενδυτή.

10.5 Υποχρεώσεις Πληρωτές

Οι υποχρεώσεις πληρωτές (accruals) είναι κεφάλαια, τα οποία συσσωρεύονται αυτόματα μέσα από τις κανονικές λειτουργίες της επιχείρησης (spontaneous sources of credit) και τα οποία η επιχείρηση μπορεί να τα χρησιμοποιήσει για ορισμένο χρονικό διάστημα χωρίς κόστος. Τα περισσότερα κοινά είδη τέτοιων κεφαλαίων είναι οι μισθοί, οι φόροι και μία ανομοιογενής ομάδα διάφορων υποχρεώσεων.

Οι μισθοί αντιπροσωπεύουν δεδουλευμένους μισθούς, οι οποίοι δεν έχουν ακόμη καταβληθεί στους δικαιούχους. Για το διάστημα που μεσολαβεί από τη στιγμή της παροχής της εργασίας μέχρι την καταβολή των μισθών, τα ποσά των μισθών αποτελούν πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης. Το μέγεθος των μισθών αυτών εξαρτάται κατά ένα μέρος από τη διάρκεια της περιόδου πληρωμής. Τηρουμένων των αναλογιών, μία επιχείρηση που πληρώνει μισθούς μία φορά το μήνα, συσσωρεύει μεγαλύτερα ποσά μισθών σε σύγκριση με μία επιχείρηση που πληρώνει μισθούς εβδομαδιαίως.

Οι φόροι αντιπροσωπεύουν οφειλόμενους φόρους, οι οποίοι δεν έχουν επίσης αποδοθεί στους δικαιούχους φορείς. Το μέγεθος των φόρων αυτών εξαρτάται από το είδος και την περίοδο απόδοσης των φόρων.

Άλλα κεφάλαια εκτός των μισθών και φόρων, τα οποία συσσωρεύονται αυτόματα μέσα στην επιχείρηση, είναι οι λογαριασμοί των οργανισμών κοινής ωφέλειας, οι τόκοι των δανείων και οι κρατήσεις υπέρ διάφορων ασφαλιστικών ταμείων.

Οι επιχειρήσεις έχουν μικρό έλεγχο στο επίπεδο των παραπάνω κεφαλαίων, επειδή τα σχετικά ποσά πρέπει να καταβληθούν έγκαιρα. Όμως, πρέπει να αναγνωριστεί ότι τα παραπάνω κεφάλαια μέχρι το χρόνο της καταβολής τους αποτελούν σημαντική ανέξοδη πηγή βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης.

10.6 Αξιολόγηση Βραχυπρόθεσμης Χρηματοδότησης

Η προηγηθείσα ανάλυση της τραπεζικής χρηματοδότησης, της πρακτορείας απαιτήσεων, της αγοράς απαίτησης χωρίς δικαίωμα αναγωγής, των εμπορικών και λοιπών πιστώσεων, επιτρέπει την εξαγωγή ορισμένων χρήσιμων συμπερασμάτων σχετικά με τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα που έχει η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση.

10.6.1 Πλεονεκτήματα

Τα πλεονεκτήματα της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι η ελαστικότητα, το κόστος και οι δυνατότητες διατήρησης του ελέγχου της επιχείρησης.

10.6.1.1 *Ελαστικότητα*

Λόγω της μικρής διάρκειάς της, η βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση δίνει στην επιχείρηση ελαστικότητα στη διαμόρφωση της χρηματοδοτικής στρατηγικής της. Για παράδειγμα, υποθέτουμε ότι τα επιτόκια των δανείων είναι υψηλά αλλά αναμένεται να μειωθούν μέσα στους επόμενους τρεις μήνες. Η επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει βραχυπρόθεσμα δάνεια προκειμένου να χρηματοδοτήσει ένα μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού της. Αν οι προβλέψεις επαληθευθούν και τα επιτόκια μειωθούν, το κυκλοφορούν ενεργητικό μπορεί να επαναχρηματοδοτηθεί με μακροπρόθεσμα δάνεια χαμηλότερου επιτοκίου.

10.6.1.2 *Κόστος*

Φυσιολογικά το επιτόκιο των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων είναι χαμηλότερο του επιτοκίου των μακροπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων. Αυτό δικαιολογείται σε όρους διαχρονικής αξίας του χρήματος και από το γεγονός ότι ο δανειστής αναλαμβάνει χαμηλότερο κίνδυνο στην περίπτωση των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων σε σύγκριση με τις μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις.

10.6.1.3 Έλεγχος

Ένα άλλο πλεονέκτημα της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι ότι επιτρέπει στη διοίκηση να διατηρήσει σε μεγάλο βαθμό τον έλεγχο της επιχείρησης. Γενικά, οι δανειστές βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων δεν επιβάλλουν περιορισμούς στο δανειζόμενο (restrictive covenants) π.χ. το κυκλοφορούν ενεργητικό να μη μειωθεί κάτω από ένα όριο, ούτε επιδιώκουν συμμετοχή στη διοίκηση της επιχείρησης.

10.6.2 Μειονεκτήματα

Τα μειονεκτήματα της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης είναι το διαχειριστικό κόστος, οι μεταβολές επιτοκίων και οι περιορισμοί πιστώσεων.

10.6.2.1 Διαχειριστικό Κόστος

Η λήξη των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων σε βραχεία χρονικά διαστήματα και η επακολουθούσα ανανέωσή τους συνεπάγονται σημαντικό διαχειριστικό κόστος.

10.6.2.2 Μεταβολές Επιτοκίων

Σε περιπτώσεις ανοδικής πορείας των επιτοκίων, η ανανέωση των βραχυπρόθεσμων χρηματοδοτήσεων ανά βραχεία χρονικά διαστήματα οδηγεί σε αύξηση του κόστους της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης της επιχείρησης. Αντίθετα, σε περιόδους πτωτικής πορείας των επιτοκίων, η παραπάνω ανανέωση αποτελεί πλεονέκτημα.

10.6.2.3 Περιορισμοί Πιστώσεων

Σε περιόδους επιβολής περιορισμών στη χορήγηση πιστώσεων, η επιχείρηση μπορεί να βρεθεί σε χρηματοδοτικό αδιέξοδο αν έχει στηριχθεί κατά κύριο λόγο σε βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και οι δανειστές αρνούνται να ανανεώσουν τα δάνεια που λήγουν.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Με τον όρο Χρηματοοικονομική νοείται η εφαρμογή μιας σειράς οικονομικών αρχών για την μεγιστοποίηση του πλούτου, δηλαδή της συνολικής αξίας μιας επιχείρησης. Στην πραγματικότητα, κανείς δε γνωρίζει πότε επιτυγχάνεται ο μέγιστος πλούτος, αν και εξυπακούεται ότι είναι ο τελικός στόχος κάθε επιχείρησης. Ένας τρόπος για να υπολογιστεί ο πλούτος μιας επιχείρησης είναι μέσω της τιμής της κοινής μετοχής της. Όταν ανεβαίνει η τιμή της μετοχής μιας επιχείρησης, τότε θεωρείτε ότι ο πλούτος των μετοχών της επιχείρησης αυξήθηκε.

Η χρηματοοικονομική έχει αναπτύξει πολλές και σύνθετες προσεγγίσεις προκειμένου να δώσει στα διευθυντικά στελέχη τα εργαλεία για να λύνουν τα δύσκολα προβλήματα της επιχείρησης. Κατά τα τελευταία 15 χρόνια, η χρηματοπιστωτική οικονομική διεύρυνε τους ορίζοντές της, και σήμερα η έμφαση δίνεται στους τρόπους αποτελεσματικής διαχείρισης των περιορισμένων πόρων και της επένδυσης κεφαλαίων σε περιουσιακά στοιχεία ή προγράμματα που αποφέρουν το κατάλληλο αντιστάθμισμα κινδύνου/ απόδοσης . Δόθηκε βάρος στη μελέτη εναλλακτικών σεναρίων και στην επίδραση κάθε εναλλακτικού σεναρίου στην αξία της επιχείρησης. Μεγαλύτερη προσοχή δόθηκε στο προσδιορισμό της κατάλληλης αναλογίας χρηματοδότησης χρέους και μετοχικού κεφαλαίου, καθώς επίσης και στην ορθή πολιτική μερίσματος. Η ανάγκη για την επεξεργασία μακροπρόθεσμων προγραμμάτων, για την αξιοποίηση των νέων χρηματοοικονομικών τίτλων και για την κατανόηση των διεθνών αρχών γίνεται όλο και περισσότερο εμφανής.

Η γνώση της χρηματοπιστωτικής πολιτικής δεν πρέπει να είναι αποκλειστικό προνόμιο των διαχειριστών των διαθέσιμων της επιχείρησης, των ελεγκτών, και των σχεδιαστών των χρηματοοικονομικών προγραμμάτων. Σε κάθε επιχείρηση, αν οι λογιστές, οι στατιστικοί, και οι υπεύθυνοι πωλήσεων έχουν αντίληψη και κατανόηση των χρηματοοικονομικών αρχών, θα είναι σε θέση να συμμετέχουν αποτελεσματικότερα στη διαδικασία λήψης των αποφάσεων.

Η χρηματοοικονομική είναι λίγο επιστήμη και λίγο τέχνη. Η χρηματοοικονομική ανάλυση παρέχει την δυνατότητα να λαμβάνονται ορθές και ευέλικτες επενδυτικές

αποφάσεις στην κατάλληλη και πλεονεκτικότερη χρονική στιγμή. Ο χρηματοοικονομικός προγραμματισμός, ένας κρίσιμος τομέας της χρηματοοικονομικής διαχείρισης, περιλαμβάνει τη σε καθημερινή βάση λήψη αποφάσεων που βοηθούν την επιχείρηση να αντιμετωπίζει τις ταμειακές ανάγκες, και απαιτεί προσεκτική παρακολούθηση των ενδιάμεσων μεταβολών της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Η ανάλυση των κυκλικών διακυμάνσεων βοηθά το χρηματοοικονομικό διαχειριστή να διατηρεί το χρηματοοικονομικό κόστος σε χαμηλά επίπεδα και να αποφεύγει τη δημιουργία πλεονασμάτων στα αποθέματα και στην παραγωγική ικανότητα. Σωστός χρονικός συντονισμός της επιχειρηματικής δραστηριότητας οδηγεί σε καλύτερες αποφάσεις ως προς την παραγωγή και τα αποθέματα έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στις μεταβολές της οικονομικής δραστηριότητας.

Ο σχεδιασμός για την επίτευξη των καλύτερων αποτελεσμάτων πρέπει να είναι ευέλικτος έτσι ώστε να επιτρέπει εναλλακτικές στρατηγικές για την αντικατάσταση των υπάρχοντων προγραμμάτων στην περίπτωση που οι χρηματοοικονομικές και οικονομικές εξελίξεις αποκλίνουν από τα προβλεπόμενα πρότυπα. Επιπλέον, ο χρηματοοικονομικός σχεδιασμός συνεπάγεται την επιλογή του κατάλληλου χρόνου για επενδύσεις, ώστε να αποφευχθεί η υπερβολική επέκταση των δραστηριοτήτων και αναποτελεσματική χρήση των πόρων. Βέλτιστη χρήση των χρηματικών κεφαλαίων σημαίνει διερεύνηση των διαφορετικών επιλογών που υπάρχουν και επιλογή εκείνων που αποφέρουν τη μεγαλύτερη συνολική απόδοση. Σημαίνει, επίσης, ότι πρέπει να υιοθετούνται αποτελεσματικές μέθοδοι για το προσδιορισμό του ποσού του δανεισμού ώστε να μειωθούν οι χρηματοοικονομικοί κίνδυνοι. Η χρηματοδότηση που θα χρησιμοποιηθεί για την άντληση κεφαλαίων πρέπει να περιλαμβάνει χαρακτηριστικά ασφάλειας που θα επιτρέπουν τις επαναχρηματοδοτήσεις όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές.

Αφού ληφθεί η απόφαση για χρηματοδότηση, τα στελέχη πρέπει να παρακολουθούν σταθερά τις εξελίξεις. Αν το αρχικό πρόγραμμα δεν ανταποκρίνεται στις προσδοκίες τότε είναι απαραίτητη η αναγνώριση αυτού του γεγονότος και η λήψη επανορθωτικών μέτρων. Οι ανεπαρκείς ή άκαμπτοι διαχειριστές είναι υπόλογοι στις δυνάμεις του ανταγωνισμού και στην κρίση της αγοράς, στην οποία η

αξιολόγηση αποτελεί τον ύστατο καθοριστικό παράγοντα της επιτυχημένης ή αποτυχημένης χρηματοοικονομικής διαχείρισης.

Γι' αυτό το λόγο, είναι σημαντικό να ενήμερα τα στελέχη για τις νέες προόδους στη σύγχρονη θεωρία της χρηματοοικονομικής, καθώς και για τις εξελίξεις που συμβαίνουν στις οικονομικές αγορές. Η χρηματοοικονομική έχει αναδειχθεί σε σημαντική επιστήμη που απαιτεί συνεχή αναβάθμιση των παλαιών και βελτίωση των νέων εννοιών. Οι πρόσφατες πρόοδοι στις μεθόδους αξιολόγησης μπορούν να συμβάλουν στη λήψη καλύτερων αποφάσεων.

Πιστεύουμε ότι ανάλογα με τα μέσα και την βιβλιογραφία που διαθέταμε κατεβάλλαμε την βέλτιστη προσπάθεια για την ορθότερη προσέγγιση του θέματος και την όσο δυνατόν καλύτερη συγγραφή του ώστε να είναι κατανοητό και ευανάγνωστο.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Αρτίκης Π. Γεώργιος, Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση» (Αποφάσεις επενδύσεων), Αθήνα 1999.
- Αρτίκης Π. Γεώργιος, Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση» (Αποφάσεις χρηματοδοτήσεων), Αθήνα 1999.
- Ζοπουνίδης Κ. Αναπλ. Καθηγητής Πανεπιστημίου Κρήτης, Πολυκριτήρια «Μεθοδολογία & Χρηματοοικονομικό Management», Κρήτη 1996.
- Κανελλόπουλος Κ. Χαράλαμπος, Καθ. Πανεπιστημίου Πειραιώς, «Management-Αποτελεσματική Διοίκηση», Αθήνα 1990.
- Καραθανάσης Α. Γεώργιος, Καθ. Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση & Χρηματιστηριακές Αγορές», Αθήνα 1999.
- Παπούλιας Π. Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση & Πολιτική», Αθήνα 1982.
- Πειρουνάκης Γ. Νικόλαος, Ph. D. «Χρηματοοικονομική Διαχείριση», Αθήνα 1993, 1^η Έκδοση.
- Πετρίδου Ευγενία, «Διοίκηση Management», Θεσσαλονίκη 1999.
- Συρεβέτας Δ. Ηλία, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση των επιχειρήσεων», Αθήνα 1999.
- Δρακόπουλος Κ. Στυλιανός-Κορρές Ν. Γεώργιος, «Χρηματοοικονομική ανάλυση & Διοίκηση παραγωγής», Αθήνα 1999.
- Γαλάνης Βασιλείος «Η λειτουργία των σύγχρονων χρηματοοικονομικών θεσμών στη χώρα μας», Αθήνα 2000.
- Δεμιρής Χαράλαμπος «Χρηματοδοτήσεις», Αθήνα 1993.
- Δάσκαλου Γεώργιος «Χρηματοδότηση επιχειρήσεων», Αθήνα 1999
- Εθνική Τράπεζα Της Ελλάδος «Τραπεζικές εργασίες», Αθήνα 2001