



ΣΧΟΛΗ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗ ΚΑΙ ΤΗ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ

Διπλωματική Εργασία

ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

Του

ΖΙΕΛΚΑ ΔΗΜΗΤΡΙΟΥ

Επιβλέπων Καθηγητής: Νούλας Αθανάσιος

Υποβλήθηκε ως απαιτούμενο για την απόκτηση του Μεταπτυχιακού Διπλώματος στη
Στρατηγική Διοικητική Λογιστική και τη Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Νοέμβριος 2018

Ευχαριστίες

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά,

Τον επιβλέποντα καθηγητή κ. Νούλα Αθανάσιο, για την πολύτιμη και άμεση βοήθεια του και την οικογένεια μου, για την στήριξη τους όλα αυτά τα χρόνια.

Περίληψη

Το αντικείμενο του κλάδου της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων είναι η λήψη αποφάσεων για τον προσδιορισμό των πηγών άντλησης και το ύψος των απαιτούμενων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση των παγίων και κυκλοφορούντων στοιχείων της επιχείρησης. Επίσης, εξετάζει και τις επιδράσεις που έχουν αυτές οι αποφάσεις στο σύνολο των περιουσιακών στοιχείων της οικονομικής μονάδας. Για τη λήψη αυτών των αποφάσεων απαιτείται η παροχή, διοχέτευση και αξιοποίηση των εκάστοτε διαθέσιμων πληροφοριών, είτε αυτές προέρχονται από πηγές εντός της επιχείρησης είτε έξω από αυτήν.

Η επιλογή της πηγής χρηματοδότησης είναι ίσως η πιο δύσκολη και σημαντική απόφαση στην επιχειρηματική δραστηριότητα και, ειδικά για τους νέους επιχειρηματίες, είναι ένα μέρος που θα πρέπει να αφιερώσουν χρόνο και προσπάθεια για να μπορέσουν να βρουν αυτό που τους ταιριάζει.

Αυτή η διπλωματική εργασία, έχει ως σκοπό να παρουσιάσει τους βασικούς κανόνες που χρησιμοποιούνται στη λήψη των αποφάσεων για τον προσδιορισμό των πηγών άντλησης κεφαλαίων, καθώς και όλες τις βασικές(παραδοσιακές και σύγχρονες) μορφές χρηματοδότησης. Πιο συγκεκριμένα, στο πρώτο κεφάλαιο αναλύονται κάποιο βασικοί όροι και παρουσιάζονται οι βασικοί κανόνες για την υγιή χρηματοδότηση της επιχείρησης, στο δεύτερο κεφάλαιο αναλύεται η χρηματοδοτική λειτουργία και κατηγοριοποιούνται οι μορφές χρηματοδότησης ανάλογα με τη διάρκεια τους και την πηγή άντλησης των κεφαλαίων και, τέλος, στο τρίτο κεφάλαιο γίνεται μία αναλυτική παρουσίαση των μορφών χρηματοδότησης.

Abstract

The subject of the financing sector is to decide on the suitability of the sources and the amount of the capital required to finance the company's current assets. It also examines the effects of those decisions on the entire assets of the economic unit. For the decision-making, one needs all the information available whether the source is from the inside or from the outside of the company.

Choosing the source of funding is, perhaps, the most difficult and important decision in business activity and, especially for the new entrepreneurs, it is a part that they should devote time and effort, in order to find what suits their needs.

This master thesis, has the purpose of presenting the basic rules used in the decision-making process for the fund raising, as well as presenting all the forms of financing(traditional or modern). Specifically, the first chapter analyzes some basic terms and presents the basic rules for a healthy financing of the company, the second chapter analyzes the financial function and categorizes the forms of financing depending on their duration and the source of the raising funds and, finally, at the third chapter a detailed presentation of the forms of financing is made.

Περιεχόμενα

Ευχαριστίες	2
Περίληψη	3
Abstract	4
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1	
ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΥΓΙΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	7
1.1 Ορισμοί.....	7
1.1.1 Περιουσία και Κεφάλαιο.....	7
1.1.2 Χρηματοπιστωτικές Αγορές	7
1.1.3 Χρηματοοικονομική μόχλευση	8
1.2 Κανόνες χρηματοδότησης για την υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης.....	9
1.2.1 Κανόνας χρηματοδότησης των πάγιων στοιχείων.....	9
1.2.2 Κανόνας χρηματοδότης του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης.....	9
1.2.3 Κανόνας χρηματοδότησης του μεταβλητού κεφαλαίου κίνησης.....	9
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2	
ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ.....	11
2.1 Η χρηματοδοτική λειτουργία	11
2.2 Κατηγοριοποίηση των χρηματοδοτήσεων.....	12
2.2.1 Κατηγοριοποίηση σύμφωνα με τη διάρκεια	12
2.2.2 Κατηγοριοποίηση των χρηματοδοτήσεων σύμφωνα με την ιδιοκτησία και τον έλεγχο	13
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3	
ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	15
3.1 Αποθεματικά	15
3.2 Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχές.....	15
3.2.1 Οι τιμές των μετοχών	16
3.2.2 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου	17
3.3 Τραπεζικός Δανεισμός	21
3.3.1 Τα είδη των δανείων ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης τους.....	21
3.3.2 Τα είδη δανείου ανάλογα με τη διάρκεια τους	23
3.3.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του τραπεζικού δανεισμού.....	25
3.4 Ενιαία Δάνεια	25
3.5 Ομόλογα.....	26

3.5.1 Οι τιμές των ομολόγων	26
3.5.2 Οι τρεις μορφές της απόδοσης των ομολόγων	27
3.5.3 Τα ομόλογα ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής των τοκομεριδίων	27
3.5.4 Τα ομόλογα με ειδικές ρήτρες	28
3.6 Ομολογιακά Δάνεια	30
3.6.1 Τα χαρακτηριστικά των ομολογιών	30
3.6.2 Η διάκριση των ομολογιών από τα ομόλογα	31
3.7 Μίσθωση (Leasing).....	32
3.7.1 Οι κατηγορίες του leasing	33
3.7.2 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της χρήσης του leasing	35
3.8 Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring).....	37
3.8.1 Κατηγορίες του factoring	38
3.8.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του factoring.....	42
3.9 Εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (Forfaiting)	43
3.9.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Forfaiting.....	44
3.9.2 Σύγκριση του factoring και του forfaiting	45
3.10 Εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture Capital)	46
3.10.1 Κατηγοριοποίηση των Venture Capital.....	47
3.10.2 Λοιπές μορφές επενδύσεων	48
3.10.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Venture Capital	48
3.11 Επιχειρηματικοί άγγελοι (Business Angels)	49
3.11.1 Κατηγοριοποίηση των επιχειρηματικών αγγέλων.....	50
3.12 Θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων (Business incubators)	51
3.12.1 Κατηγοριοποίηση των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων	51
3.13 Χρηματοδότηση από το πλήθος (Crowdfunding)	52
3.13.1 Το crowdfunding μπορεί να κατηγοριοποιηθεί στις εξής μορφές:	52
3.13.2 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του crowdfunding	52
Βιβλιογραφία	54

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1

ΟΡΙΣΜΟΙ ΚΑΙ ΚΑΝΟΝΕΣ ΥΓΙΟΥΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

1.1 Ορισμοί

1.1.1 Περιουσία και Κεφάλαιο

Περιουσία είναι το σύνολο των αγαθών που έχει στη διάθεση της μία επιχείρηση και αποτελείται από διάφορες αξίες και απαιτήσεις όπως οι εγκαταστάσεις, τα μηχανήματα, τα κτίρια, τα αξιόγραφα, τα εμπορεύματα, τα μετρητά, οι απαιτήσεις σε βάρος τρίτων κ.α.. Τα στοιχεία της περιουσίας κατατάσσονται σε δύο κατηγορίες: στην πάγια περιουσία(πάγιο ενεργητικό) και στην κυκλοφορούσα περιουσία(κυκλοφορούν ενεργητικό). Η περιουσία αναγράφεται στο ενεργητικό του ισολογισμού της επιχείρησης.

Κεφάλαιο είναι το κάθε προέλευσης αποταμιευτικό κεφάλαιο που είναι επενδυμένο σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης με σκοπό την εκπλήρωση των επιδιωκόμενων σκοπών της. Το κεφάλαιο αναγράφεται στο παθητικό του ισολογισμού της επιχείρησης και διακρίνεται σε ίδιο και ξένο κεφάλαιο.

Το μετοχικό κεφάλαιο, η κεφαλαιοποίηση των παρακρατηθέντων κερδών, τα αποθεματικά και οι αποσβέσεις είναι ίδια κεφάλαια. Το ξένο κεφάλαιο περιλαμβάνει κάθε μορφής δανειοδότηση και συνεπώς επιφέρει και κάποιες υποχρεώσεις. Η σχέση του ιδίου προς το ξένο κεφάλαιο επηρεάζεται από τους όρους του οποίους χορηγούνται τα δάνεια και οι πιστώσεις, από την ύπαρξη ικανοποιητικών ιδίων κεφαλαίων καθώς και την πολιτική χρηματοδότησης που εφαρμόζει η επιχείρηση (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).

1.1.2 Χρηματοπιστωτικές Αγορές

Χρηματοπιστωτικές αγορές είναι οι αγορές όπου οι οικονομικές μονάδες αγοράζουν και πωλούν χρηματοπιστωτικά προϊόντα. Η ικανότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών να φέρουν σε επαφή τις πλεονασματικές οικονομικές μονάδες (αυτές που δαπανούν λιγότερα από όσα εισπράττουν) με τις ελλειμματικές μονάδες (αυτές που δαπανούν περισσότερα από όσα εισπράττουν) είναι και η πιο σημαντική λειτουργία τους (Νούλας, 2016).

Η μεταφορά κεφαλαίων (χρηματοδότηση) από το ένα μέρος στο άλλο μπορεί να γίνει είτε με άμεση μορφή μέσω της αγοράς χρηματοπιστωτικών προϊόντων απευθείας από την ελλειμματική μονάδα (χρηματοδότηση της ελλειμματικής μονάδας με ίδια κεφάλαια)

είτε με έμμεση μορφή μέσω της αγοράς χρηματοπιστωτικών προϊόντων από ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, το οποίο με τη σειρά του χρηματοδοτεί τις ελλειμματικές μονάδες με δανειακά (ξένα), προς αυτές, κεφάλαια.

1.1.3 Χρηματοοικονομική μόχλευση

Η χρηματοοικονομική μόχλευση(financial leverage) είναι αποτέλεσμα των σταθερών εξόδων (τόκοι δανείων, μέρισμα προνομιούχων μετοχών) που προκύπτουν κατά την είσοδο δανειακού ή προνομιούχου κεφαλαίου στην κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης, με σκοπό την τόνωση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων (Τσακλάγκανος, 2006).

Χρησιμοποιώντας δανειακά κεφάλαια, μία επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να αυξήσει το ύψος των επενδύσεων που πραγματοποιεί και συνεπώς να αυξήσει την απόδοση των αρχικά επενδυμένων κεφαλαίων από τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης, χωρίς όμως αυτό να συνεπάγεται και επιπλέον κόστος για τους ίδιους. Σε αντίθεση, όμως, με το μέρισμα το οποίο διανέμεται μόνο σε περιόδους κερδοφορίας στην περίπτωση χρηματοδότησης μόνο μέσω ιδίων κεφαλαίων, οι τόκοι δανειακών κεφαλαίων δημιουργούν σταθερά έξοδα τα οποία πρέπει πληρωθούν, και αυτό κατά συνέπεια απαιτεί την ύπαρξη ενός ελάχιστου επιπέδου κερδών για να καλύπτονται οι δαπάνες για τους τόκους ώστε να μην απορρέουν ζημιές για τους ιδιοκτήτες. Αυτό σημαίνει ότι, η ύπαρξη δανειακών κεφαλαίων συνεπάγεται και αυξημένο κίνδυνο για την επιχείρηση και τους ιδιοκτήτες.

Η επιχείρηση μπορεί να έχει και βραχυχρόνιες και μακροχρόνιες πηγές χρηματοδότησης. Τις περισσότερες φορές, η χρηματοδότηση ενός επενδυτικού προγράμματος ανάγεται στην επιλογή μακροχρόνιων ξένων και ιδίων κεφαλαίων, με κριτήριο τις επιπτώσεις που θα έχει η επιλογή αυτή στην απόδοση των ιδίων κεφαλαίων. Η απόδοση αυτή εξετάζεται μέσω των κερδών που είναι διαθέσιμα προς τους κοινούς μετόχους, δηλαδή τα κέρδη ανά μετοχή(Earnings Per Share-EPS). Η χρηματοδοτική λύση που θα γίνει αποδεκτή από τους μετόχους είναι αυτή η οποία, θα αυξήσει τα κέρδη ανά μετοχή χωρίς να αυξηθεί δυσανάλογα ο βαθμός κινδύνου της επιχείρησης.

1.2 Κανόνες χρηματοδότησης για την υγιή χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης

1.2.1 Κανόνας χρηματοδότησης των πάγιων στοιχείων

Η αξία των πάγιων στοιχείων και των στοιχείων μακράς διάρκειας πρέπει να χρηματοδοτείται με ίδια κεφάλαια, δηλαδή από το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης, αποθεματικά κ.α.. Για αυτά τα κεφάλαια δεν υπάρχει συγκεκριμένος χρόνος για την εξόφληση τους και είναι ουσιαστικά μόνιμες υποχρεώσεις της επιχείρησης προς τους φορείς της, οι οποίες εξοφλούνται κατά της λύση της και έτσι δεν δημιουργούν προβλήματα ρευστότητας. Αντίθετα, τα βραχυπρόθεσμα κεφάλαια πρέπει να εξοφληθούν μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσης, δηλαδή σε ένα διάστημα πολύ πιο σύντομο από αυτό που απαιτείται για την μετατροπή των πάγιων στοιχείων σε χρήμα, μέσω των αποσβέσεων που ενσωματώνονται στο κόστος ή στα έξοδα χρήσεως.

Κατά τη διάρκεια της λειτουργίας της επιχείρησης, τα κέρδη που προκύπτουν από τις επενδύσεις χρησιμοποιούνται για την ανανέωση της αξίας των πάγιων στοιχείων καθώς και για τη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

1.2.2 Κανόνας χρηματοδότης του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης

Η αξία του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης πρέπει να χρηματοδοτείται από μακροπρόθεσμα κεφάλαια, καθώς είναι κεφάλαια που δεσμεύονται για μακρύ χρονικό διάστημα και πρέπει να αντιμετωπίζονται ως πάγια στοιχεία. Ιδανικά, θα πρέπει να χρηματοδοτείται από τους μετόχους ή τους φορείς της επιχείρησης μέσω της παρακράτησης κερδών με τη μορφή αποθεματικών ή την έκδοση νέων μετοχών, ωστόσο μπορεί να χρηματοδοτηθεί και με ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, όπως για παράδειγμα με μακροπρόθεσμη δανειοδότηση ή έκδοση μακροπρόθεσμων ομολογιακών δανείων (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

1.2.3 Κανόνας χρηματοδότησης του μεταβλητού κεφαλαίου κίνησης

Η αξία του μεταβλητού κεφαλαίου κίνησης, δηλαδή του κεφαλαίου κίνησης που δεσμεύεται για διάστημα μικρότερο του ενός έτους πρέπει να χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, δηλαδή για παράδειγμα μέσω χορήγησης πιστώσεων από προμηθευτές της επιχείρησης ή μέσω βραχυχρόνιας τραπεζικής δανειοδότησης.

Σύμφωνα με τους παραπάνω κανόνες, για την εύρυθμη χρηματοοικονομική λειτουργία της επιχείρησης θα πρέπει να ακολουθείται και να ενισχύεται ένας βασικός κανόνας της χρηματοδοτικής των επιχειρήσεων, ο κανόνας της ελάχιστης χρηματοοικονομικής ισορροπίας σύμφωνα με τον οποίο τα επενδυθέντα από την επιχείρηση κεφάλαια για τη χρηματοδότηση ενός πάγιου περιουσιακού στοιχείου, ενός αποθεματικού ή μίας άλλης αξίας του ενεργητικού, θα πρέπει να μπορούν να παραμείνουν διαθέσιμα στην επιχείρηση τουλάχιστον για το χρονικό διάστημα που ανταποκρίνεται σε εκείνο της διάρκειας του παγίου, του αποθέματος ή της αξίας που αποκτήθηκε με αυτά τα κεφάλαια (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

Στην πράξη, η επιχείρηση θα πρέπει να ξεπεράσει αυτό τον κανόνα και να δημιουργήσει ένα όριο ασφαλείας για την επάρκεια του μόνιμου κεφαλαίου κίνησης σε συνάρτηση με τα ενεργητικά της στοιχεία και την εμπορική πολιτική που ακολουθεί, ώστε να είναι σε θέση να διατηρήσει τη δυναμική της παρουσία στην αγορά.

Συμπερασματικά, η φύση των περιουσιακών στοιχείων που αποκτά η επιχείρηση, ο αναλαμβανόμενος χρηματοδοτικός κίνδυνος και η πολιτική επί των καθαρών κερδών που ακολουθεί ορίζει και τη βέλτιστη χρηματοδοτική διάρθρωση της κάθε επιχείρησης.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2

ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ

2.1 Η χρηματοδοτική λειτουργία

Για να λάβει η διοίκηση της επιχείρησης την απόφαση για να χρηματοδοτήσει τα περιουσιακά της στοιχεία, θα πρέπει να έχει προσδιορίσει την μορφή της επένδυσης. Αν η επένδυση είναι τακτικής μορφής, όπως είναι η αγορά ενός μηχανήματος για παράδειγμα, τότε η τοποθέτηση κεφαλαίων είναι περιορισμένη και οι αποφάσεις είναι παρόμοιες με εκείνες που έχει πάρει και στο παρελθόν. Αν η επένδυση έχει στρατηγική μορφή, όπως για παράδειγμα η επέκταση της μονάδας σε νέες παραγωγικές δραστηριότητες, τότε οι τοποθετήσεις κεφαλαιακών πόρων είναι σημαντικές και μπορεί να συνεπάγονται τη στροφή της επιχείρησης σε αποφασιστικής σημασίας μεταβολές της δομής της οικονομικής της κατάστασης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση των πληροφοριών αυτών συμβάλει στην επιλογή της καλύτερης μεταξύ των διαφόρων εναλλακτικών χρηματοοικονομικών λύσεων για τη μελλοντική δραστηριότητα της επιχείρησης (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

Οι επενδύσεις σε πάγια και κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία είναι αυτές που καθορίζουν το ύψος των χρηματοδοτήσεων. Η χρηματοδότηση δεν έχει νόημα χωρίς επένδυση, καθώς η μεγιστοποίηση του οικονομικού αποτελέσματος του μετόχου είναι και ο σκοπός της χρηματοδότησης μίας επιχείρησης. Με τις σύγχρονες θεωρητικές εξελίξεις στην επιχειρησιακή έρευνα και τους Η/Υ, η εφαρμοσμένη χρηματοδοτική των επιχειρήσεων βελτιώθηκε σημαντικά, καθώς η άριστη αξιοποίηση τεράστιου όγκου πληροφοριών μέσα και έξω από την επιχείρηση έχει κάνει αρκετά πιο αποτελεσματική τη λήψη αποφάσεων και την αντιμετώπιση πολύπλοκων χρηματοοικονομικών προβλημάτων.

Κατά την διαδικασία της αξιολόγησης των διαθέσιμων χρηματοδοτικών επιλογών λαμβάνονται αποφάσεις με τις οποίες προσδιορίζονται, αναφορικά με τα περιουσιακά της στοιχεία η σύνθεση του συνολικού κεφαλαίου της επιχείρησης (δηλαδή η σχέση ιδίων και ξένων κεφαλαίων), η σχέση των δανειακών κεφαλαίων ανάλογα με τη μορφή τους (βραχυπρόθεσμη, μεσοπρόθεσμη, μακροπρόθεσμη), το κόστος κεφαλαίου, το ύψος και

πηγές χρηματοδότησης, το διάστημα αποπληρωμής (απόσβεσης) των δανειακών κεφαλαίων, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος κ.α. (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

Οι πηγές χρηματοδότησης για την επιχείρηση μπορεί να είναι το ίδιο το μετοχικό της κεφάλαιο (equity), δανειακά κεφάλαια (debt), έκδοση ομολόγων (bonds), παρακρατηθέν κέρδη (retained earnings), μακροπρόθεσμος δανεισμός (term loans), δανεισμός κεφαλαίου κίνησης (working capital loans), χρηματοδότηση από επιχειρηματικό ταμείο (venture funding) κ.α..

Αυτές οι πηγές χρησιμοποιούνται σε διαφορετικές περιπτώσεις και κατηγοριοποιούνται με βάση τη χρονική περίοδο την οποία αφορούν(μακροπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και βραχυπρόθεσμες) και με βάση την πηγή, την ιδιοκτησία και τον έλεγχο του κεφαλαίου (ίδια ή δανειακά κεφάλαια). Το να βρεθεί η σωστή πηγή και το σωστό μίγμα χρηματοδότησης είναι σημείο κλειδί για την οικονομική διεύθυνση. Η διαδικασία της επιλογής προϋποθέτει μία εις βάθος ανάλυση όλων των διαθέσιμων εναλλακτικών επιλογών και για να γίνει η σωστή επιλογή θα πρέπει να γίνουν κατανοητά και αντιληπτά όλα τα διαφορετικά χαρακτηριστικά της κάθε πηγής χρηματοδότησης.

2.2 Κατηγοριοποίηση των χρηματοδοτήσεων

2.2.1 Κατηγοριοποίηση σύμφωνα με τη διάρκεια

Μακροπρόθεσμη(long term) χρηματοδότηση σημαίνει πως οι κεφαλαιακές ανάγκες ξεπερνούν τα 5 χρόνια και συνήθως φτάνουν έως και τα 20 χρόνια και αναλόγως την περίπτωση μπορεί και παραπάνω. Οι κεφαλαιουχικές δαπάνες σε πάγιο ενεργητικό, όπως μηχανήματα ακίνητα και κτήρια χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης. Επίσης με μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση μπορεί να χρηματοδοτηθεί και μέρος του κεφαλαίου κίνησης στη περίπτωση που αυτό παραμένει καθ' όλη τη διάρκεια της λειτουργίας της επιχείρησης. Οι μακροπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις είναι οι εξής:

- Το μετοχικό κεφάλαιο(κοινές και προνομιούχες μετοχές)
- Τα κεφαλαιοποιημένα πραγματοποιηθέντα κέρδη(αποθεματικά)
- Τα ομόλογα
- Τα δάνεια(τραπεζικά, ομολογιακά, ενιαία)
- Τα επιχειρηματικά κεφάλαια(venture funding)

- Η τιτλοποίηση περιουσιακών στοιχείων

Μεσοπρόθεσμη (medium term) χρηματοδότηση σημαίνει πως η χρονική περίοδος για την οποία αφορά η χρηματοδότηση είναι από 1 έως 5 χρόνια και χρησιμοποιείται κυρίως για δύο λόγους. Πρώτον, όταν η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση δεν είναι διαθέσιμη σαν επιλογή και δεύτερον όταν υπάρχουν αναβαλλόμενα έσοδα από δαπάνες, όπως για παράδειγμα μία διαφημιστική καμπάνια της οποίας τα κέρδη θα εμφανιστούν μέσα σε μία περίοδο 3 με 5 χρόνων. Οι μεσοπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις είναι οι εξής:

- Οι προνομιούχες μετοχές
- Τα ομόλογα
- Ο μεσοπρόθεσμος δανεισμός από εμπορική τράπεζα ή πιστωτικό ίδρυμα
- Η μίσθωση (λειτουργική ή χρηματοδοτική)

Βραχυπρόθεσμη (short term) χρηματοδότηση σημαίνει πως η περίοδος για την οποία αφορά είναι 1 χρόνος ή λιγότερο. Η ανάγκη για χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού (όπως για παράδειγμα η προμήθειες σε πρώτες ύλες, η εξόφληση απαιτήσεων σε προμηθευτές ή η διατήρηση ενός ελάχιστου κεφαλαίου κίνησης) είναι συνήθως ο λόγος για τον οποίο μία επιχείρηση θα αναζητήσει βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση. Οι βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις είναι:

- Οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί
- Τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης
- Οι προθεσμιακές καταθέσεις διάρκειας 1 έτους ή λιγότερο
- Οι πίστωση προκαταβολής από πελάτες
- Η πρακτορεία ή η πώληση επιχειρηματικών απαιτήσεων (factoring ή forfaiting)

2.2.2 Κατηγοριοποίηση των χρηματοδοτήσεων σύμφωνα με την ιδιοκτησία και τον έλεγχο

Σε αυτήν την κατηγοριοποίηση οι χρηματοδοτήσεις χωρίζονται σε δύο κατηγορίες ανάλογα με την ιδιοκτησία του κεφαλαίου: Ίδιο ή ξένο κεφάλαιο. Ο ιδιοκτήτης της επιχείρησης θα πρέπει να αποδεχθεί είτε να μοιραστεί την ιδιοκτησία με τρίτους και επομένως και τον πλήρη έλεγχο των επιχειρηματικών αποφάσεων είτε να αποδεχθεί ένα κόστος που θα προέρχεται από οφειλόμενους τόκους, αντίστοιχα.

Το ίδιο κεφάλαιο συνεισφέρεται είτε από τους ίδιους τους ιδιοκτήτες της επιχείρησης είτε από τους μετόχους και είναι το κεφάλαιο στο οποίο στηρίζεται η σύσταση και η

λειτουργία της επιχείρησης. Το κεφάλαιο διακρίνεται σε ιδρυτικό(ατομικό, εταιρικό ή μετοχικό) και στο εκ των υστέρων συνεισφερόμενο(αποθεματικό). Η χρηματοδότηση από ίδιο κεφάλαιο γίνεται με τους εξής τρόπους:

- Αύξηση του αρχικού κεφαλαίου με μεταγενέστερες εισφορές των επιχειρηματιών
- Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου
- Κεφαλαιοποίηση πραγματοποιηθέντων κερδών(αποθεματικά)
- Εκποίηση περιουσιακών στοιχείων
- Μετατροπή των πιστωτών σε μετόχους (convertible bonds)
- Μέσω επιχειρηματικών κεφαλαίων(venture funding)

Επιπλέον τα ίδια κεφάλαια είναι μακροπρόθεσμο κεφάλαιο το οποίο συνεχίζει να υπάρχει όσο υπάρχει η επιχείρηση και το οποίο δεν έχει κόστος για πληρωμή τόκων. Αυτό με τη σειρά του μειώνει τον κίνδυνο χρεοκοπίας.

Τα ξένα κεφάλαια είναι στην ουσία τα δανειζόμενα κεφάλαια και οι πηγές τους είναι οι εμπορικές τράπεζες ή άλλα πιστωτικά ιδρύματα ή το κοινό μέσω ομολόγων. Σε αυτήν την περίπτωση και προκειμένου να μπορέσει να εξασφαλιστεί η χρηματοδότηση πολλές φορές η επιχείρηση υποθηκεύει τα περιουσιακά της στοιχεία για να μπορέσει να αποπληρώσει τα δανειζόμενα κεφάλαια σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης. Άλλο ένα στοιχείο των ξένων κεφαλαίων είναι η τακτική αποπληρωμή τόκων και κεφαλαίου που έχει αρνητική επίδραση στο κίνδυνο χρεοκοπίας της επιχείρησης.

Ωστόσο, δεν υπάρχει παραχώρηση μέρους της ιδιοκτησίας της επιχείρησης και επομένως και του ελέγχου της. Επίσης, η επιχείρηση πληρώνει λιγότερους φόρους γιατί η αποπληρωμή των δανειζόμενων κεφαλαίων είναι κόστος για την επιχείρηση και επομένως αφαιρείται από τα κέρδη κατά των υπολογισμό των φορολογήσιμων κερδών.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3

ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

3.1 Αποθεματικά

Κατά τη διάρκεια της δραστηριότητας της, η επιχείρηση πραγματοποιεί κέρδη τα οποία είτε διανέμονται πλήρως στους κατόχους της επιχείρησης είτε διανέμεται ένα μέρος αυτών και τα υπόλοιπα κεφαλαιοποιούνται (μένουν, δηλαδή, με την επιχείρηση) και δημιουργούνται τα αποθεματικά, τα οποία συνιστούν αυτογενές ίδιο κεφάλαιο της και συμβάλλουν στην εξασφάλιση της οικονομικής σταθερότητας της επιχείρησης. Γενικά, η επένδυση των αποθεματικών σε στοιχεία του ενεργητικού αποτελεί μία μορφή εσωτερικής χρηματοδότησης της επιχείρησης που δεν επιβαρύνεται από τόκους, ενώ επίσης επωφελείται και της καλής φορολογικής τους μεταχείρισης (Ευθύμογλου και Ελευθεριάδης, 2012).

3.2 Μετοχικό κεφάλαιο και μετοχές

Το μετοχικό κεφάλαιο των ανώνυμων εταιριών διαιρείται σε ίσα μέρη κεφαλαίου, που ονομάζονται μετοχές και οι κάτοχοι τους μέτοχοι. Οι μέτοχοι είναι συνέταιροι στην επιχείρηση κατά το ποσό των μετοχών τους, με μοναδική υποχρέωση την καταβολή της αξίας της μετοχής. Επιπλέον, δεν έχουν ουδεμία ευθύνη πέρα από την ονομαστική αξία των μετοχών τους, όμως έχουν ορισμένα δικαιώματα. Αυτά είναι η συμμετοχή στα καθαρά κέρδη της ανώνυμης εταιρίας μέσω της λήψης μερίσματος, συμμετοχή στο προϊόν εκκαθάρισης της εταιρικής περιουσίας σε περίπτωση διάλυσης της επιχείρησης, συμμετοχή στις γενικές συνελεύσεις με δικαίωμα ψήφου, δυνατότητα πρόσκλησης της γενικής συνέλευσης, δικαίωμα λήψης του ισολογισμού της επιχείρησης μαζί με τις εκθέσεις του διοικητικού συμβουλίου και των ελεγκτών, δυνατότητα μεταβίβασης των μετοχών χωρίς περιορισμούς και δικαίωμα προτίμησης κατά την έκδοση νέων μετοχών(υπό περιορισμούς) (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002). Οι μετοχές χωρίζονται σε δυο κατηγορίες, τις κοινές και τις προνομιούχες, οι οποίες μπορεί να είναι ονομαστικές ή ανώνυμες.

Οι κοινές μετοχές είναι περισσότερο χρησιμοποιούμενες στην αγορά και εκδίδονται από τις επιχειρήσεις για άντληση κεφαλαίων μέσω του χρηματιστηρίου. Είναι μια μορφή

δανείου από την κεφαλαιαγορά, όπως είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια ή τα χρεόγραφα δανείων με πολύ χαμηλό κόστος.

Οι προνομιούχες μετοχές, όπως και οι κοινές, αντιπροσωπεύουν ένα μέρος της περιουσίας της επιχείρησης αλλά συνήθως οι κάτοχοι αυτών δεν έχουν δικαίωμα ψήφου. Συνήθως οι μέτοχοι με προνομιούχες μετοχές, μοιράζονται την ιδιοκτησία με τους κατέχοντες κοινές μετοχές και απολαμβάνουν κέρδη μόνο εάν προκύπτουν. Οι κάτοχοι των προνομιούχων μετοχών προηγούνται έναντι των κοινών μετοχών στη λήψη πρώτου μερίσματος και εξασφαλίζουν κατώτατο υποχρεωτικό μέρισμα 5% επί της ονομαστικής αξίας της μετοχής και, επιπλέον, προηγούνται στο προϊόν εκκαθάρισης. Κατά την διάλυση της εταιρίας αποδίδεται πρώτα στους κατόχους προνομιικών μετοχών στο κεφάλαιο που έχουν καταβάλλει και παράλληλα συμμετέχουν ισότιμα με τους κατόχους κοινών μετοχών.

3.2.1 Οι τιμές των μετοχών

Οι τιμές των μετοχών στην χρηματιστηριακή αγορά επηρεάζονται από μια σειρά από παράγοντες όπως τη μερισματική πολιτική της επιχείρησης, την ποιότητα της επιχείρησης, το διεθνές περιβάλλον, το μακροοικονομικό περιβάλλον της χώρας (ρυθμοί ανάπτυξης, πληθωρισμός, επιτόκια, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών κ.α.), η εξέλιξη της τεχνολογίας, η γενικότερη πορεία του κλάδου που ανήκει η επιχείρηση και η ψυχολογία της αγοράς. Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη όλων των πιο πάνω παραγόντων και τα πραγματικά στοιχεία της επιχείρησης που εμφανίζονται στους ισολογισμούς, έχουμε την εξής διάκριση στις τιμές των μετοχών (Νούλας, 2016):

- Ονομαστική τιμή(ονομαστική αξία): η τιμή που αναγράφεται πάνω στο σώμα της μετοχής.
- Τιμή έκδοσης στο άρτιο: η τιμή διάθεσης των μετοχών ισούται με την ονομαστική τιμή.
- Τιμή έκδοσης υπέρ το άρτιο: η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι υψηλότερη από την ονομαστική τιμή.
- Τιμή έκδοσης υπό το άρτιο: η τιμή διάθεσης των μετοχών είναι χαμηλότερη από την ονομαστική τιμή.
- Εσωτερική (λογιστική) τιμή: η τιμή που βρίσκουμε αν διαιρέσουμε το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων(μετοχικό και αποθεματικά) με τον αριθμό των μετοχών.

- Πραγματική τιμή: η τιμή που βρίσκουμε αν διαιρέσουμε την πραγματική αξία των ιδίων κεφαλαίων(μέσω της σύνταξης του ισολογισμού σε τρέχουσες τιμές) με τον αριθμό των μετοχών.
- Χρηματιστηριακή τιμή: η τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής σε κάποια οργανωμένη αγορά(χρηματιστήριο) που διαμορφώνεται από την προσφορά και τη ζήτηση.

3.2.2 Αύξηση μετοχικού κεφαλαίου

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου είναι, στην ουσία, ο τρόπος χρηματοδότησης της επιχείρησης και μπορεί να γίνει με τους εξής τρόπους:

- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετοχοποίηση (κεφαλαιοποίηση) αποθεματικών ή υπεραξίας παγίων κ.α.
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με ταυτόχρονη καταβολή μετρητών και μετοχοποίηση αποθεματικών ή υπεραξίας παγίων κ.α.
- αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετοχοποίηση των πληρωτέων μερισμάτων
- μεταβολή της ονομαστικής αξίας των μετοχών μέσω διάσπασης μετοχών (stocks split) ή αντίστροφη διάσπαση (σύμπτυξη) μετοχών (reverse split)
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με εισφορά περιουσιακών στοιχείων
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με μετοχοποίηση των υποχρεώσεων της επιχείρησης
- αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με συγχώνευση επιχειρήσεων

Η αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με δημόσια εγγραφή απευθύνεται σε νέους μετόχους από το ευρύ επενδυτικό κοινό, μπορεί να γίνει και με καταβολή μετρητών και πραγματοποιείται από τις επιχειρήσεις είτε για την εισαγωγή τους στο χρηματιστήριο είτε για τις εισηγμένες για να μεταχθούν από την Παράλληλη Αγορά στην Κύρια Αγορά ή για να αυξήσουν το κεφάλαιο τους (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

Από τους παραπάνω τρόπους εισροή νέων κεφαλαίων, δηλαδή πραγματική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (χρηματοδότηση) που μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την υλοποίηση επενδυτικών προγραμμάτων της, έχουμε μόνο στην περίπτωση της καταβολής μετρητών. Στις άλλες περιπτώσεις έχουμε μία ονομαστική αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου (στην πραγματικότητα αυξάνεται ή μειώνεται μόνο ο αριθμός των μετοχών), καθώς έχουμε μία απλή μεταφορά των αποθεματικών ή της υπεραξίας των παγίων στο

μετοχικό κεφάλαιο ή έχουμε μία αλλαγή στην ονομαστική και τη χρηματιστηριακή αξία των μετοχών.

Σύμφωνα με τους Θάνο, Κιόχο και Παπανικολάου (2002), μετά την απόφαση για αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών η επιχείρηση πρέπει να προσδιορίσει το ύψος των κεφαλαίων που θα αντληθούν, τον αριθμό των νέων μετοχών και την τιμή έκδοσης των νέων μετοχών.

Για τον προσδιορισμό του ύψους των κεφαλαίων που η επιχείρηση επιθυμεί να αντλήσει πρέπει να ληφθούν υπόψη οι ανάγκες της επιχείρησης για χρηματοδότηση των επενδυτικών προγραμμάτων της και την επέκταση των δραστηριοτήτων, και τις συνθήκες που επικρατούν στην αγορά.

Για την επιτυχή έκδοση των νέων μετοχών, θα πρέπει η τιμή αυτών να είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή ώστε να μπορέσουν να είναι ελκυστικότερες από την αγορά παλαιών μετοχών. Ωστόσο, η τιμή έκδοσης συνήθως είναι υψηλότερη της ονομαστικής αξίας της μετοχής. Σε αυτήν την περίπτωση, «το συνολικό ονομαστικό ποσό που προκύπτει από την έκδοση των νέων μετοχών (αριθμός νέων μετοχών x ονομαστική αξία μετοχής) προσαυξάνει το μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Το επιπλέον ποσό που προκύπτει από την έκδοση των νέων μετοχών (αριθμός μετοχών x τιμή έκδοσης μείον ονομαστική τιμή μετοχής), εγγράφεται στον ισολογισμό της επιχείρησης ως αποθεματικό, λόγω έκδοσης μετοχών υπέρ το άρτιο».

Ο προσδιορισμός του αριθμού των νέων μετοχών που θα εκδοθούν γίνεται ως εξής:

$$\text{Αριθμός νέων μετοχών προς έκδοση} = \frac{\text{Απαιτούμενα κεφάλαια}}{\text{Τιμή έκδοσης μετοχής}}$$

Ο προσδιορισμός του αριθμού των δικαιωμάτων για τη συμμετοχή του κοινού μετόχου στην αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με την αγορά νέων μετοχών, υπολογίζεται ως εξής:

$$\text{Αριθμός δικαιωμάτων αγοράς μιας νέας μετοχής} = \frac{\text{Αριθμός παλαιών μετοχών}}{\text{Αριθμός νέων μετοχών}}$$

Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετοχοποίηση αποθεματικών ή και της υπεραξίας παγίων μπορεί να γίνει είτε με έκδοση νέων μετοχών, είτε με αύξηση της ονομαστικής αξίας των υφιστάμενων μετοχών, είτε ακόμη και με ταυτόχρονη καταβολή μετρητών.

Στην πρώτη περίπτωση, τα αποθεματικά που μπορούν να μετοχοποιηθούν είναι το τακτικό αποθεματικό για το ποσό που υπερβαίνει το ένα τρίτο του μετοχικού κεφαλαίου, τα αποθεματικά που δημιουργούνται από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο και όλα τα έκτακτα αποθεματικά, εκτός των αποθεματικών με ειδικό προορισμό εάν δεν έχει αρθεί ο περιορισμός τους. Τέλος, η προσαρμογή των τιμών κτήσεως των παγίων στις τρέχουσες τιμές λόγω πληθωρισμού είναι αυτό που δημιουργεί την υπεραξία των παγίων.

Με τη μετοχοποίηση των παραπάνω, η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να εκδώσει νέες μετοχές, τις οποίες και διανέμει δωρεάν(υποχρεωτικά) στους κατόχους υφιστάμενων μετοχών. Η λογιστική αξία της νέας μετοχής μειώνεται, διότι τα ίδια κεφάλαια της επιχείρησης παραμένουν σταθερά και ο αριθμός των μετοχών αυξάνεται, ενώ μείωση θα παρουσιάσει και η χρηματιστηριακή τιμή της μετοχής. Ωστόσο, σε σταθερές συνθήκες της χρηματιστηριακής αγοράς, η αξία των μετοχών που έχει κάποιος επενδυτής στην κατοχή του, θα κινηθεί στα ίδια επίπεδα όταν θα προστεθούν και οι νέες μετοχές στο χαρτοφυλάκιο του.

Στην περίπτωση που γίνει η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου με μετοχοποίηση αποθεματικών ή της υπεραξίας παγίων με αύξηση της ονομαστικής αξίας των μετοχών, αμετάβλητα παραμένουν η λογιστική αξία της μετοχής, τα κέρδη ανά μετοχή, καθώς επίσης, η χρηματιστηριακή αξία, η οποία δεν επηρεάζεται, και ο αριθμός των μετοχών. Στην πραγματικότητα, η μόνη αλλαγή είναι στην ονομαστική αξία. Για αυτό τον λόγο, σπάνια γίνεται αύξηση μετοχικού κεφαλαίου από μία επιχείρηση με αυτόν τον τρόπο.

Η μεταβολή της ονομαστικής αξίας της μετοχής μίας επιχείρησης μπορεί, επίσης, να γίνει και με διάσπαση των μετοχών(stocks split) ή σύμπτυξη των μετοχών(reverse split), όπου έχουμε ανάλογη μείωση της ονομαστικής αξίας της μετοχής της επιχείρησης ή αντίστοιχα αύξηση της. Μία επιχείρηση προβαίνει σε μεταβολή της ονομαστικής αξίας της μετοχής της προκειμένου να τη προσαρμόσει σε ένα λογικό επίπεδο για να διευκολύνεται η εμπορευσιμότητα της. Σε τέτοια περίπτωση, το μετοχικό κεφάλαιο και τα ίδια κεφάλαια παραμένουν αμετάβλητα. Επίσης, αμετάβλητη είναι και η συνολική αξία των μετοχών που έχει ο μέτοχος στην κατοχή του. Τέλος, η επίδραση της διάσπασης ή της σύμπτυξης των μετοχών στη χρηματιστηριακή πορεία της μετοχής είναι συνήθως θετική, καθώς η περίπτωση της διάσπασης είναι αποτέλεσμα της επιτυχημένης πορείας της επιχείρησης και της ελκυστικότητας της μετοχής της, ενώ στην περίπτωση της σύμπτυξης τα κέρδη ανά μετοχή και το μέρισμα ανά μετοχή αυξάνονται (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).

Στην αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με εισφορά περιουσιακών στοιχείων, γίνεται εκτίμηση της αξίας των εισφερόμενων περιουσιακών στοιχείων και η αξία τους μεταφέρεται στο πάγιο ενεργητικό και στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Συνήθως, η εισφορά περιουσιακών στοιχείων για την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου προηγείται της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με καταβολή μετρητών, με σκοπό τη χρηματοδότηση μίας νέας επένδυσης ή την αύξηση του μόνιμου κυκλοφοριακού ενεργητικού της επιχείρησης.

Στην περίπτωση που μία επιχείρηση είναι υπερχρεωμένη, μπορεί να συμφωνήσει με τους δανειστές της να μετοχοποιήσει το σύνολο ή μέρος των υποχρεώσεων της προς αυτούς και, στην ουσία, γίνεται μία λογιστική μεταφορά του ποσού των υποχρεώσεων που έχει συμφωνηθεί να μετοχοποιηθεί στο μετοχικό κεφάλαιο της επιχείρησης. Έτσι, βελτιώνεται η χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης και ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης (σύνολο υποχρεώσεων προς σύνολο απασχολούμενων κεφαλαίων), με αποτέλεσμα να αυξάνεται η πιστοληπτική ικανότητα της και να ανοίγει η δυνατότητα για σύναψη νέων δανείων.

Τέλος, στην περίπτωση της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου με συγχώνευση επιχειρήσεων, η συγχώνευση ή η σύμπραξη των επιχειρήσεων μπορεί να γίνει με (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000):

- ενοποίηση(merger) όπου μετά την ολοκλήρωση των διαδικασιών προκύπτει ένα νέο νομικό πρόσωπο,
- εξαγορά(acquisition), όπου μετά από συμφωνία των δύο επιχειρήσεων, τον έλεγχο της μίας αναλαμβάνει η άλλη, η οποία συνήθως είναι μεγαλύτερου μεγέθους,
- επιθετική εξαγορά(hostile take over), όπου το εξαγοραζόμενο μέρος δεν εγκρίνει την προτεινόμενη συμφωνία και η εξαγοράστρια επιχείρηση αποκτά με «βίαιο» τρόπο τον πλήρη έλεγχο της επιχείρησης στόχου. Η εξαγοραζόμενη επιχείρηση μπορεί να χρησιμοποιήσει κάποιους τρόπους αντίδρασης όπως είναι η αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου με προτίμηση υπέρ των παλαιών μετοχών(poison pill), η αντιπροσφορά για εξαγορά της εξαγοράστριας επιχείρησης(packman defense), η αγορά των ιδίων μετοχών, η δημιουργία αρνητικού κλίματος για τα μεγέθη της ή τις μετοχές της(asset and liability restructuring) ή την συγχώνευση με άλλη, φιλική, επιχείρηση,

- εξαγορά της διοίκησης της επιχείρησης (management buy out), όπου μία επιχείρηση με μεγάλα οικονομικά μεγέθη εξαγοράζει το στελεχιακό δυναμικό (team capital) των μικρότερων επιχειρήσεων που εμφανίζουν καλύτερα αποτελέσματα σε επίπεδα ευελιξίας και εξειδίκευσης σε κάποιους τομείς, με σκοπό τη μεταφορά τεχνογνωσίας,
- δανεισμό για εξαγορά επιχειρήσεων (leverage buy out), όπου μία επιχείρηση αντλεί κεφάλαια από τραπεζικό δανεισμό για την εξαγορά μεγαλύτερων επιχειρήσεων. Ο επιθετικός αυτός τρόπος ανάπτυξης συνοδεύεται από ιδιαίτερα υψηλό ρίσκο, καθώς οι δείκτες χρηματοοικονομικής μόχλευσης ωθούνται σε πολύ υψηλά επίπεδα.

3.3 Τραπεζικός Δανεισμός

Ο τραπεζικός δανεισμός είναι η κύρια δραστηριότητα των τραπεζών και ο πιο διαδεδομένος τρόπος χρηματοδότησης. Οι κατηγορίες των χορηγούμενων δανείων είναι τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης και τα μακροπρόθεσμα δάνεια. Οι παράγοντες για την επιλογή του δανείου καθορίζονται από τις ανάγκες της επιχείρησης, το μέγεθος της, το αντικείμενο εργασιών της, καθώς και από τον τρόπο εξόφλησης του δανείου ανάλογα με το είδος του. Οι τράπεζες, προκειμένου να χρηματοδοτήσουν μία επιχείρηση, αξιολογούν, μέσω μίας ομάδας εξειδικευμένων υπαλλήλων, την πρόταση χρηματοδότησης αναλύοντας τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης με τη χρήση χρηματοοικονομικών δεικτών, τις πραγματικές καταστάσεις των ταμειακών εισροών και εκροών που υποβάλλονται στην τράπεζα, καθώς και της επαγγελματικής σχέσης της επιχείρησης με την τράπεζα. Ο τραπεζικός δανεισμός, ωστόσο, έγκειται και σε διάφορους εξωτερικούς παράγοντες όπως η πολιτική και οικονομική κατάσταση μίας χώρας. (Νούλας, 2016)

3.3.1 Τα είδη των δανείων ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης τους

Σύμφωνα με τον Νούλα (2016), τα είδη των δανείων ανάλογα με τον τρόπο εξόφλησης τους είναι:

- απλά
- τοκοχρεολυτικά
- εφάπαξ με τη δημιουργία αποθεματικού

- sinking fund

Τα απλά δάνεια λήγουν σε συγκεκριμένη ημερομηνία και ο δανειολήπτης καλείται να αποπληρώσει το κεφάλαιο και τον τόκο που αναλογεί στη λήξη.

Τα τοκοχρεολυτικά δάνεια εξοφλούνται σε ισόποσες τμηματικές δόσεις, οι οποίες ονομάζονται τοκοχρεολύσια και αποτελούνται από τη μερική αποπληρωμή του δανειζόμενου κεφαλαίου(χρεολύσιο) και τον τόκο. Υπάρχουν τρεις μέθοδοι αποπληρωμής των τοκοχρεολυτικών δανείων:

- μέθοδος σταθερού χρεολυσίου
- μέθοδος προοδευτικού χρεολυσίου
- μέθοδος ίσων μερών του κεφαλαίου

Με τη μέθοδο του σταθερού χρεολυσίου το ποσό του τόκου και του χρεολυσίου παραμένουν σταθερά κατά τη διάρκεια του δανείου. Το ποσό του τόκου της κάθε περιόδου υπολογίζεται επί του αρχικού κεφαλαίου με τον τύπο $T = K \times i$. Ο υπολογισμός του χρεολυσίου γίνεται με τον τύπο $X = K \left[\frac{i}{(1+i)^n - 1} \right]$, ενώ μπορούμε να υπολογίσουμε απευθείας το τοκοχρεολύσιο με τον τύπο:

$$TK = K * \left[\frac{i}{1 - \frac{1}{(1+i)^n}} \right]$$

όπου TK είναι το τοκοχρεολύσιο, K το δανειζόμενο κεφάλαιο, i ο τόκος και n η διάρκεια του δανείου.

Με τη μέθοδο του προοδευτικού χρεολυσίου ο τόκος υπολογίζεται επί του ανεξόφλητου κεφαλαίου του δανείου, δηλαδή μειώνεται από περίοδο σε περίοδο, και επομένως το χρεολύσιο αυξάνεται, καθώς το τοκοχρεολύσιο(η δόση του δανείου) παραμένει σταθερό. Το χρεολύσιο, για οποιαδήποτε χρονική στιγμή t , σε αυτήν την περίπτωση υπολογίζεται με τον τύπο $X_t = K \left[\frac{i(1+i)^{t-1}}{(1+i)^n - 1} \right]$, ο τόκος, για τη χρονική στιγμή t , που υπολογίζεται επί του ανεξόφλητου κεφαλαίου μπορεί να βρεθεί από τον τύπο $T_t = K - X_1 \left[\frac{(1+i)^t - 1}{i} \right] i$.

Τέλος, με τη μέθοδο των ίσων μερών του κεφαλαίου, το κεφάλαιο διαιρείται σε ίσα μέρη(χρεολύσια) και ο τόκος υπολογίζεται στο ανεξόφλητο κεφάλαιο του δανείου και συνεπώς μειώνεται από περίοδο σε περίοδο. Έπεται ότι και το τοκοχρεολύσιο θα μειώνεται όσο μειώνεται και ο τόκος, διότι το χρεολύσιο παραμένει σταθερό. Το τοκοχρεολύσιο, για

την χρονική περίοδο t , δίνεται από τον τύπο $TX_t = \frac{K}{n} + K \left[1 - \frac{t-1}{n}\right] i$, όπου $X = \frac{K}{n}$ είναι το χρεολύσιο για κάθε χρονική περίοδο και $T_t = K \left[1 - \frac{t-1}{n}\right] i$ είναι ο τόκος για την χρονική περίοδο t .

Τα εφάπαξ δάνεια με τη δημιουργία αποθεματικού, είναι δάνεια τα οποία εξοφλούνται στη λήξη τους με καταβολή ολόκληρου του κεφαλαίου και των τόκων. Συνηθίζεται, για την ευκολότερη αποπληρωμή του δανείου, να δημιουργείται ένα εξοφλητικό απόθεμα, καταθέτοντας στο τέλος κάθε περιόδου ένα ποσό το οποίο τοκίζεται με κάποιο συγκεκριμένο επιτόκιο, που ονομάζεται επιτόκιο ανασύστασης.

Με τη μέθοδο του sinking fund ο δανειζόμενος καλείται να πληρώσει, στο τέλος της κάθε περιόδου, μόνο τον τόκο που αντιστοιχεί στο αρχικό κεφάλαιο και καταθέτει ποσό ίσο με το χρεολύσιο του δανείου σε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα. Με αυτόν τον τρόπο, σχηματίζεται ένα εξοφλητικό απόθεμα το οποίο ανατοκίζεται συγκεντρώνοντας έτσι, στη λήξη του δανείου, το δανειζόμενο κεφάλαιο το οποίο στη συνέχεια επιστρέφεται στον δανειστή.

3.3.2 Τα είδη δανείου ανάλογα με τη διάρκεια τους

Τα δάνεια κεφαλαίου κίνησης (working capital loans) είναι βραχυπρόθεσμα δάνεια διάρκειας έως τριών ετών και παρέχονται στις επιχειρήσεις με σκοπό την βελτίωση της ρευστότητας και του κεφαλαίου κίνησης. Στοχεύουν κυρίως στη χρηματοδότηση για την αγορά πρώτων υλών και την δημιουργία αποθεμάτων των επιχειρήσεων σε έτοιμα προϊόντα, την πληρωμή των μισθοδοτικών αναγκών και των φόρων και στην κάλυψη άλλων προσωρινών δαπανών. Τα εν λόγω δάνεια χορηγούνται, συνήθως, με τη μορφή πιστωτικού ορίου και τοκοχρεωλυτικού δανείου και απευθύνονται κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις (Θωμαδάκης και Ξανθάκης, 2011).

Δάνεια κεφαλαίου κίνησης είναι τα ανοιχτά ή ανακυκλούμενα δάνεια, οι αλληλόχρεοι λογαριασμοί και τα κεφάλαια κίνησης τακτής λήξης. Τα ανοιχτά δάνεια χορηγούνται με πιστωτικό όριο από το οποίο μπορούν να δανείζονται οι επιχειρήσεις χωρίς να το ξεπερνούν. Στα δάνεια αυτού του τύπου ο δανειζόμενος δεν είναι υποχρεωμένος να δανειστεί όλο το ποσό σε μία συγκεκριμένη στιγμή και με αυτό τον τρόπο μπορεί να δανειστεί αναλόγως με τις ανάγκες που προκύπτουν. Η εξόφληση ενός ανοιχτού δανείου μπορεί να γίνεται τμηματικά ενώ παράλληλα δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να συνεχίζει το δανεισμό της. Το όριο της χρηματοδότησης αυτού του τύπου εξαρτάται κυρίως

από τον τζίρο της επιχείρησης και πολλές φορές μπορεί να φτάσει να είναι στο ίδιο ύψος με τον τζίρο. Το ανοιχτό δάνειο είναι κοινή πρακτική για την καταβολή μισθοδοσίας από τις επιχειρήσεις που λειτουργούν εποχιακά και πρέπει να καλύψουν τις ανάγκες τους.

Ο αλληλόχρεος λογαριασμός είναι μια λογιστική κατάσταση των συναλλαγών μεταξύ δύο προσώπων εκ των οποίων τουλάχιστον ένα είναι έμπορος (με την νομική σημασία του όρου). Τα δύο συμβαλλόμενα μέρη συμφωνούν να συναλλάσσονται τηρώντας έναν ή περισσότερους λογαριασμούς στους οποίους καταγράφονται οι μεταξύ τους απαιτήσεις. Παρόμοια, με τους αλληλόχρεους λογαριασμούς, τα κεφάλαια κίνησης τακτής λήξης είναι ένα ευέλικτο προϊόν το οποίο δίνει τη δυνατότητα στην επιχείρηση να καταβάλλει τόκους εξαμηνιαίως και να αποπληρώνει το κεφάλαιο τμηματικά σε προσυμφωνημένες χρονικές στιγμές που την εξυπηρετούν.

Τα μακροπρόθεσμα δάνεια περιλαμβάνουν τα δάνεια εγκατάστασης και τα δάνεια παγίου εξοπλισμού. Συγκεκριμένα έχουν ως σκοπό να ικανοποιούν τη μόνιμη ανάγκη χρηματοδότησης των επιχειρηματιών και επιτρέπουν στον επιχειρηματία να χρηματοδοτήσει τα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης, όπως κτίρια και οικόπεδα, μηχανήματα και ηλεκτρονικοί υπολογιστές, την επέκταση εγκαταστάσεων, κ.λπ. Τα μακροπρόθεσμα δάνεια επιτρέπουν στον επιχειρηματία να αναπτύσσεται ραγδαία, να χρηματοδοτεί μόνιμη αύξηση των αποθεμάτων, καθώς και των πελατών που αγοράζουν με πίστωση, ενώ τα δάνεια αυτά εξοφλούνται από τα κέρδη της επιχείρησης.

Τα δάνεια εγκατάστασης ή αλλιώς επαγγελματικής στέγης χρηματοδοτούν την ανέγερση, την αποπεράτωση και την ανακαίνιση κτιριακών εγκαταστάσεων. Το ποσοστό χρηματοδότησης μπορεί να φτάσει έως και το σύνολο της αξίας του ακινήτου ή των εργασιών ανέγερσης και ανακαίνισης, η διάρκειά τους κυμαίνεται από 3 ως 30 χρόνια, ενώ τα επιτόκια διαμορφώνονται ανάλογα με τις επικρατούσες συνθήκες στην αγορά και την σχέση μεταξύ τράπεζας και πελάτη.

Τα δάνεια παγίου εξοπλισμού είναι δάνεια που χορηγούνται με σκοπό την αγορά παγίου εξοπλισμού και έχουν συνήθως διάρκεια αποπληρωμής 15 χρόνια. Η χρηματοδότηση μπορεί να καλύψει ολόκληρη την επένδυση της αγοράς του παγίου εξοπλισμού, ενώ η εκταμίευση ανάλογα με τις συνθήκες στην αγορά μπορεί να γίνεται είτε εφ' άπαξ, είτε σταδιακά. Οι κύριοι δανειζόμενοι σε αυτή την κατηγορία είναι συνήθως μικρομεσαίες επιχειρήσεις που έχουν στόχο να επεκταθούν (Τακόπουλος, 2007).

Πέρα της διάρκειας δανεισμού που είναι και η βασική διαφορά μεταξύ των κεφαλαίων κίνησης και του μακροπρόθεσμου δανεισμού έχουμε και το επιτόκιο το οποίο στα μακροπρόθεσμα δάνεια είναι στις περισσότερες περιπτώσεις είναι μικρότερο από το αντίστοιχο των δανείων κεφαλαίων κίνησης κάτι που άγεται στο γεγονός της διάρκειας αποπληρωμής του δανείου.

3.3.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του τραπεζικού δανεισμού

Συμπερασματικά, ο τραπεζικός δανεισμός είναι ένα από τα πιο σημαντικά και πιο συνηθισμένα μέσα άντλησης κεφαλαίων. Το χαμηλό επιτόκιο δανεισμού, η ευελιξία αποπληρωμής του και η δυνατότητα επαναδιαπραγμάτευσης των όρων ανάλογα με τις ανάγκες της επιχείρησης είναι οι σημαντικότεροι λόγοι που ο δανεισμός από μία τράπεζα είναι τόσο ελκυστικός. Άλλος ένας σημαντικός λόγος είναι ότι η εταιρία που δέχεται τη χρηματοδότηση μέσω τραπεζικού δανείου διατηρεί την κυριότητα όλων των πάγιων στοιχείων της και η τράπεζα δεν επεμβαίνει στην επένδυση που επιθυμεί να κάνει ο δανειολήπτης (Παπαδόπουλος, 2012).

Ωστόσο, υπάρχουν και κάποιοι παράγοντες που κάνουν πιθανή την αδυναμία αποπληρωμής του δανείου. Η εξασφάλιση της αποπληρωμής του δανείου αναγκάζει τους δανειζόμενους να υποθηκεύουν, να προσημειώνουν και να εκχωρούν περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης. Η γραφειοκρατία και η έλλειψη ευελιξίας στην έγκριση της χρηματοδότησης πολλές φορές κάνουν το τραπεζικό δανεισμό μη προσιτό και επιθυμητό από κάποιες επιχειρήσεις. Το κυμαινόμενο επιτόκιο του τραπεζικού δανεισμού το οποίο περιέχει ρίσκο για τον δανειζόμενο και η έλλειψη φορολογικών ελαφρύνσεων στη λήψη της χρηματοδότησης είναι δύο σημαντικοί παράγοντες που θα πρέπει να ληφθούν υπόψη. Τέλος, εφόσον η τράπεζα δεν έχει άμεση οικονομική ανάμειξη με την επένδυση, η επιχείρηση στερείται την παροχή συμβουλών που ίσως θα είχε σε άλλη περίπτωση.

3.4 Ενιαία Δάνεια

Τα ενιαία δάνεια είναι μία μορφή μεσοπρόθεσμου ή μακροπρόθεσμου δανεισμού για μεγάλες επιχειρήσεις και χορηγούνται κυρίως από εμπορικές τράπεζες, εταιρίες επενδύσεων και ασφαλιστικές εταιρίες. Ωστόσο, πολλές φορές, οι χρηματοδοτικές ανάγκες μίας μεγάλης επιχείρησης δεν μπορούν να καλυφθούν από ένα μόνο δανειστή και για αυτό

το λόγο σε αυτές τις περιπτώσεις μπορεί να υπάρχει συνεργασία μεταξύ δύο ή περισσότερων δανειστών για τη σύναψη τους.

Μερικά από τα πλεονεκτήματα των ενιαίων δανείων είναι ότι συνάπτονται γρήγορα καθώς ο αριθμός των ενδιαφερόμενων είναι μικρός, η εξόφληση τους μπορεί να γίνει με τρόπο που εξυπηρετεί την επιχείρηση, η δανειζόμενη επιχείρηση δεν υποχρεούται να δημοσιεύσει τους λόγους για τους οποίους προσφεύγει στη σύναψη του, καθώς και τα επιχειρηματικά της στοιχεία και σχέδια. Τέλος, σε κάποιες περιπτώσεις υπάρχει η δυνατότητα τροποποίησης των αρχικών όρων.

Το επιτόκιο του δανείου εξαρτάται από τη διάρκεια του δανείου, την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και κυρίως από τις συνθήκες της αγοράς και συνήθως στις συμβάσεις με τράπεζες είναι μεταβαλλόμενο με βάση το LIBOR. Τέλος, η εξόφληση των ενιαίων δανείων μπορεί να γίνει είτε τμηματικά σε ισόποσες δόσεις ή με τοκοχρεολυτική απόσβεση είτε εφάπαξ με κεφαλαιοποίηση των τόκων και καταβολή στη λήξη του δανείου μαζί με το αρχικό κεφάλαιο. Ωστόσο, μετά από συμφωνία των συμβαλλόμενων ή εφαρμόζοντας όρο στη δανειακή σύμβαση, το δάνειο μπορεί να εξοφληθεί ή να μετατραπεί (Ευθύμογλου και Ελευθεριάδης, 2012).

3.5 Ομόλογα

Τα ομόλογα είναι χρεόγραφα που εκδίδονται συνήθως από τις κυβερνήσεις κρατών, τους δημόσιους οργανισμούς και μεγάλες ανώνυμες εταιρίες. Η έκδοσή τους γίνεται με σκοπό την άντληση μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κεφαλαίων μέσω των κεφαλαιαγορών και όχι μέσω της τραπεζικής διαμεσολάβησης και είναι επομένως μία εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης. Η διάρθρωση τους γίνεται με τρόπο που εξυπηρετεί τις ταμειακές ροές και τις χρηματοδοτικές ανάγκες της επιχείρησης και η αποπληρωμή τους μπορεί να γίνει είτε πρόωρα είτε σταδιακά και είτε με μετρητά είτε με άλλους τρόπους. Επίσης, σε περίοδο χαμηλών επιτοκίων παρατηρείται αύξηση των εκδόσεων εταιρικών ομολόγων, καθώς οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν μακροπρόθεσμα με χαμηλά επιτόκια.

3.5.1 Οι τιμές των ομολόγων

Η ονομαστική αξία (face value) του ομολόγου είναι η τιμή έκδοσης του ομολόγου την οποία ο εκδότης υπόσχεται να πληρώσει στη λήξη του. Η τιμή αγοράς του ομολόγου, που ονομάζεται τρέχουσα αξία, εξαρτάται από αρκετούς παράγοντες όπως την προσφορά και ζήτηση, τα ισχύοντα επιτόκια στην αγορά, την πιστοληπτική ικανότητα κ.α. και μπορεί είτε

να είναι ίδια με την ονομαστική αξία και τότε λέμε ότι το ομόλογο πωλείται στο άρτιο(par value) είτε μικρότερη από το άρτιο και τότε λέμε ότι το ομόλογο πωλείται με έκπτωση(at discount) είτε μεγαλύτερη από το άρτιο(at premium) (Νούλας, 2016).

3.5.2 Οι τρεις μορφές της απόδοσης των ομολόγων

Η πρώτη μορφή είναι η τρέχουσα απόδοση και εξαρτάται από την τρέχουσα αξία και το επιτόκιο έκδοσης του ομολόγου. Αν η τρέχουσα αξία είναι μικρότερη της ονομαστικής αξίας, τότε η τρέχουσα απόδοση είναι μεγαλύτερη, και αντίστροφα αν είναι μεγαλύτερη τότε η τρέχουσα απόδοση είναι μικρότερη.

Η δεύτερη μορφή είναι η απόδοση στη λήξη(yield to maturity), που είναι η απόδοση του ομολόγου στην ωρίμανση του(στην ημερομηνία της λήξης).

Τέλος, η τρίτη μορφή είναι η απόδοση εξαγοράς που είναι η απόδοση του ομολόγου την ημερομηνία που θα εξαγοραστεί, όταν αυτό εξαγοραστεί πριν από την ωρίμανση του (Νούλας, 2016).

3.5.3 Τα ομόλογα ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής των τοκομεριδίων

Τα ομόλογα μπορούμε, επίσης, να τα κατηγοριοποιήσουμε ανάλογα με τον τρόπο πληρωμής των τοκομεριδίων, που αποκαλούνται συνήθως κουπόνια(coupons), τις ειδικές ρήτρες που έχουν στους όρους έκδοσης τους και με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο.

Τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου(fixed coupon) έχουν σταθερό το επιτόκιο με το οποίο υπολογίζεται το τοκομερίδιο ανεξάρτητα από τις συνθήκες της αγοράς και είναι η πιο απλή και συνηθισμένη μορφή έκδοσης ομολόγων.

Τα ομόλογα κυμαινόμενου επιτοκίου(variable bonds) έχουν μεταβλητό επιτόκιο, το οποίο ισούται με κάποιο επιτόκιο αναφοράς(LIBOR ή EURIBOR) συν ένα περιθώριο και αυτό γνωστοποιείται στην έναρξη της κάθε τοκοφόρου περιόδου.

Τα τιμαριθμοποιημένα ομόλογα (indexed bonds) είναι ομόλογα που η απόδοση τους συνδέεται άμεσα με τον πληθωρισμό(τη ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών καταναλωτή), έχουν ως επιτόκιο τη σταθερή πραγματική απόδοση που γίνεται γνωστή στην έκδοση τους και ο τόκος τους υπολογίζεται στην αναπροσαρμοζόμενη κάθε χρόνο αξία του, ανάλογα με τον πληθωρισμό. Στην περίπτωση αρνητικού πληθωρισμού, αποδίδεται η ονομαστική αξία του ομολόγου. Το ποσό της διαφοράς που προκύπτει λόγω της συνολικής εξέλιξης του πληθωρισμού δεν φορολογείται.

Τέλος, στη δευτερογενή αγορά διαπραγματεύονται ομόλογα χωρίς τοκομερίδιο(zero-coupon bonds) τα οποία αγοράζονται με έκπτωση και εξοφλούνται στην ονομαστική τους αξία με παρακράτηση του φόρου στη λήξη τους (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

3.5.4 Τα ομόλογα με ειδικές ρήτρες

Ανάλογα με τις ειδικές ρήτρες που εκδίδονται τα ομόλογα δίνεται η δυνατότητα, είτε στον εκδότη είτε στον επενδυτή, να αποπληρώσει ή να εξαγοράσει τα ομόλογα πριν από την ωρίμανση τους.

Τα ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης(callable bonds) δίνουν τη δυνατότητα στον εκδότη τους να τα αποπληρώσει (μερικώς ή ολικώς) και να τα αποσύρει πριν από τη λήξη τους. Ο χρόνος και τα ποσά αποπληρωμής, ωστόσο, ορίζονται αναλυτικά στους όρους έκδοσης του. Με αυτό τον τρόπο, αν τα επιτόκια στην αγορά είναι μικρότερα ο εκδότης έχει την ευκαιρία να αντικαταστήσει τα ομόλογα υψηλότερου κουπονιού με νέα χαμηλότερου. Τα κίνητρα που δίνονται για να γίνουν πιο ελκυστικά αυτά τα ομόλογα με αυτή τη ρήτρα είναι συνήθως υψηλότερες αποδόσεις ή ορίζεται μία περίοδος κάποιων ετών για την οποία το ομόλογο δεν μπορεί να ανακληθεί ή ορίζεται τιμή ανάκλησης υψηλότερη της ονομαστικής αξίας του ομολόγου. Η διαφορά της τιμής ανάκλησης και της ονομαστικής αξίας του ομολόγου ονομάζεται περιθώριο ανάκλησης(call premium) και όταν το ομόλογο με δικαίωμα ανάκλησης εκδίδεται σε περίοδο που τα επιτόκια στην αγορά είναι υψηλά τότε και το περιθώριο ανάκλησης πρέπει να είναι υψηλό, διότι η πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων μελλοντικά είναι μεγαλύτερη, επομένως και η ανάκληση τους πιο πιθανή.

Μία κατηγορία των ομολόγων με δικαίωμα ανάκλησης είναι αυτή που η ανάκληση τους γίνεται με σταδιακή συγκέντρωση κεφαλαίων αποκλειστικά για αυτόν το σκοπό και ονομάζονται ομόλογα με δικαίωμα ανάκλησης με αποκλειστική χρήση αποθεματικού (sinking fund provision). Σε αυτήν την περίπτωση η εξαγορά γίνεται είτε μέσω κληρώσεως σε μία προκαθορισμένη τιμή και για ορισμένο ποσοστό ομολόγων είτε μέσω της ελεύθερης αγοράς.

Τα ομόλογα με δικαίωμα πώλησης(puttable bonds) παρέχουν τη δυνατότητα στον ομολογιούχο να ζητήσει την αποπληρωμή τους πριν από την ωρίμανση τους, σε συγκεκριμένες ημερομηνίες και στην ονομαστική αξία του ομολόγου. Τα ομόλογα που

εκδίδονται με αυτό το δικαίωμα έχουν συνήθως χαμηλότερο κουπόνι από τα αντίστοιχα ομόλογα που δεν έχουν αυτό το δικαίωμα.

Τα ομόλογα με δικαίωμα μετατροπής ή αλλιώς μετατρέψιμα ομόλογα(convertible bonds) παρέχουν τη δυνατότητα στον εκδότη να αποπληρώσει το ομόλογο διαθέτοντας εισηγμένες μετοχές αντί μετρητών είτε στην ημερομηνία λήξης του είτε νωρίτερα. Στους όρους έκδοσης του ομολόγου γνωστοποιείται είτε η αναλογία μετατροπής(conversion ratio), των μετοχών που μπορεί να αγοράσει ο ομολογιούχος με ένα ομόλογο, είτε η τιμή μετατροπής(conversion price) που συνήθως είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας τιμής της μετοχής. Η ελκυστικότητα αυτής της ρήτρας είναι στα κεφαλαιακά κέρδη που τυχόν θα επιφέρει η μετατροπή και στο ότι οι μετοχές προσφέρονται με premium σε σχέση με την χρηματιστηριακή τιμή. Με αυτόν τον τρόπο η μετατροπή επιφέρει αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, η επιχείρηση καθυστερεί την έκδοση νέων μετοχών μέχρις ότου η τιμή της μετοχής ανέβει, εκδίδοντας έτσι μικρότερο αριθμό μετοχών προστατεύοντας τα κέρδη ανά μετοχή και τα ομόλογα πωλούνται με μικρότερο επιτόκιο (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

3.5.5 Τα ομόλογα ανάλογα με τον πιστωτικό του κίνδυνο

Με βάση τον πιστωτικό τους κίνδυνο τα ομόλογα κατατάσσονται στις εξής κατηγορίες:

Ομόλογα υψηλού κινδύνου(junk bonds) τα οποία είναι ομόλογα που εκδίδονται από επιχειρήσεις που έχουν υψηλή πιθανότητα να κηρυχτούν έκπτωτες και οι αποδόσεις τους είναι υψηλότερες από αυτές των ομολόγων υψηλότερης ποιότητας.

Ομόλογα χαμηλής εξασφάλισης(subordinated bonds) είναι ομόλογα που συνήθως έχουν υψηλό επιτόκιο λόγω της χαμηλότερης εξασφάλισης τους από τον εκδότη. Τα ομόλογα αυτής της κατηγορίας έρχονται τελευταία σε προτεραιότητα ικανοποίησης σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης, αλλά όπως και όλα τα ομόλογα προηγούνται των μετοχών.

Ομόλογα υψηλής ρευστοποίησης(senior bonds) είναι ομόλογα που συνήθως έχουν χαμηλό επιτόκιο λόγω της υψηλότερης εξασφάλισης τους από τον εκδότη. Τα ομόλογα αυτής της κατηγορίας έρχονται πρώτα σε προτεραιότητα ικανοποίησης σε σχέση με άλλους χρεωστικούς τίτλους σε περίπτωση ρευστοποίησης της επιχείρησης.

Ομόλογα χωρίς εγγύηση(unsecured bonds) είναι τα ομόλογα για τα οποία ο εκδότης δεν έχει παράσχει εγγυήσεις για τη διασφάλιση των ομολογιούχων σε περίπτωση αδυναμίας εξόφλησής τους.

Ομόλογα με εγγύηση(secured bonds) είναι τα ομόλογα για τα οποία ο εκδότης έχει παράσχει περιουσιακά στοιχεία της για τη διασφάλιση των ομολογιούχων σε περίπτωση μη εξόφλησης τους (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000)..

3.6 Ομολογιακά Δάνεια

Τα ομολογιακά δάνεια αποτελούν μία σημαντική μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση τόσο των μεγάλων επιχειρήσεων όσο και του δημοσίου, η έκδοση τους γίνεται με δημόσια εγγραφή και χρησιμοποιούνται συνήθως για την κάλυψη μεγάλων δαπανών ή για μεγάλα επενδυτικά έργα. Οι τίτλοι τους, που ονομάζονται ομολογίες, αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στην αγορά κεφαλαίων και τα κεφάλαια που αντλούνται χρησιμοποιούνται για μακροχρόνιες επενδύσεις.

3.6.1 Τα χαρακτηριστικά των ομολογιών

Κατά την έκδοση του ομολογιακού δανείου αποφασίζεται ο τρόπος και η τιμή που θα εκδοθούν οι ομολογίες, ο τρόπος εξόφλησης τους και οι εξασφαλίσεις που παρέχουν.

Οι ομολογίες μπορούν να εκδοθούν ως ανώνυμες στον κομιστή, δηλαδή πληρωτέες με δικαιούχο τον κομιστή τους, ονομαστικές, όπου αναγράφεται ο δικαιούχος πάνω στο σώμα των ομολογιών, σε διαταγή, όπου παρέχεται το δικαίωμα μεταβίβασης τους με οπισθογράφηση και μικτές, ονομαστικές με τοκομερίδια ανώνυμα στον κομιστή. Η τιμή έκδοσης τους είναι είτε στο άρτιο, όταν είναι ίδια με την ονομαστική τους αξία, είτε υπό το άρτιο, όταν είναι χαμηλότερη (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).

Η εξόφληση τους γίνεται με βαθμιαία απόσβεση, είτε με κλήρωση των ομολογιών που προβλέπονται για απόσβεση κάθε χρόνο, είτε με την εξαγορά των ομολογιών στο χρηματιστήριο, αντί της κλήρωσής τους, όταν η χρηματιστηριακή τους τιμή είναι χαμηλότερη από την τιμή έκδοσης, ώστε να έχει συμφέρον ο εκδότης να αγοράσει τις ομολογίες που προορίζονται για απόσβεση. Πιο συγκεκριμένα, οι ομολογίες είναι εξοφλητέες στο άρτιο, όταν η τιμή εξόφλησης τους είναι ίση με την ονομαστικής τους αξία, ανεξάρτητα από το χρόνο εξόφλησης της ομολογίας, εξοφλητέες υπέρ το άρτιο, όταν είναι υψηλότερη του αρτίου, μετατρέψιμες σε μετοχές, όταν ο κάτοχος, με την πάροδο ορισμένου χρόνου, έχει το δικαίωμα μετατροπής τους σε μετοχές της εκδότριας επιχείρησης και επομένως και συμμετοχή στα κέρδη της, λαχειοφόρες, όταν δίνουν κάποιο κέρδος στους κατόχους τους που κληρώνονται και με συμμετοχή στα κέρδη, το κεφάλαιο

καταβάλλεται όταν καταστεί ληξιπρόθεσμο, ενώ ο τόκος καταβάλλεται μόνο στην περίπτωση που τα κέρδη της επιχείρησης επαρκούν για την κάλυψη των χρηματοοικονομικών της υποχρεώσεων.

Ανάλογα με τις παρεχόμενες εγγυήσεις, οι ομολογίες είτε καλύπτονται με ενέχυρο κινητών περιουσιακών στοιχείων ή με υποθήκη στα πάγια περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης (προνομιούχες) είτε είναι χωρίς εξασφαλίσεις, όπου οι απαιτήσεις των κατόχων αυτών των ομολογιών καλύπτονται από περιουσιακά στοιχεία που δεν έχουν υποθηκευτεί για άλλο σκοπό. Στην τελευταία περίπτωση, η επιχείρηση έχει το πλεονέκτημα να χρησιμοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία που παραμένουν ελεύθερα από βάρη σε επόμενες δανειοδοτήσεις (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).

Το επιτόκιο παραμένει σταθερό σε όλη τη διάρκεια του δανείου, και εφόσον ο εκδότης έχει κρατήσει το δικαίωμα στη διακήρυξη των όρων να εξοφλήσει το δάνειο πριν τη λήξη του, τότε μπορεί να προχωρήσει σε μετατροπή του δανείου σε νέο με χαμηλότερο επιτόκιο, εφόσον οι συνθήκες στην αγορά το επιτρέπουν. Τα τοκομερίδια ή κουπόνια(coupons) είναι προσαρτημένα στις ομολογίες και δίνουν το δικαίωμα στον κάτοχο της ομολογίας να εισπράττει τον τόκο, ωστόσο όταν κοπεί το τοκομερίδιο από το σώμα της ομολογίας γίνεται ανεξάρτητο αξιόγραφο που αποτελεί ανώνυμο τίτλο και το δικαίωμα είσπραξης του έχει ο κομιστής του. Η ομολογία αντιπροσωπεύει το δικαίωμα στο αρχικό κεφάλαιο, ενώ το τοκομερίδιο το δικαίωμα στον τόκο (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).

3.6.2 Η διάκριση των ομολογιών από τα ομόλογα

Είναι συνηθισμένο φαινόμενο να συγχέονται τα ομόλογα με τις ομολογίες, καθώς και τα δύο αποτελούν αξιόγραφα, συνήθως υπολογισμένης σταθερής απόδοσης με προκαθορισμένο επιτόκιο, που στο κύριο σώμα τους έχουν προσαρτημένα τα τοκομερίδια και αποτελούν αντικείμενο διαπραγμάτευσης στο χρηματιστήριο αξιών.

Ωστόσο, οι ομολογίες είναι προϊόν έκδοσης ομολογιακού δανείου, διάρκειας από 10 μέχρι και 20 έτη και η εξόφληση τους γίνεται με απόσβεση ή με κλήρωση. Αντίθετα, τα ομόλογα είναι διαφορετική μορφή χρηματοδότησης, διάρκειας το πολύ 10 ετών και η εξόφληση τους γίνεται σε ορισμένη μελλοντική ημερομηνία (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2000).

3.7 Μίσθωση (Leasing)

Το Leasing είναι μια εξειδικευμένη μακροπρόθεσμη εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης αποκλειστικά για την απόκτηση παγίων στοιχείων και εξοπλισμού για επαγγελματίες και επιχειρήσεις χωρίς να διαθέτουν τα δικά τους κεφάλαια. Τα άμεσα συμβαλλόμενα μέρη είναι ο εκμισθωτής (lessor) και ο μισθωτής (lessee) ενώ ως έμμεσο συμβαλλόμενο μέρος, σε κάποιες μορφές του leasing, θεωρείται ο προμηθευτής του παγίου.

Η διαδικασία της μίσθωσης, όπως βλέπουμε στην παρακάτω εικόνα, ξεκινάει όταν ο μισθωτής αιτείται στον εκμισθωτή την χρηματοδότηση ενός παγίου στοιχείου ή αλλιώς το μίσθιο. Αφού η εταιρεία leasing εγκρίνει το αίτημα της επιχείρησης, ο προμηθευτής του παγίου, πουλά το πάγιο στην εταιρεία leasing, η οποία με τη σειρά της το νοικιάζει για μια περίοδο (ανάλογα με το είδος του παγίου) στην επιχείρηση υπογράφοντας την σύμβαση χρηματοδοτικής μίσθωσης η οποία ρυθμίζει τις καταβολές(μισθώματα) και την περίοδο μίσθωσης. Η εταιρεία leasing θέλοντας να αποφύγει την εμπλοκή της σε περιπτώσεις τεχνικών ελαττωμάτων, διαφωνίες μεταξύ προμηθευτή και πελάτη, καθώς και σε φορολογικά ή τελωνιακά θέματα, ζητά από την επιχείρηση να βρει η ίδια τον προμηθευτή του παγίου και να τον καταδείξει ώστε να ολοκληρωθεί η συναλλαγή. Το μίσθιο ή πάγιο, με την σειρά του, είναι ένας γενικός όρος και αναφέρεται στον εξοπλισμό ο οποίος μπορεί να είναι διάφορα μηχανήματα, έπιπλα, μεταφορικά μέσα καθώς και ακίνητα (δηλαδή στοιχεία του ενεργητικού).

Σε όλη τη διάρκεια της μίσθωσης το μίσθιο ασφαλίζεται κατά παντός κινδύνου είτε από το μισθωτή είτε από τον εκμισθωτή, αναλόγως της κατηγορίας leasing. Τρίτα πρόσωπα δεν μπορούν να ασκήσουν κυριότητα ή άλλο εμπράγματο δικαίωμα επί του παγίου, διότι η ιδιοκτησία του παγίου δεν ανήκει στο μισθωτή αλλά στην εταιρεία leasing, γεγονός πολύ σημαντικό σε περίπτωση πτώχευσης του μισθωτή ή οικονομικής δυσχέρειας του μισθωτή. Τέλος, οι εταιρίες Leasing έχουν δικαίωμα να διενεργούν αποσβέσεις στα μίσθια ίσες προς τις αποσβέσεις που θα είχε δικαίωμα να υπολογίσει ο μισθωτής εάν προέβαινε στην αγορά των ίδιων παγίων. Με την μίσθωση δίνεται η δυνατότητα στον μισθωτή να εξαγοράσει το μίσθιο κατά την διάρκεια ή την λήξη της σύμβασης της μίσθωσης έναντι συμβολικού τιμήματος (προκαθορισμένου κατά την υπογραφή της σύμβασης) αποκτώντας και την κυριότητα, να ανανεώσει την σύμβαση ή ακόμα και να διακόψει την συνεργασία επιστέφοντας τον εξοπλισμό (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).

3.7.1 Οι κατηγορίες του leasing

Το leasing(μίσθωση) διακρίνεται σε δύο κύριες κατηγορίες με βάση την ουσιαστική ιδιοκτησία του αγαθού που εκμισθώνεται, τους κινδύνους και τα οφέλη που απορρέουν από αυτήν. Οι δύο αυτές κατηγορίες είναι η Χρηματοδοτική Μίσθωση και η Λειτουργική Μίσθωση.

Η Χρηματοδοτική Μίσθωση (Finance Lease) είναι μια σύγχρονη μέθοδος απόκτησης κεφαλαιουχικών αγαθών όπως εξοπλισμός, μηχανήματα ή ακίνητα με πλήρη χρηματοδότηση της αξίας τους από την εταιρεία leasing (εκμισθωτής), χωρίς άμεση εκταμίευση κεφαλαίου εκ μέρους του επενδυτή (μισθωτή) και με καταβολή περιοδικών μισθωμάτων για προκαθορισμένο χρονικό διάστημα συνήθως ανάλογο της οικονομικής ζωής του αγαθού. Σε αυτή την κατηγορία μίσθωσης η σύμβαση δεν μπορεί να ακυρωθεί μονομερώς από τον μισθωτή, οι δαπάνες συντήρησης, επισκευής, η ασφάλιση και γενικά όλες οι υπηρεσίες που συνδέονται με την λειτουργία του αγαθού αφορούν τον μισθωτή, υπάρχει η δυνατότητα πρόωρης λήξης της σύμβασης με κοινή συναίνεση των συμβαλλόμενων και κατά τη διάρκεια της μίσθωσης η κυριότητα του εξοπλισμού ανήκει στον εκμισθωτή. Στη λήξη της σύμβασης ο μισθωτής μπορεί να αγοράσει τον εξοπλισμό καταβάλλοντας ένα μικρό ποσό ή να επιστρέψει τον εξοπλισμό ή να εξακολουθήσει να εκμισθώνει τον εξοπλισμό, με ένα μίσθωμα πολύ χαμηλότερο.

Η Λειτουργική Μίσθωση (Operating Leasing) αφορά σε καθαρή μίσθωση (μακροχρόνια ή βραχυχρόνια) και για το λόγο αυτό, το μίσθωμα εκπίπτει από τα έσοδα των επιχειρήσεων στο σύνολο του. (Παπαδόπουλος Κ., 2012). Χαρακτηρίζεται από την μικρότερη διάρκεια, μπορεί να ακυρωθεί μονομερώς από τον μισθωτή με την καταβολή κάποιου χρηματικού προστίμου στον εκμισθωτή (πρόστιμο πρόωρης εξόφλησης) και οι δαπάνες συντήρησης και ασφάλισης αφορούν τον εκμισθωτή. Αυτή η κατηγορία μίσθωσης χρησιμοποιείται κυρίως για επιβατηγά αυτοκίνητα (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).

Μια άλλη ευρέως γνωστή κατηγορία μίσθωσης είναι η Πώληση και Επαναμίσθωση (Sale and Lease Back). Σε αυτή την κατηγορία μίσθωσης, ουσιαστικά, η επιχείρηση πουλάει κάποιο περιουσιακό της στοιχείο, είτε εξοπλισμό είτε ακίνητο, σε μια εταιρεία leasing ενώ παράλληλα συμφωνεί να το μισθώσει με όρους χρηματοδοτικής μίσθωσης, όπως αυτοί συμφωνούνται μεταξύ των συμβαλλόμενων μελών. Αυτός ο τρόπος μίσθωσης εξυπηρετεί κυρίως εταιρείες με υψηλό δείκτη παγιοποίησης, και ανάγκη αναδιάρθρωσης του ισολογισμού τους ενώ παράλληλα επιτυγχάνεται η μετατροπή του παγίου κεφαλαίου σε

κεφάλαιο κίνησης, χωρίς να διακοπεί ή να αλλάξει η παραγωγική διαδικασία. Επίσης προσφέρει φορολογικά κίνητρα αφού δεν πληρώνεται φόρος μεταβίβασης ενώ η επιχείρηση εξασφαλίζει ρευστότητα και την κυριότητα του ακινήτου όταν λήξει η περίοδος μίσθωσης που έχει οριστεί από τη σύμβαση.

Ωστόσο, υπάρχουν και πιο εξειδικευμένες μορφές μίσθωσης, όπως η Κοινοπρακτική Μίσθωση (Syndicated Leasing) όπου ο μισθωτής, λόγω του υψηλού κόστους του μισθίου, επισυνάπτει σύμβαση με μια ομάδα εταιρειών leasing, όπου μια εταιρεία εκ των συμβαλλόμενων αναλαμβάνει ως διαχειριστής και οι υπόλοιπες συμμετέχουν με διαφορετικά ποσοστά. Ανάλογα με τα ποσοστά συμμετοχής γίνεται ο καταμερισμός των εσόδων και η ανάληψη του κινδύνου (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).

Μια άλλη εξειδικευμένη κατηγορία μίσθωσης, η οποία χρησιμοποιείται κυρίως στον κλάδο των επαγγελματικών αυτοκινήτων, είναι η Χρηματοδοτική Μίσθωση με συνεργασία Προμηθευτών (Vendor Leasing). Σε αυτού του είδους τη μίσθωση πραγματοποιείται μια συνεργασία μεταξύ μιας εταιρείας leasing και ενός προμηθευτή όπου αναλαμβάνει παράλληλα και το ρόλο του εγγυητή, προς την εταιρία leasing, για όλους τους πελάτες του.

Μια τεχνική μίσθωσης μεγάλων βιομηχανικών επιχειρήσεων είναι η Άμεση Μίσθωση (Direct Leasing) που χρησιμοποιείται με σκοπό την προώθηση των πωλήσεων τους, ενώ τη ρύθμιση του χρηματοδοτικού σκέλους αναλαμβάνει θυγατρική εταιρεία τους. Χαρακτηριστικά της μορφής αυτής είναι η τυποποίηση του μισθωμένου παγίου, η βραχυπρόθεσμη διάρκεια της μίσθωσης με δυνατότητα ανανέωσης, η δυνατότητα ακύρωσης της μίσθωσης από το μισθωτή μετά από προειδοποίηση και η ανάληψη του κινδύνου οικονομικής απαξίωσης από τον εκμισθωτή. Σε αυτή τη μορφή μίσθωσης πολλές φορές εντάσσεται και η Μίσθωση με Παροχή Υπηρεσιών (Service Leasing) όπου ο επιχειρηματίας αναλαμβάνει και την παροχή πρόσθετων υπηρεσιών όπως για παράδειγμα την εκπαίδευση του προσωπικού (Ψυλλάκη, 2017).

Η Φορολογική Χρηματοδοτική Μίσθωση (Tax based Leasing) χρησιμοποιείται στην περίπτωση που ο μισθωτής δεν προβλέπεται να έχει φορολογικά κέρδη και έτσι καταφεύγει στην εκμίσθωση αντικείμενων από κάποια εταιρία χρηματοδοτικής μίσθωσης που παρουσιάζει σημαντικά κέρδη, στην οποία και εκχωρεί τις φορολογικές του ωφέλειες. Ωστόσο, ωφελημένοι είναι και οι δυο συμβαλλόμενοι, αφού ο μισθωτής αποκτά τον εξοπλισμό που χρειάζεται καταβάλλοντας μόνο ένα μειωμένο μίσθωμα, το οποίο

προηγούμενως έχει συμφωνήσει με τον εκμισθωτή, και ο εκμισθωτής μειώνει το προς φορολόγηση εισόδημα του μέσω των αποσβέσεων που κάνει (Αρτίκης, 2002).

Κάποιες πιο σπάνιες μορφές μίσθωσης οι οποίες δεν έχουν τόσο ευρεία χρήση είναι η Διασυνοριακή Χρηματοδοτική Μίσθωση (Cross-border Leasing) όπου ο ένας εκ των συμβαλλόμενων εδρεύει στο εξωτερικό και ο άλλος στο εσωτερικό, η Επενδυτική Μίσθωση όπου η εταιρεία leasing, αφού αγοράσει το ακίνητο από τον προμηθευτή, το εκμισθώνει και εκείνος με τη σειρά του το υπομισθώνει σε άλλο μισθωτή με τα ενοίκια που εισπράττει ο πρώτος μισθωτής από τον δεύτερο να εκχωρούνται στην εταιρεία leasing με στόχο το leasing να είναι αυτοχρηματοδοτούμενο, η Μικτή Χρηματοδοτική Μίσθωση (Sub Leasing – Operating Leasing) όπου ο μισθωτής του μισθίου το υπεκμισθώνει σε τρίτο, σε σχέση με τον οποίο αυτός πλέον κατέχει τη θέση του εκμισθωτή και αναλαμβάνει και την τεχνική συντήρησή του, τις επιδιορθώσεις και την ασφάλισή του με ιδιαίτερο χαρακτηριστικό ότι συνήθως πληρωμές, βάσει του συμβολαίου, δεν είναι αρκετές για να καλύψουν το πλήρες κόστος του περιουσιακού στοιχείου και τέλος, η συμμετοχική ή μοχλευμένη μίσθωση (leveraged lease) η οποία χρησιμοποιείται για πάγια στοιχεία μεγάλης αξίας (όπως αεροπλάνα) όπου ο εκμισθωτής δανείζεται ένα τμήμα των χρημάτων που χρειάζονται για την αγορά του μισθίου από ένα τρίτο συμβαλλόμενο ως δανειστή (τράπεζα ή άλλο χρηματοδοτικό οργανισμό).

3.7.2 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα της χρήσης του leasing

Η χρήση της μίσθωσης ως μέσω χρηματοδότησης, όπως και κάθε μορφή χρηματοδότησης, παρουσιάζει κάποια πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα. Κάποια από τα πλεονεκτήματα της μίσθωσης είναι η, ως συνήθως, συνολική χρηματοδότηση του εξοπλισμού και η άμεση χρησιμοποίηση του μετά την υπογραφή της σύμβασης, η προκαθορισμένη διάρκεια της μίσθωσης και του ύψους του μισθώματος, προστατεύοντας, με αυτόν τον τρόπο, τον μισθωτή από τον πληθωρισμό, βάση τις ανάγκες της επιχείρησης ενώ υπάρχει και η δυνατότητα προσαρμογής των μισθωμάτων, βάση εποχικών παραγόντων ή περιόδου χάριτος για την αντιμετώπιση έκτακτων οικονομικών γεγονότων (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012). Ο επενδυτής προστατεύεται από την τεχνολογική απαξίωση του εξοπλισμού του και με το sale and leaseback οι εταιρείες αξιοποιούν το ακίνητό τους, χωρίς να χάσουν τη χρήση του, ενώ στο τέλος της σύμβασης επανέρχεται στην κυριότητά τους.

Επιπλέον, η μίσθωση έχει φορολογικά πλεονεκτήματα και πλεονεκτήματα ως προς τη λογιστική απεικόνιση της επιχείρησης. Κάποια από τα φορολογικά πλεονεκτήματα είναι ότι η απόκτηση του ακινήτου μετά τη λήξη της μίσθωσης είναι απαλλαγμένη από κάθε φόρο, στη μίσθωση αστικών ακινήτων (χώροι και κτίρια γραφείων, καταστήματα, τουριστικές μονάδες) τα μισθώματα δεν υπάγονται σε φόρο και χαρτόσημο, τα μισθώματα που καταβάλλονται στην εταιρία leasing για τον εξοπλισμό και το τμήμα των μισθωμάτων που αφορά σε κτίριο θεωρούνται δαπάνες και μειώνουν το φορολογικό εισόδημα, η επιχείρηση μέσα από τη χρηματοδοτική μίσθωση εξοικονομεί κεφάλαια και έτσι μπορεί να χρησιμοποιεί συνεχώς καινούριες τεχνολογίες με αποτέλεσμα να αυξάνει διαρκώς την αποδοτικότητα της (Dalfard et al., 2012). Ως προς τη λογιστική της απεικόνιση η επιχείρηση έχει αύξηση άμεσης ρευστότητας (διαθέσιμα προς βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις), αύξηση ρευστότητας (κυκλοφορούν ενεργητικό προς υποχρεώσεις), αύξηση των ιδίων κεφαλαίων, καθώς η υπεραξία που θα προκύψει από την πώληση θα μετατραπεί σε αποθεματικό και ενίσχυση της εσωτερικής αξίας της μετοχής της εταιρείας, λόγω της αύξησης των ιδίων κεφαλαίων. Γενικότερα, υπάρχει βελτίωση της χρηματοοικονομικής εικόνας του μισθωτή και πιο συγκεκριμένα υπάρχει βελτίωση ιδίων κεφαλαίων προς ξένα και αυτό έχει σαν αποτέλεσμα την αύξηση της πιστοληπτικής δυνατότητάς του. Επιπλέον αποφεύγεται η επιβάρυνση του ισολογισμού με επιπρόσθετα πάγια και πιο συγκεκριμένα επιτυγχάνεται εξισορρόπηση στη σχέση μεγεθών του ισολογισμού μιας επιχείρησης.

Τα μειονεκτήματα από τη χρήση της μίσθωσης είναι ότι ο κλάδος leasing συνδέεται άμεσα με την αγορά ακινήτων (real estate), αφού το χαρτοφυλάκιο της κάθε εταιρείας leasing στην Ελλάδα, περιλαμβάνει ακίνητα κατά 70%-80%. Οι μεγάλες πτώσεις τιμών των ακινήτων μειώνουν την αξία των καλυμμάτων και δημιουργούν σημαντικό πρόβλημα στις εταιρίες leasing (Βασιλεία, επισφάλειες και προβλέψεις) (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).

Επιπλέον, το φαινομενικό κόστος του leasing είναι υψηλότερο από το επιτόκιο τραπεζικού δανεισμού, το οποίο ωστόσο μετριάζεται από τη φοροαπαλλαγή και παρά τη θετική σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, μπορεί να εκδηλωθεί δισταγμός των τραπεζών για χρηματοδότηση μιας επιχείρησης, όταν ο εξοπλισμός της τελευταίας στηρίζεται στη μέθοδο του leasing, ιδίως όταν πρόκειται για ακίνητα, στα οποία η τράπεζα θα μπορούσε να εγγράψει προσημειώσεις για να εξασφαλιστεί. Ο μισθωτής υπόκειται στους ελέγχους του εκμισθωτή για τη διαπίστωση της καλής λειτουργικής κατάστασης του εξοπλισμού και αναλαμβάνει όλους τους κινδύνους, καθώς μπορεί να έρθει αντιμέτωπος ακόμα και με

καταγγελία της σύμβασης αν αθετήσει κάποιον όρο του συμβολαίου. Τέλος, η φύση του μισθωμένου εξοπλισμού μπορεί να αποδειχθεί μειονέκτημα για την εταιρεία χρηματοδοτικής μίσθωσης, καθώς δεν είναι σπάνιες οι περιπτώσεις που μπορεί αυτό να χάσει την αξία του, αν εμφανιστούν στην αγορά ανάλογα προϊόντα πιο σύγχρονης τεχνολογίας, αλλά και όταν πρόκειται για επιχειρησιακό ακίνητο, μπορεί να μειωθεί η αξία του, λόγω μη παραγωγικότητας της επένδυσης, ανικανότητας του επενδυτή κλπ.

3.8 Πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων (Factoring)

Η Πρακτορεία Επιχειρηματικών Απαιτήσεων ή όπως είναι διεθνώς γνωστό ως factoring, είναι ένα σύνθετο, ευέλικτο, σύγχρονο και εναλλακτικό χρηματοπιστωτικό εργαλείο για επιχειρήσεις. Συγκεκριμένα, το factoring είναι χρηματοοικονομικές υπηρεσίες οι οποίες καλύπτουν ανάγκες επιχειρήσεων που πωλούν προϊόντα ή παρέχουν υπηρεσίες με βραχυπρόθεσμη πίστωση σε πελάτες.

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων αποτελείται από τρία, κυρίως, συμβαλλόμενα μέλη τα οποία είναι η εταιρία factoring ή πράκτορα απαιτήσεων γνωστό διεθνώς ως factor, ο οποίος συνήθως είναι τράπεζα ή θυγατρική της με ειδική άδεια από την Τράπεζα της Ελλάδος και μετοχικό κεφάλαιο που δεν μπορεί να είναι μικρότερο από το ήμισυ του ελάχιστου μετοχικού κεφαλαίου που απαιτείται για την σύσταση ανώνυμων τραπεζικών εταιριών, ο προμηθευτής ή εκχωρητής των απαιτήσεων ο οποίος είναι μια επιχείρηση και, τέλος, ο πελάτης ή αγοραστής ή οφειλέτης στον οποίο έχει πουλήσει η επιχείρηση προϊόντα ή υπηρεσίες.

Η πρακτορεία επιχειρηματικών απαιτήσεων αποτελεί μία σύμβαση μεταξύ μίας επιχείρησης και μίας εταιρείας πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, στα πλαίσια της οποίας, η επιχείρηση εκχωρεί το σύνολο, κατά κανόνα, των απαιτήσεων που έχει από πελάτες της στην εταιρεία πρακτορείας επιχειρηματικών απαιτήσεων, ενώ η τελευταία παρέχει μία δέσμη υπηρεσιών στην επιχείρηση. Αυτή η δέσμη υπηρεσιών αποτελείται από:

- τη χρηματοδότηση της επιχείρησης: ο προμηθευτής επιθυμεί τη μετατροπή των εισπρακτέων απαιτήσεών του σε μετρητά για την ενίσχυση της ρευστότητάς του, ο πράκτορας χορηγεί προκαταβολή επί της ονομαστικής αξίας των τιμολογίων του με την προεξόφληση να γίνεται συνήθως σε σύντομο χρονικό διάστημα επιτυγχάνοντας έτσι άμεση ρευστότητα και χρηματοδότηση,

- την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των αγοραστών: ο πράκτορας αξιολογεί την πιστοληπτική ικανότητα των οφειλετών του προμηθευτή, τόσο αυτών που έχουν ενταχθεί στο πελατολόγιό του κατά την έναρξη της συνεργασίας όσο και αυτών που εντάσσονται στη συνεργασία μεταγενέστερα,
- την λογιστική παρακολούθηση, διαχείριση και είσπραξη τιμολογίων: στα πλαίσια των υπηρεσιών διαχείρισης των εκχωρημένων απαιτήσεων ο πράκτορας αναλαμβάνει τη λογιστική παρακολούθηση των λογαριασμών του αναλαμβανόμενου πελατολογίου, όλες τις πράξεις διαχείρισης των εισπρακτέων λογαριασμών και τέλος την είσπραξη των απαιτήσεων στην αντίστοιχη πίστωση του προμηθευτή,
- την ανάληψη πιστωτικού κινδύνου: ο πράκτορας αναλαμβάνει τον πιστωτικό κίνδυνο κάτω από προϋποθέσεις και εφόσον αυτό ζητηθεί από το συνεργαζόμενο προμηθευτή. Ο αναλαμβανόμενος πιστωτικός κίνδυνος αφορά την οικονομική αδυναμία του αγοραστή να καταβάλει την αξία των σχετικών τιμολογίων και όχι την άρνησή του να τα εξοφλήσει λόγω διαφορών που ανακύπτουν μεταξύ προμηθευτή και αγοραστή.

Με την υπογραφή της σύμβασης από τον προμηθευτή, ως πελάτη της εταιρίας factoring, ο προμηθευτής εκχωρεί τις απαιτήσεις έναντι του πελάτη του με συμφωνημένο ποσοστό αμοιβής και επιτόκιο χρηματοδότησης. Το επόμενο βήμα όπως αναφέρει ο Παπαδόπουλος (2012) είναι «με την ολοκλήρωση μια εμπορικής πράξης και την έκδοση τιμολογίου, ο προμηθευτής στέλνει αντίγραφο τιμολογίου στην factoring και την ενημερώνει για το συμφωνημένο τρόπο πληρωμής» και παράλληλα ο προμηθευτής παίρνει ως χρηματοδότηση ένα ποσοστό της αξίας του τιμολογίου (συνήθως 80%-85%) ενώ ενημερώνεται και ο πελάτης του προμηθευτή για την εκχώρηση της απαίτησης. Με την πάροδο του χρόνου πίστωσης, και εφόσον δεν αθετήσει ο πελάτης τις υποχρεώσεις του, γίνεται η είσπραξη της επιχειρηματικής απαίτησης, εκκαθάριση της απαίτησης της πράξεως και η εταιρία factoring κρατά την αμοιβή της.

3.8.1 Κατηγορίες του factoring

Το factoring λόγω των διαφοροποιήσεων των νομοθεσιών και των συνθηκών που επικρατούν στις διάφορες αγορές ανά χώρα, προσαρμόζεται προκειμένου να είναι σε θέση να εξυπηρετεί μια σειρά από διαφορετικές ανάγκες που παρουσιάζουν οι επιχειρήσεις.

Λόγω αυτού έχουν δημιουργηθεί αρκετές μορφές factoring βασισμένες στην πρακτική εφαρμογή από τα δεδομένα της εκάστοτε αγοράς. Οι κατηγορίες αυτές είναι:

- το πλήρες ή γνήσιο factoring (full service factoring ή old line factoring): Με τον όρο γνήσιο factoring εννοούμε το αρχικό αμερικάνικο πρότυπο του factoring που επιτελεί και τις τρεις λειτουργίες του θεσμού (χρηματοδοτική, διαχειριστική και ασφαλιστική). Κύριο χαρακτηριστικό αυτού του είδους factoring είναι η εκ μέρους του πράκτορα κάλυψη του κινδύνου αφερεγγυότητας των οφειλετών του προμηθευτή που συνεπάγεται την περαιτέρω αδυναμία του να στραφεί κατά του προμηθευτή σε περίπτωση που δεν εισπράξει τις εκχωρητέες ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις. Διακρίνεται περαιτέρω σε γνήσιο factoring προκαταβολών και σε γνήσιο factoring με προεξόφληση. Η διαφορά τους έγκειται στο ότι στο πρώτο ο πράκτορας υποχρεούται να καταβάλλει την αξία της εκχωρούμενης απαίτησης κατά την χρονική στιγμή που θα καταστεί αυτή ληξιπρόθεσμη, καταθέτοντας ωστόσο μέχρι τότε στον ανοιχτό λογαριασμό που διατηρεί με τον προμηθευτή προκαταβολές της αξίας αυτής, της τάξεως του 90%, τις οποίες ο προμηθευτής μπορεί να αναλάβει και οι οποίες εφόσον αναληφθούν από τον προμηθευτή πριν καταστεί η απαίτηση εκχωρητή επιβαρύνονται με τόκο. Αντίθετα στην δεύτερη περίπτωση ακολουθείται η πρακτική της προεξόφλησης των πιστωτικών τίτλων, δηλαδή ο πράκτορας με την εκχώρηση της απαίτησης καταβάλλει την αξία της στον προμηθευτή εφόσον όμως αφαιρέσει πρώτα την συμφωνημένη προμήθεια του για την παροχή των υπηρεσιών του και την ανάληψη του πιστωτικού κινδύνου, καθώς και τον προεξοφλητικό τόκο που αντιστοιχεί στο ποσό της απαίτησης. Ο προμηθευτής δε, με τη σειρά του μπορεί άμεσα να αναλάβει το χρηματικό ποσό, χωρίς περαιτέρω οικονομική επιβάρυνσή του (Παναγοπούλου, 2008).
- το εμφανές και αφανές factoring: Η εν λόγω κατηγορία factoring έχει ως κριτήριο το αν θα αναγγελθεί ή όχι η εκχώρηση στον οφειλέτη. Στην περίπτωση του εμφανές factoring ο οφειλέτης ειδοποιείται εγγράφως με όλα τα απαραίτητα στοιχεία. Αντιθέτως στο αφανές factoring η εκχώρηση δεν αναγγέλλεται στον οφειλέτη. Η εν λόγω μέθοδος χρησιμοποιείται στην περίπτωση που ο εκχωρητής επιθυμεί τη δημοσίευση της ανάγκης του για χρηματοδότηση και να ζημιωθεί η φήμη και η αξιοπιστία της επιχείρησης.

- Το εγχώριο factoring: αφορά την εσωτερική αγορά της χώρας, δηλαδή την ανάληψη της ευθύνης είσπραξης των τιμολογίων που αφορούν τις πωλήσεις προϊόντων και υπηρεσιών που πραγματοποιούνται στο εσωτερικό μιας χώρας (Τσερμπίνου, 2008).
- Το διεθνές ή εξαγωγικό factoring: εφαρμόζεται από επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται να εξάγουν προϊόντα ή υπηρεσίες. Εκχωρούν στον πράκτορα την ιδιότητα τους ώστε να μπορέσει να διεξάγει όλες τις απαραίτητες διαδικασίες και επιπροσθέτως ο πράκτορας αναλαμβάνει και όλον τον πιστωτικό κίνδυνο (Παπαϊωάννου, 2015). Με το διεθνές factoring οι κανονισμοί του οποίου διαμορφώνονται σε ευρωπαϊκό επίπεδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση Εταιριών Factoring επωφελούνται οι εξαγωγές.

Το εγχώριο και το διεθνές factoring αποτελείται και από άλλες κατηγορίες (Τσερμπίνου, 2008). Συγκεκριμένα έχουμε:

- Factoring χωρίς χρηματοδότηση (maturity factoring): σε αυτήν την περίπτωση παρέχονται όλες οι υπηρεσίες εκτός της χρηματοδότησης. Οι εκχωρητές διαλέγουν αυτή την κατηγορία factoring κυρίως για να την κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου.
- Factoring με χρηματοδότηση (bulk factoring): η μόνη υπηρεσία που παρέχεται κατά την περίπτωση αυτή στον πελάτη είναι η χρηματοδότηση μέχρι το ύψος των εισπρακτέων τιμολογίων χωρίς την ανάληψη από τον πράκτορα του πιστωτικού κινδύνου και την ανάληψη της διαχείρισης των απαιτήσεων, π.χ. είσπραξη τιμολογίων, λογιστική παρακολούθηση κ.λπ. (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).
- Factoring με ή χωρίς δικαίωμα αναγωγής: το factoring με αναγωγή απευθύνεται σε επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται για την παροχή δέσμης υπηρεσιών, όπως άμεση χρηματοδότηση με προεξόφληση των τιμολογημένων απαιτήσεων, αξιολόγηση φερεγγυότητας των πελατών της επιχειρήσεως και αποτελεσματική διαχείριση και είσπραξη των απαιτήσεων. Ο προμηθευτής εκχωρεί το σύνολο των απαιτήσεών του από τους πελάτες του και η εταιρία Factoring αναλαμβάνει τη διαχείριση και είσπραξή τους, ακολουθώντας την πιστωτική πολιτική του προμηθευτή. Παράλληλα, ύστερα από αξιολόγηση των εκχωρημένων πελατών, παρέχεται η δυνατότητα προεξοφλήσεως εντός της συμφωνηθείσας εμπορικής περιόδου πιστώσεως μεταξύ προμηθευτή και αγοραστή. Αντίστοιχα, το factoring χωρίς αναγωγή χρησιμοποιείτε προκειμένου να εξασφαλισθεί η εύρυθμη

λειτουργία της επιχείρηση παρέχοντας τις ίδιες υπηρεσίες, όμως επιπροσθέτως προσφέρεται και κάλυψη πιστωτικού κίνδυνου στον προμηθευτή σε περίπτωση αφερεγγυότητας των πελατών του.

- Εμπιστευτικό ή μη εμπιστευτικό factoring: όπως αναφέρουν οι Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου (2002) στο εμπιστευτικό factoring ο προμηθευτής εκχωρεί τις απαιτήσεις του στον πράκτορα με την συμφωνία ότι η εκχώρηση αυτή δεν θα γνωστοποιηθεί στον πελάτη. Στο μη εμπιστευτικό factoring ο πελάτης γνωρίζει την συμφωνία που έχει γίνει μεταξύ του προμηθευτή και του factor.
- Άμεσο εξαγωγικό factoring: σε αυτήν τη κατηγορία ο προμηθευτής απευθύνεται σε πράκτορα της χώρας του, ο οποίος αναλαμβάνει τη χρηματοδότησή του και τον κίνδυνο αφερεγγυότητας των οφειλετών στη χώρα εξαγωγής (Μουστάκα, 2009).
- Άμεσο Εισαγωγικό factoring: σε αυτήν την κατηγορία ο προμηθευτής απευθύνεται αμέσως σε έναν πράκτορα εγκατεστημένο στη χώρα όπου γίνεται η εξαγωγή προϊόντων ή παροχή υπηρεσιών. Σε αυτή την περίπτωση δεν υπάρχει χρηματοδότηση (Μουστάκα, 2009).
- Συμμετοχικό factoring: το συναντάμε και ως factoring τριμερής συνεργασίας, όπου συμμετέχει η τράπεζα και το οποίο διέπεται από τις επί μέρους συμφωνίες των συμβαλλομένων σχετικά με τα ποσοστά συμμετοχής της τράπεζας τόσο στα δικαιώματα από τον δεσμευμένο λογαριασμό του προμηθευτή, όσο και στην κάλυψη του πιστωτικού κινδύνου, καθώς και με το ύψος της χρηματοδότησης του προμηθευτή εκ μέρους της τράπεζας,
- το εντολοδοχικό factoring: σε αυτήν την κατηγορία η τράπεζα του προμηθευτή δίνει εντολή στον πράκτορα να προβεί στην παροχή διαφόρων υπηρεσιών και να λειτουργεί ως πραγματικός δικαιούχος. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα ο πράκτορας να φαίνεται ότι λειτουργεί στο όνομά του αλλά για λογαριασμό της τράπεζας του προμηθευτή η οποία αναλαμβάνει και την χρηματοδότηση του τελευταίου και το διαχειριστικό factoring. Ο πράκτορας δεν εμφανίζεται στις συναλλαγές και περιορίζεται στην παροχή των υπηρεσιών που παρέχονται στο factoring, μόνο όμως ύστερα από εντολή της τράπεζας για λογαριασμό της ίδιας και του προμηθευτή.

3.8.2 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του factoring

Η χρήση του factoring σαν εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης έχει πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα και για την εκχωρήτρια επιχείρηση και για τον πράκτορα.

Τα πλεονεκτήματα για την εκχωρήτρια επιχείρηση μέσω της χρήσης του factoring είναι ότι διευρύνει την πιστοληπτική της ικανότητα, καθώς αποτελεί άμεση μορφή χρηματοδότησης, παρέχει ασφαλιστική κάλυψη των απαιτήσεων, διότι απαλλάσσεται από την αφερεγγυότητα των πελατών τους, παρέχει άμεση και έγκυρη πληροφόρηση σχετικά με την φερεγγυότητα των πελατών του, εξυγιαίνει το πελατολόγιο του προμηθευτή και δημιουργεί συνθήκες υγιούς εισπραξιμότητας των απαιτήσεων (στην περίπτωση του εξαγωγικού factoring περιορίζει τον συναλλαγματικό κίνδυνο και βοηθάει τις επιχειρήσεις να επεκτείνουν τις πωλήσεις τους στο εξωτερικό) και χρηματοδοτεί με βάση την ποιότητα των προϊόντων που ικανοποιούν τους πελάτες και όχι με την οικονομική επιφάνεια της εταιρείας. Επιπλέον, η ανάθεση της διαχείρισης και λογιστικής παρακολούθησης των εμπορικών απαιτήσεων στον πράκτορα μειώνει σημαντικά τα λειτουργικά κόστη του προμηθευτή, βελτιώνει την εικόνα του ισολογισμού, γιατί από τη μια πλευρά μειώνονται οι απαιτήσεις, καθώς προεξοφλούνται και, με αυτόν τον τρόπο, βελτιώνεται ο συντελεστής των ημερών εισπραξιμότητας, και από την άλλη πλευρά μειώνονται τα δάνεια, γιατί οι προεξοφλήσεις δεν παρουσιάζονται σαν δάνεια αλλά πιστώσεις στις απαιτήσεις, και έτσι βελτιώνεται ο συντελεστής των δανειακών υποχρεώσεων (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012). Γενικότερα η χρήση των υπηρεσιών factoring δίνει τη δυνατότητα στον προμηθευτή να εκλογικεύει την οργανωτική και λειτουργική δομή της εταιρείας του, να περιορίζει το κόστος της, να βελτιώνει την ανταγωνιστικότητά της και να επικεντρώνει την προσοχή και δράση του στη συνεχή ανάπτυξή της.

Τα μειονεκτήματα για την εκχωρήτρια επιχείρηση που κάνει χρήση του factoring είναι ότι υπάρχει η περίπτωση τα εισπρακτέα τιμολόγια να είναι πολλά και μικρής αξίας, αυξάνοντας, έτσι, το διαχειριστικό κόστος, κάνοντας το factoring απρόσφορο και δαπανηρό (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002). Επιπλέον, υπάρχει η περίπτωση να δημιουργηθεί αρνητική εικόνα και φήμη στους πελάτες, εξαιτίας της έλλειψης εμπιστοσύνης και της επιθετικής της πολιτικής για την είσπραξη των απαιτήσεων. Τέλος με το factoring δημιουργείται μια σχέση εξάρτησης της επιχείρησης από τον πράκτορα. Οι υποχρεώσεις της απέναντι στους προμηθευτές και τους πιστωτές της, ο προγραμματισμός των εργασιών της, η επιλογή των πελατών της, η πιστωτική και εκπτώτικη πολιτική της απέναντί τους, η

λογιστική παρακολούθηση και η είσπραξη των απαιτήσεων, εξαρτώνται από τον πράκτορα. Ο πράκτορας προσδιορίζει πλέον καταλυτικά τη ρευστότητα και της αποδοτικότητα της επιχείρησης, της ασφάλεια της επιχειρηματικής δραστηριότητας και την επιχειρηματική ανεξαρτησία. Αυτή η προοπτική εξάρτησης συνιστά συχνά από μόνη της, ανασταλτικό παράγοντα για προσφυγή στο factoring (Μαγγανάς, 2013).

Τα πλεονεκτήματα που παρουσιάζονται στον πράκτορα σύμφωνα με τους Θάνο, Κιόχο και Παπανικολάου (2002) είναι η αύξηση του κύκλου εργασιών της και η υψηλή απόδοση των κεφαλαίων που χρησιμοποιούνται στο factoring, ενώ ως μειονέκτημα είναι ο κίνδυνος ζημίας από την τυχόν μη είσπραξη των απαιτήσεων της εκχωρήτριας επιχείρησης.

3.9 Εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (Forfaiting)

Η εκχώρηση επιχειρηματικών απαιτήσεων (forfaiting), όπως και το factoring είναι μια σύγχρονη εναλλακτική μορφή χρηματοδότησης με σκοπό την εξυπηρέτηση του μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου διεθνούς εμπορίου και χρησιμοποιείται, κατά κύριο λόγο από επιχειρήσεις με εξαγωγικό προσανατολισμό και δραστηριότητα. Συγκεκριμένα, όπως υποστηρίζουν οι Χριστόπουλος και Ντόκας (2012) «το forfaiting θα μπορούσε να ορισθεί ως πώληση αξιόγραφων, πλήρως διαπραγματεύσιμων και εγγυημένων από τράπεζα πρώτης τάξης, που είναι απόρροια των απαιτήσεων από εξαγωγικές κεφαλαιουχικών αγαθών ή υπηρεσιών, χωρίς ο forfaiter να έχει δικαίωμα αναγωγής κατά του πωλητή των τίτλων (εξαγωγέα) αν ο εισαγωγέας δεν πληρώνει».

Τα εν λόγω αξιόγραφα, εκτός των συναλλαγματικών, αφορούν εγγυητικές και υποσχετικές επιστολές, ανέκκλητες πιστώσεις, κ.α.. Η υπηρεσία λειτουργεί συνδυαστικά με την ύπαρξη αποδεκτού μέσου πληρωμής για κάθε συναλλαγή, συνήθως ενέγγυας πιστώσεως, εγγυημένης συναλλαγματικής, ή γραμματίου σε διαταγή, ώστε να προσδιορίζονται η αποδοχή της οφειλής και ο ακριβής χρόνος πληρωμής.

Στη διαδικασία του forfaiting, εμπλέκονται τρεις ή τέσσερις άμεσα συμβαλλόμενοι και πιο συγκεκριμένα είναι ο εξαγωγέας (exporter) ή προμηθευτής ή εκχωρητής ο οποίος πουλάει αγαθά ή υπηρεσίες στον εισαγωγέα, ο εισαγωγέας (importer) ή πελάτης του προμηθευτή, ο forfaiter ο οποίος ενδεχομένως να είναι και θυγατρική τράπεζας που παρέχει και υπηρεσίες factoring και η τράπεζα του εισαγωγέα.

Η διαδικασία του *forfaiting* ξεκινά πριν την πώληση προϊόντων ή υπηρεσιών σε μια εισαγωγική επιχείρηση, αφού η εξαγωγική επιχείρηση ή προμηθευτής απευθύνεται πρώτα σε μια τράπεζα, η οποία παρέχει υπηρεσίες και καλύψεις κινδύνων, όπως χρηματοδότηση με την μορφή προεξόφλησης των απαιτήσεων, κάλυψη από τους κινδύνους που απορρέουν από την εμπορική συναλλαγή, κάλυψη από τον κίνδυνο της διακύμανσης επιτοκίου, κάλυψη από τον πολιτικό κίνδυνο που είναι πιθανόν να εμφανιστεί στην χώρα εισαγωγής και κάλυψη συναλλαγματικών κινδύνων. Οι προϋποθέσεις για την εφαρμογή του *forfaiting* που πρέπει να τηρούνται είναι η χώρα εισαγωγής να είναι αποδεκτού κινδύνου (οικονομικού και πολιτικού) και η καλή φερεγγυότητα του αγοραστή (εισαγωγέα).

Υπάρχουν δύο διαφορετικές μέθοδοι προεξόφλησης των απαιτήσεων με ένα σταθερό επιτόκιο, που έχει ως βάση το διατραπεζικό επιτόκιο του Λονδίνου (LIBOR) και συγκεκριμένα είναι η μέθοδος προεξόφλησης κατά την απόδοση (Discount to Yield), η οποία χρησιμοποιείται για αρκετά μεγάλες περιόδους πίστωσης και η μέθοδος της ομαλής προεξόφλησης (Straight Discount), η οποία χρησιμοποιείται όταν το επιτόκιο είναι γνωστό κατά τη χρονική στιγμή της εμπορικής συμφωνίας (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).

Τέλος, στο *forfaiting* υπάρχουν ελάχιστες γραφειοκρατικές διαδικασίες, καλύπτει την εξαγωγή μεταχειρισμένων κεφαλαιουχικών αγαθών, θέτει ελάχιστους περιορισμούς ως προς την περίοδο και τη μορφή παροχής πίστωσης και αναλαμβάνει πλήρως όλο το ρίσκο του πιστωτικού κινδύνου.

3.9.1 Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα του Forfaiting

Όπως κάθε θεσμός χρηματοδότησης, έτσι και το *forfaiting* προσφέρει κάποια πλεονεκτήματα στους επιχειρηματίες που αποφασίζουν να κάνουν χρήση του.

Η εφαρμογή του *forfaiting* γίνεται χωρίς δικαίωμα αναγωγής από τον *forfaiter* προς τον εξαγωγέα έχοντας θετική επίπτωση για τον προμηθευτή, καθώς τον οικονομικό, τον πολιτικό και τον εμπορικό κίνδυνο τους προσκομίζεται ο *forfaiter* γεγονός που παρέχει την δυνατότητα στον προμηθευτή να επεκτείνει τον κύκλο εργασιών του και σε χώρες οι οποίες παρουσιάζουν υψηλά ποσοστά των εν λόγω κινδύνων. Ο *forfaiter* και επωμίζεται και τον κίνδυνο από την διακύμανση του επιτοκίου, τον συναλλαγματικών κίνδυνο, καθώς και την μετατροπή του ξένου συναλλάγματος στο δικό του νόμισμα. Ο εξαγωγέας εισπράττει μετρητά αμέσως μόλις παραδώσει τα προϊόντα του ή παράσχει τις υπηρεσίες του. Έτσι βελτιώνεται η ρευστότητα της επιχείρησης, μειώνεται ο τραπεζικός δανεισμός και

απελευθερώνονται τα ίδια κεφάλαια που μπορεί να χρησιμοποιηθούν για άλλες δραστηριότητες (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002). Η εκχώρηση της οφειλής γίνεται έναντι ειλικρινών εγγραφών (συναλλαγματικές κ.α.) και η χρηματοδότηση είναι γρήγορη χωρίς ιδιαίτερες γραφειοκρατικές διαδικασίες και χωρίς περιορισμούς (Παπαϊωάννου, 2015).

Τέλος, ο εξαγωγέας έχει το δικαίωμα να αιτηθεί πλήρη μυστικότητα όσον αφορά την χρηματοδότηση, δεν υποχρεούται να εκχωρήσει όλες τις απαιτήσεις του και δεν αφιερώνει χρόνο ή χρήμα για την είσπραξη των απαιτήσεων μετά την εκχώρηση του στον forfaiter.

Ωστόσο υπάρχουν και κάποια μειονεκτήματα. Κάποια από αυτά είναι ότι το forfaiting είναι εξειδικευμένη μορφή χρηματοδότησης και προς το παρόν ενδείκνυται για εξαγωγικές επιχειρήσεις, ο εγγυητής που θα διαλέξει ο εξαγωγέας πρέπει να γίνει αποδεκτός από τον forfaiter και το κόστος χρηματοδότησης σε μια σύμβαση forfaiting πιθανόν να είναι μεγαλύτερο του αντίστοιχου κόστους της τραπεζικής χρηματοδότησης. Τέλος, δεν υπάρχει καθορισμένο νομικό πλαίσιο για την προστασία της τράπεζας, επομένως υπάρχει ο κίνδυνος αθέτησης των υποχρεώσεων (Παπαϊωάννου, 2015).

3.9.2 Σύγκριση του factoring και του forfaiting

Το forfaiting ως θεσμός αλλά και ως τεχνική χρηματοδότησης παρουσιάζει πολλά κοινά χαρακτηριστικά με το factoring, και ιδιαίτερα με το εξαγωγικό factoring ώστε συχνά οι δύο αυτές έννοιες να συγχέονται. Συγκεκριμένα προσφέρουν προεξοφλητική χρηματοδότηση εξαγωγικών απαιτήσεων, είναι χρηματοδοτικά εργαλεία διεθνούς εμπορίου και ασφαλίζουν τον πιστωτικό κίνδυνο. Ωστόσο, με την σύγκριση τους διαπιστώνουμε ότι υπάρχουν οι εξής διαφοροποιήσεις:

- Το forfaiting αποτελεί μέσο χρηματοδότησης του εξωτερικού εμπορίου και προς το παρόν δεν χρησιμοποιείται στο εσωτερικό εμπόριο σε αντίθεση με το factoring που χρησιμοποιείται και στο εξωτερικό και εσωτερικό εμπόριο.
- Το forfaiting γίνεται πάντοτε χωρίς δικαίωμα αναγωγής κατά του εξαγωγέα. Αντίθετα το factoring δύναται να πραγματοποιείται με ή χωρίς δικαίωμα αναγωγής.
- Με το forfaiting χρηματοδοτούνται μεσοπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες απαιτήσεις και προεξοφλήσεις αξιόγραφων ενώ με το factoring χρηματοδοτούνται συνήθως βραχυπρόθεσμες απαιτήσεις που αφορούν αποκλειστικά τιμολόγια.

- Το forfaiting χρηματοδοτεί κατά το 100% τον εξαγωγέα ενώ του factoring φτάνει το 80%-85%.
- Το forfaiting καλύπτει του επιχειρηματικούς, πολιτικούς και πιστωτικούς κινδύνους ως απαραίτητη προϋπόθεση, ενώ το factoring καλύπτει μόνο του επιχειρηματικούς και τους πιστωτικούς κινδύνους ανάλογα με τις ανάγκες που προκύπτουν.
- Το forfaiting είναι μια εφάπαξ χρηματοδότηση, ενώ το factoring αποτελεί μια συνεχώς επαναλαμβανόμενη διαδικασία, που προϋποθέτει μια μόνιμη συνεργασία μεταξύ factor και εκχωρητή- προμηθευτή (Θάνος, Κιόχος και Παπανικολάου, 2002).
- Στο forfaiting χρησιμοποιούνται ορισμένα νομίσματα (συνήθως δολάρια ΗΠΑ, ευρώ, φράγκα Ελβετίας, γεν Ιαπωνίας), ενώ στο εξαγωγικό factoring χρησιμοποιείται το εγχώριο νόμισμα της χώρας του εξαγωγέα το οποίο καταχωρίζεται και στο τιμολόγιο προς προεξόφληση (Χριστόπουλος και Ντόκας, 2012).
- Στο factoring υπάρχει προκαθορισμένη προμήθεια ενώ αντίστοιχα στο forfaiting, δεν υπάρχει και διαπραγματεύεται με τον εκχωρητή ένα ποσό εκτός του επιτοκίου (Παπαδόπουλος, 2012).

Γίνεται φανερό ότι το forfaiting δεν αποτελεί εναλλακτική λύση έναντι του factoring ούτε ανταγωνιστικός θεσμός, αλλά αναπτύσσεται σε τομείς και θέματα που το factoring δεν μπορεί να αναπτυχθεί.

Πλέον το forfaiting αποκτά μεγάλη σημασία, ειδικά σε περιόδους κρίσεων, καθώς ο πιστωτικός κίνδυνος αυξάνεται μαζί με τον κρατικό, όπως και η ανάγκη να αυξηθούν οι πωλήσεις στο εξωτερικό ενώ και οι τράπεζες δεν χρηματοδοτούν εύκολα με αποτέλεσμα να εμφανίζονται αυξημένοι κίνδυνοι στην εξόφληση των απαιτήσεων.

3.10 Εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (Venture Capital)

Οι εταιρίες κεφαλαίου επιχειρηματικών συμμετοχών (ΕΚΕΣ), γνωστές στην αγγλική ορολογία ως Venture Capital, είναι χρηματοπιστωτικές εταιρίες που έχουν στόχο τη χορήγηση κεφαλαίων σε επιχειρήσεις μέσω της συμμετοχής στο μετοχικό κεφάλαιο των επιχειρήσεων είτε με τη συμμετοχή τους σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της επιχείρησης ή και με εξαγορά μετοχών ή υπό μορφή μετατρέψιμου ομολογιακού δανείου.

Σκοπός των Venture Capital είναι η προώθηση και υλοποίηση επενδύσεων με την ίδρυση ή τη συμμετοχή τους σε νέες εταιρίες οι οποίες δεν έχουν την δυνατότητα ή δεν

επιθυμούν να αντλήσουν κεφάλαια από άλλες πηγές χρηματοδότησης. Οι επενδύσεις τους είναι μακροπρόθεσμες και η συμμετοχή τους ρευστοποιείται σε προκαθορισμένο χρόνο και με προσυμφωνημένο τρόπο, αντλώντας κέρδη από την υπεραξία των μετοχών που δημιουργήθηκε κατά την παραμονή τους στην εταιρεία. Έτσι ενδιαφέρονται για την αύξηση της κερδοφορίας και την αξία της χρηματοδοτούμενης επιχείρησης χωρίς όμως ο έλεγχος των μετοχών ή η κατοχή της πλειοψηφίας αυτών να αποτελεί τον κύριο στόχο τους.

Η χρηματοδότηση μπορεί να αρχίσει από τα αρχικά στάδια ανάπτυξης της επιχείρησης και να φθάσει στη φάση όπου από μόνη της η επιχείρηση θα είναι σε θέση να αντλήσει κεφάλαια από τις παραδοσιακές πηγές χρηματοδότησης όπως τράπεζες, χρηματιστήριο.

3.10.1 Κατηγοριοποίηση των Venture Capital

Τα Venture Capital ανάλογα με τη μορφή και το στόχο της επένδυσης κατηγοριοποιούνται ως εξής:

- Χρηματοδότηση σποράς (seed capital): Πρόκειται για το κεφάλαιο που βοηθά κάποιον στη δοκιμή και ανάπτυξη μιας αρχικής ιδέας, αλλά όχι για κάποιο νέο βιομηχανικό προϊόν, επειδή κάτι ανάλογο απαιτεί υψηλά κεφάλαια και ο venture capitalist συνήθως ζητάει από τον επιχειρηματία να χρηματοδοτήσει ο ίδιος το στάδιο αυτό. Πρόκειται για την πιο επικίνδυνη μορφή χρηματοδότησης και οι επιχειρήσεις Venture Capital είναι ιδιαίτερα διστακτικές στη χορήγηση αυτής της μορφής χρηματοδότησης λόγω των υψηλών δυσκολιών και απαιτήσεων προς υποστήριξη.
- Χρηματοδότηση εκκινήσεως (startup capital): Στη μορφή αυτή του Venture Capital η συμμετοχή στρέφεται στην υποστήριξη που απαιτείται για να εδραιωθεί και να καθιερωθεί μια επιχείρηση στο χώρο της. Η επιχείρηση στο στάδιο αυτό μπορεί να λειτουργεί λιγότερο από ένα χρόνο και να μην έχει πραγματοποιήσει ακόμη πωλήσεις. Το επίπεδο αυτό, μπορεί να διαρκέσει ως τρία χρόνια και χαρακτηρίζεται από σοβαρό ρίσκο. Η παροχή χρηματοδότησης αυτού του τύπου σημαίνει πίστη για την επιτυχία του εγχειρήματος και αναμονή ιδιαίτερα υψηλής απόδοσης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.
- Χρηματοδότηση στα πρώτα στάδια (early stage financing): Η χρηματοδότηση αυτής της μορφής ουσιαστικά εμπεριέχεται στη χρηματοδότηση εκκινήσεως και αφορά

επιχειρήσεις στα αρχικά στάδια παραγωγής και πωλήσεων που ακόμα δεν έχουν γίνει κερδοφόρες. Το επίπεδο του ρίσκου και σε αυτή την κατηγορία θεωρείται ιδιαίτερα αυξημένο.

- Χρηματοδότηση επέκτασης (development financing): Αυτό το στάδιο αποτελεί την πλέον ελκυστική μορφή επένδυσης, επειδή έχει μικρότερο ρίσκο, γνωστό και ικανό μάνατζμεντ, γνωστό προϊόν, δοκιμασμένη συνεργασία με πελάτες, προμηθευτές και απαιτεί λιγότερο χρόνο από τα Venture Capital όχι μόνο στο επίπεδο απόφασης για συμμετοχή, αλλά και στο επίπεδο της συμμετοχής και παρακολούθησης.
- Χρηματοδότηση γέφυρας (bridge financing): Η χρηματοδότηση αυτή αφορά το στάδιο προετοιμασίας μιας επιχείρησης για την είσοδο της στο ΧΑΑ. Στόχος των χρηματοδοτήσεων αυτών είναι βοηθήσουν την επιχείρηση να διατηρήσει υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και κερδοφορίας με παράλληλη βελτίωση των υπολοίπων οικονομικών μεγεθών, και να αυξήσουν την εκτίμηση της αγοράς στην επιχείρηση προκειμένου να αυξηθεί η αξία της επιχείρησης και να υπάρξει αγοραστικό ενδιαφέρον για τις μετοχές.

3.10.2 Λοιπές μορφές επενδύσεων

Άλλες μορφές επενδύσεων που εντάσσονται στα πλαίσια του Venture Capital και έχουν δείξει άνθηση, διεθνώς, τις τελευταίες δεκαετίες, είναι οι εξής:

- Management Buy - out: Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχείρησης από το υπάρχον management με σκοπό τη ριζική αναμόρφωση της και ανάπτυξη.
- Management Buy - in: Χρηματοδότηση εξαγοράς επιχείρησης από νέα ομάδα management.
- Replacement: Εξαγορά μεριδίου απερχόμενου εταίρου.
- Turnaround: Χρηματοδότηση για ανόρθωση ζημιωγόνου επιχείρησης καθιερωμένης όμως στην αγορά.

3.10.3 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα των Venture Capital

Η συμμετοχή των εταιριών Venture Capital στη χρηματοδότηση μίας επιχείρησης έχει δύο πολύ βασικά πλεονεκτήματα για την επιχείρηση.

Μία εταιρία Venture Capital χρηματοδοτεί την επιχείρηση με κεφάλαια που θα ήταν δύσκολο να αντλήσει η επιχείρηση. Ένα στοιχείο που ενισχύεται με την παροχή Venture Capital σε μια αναπτυσσόμενη δυναμική επιχείρηση είναι η βελτίωση της σχέσης ιδίων

προς ξένα κεφάλαια. Το γεγονός αυτό, δίνει τη δυνατότητα στην εταιρεία μεγαλύτερης πρόσβασης και με χαμηλότερο κόστος στο τραπεζικό σύστημα ενώ ταυτόχρονα ανοίγει και το δρόμο στην αναζήτηση κεφαλαίων από την Κεφαλαιαγορά. Αυτό είναι ιδιαίτερα σημαντικό σε επιχειρήσεις που προετοιμάζονται να εισαχθούν στο Χρηματιστήριο, διότι η συμμετοχή της εταιρείας Venture Capital συντελεί στη βελτίωση των στοιχείων του ισολογισμού και τη συστηματική αύξηση της κερδοφορίας και της αξίας της επιχείρησης. Επιπλέον, με τη συμμετοχή της στην οργάνωση και λειτουργία στην επιχείρηση προσφέρει μια τεχνογνωσία που μπορεί να αποδειχθεί καίριας σημασίας για μια επιχείρηση, ιδιαίτερα νεοσύστατη ή μικρομεσαία με ελάχιστες γνώσεις των μελών της σε εξειδικευμένα οργανωτικά θέματα. Οι επενδύσεις Venture Capital, συχνά, συνοδεύονται από την ενεργητική υποστήριξη από την πλευρά των επενδυτών, τόσο σε χρηματοοικονομικά όσο και σε επιχειρηματικά θέματα. Παράλληλα κρίσιμη μπορεί να είναι και η παροχή στρατηγικών συμβουλών στις επεκτατικές κινήσεις στις οποίες επιθυμούν να προχωρήσουν οι αναπτυσσόμενες εταιρείες. Η υποστήριξη αυτή, έχει ως σκοπό τη βέλτιστη δυνατή αξιοποίηση του δυναμισμού και των πλεονεκτημάτων των εταιρειών που χρηματοδοτούνται.

Ακριβώς αυτός ο συνδυασμός του δυναμισμού της επιχείρησης και της υποστήριξης από τους επενδυτές, αποτελεί και το κλειδί της επιτυχίας των επενδύσεων Venture Capital.

Ωστόσο ένα σημαντικό μειονέκτημα για την επιχείρηση είναι η παραχώρηση μέρους της με την πώληση μεριδίου αυτής. Η συνέπεια αυτή πάντως μπορεί να μειωθεί ή να εξαλειφθεί με την επαναγορά του μετοχικού μεριδίου από τους επιχειρηματίες.

3.11 Επιχειρηματικοί άγγελοι (Business Angels)

Οι Επιχειρηματικοί άγγελοι (business angels), είναι ιδιώτες επενδυτές, οι οποίοι επενδύουν χρήματα και διαθέτουν χρόνο, εμπειρία και τεχνογνωσία σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις, που παρουσιάζουν προοπτικές ανάπτυξης. Συνήθως, οι επιχειρηματικοί άγγελοι είναι άτομα με εμπειρία στη διοίκηση και οργάνωση των επιχειρήσεων και το marketing και είναι κατά κύριο λόγο μέτοχοι, ιδιοκτήτες, σύμβουλοι ή στελέχη επιχειρήσεων (Mason, 2013).

Η χρηματοδότηση είναι ανεπίσημη σε σχέση με τους άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς και έτσι δεν προϋποθέτει ελέγχους και εγγυήσεις. Το μέγεθος της επένδυσης

είναι διαφορετικό σε κάθε περίπτωση και το μέγεθος του κινδύνου είναι χαμηλότερο, έτσι είναι μια πιο προσιτή πηγή χρηματοδότησης για τις μικρές επιχειρήσεις (Agyarong, 2010).

3.11.1 Κατηγοριοποίηση των επιχειρηματικών αγγέλων

Η κατηγοριοποίηση με βάση το ύψος της επένδυσης, τα χαρακτηριστικά του αγγέλου και τα κίνητρα του είναι η εξής (Cracey and Warwick, 2001):

- **Entrepreneur angel:** είναι άτομα με μεγάλη επιχειρηματική εμπειρία και πλούτο. Μπορεί να συμμετέχουν σε πολλές διαφορετικές δραστηριότητες ως επενδυτές. Ο κύριος σκοπός των επενδύσεων τους είναι το κέρδος και η προσωπική ικανοποίηση, ενώ το κύριο κριτήριο για την επένδυση είναι η προσωπικότητα του ιδρυτή της επιχείρησης.
- **Corporate angel:** είναι επιχειρήσεις που επενδύουν μεγάλα ποσά σε άλλες νέες επιχειρήσεις με κύριο σκοπό το κέρδος.
- **Income seeking angel:** είναι άτομα που κάνουν χαμηλότερου ύψους επενδύσεις και επιδιώκουν να αυξήσουν το εισόδημα τους. Κύριος στόχος τους είναι η δημιουργία θέσεων εργασίας στη νέα επιχείρηση.
- **Wealth maximizing angel:** είναι άτομα με μεγάλη επιχειρηματική εμπειρία και πλούτο. Στόχος τους είναι το κέρδος και η δημιουργία απασχόλησης για τον εαυτό τους. Παράλληλα, προσδοκούν σε γνώσεις και τεχνογνωσία άλλων επενδυτών.
- **Latent angel:** είναι άτομα που συνήθως δεν έχουν κάνει καμία επένδυση για πάνω από τρία έτη. Διαθέτουν αρκετό πλούτο και επιθυμούν να βοηθήσουν τις επιχειρήσεις στον τόπο διαμονής τους μέσα από την επένδυση που κάνουν. Επιθυμούν μεγάλο οικονομικό όφελος και υπάρχει πιθανότητα να απομακρυνθούν από την επένδυση πολύ γρήγορα.
- **Virgin angel:** είναι άτομα που δεν έχουν επενδύσει άλλη φορά γιατί δεν έχουν βρει την κατάλληλη επιχείρηση. Το ύψος της επένδυσης τους είναι χαμηλότερο σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες. Το βασικό κίνητρο τους είναι η δημιουργία απασχόλησης και το οικονομικό τους όφελος. Επιθυμούν να επενδύσουν κοντά στο τόπο διαμονής τους και να αποκτήσουν εμπειρία μέσα από αυτή τη διαδικασία.

3.12 Θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων (Business incubators)

Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων (business incubators) είναι θεσμοί που υποστηρίζουν νεοϊδρυθείσες επιχειρήσεις που βρίσκονται σε πρώιμο στάδιο, προσφέροντάς τους χρηματοδότηση, καθοδήγηση, δικτύωση, στέγαση και υποστήριξη γραφείου συνδυάζοντας αποτελεσματικότερα το κεφάλαιο, την τεχνολογία και την τεχνογνωσία, με σκοπό την δημιουργία αξίας και την επιτάχυνση της ανάπτυξης αυτών των επιχειρήσεων, την ανακάλυψη ταλέντων και επιχειρηματικών ευκαιριών, καθώς και την εκμετάλλευση των τεχνολογικών επιτευγμάτων τους (Grimaldi and Grandi, 2005).

Είναι οργανωμένες ως δίκτυα επιχειρηματικότητας, τα οποία αποτελούνται από μία κεντρική μονάδα (γραφείο στήριξης), και από περισσότερες περιφερειακές μονάδες (ενοίκους). Αυτός ο τρόπος οργάνωσης των θερμοκοιτίδων έχει ως αποτέλεσμα ένα σύστημα διοίκησης δύο επιπέδων, ένα σε επίπεδο κεντρικής μονάδας, το οποίο χειρίζεται τα ζητήματα που ανακύπτουν είτε μεταξύ των ενοίκων είτε μεταξύ της θερμοκοιτίδας και τρίτων, και ένα σε επίπεδο ενοίκων, το οποίο χειρίζεται τα ζητήματα που σχετίζονται με τις καθημερινές δραστηριότητες των νεοϊδρυόμενων επιχειρήσεων, όπως είναι η ανάπτυξη προϊόντων, το μάρκετινγκ και οι πωλήσεις, η προσέλκυση και επιλογή προσωπικού και η χρηματοδότηση.

3.12.1 Κατηγοριοποίηση των θερμοκοιτίδων επιχειρήσεων

Οι θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων χωρίζονται σε δύο βασικές κατηγορίες ανάλογα με τον σκοπό λειτουργίας τους, τις κερδοσκοπικές και τις μη κερδοσκοπικές. Η πρώτη κατηγορία περιλαμβάνει τις κρατικές μη κερδοσκοπικές θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων, οι οποίες εστιάζουν σε παραδοσιακές επιχειρήσεις και προσφέρουν υποστηρικτικές υπηρεσίες και πρόσβαση σε πηγές κεφαλαίου, αλλά μειονεκτούν στην παροχή πρόσβασης σε υψηλή τεχνολογία και στη διασύνδεση με πανεπιστημιακά ιδρύματα. Αντίθετα, η δεύτερη κατηγορία περιλαμβάνει τις ιδιωτικές ανεξάρτητες, ενδοεταιρικές και εικονικές θερμοκοιτίδες επιχειρήσεων, οι οποίες εστιάζουν σε επιχειρήσεις υψηλής τεχνολογίας και τεχνολογίας διαδικτύου και προσφέρουν υπηρεσίες χρηματοδότησης και δικτύωσης με συνεργάτες, πελάτες και επενδυτές. Ανάμεσα στις δύο κατηγορίες τοποθετούνται οι θερμοκοιτίδες που συνδέονται με πανεπιστημιακά ιδρύματα, καθώς αποτελούν μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς, αλλά έχουν πρόσβαση σε γνώση, υψηλή τεχνολογία και δικτύωση (Grimaldi and Grandi, 2005).

3.13 Χρηματοδότηση από το πλήθος (Crowdfunding)

Η χρηματοδότηση από το πλήθος (γνωστό ως crowdfunding) είναι μία νέα δημοφιλής μέθοδος για την άντληση κεφαλαίων από μεγάλο αριθμό ενδιαφερόμενων, κατά κύριο λόγο μέσω του διαδικτύου, καθώς λειτουργεί συνήθως μέσω μίας ιστοσελίδας, στην οποία παρουσιάζονται εταιρείες ή έργα που χρειάζονται χρηματοδότηση και στην οποία έχει πρόσβαση το κοινό. Ενώ αρχικά συνδέθηκε με τη χρηματοδότηση διαφόρων κοινωφελών έργων ή με τη χρηματοδότηση μορφών τέχνης, τον τελευταίο καιρό αναδεικνύεται ως μια μέθοδος άντλησης κεφαλαίων για νεοσύστατες εταιρείες ή άλλα εμπορικά εγχειρήματα.

Αυτό είναι αποτέλεσμα αφενός της οικονομικής κρίσης και των συναφών αδυναμιών της αγοράς όπου το υφιστάμενο καθεστώς συμβατικής χρηματοδότησης (τραπεζικά δάνεια, κλπ) δεν είναι αρκετό να στηρίξει και να παράσχει ικανή χρηματοδότηση για τις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις και αφετέρου της ραγδαίας εξέλιξης στον τομέα της τεχνολογίας των επικοινωνιών, η οποία διευκολύνει την πρόσβαση των νεοσύστατων επιχειρήσεων σε επενδυτές και το αντίστροφο.

3.13.1 Το crowdfunding μπορεί να κατηγοριοποιηθεί στις εξής μορφές:

- Κεφαλαιοδότηση (equity model): η χρηματοδότηση σε αυτήν την κατηγορία συνεπάγεται συμμετοχή στο κεφάλαιο της επιχείρησης
- Δανεισμός (lending model): η χρηματοδότηση σε αυτήν την κατηγορία έχει τη μορφή δανεισμού.
- Δωρεές (donations model): οι δωρεές χρησιμοποιούνται κυρίως για τη χρηματοδότηση κοινωφελών και φιλανθρωπικών σκοπών ή για τη χρηματοδότηση της τέχνης. Στην περίπτωση αυτή, οι επενδυτές χρηματοδοτούν έργα της επιλογής τους είτε για λόγους ηθικής ικανοποίησης και χωρίς αντάλλαγμα ή για να λάβουν το μη χρηματικό αντίτιμο που ενδεχομένως προσφέρει το έργο, το οποίο μπορεί να είναι από ευχαριστήριο σημείωμα έως μικρό δώρο συμβολικής αξίας, όπως εισιτήρια, μπλουζάκια, ή ακόμα και σπιτικά γεύματα.

3.13.2 Τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματα του crowdfunding

Το crowdfunding ως μέσο χρηματοδότησης χαρακτηρίζεται και αυτό από κάποια θετικά και αρνητικά στοιχεία.

Ένα βασικό πλεονέκτημα του είναι ότι η αναζήτηση της χρηματοδότησης ξεκινάει σε πολύ πρώιμο στάδιο, συνήθως με χαμηλό κόστος, και επειδή απευθύνεται στο κοινό, θα πρέπει η επιχειρηματική ιδέα να έχει αντίκτυπο. Έτσι, αποφεύγεται, συνήθως, να χρηματοδοτηθεί ένα προϊόν ή μία επιχειρηματική ιδέα, η οποία θα αποτύχει αργότερα ως μη αρεστή στο καταναλωτικό κοινό. Επίσης, η επιχείρηση διατηρεί τον πλήρη έλεγχο της, οργανώνοντας ένα χρονοδιάγραμμα για τα επιχειρηματικά της σχέδια που την εξυπηρετεί. Μέσω της πλατφόρμας που παρουσιάζεται η επιχειρηματική ιδέα, η επιχείρηση αποκτά απήχηση στο κοινό βοηθώντας έτσι στη διαφήμισή της, και έχοντας τη δυνατότητα αλληλεπίδρασης με το καταναλωτικό κοινό, έχει μία σημαντική ανατροφοδότηση ώστε να μπορέσει να βελτιώσει τα σχέδια της ή το προϊόν της. Τέλος, σε σχέση με τις παραδοσιακές μορφές χρηματοδότησης, το crowdfunding έχει σημαντικά λιγότερη (έως μηδενική) γραφειοκρατία και, γενικότερα, πολύ πιο απλή διαδικασία και ταχύτητα.

Ωστόσο, πολλές φορές είναι δύσκολο να γίνει μία σωστή παρουσίαση της επιχειρηματικής ιδέας, με αποτέλεσμα να μη γίνονται αρεστές κάποιες, που σε διαφορετική περίπτωση θα είχαν επιτυχία. Επίσης, σε πολλές πλατφόρμες ισχύει ένα ελάχιστο ποσό στόχος, το οποίο οι επιχειρήσεις πρέπει να ξεπεράσουν ώστε να έχουν πρόσβαση στη χρηματοδότηση, αδυνατώντας, έτσι, να χρησιμοποιήσουν το κεφάλαιο που συγκεντρώθηκε για να χρηματοδοτήσουν την καμπάνια ή ένα αρχικό στάδιο της υλοποίησης του επιχειρηματικού τους σχεδίου. Τέλος, παρά το ότι οι επιχειρήσεις δεν χάνουν μέρος του ελέγχου τους για τον επιχειρηματικό τους προγραμματισμό, είναι συνηθισμένο φαινόμενο, οι επενδυτές να έχουν σημαντική επιρροή, καθώς η χρηματοδότηση εξαρτάται πιο άμεσα από ποτέ από το κοινό και, οι επενδυτές, ασκούν πίεση ώστε να υλοποιηθεί το επιχειρηματικό σχέδιο, ίσως με διαφορετικό τρόπο από τον επιχειρηματικό προγραμματισμό (Μαϊλλής, 2017).

Βιβλιογραφία

Ελληνική:

- Αρτίκης, Π. (2002), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων*, Interbooks.
- Ευθύμογλου, Π. Ελευθεριάδης, Ι. (2012), *Θέματα Χρηματοοικονομικής Διοίκησης, Τεύχος Β'*, αυτοέκδοση
- Θάνος, Γ. Κιόχος, Π. Παπανικολάου, Γ. (2002), *Χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, α' Έκδοση*, Σύγχρονη Εκδοτική Ε.Π.Ε..
- Θωμαδάκης, Σ. Ξανθάκης, Μ. (2011), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, β' Έκδοση*, Σταμούλη Α.Ε..
- Μαγγανάς, Γ. (2013), *Μακροπρόθεσμες Μορφές Χρηματοδότησης*, Διπλωματική Εργασία, Ανώτατο Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης.
- Μαϊλλής, Σ. (2017), *Ανάλυση και σχεδιασμός ενός συστήματος crowdfunding χρηματοδότησης της έρευνας*, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πατρών
- Μουστάκα, Β. (2009), *Η νομική μορφή του factoring*, Διπλωματική Εργασία, Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης.
- Νούλας, Α. (2016), *Αγορές Χρήματος και Κεφαλαίου, β' Έκδοση*, Ανικούλα.
- Παναγοπούλου, Ε. (2008), *Η λύση της σύμβασης Factoring και η εκκαθάριση των σχέσεων των μερών*, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Εθνικό και Καποδιστριακό Πανεπιστήμιο Αθηνών.
- Παπαδόπουλος, Κ. (2012), *Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων*, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Παπαϊωάννου, Π. (2015), *Εναλλακτικές μορφές χρηματοδότησης επιχειρήσεων*, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.
- Τακόπουλος, Α. (2007), «Μορφές χρηματοδότησης μικρομεσαίων επιχειρήσεων», http://www.ergen.gr/files/arthro_hrimatodotisis_MME.pdf .
- Τσακλάγκανος, Α. (2006), *Χρηματοδότηση και αξιολόγηση επενδύσεων Τόμος III, β' Έκδοση*, Αδελφών Κυριακίδη Α.Ε. .
- Τσερπίνου, Ε. (2008), *Ο ρόλος του factoring στην Ελλάδα. Αναφέρατε παραδείγματα Ελληνικών Επιχειρήσεων που χρηματοδοτούνται μέσω Factoring*, Μεταπτυχιακή Διατριβή, Ανώτατο Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό Ίδρυμα Κρήτης.

- Χριστόπουλος, Α. Ντόκας, Ι., (2012) *Θέματα Τραπεζικής και Χρηματοοικονομικής Θεωρίας*, Κριτική.
- Ψυλλάκη, Μ. (2017). *Εναλλακτικές Μορφές Χρηματοδότησης*, Πανεπιστήμιο Πειραιώς.

Ξένη:

- Agyarong, D. (2010), "Micro, Small and Medium Enterprises' Activities, Income Level and Poverty Reduction in Ghana—A Synthesis of Related Literature", *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, No 12, pp.196–205.
- Cracey, A.D. and Warwick, G. (2001) «Informal investors and high-tech entrepreneurship Innovation», http://cordis.europa.eu/innovation-policy/studies/fi_study4.htm .
- Dalfard, V.M., Sohrabian ,A. Najafabadi, A.M. Alvani, J. (2012) Performance evaluation and prioritization of leasing companies using the super efficiency data envelopment analysis model. *Acta Polytechnica Hungarica*, Vol.9, No 3, pp.183–194.
- Grimaldi, R. and Grandi, A. (2005), "Business incubators and new venture creation: an assessment of incubating models", *Technovation*, Vol. 25, pp. 111-121.
- Mason, C. and Botelho, T. (2013) «The transformation of the business angel market: evidence from Scotland», https://www.gla.ac.uk/media/media_302219_en.pdf .