

**ΑΝΩΤΑΤΟ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ-ΚΑΛΑΜΑΤΑΣ**

**ΤΜΗΜΑ:ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΚΑΙ ΕΛΕΓΚΤΙΚΗΣ**

**ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2010**



**ΠΤΥΧΙΑΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ ΜΕ ΘΕΜΑ:**

**ΚΑΤΑΓΡΑΦΗ ΚΑΙ ΑΝΑΛΥΣΗ ΤΩΝ ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΩΝ  
ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΕΠΙΛΕΓΜΕΝΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣΣ**

ΥΠΕΥΘΥΝΟΣ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Κος ΗΛΙΑΣ ΜΑΚΡΗΣ

ΣΠΟΥΔΑΣΤΡΙΑ:ΜΠΑΣΕΚΗ ΚΛΕΑΝΘΗ (Α.Μ. 2003090)

**ΣΔΟ(ΧΡΗΜΕΛ)  
Π.512**

## Περιεχόμενα

ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	5
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ.....	7
1.1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	7
1.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ-ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ .....	9
1.2.1. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ .....	10
1.2.2. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ.....	11
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	13
2.1. ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	14
2.2. ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ .....	15
2.2.1. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ.....	16
2.2.2. ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ .....	16
2.2.3. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ.....	17
2.3. ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΚΑΙ ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	18
2.3.1. ΧΡΥΣΟΣ ΚΑΝΟΝΑΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ .....	18
2.3.2. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ.....	19
2.3.3. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΙΜΟΥ (ΚΑΘΑΡΟΥ) ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	20
2.3.4. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ (ΠΡΟΣΩΡΙΝΟΥ) ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ.....	20
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΘΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	21
3.1. ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΠΕΡΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	21
3.2. ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI – MILLER .....	25
3.2.1 ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER ΧΩΡΙΣ ΦΟΡΟΥΣ .....	25
3.2.2. ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER ΜΕ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΥΣ ΦΟΡΟΥΣ.....	28
3.2.3. ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER.....	30
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΘΕΩΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ.....	32
4.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ – ΈΝΝΟΙΑ .....	32
4.1.2. ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ – ΈΝΝΟΙΑ.....	33
4.1.3. ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ.....	34
4.1.4. ΑΙΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ .....	35
4.1.5. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ.....	35
4.2. ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY THEORY) .....	38



4.2.1. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ – ΈΝΝΟΙΑ .....	39
4.2.2. ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ .....	40
4.2.3. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ .....	41
4.2.4. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ, ΕΙΔΟΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ.....	42
4.2.5. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ, ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ.....	42
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ.....	44
5.1. ΘΕΩΡΙΕΣ.....	44
5.2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ .....	45
5.3. MARKET TIMING ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ .....	47
5.4. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ .....	48
5.5. SPLIT CAPITAL FUNDS ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ.....	50
5.6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ .....	51
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΗΜΕΡΑ.....	52
6.1. ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ.....	52
6.2. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΥΠΕΡ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ.....	52
6.3. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΜΕΤΡΙΑΣΗΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ .....	53
6.4. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΕΝΤΥΠΩΣΗΣ ΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ – ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ.....	53
6.5. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΜΕΤΡΙΑΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΟ/ΥΠΕΡ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΛΟΓΩ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ.....	54
6.6. ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ .....	55
6.7. Η ΕΠΙΘΥΜΙΑ ΤΩΝ ΜΑΝΑΤΖΕΡ ΝΑ ΑΠΟΦΥΓΟΥΝ ΤΟ ΡΙΣΚΟ .....	56
6.8. ΤΑ ΚΟΣΤΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ.....	56
6.9. Η ΠΗΓΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ; ...	57
6.10. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	58
6.11. ΤΑ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΤΗΣ ΔΟΜΗ;.....	59
ΜΕΡΟΣ Β΄ .....	60
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ.....	61
7.1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ .....	61
7.2. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ .....	62
7.3. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ .....	64
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ PENGUINCITY Α.Ε .....	66

8.1. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ .....	66
8.2. ΠΡΟΙΟΝΤΑ.....	66
8.3. ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ.....	67
8.4. ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ.....	68
8.5.ΠΡΩΣΟΠΙΚΟ .....	70
8.6. PENGUINCITY Α.Ε. ΚΑΙ TREASURY MANAGEMENT .....	71
8.6.1. ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ .....	71
8.6.2. ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ.....	72
8.6.3. ΕΠΙΤΑΓΕΣ .....	72
8.6.4. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....	74
8.6.5. ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ .....	75
8.6.6. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΙΣΘΟΔΟΣΙΑΣ.....	76
8.6.7. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ .....	78
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ .....	79

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με την εξειδίκευση η οποία συνεχώς αναπτύσσεται σε όλους τους κλάδους και με τη μηχανοποίηση που είναι συνεχώς συνδεδεμένη με αυτή, ο συντελεστής 'κεφάλαιο' αποκτά ολοένα και μεγαλύτερη σημασία και σπουδαιότητα απέναντι στους άλλους συντελεστές της παραγωγής.

Ο εμπορικός τομέας, για να ανταποκριθεί στη διάθεση μεγάλων ποσοτήτων προϊόντων, για να επιταχύνει την κυκλοφορία τους και για να παρέχει τις απαραίτητες πιστωτικές διευκολύνσεις στους πελάτες του ώστε να προωθήσει τις πωλήσεις του χρειάζεται συνεχώς καινούργια μέσα που υπαγορεύουν τη χρησιμοποίηση μεγάλων ποσών κεφαλαίου.

Σήμερα, τα τεράστια προβλήματα χρηματοοικονομικής φύσης που αντιμετωπίζει η παγκόσμια οικονομία, έχουν ως αποτέλεσμα οι ανάγκες χρηματοδότησης των επιχειρήσεων να έχουν ξεπεράσει τις δυνατότητες τους για παροχή ποιοτικών υπηρεσιών.

Σαν συνέπεια όλων αυτών προκύπτει ότι οι επιχειρήσεις είναι αναγκασμένες να χρησιμοποιήσουν πλήρες σύστημα χρηματοοικονομικού λογισμού για να μπορούν να ελέγχουν κάθε επένδυση κεφαλαίων και να αναθεωρήσουν την ασκούμενη μέχρι τώρα εμπειρική πολιτική χρηματοδότησης με βάση τις αρχές της επιστημονικής διοίκησης επιχειρήσεων.

Με γνώμονα τα παραπάνω η παρούσα μελέτη σκοπό έχει να ερευνήσει τις βασικές διαχείρισης θησαυροφυλακίου παρουσιάζοντας παράλληλα και μια εμπειρική μελέτη για μια συγκεκριμένη επιχείρηση που εδρεύει στην Ελλάδα.

## Μέρος Α΄: Θεωρητικό Πλαίσιο

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΒΑΣΙΚΕΣ ΕΝΝΟΙΕΣ

### 1.1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η επιχείρηση αποτελεί έναν οικονομικό οργανισμό ο οποίος διαθέτει κινητή και ακίνητη περιουσία, εφαρμόζει την οικονομική αρχή και επιδιώκει την πραγματοποίηση του μέγιστου δυνατού κέρδους μέσω της διάθεσης αγαθών και υπηρεσιών. Επομένως, επιχείρηση είναι μια αυτοτελής οικονομική μονάδα, που συνδυάζει τους διάφορους συντελεστές παραγωγής (φύση, εργασία, κεφάλαιο) με διάφορους τρόπους, έχει σαν τελικό στόχο την προμήθεια ή παραγωγή και τη διάθεση αγαθών και υπηρεσιών στην συναλλακτική αγορά, διατρέχει κάποιο σχετικά μικρό ή μεγάλο κίνδυνο κατά την διεξαγωγή των εργασιών της και εφαρμόζοντας την οικονομική αρχή επιδιώκει την πραγματοποίηση κέρδους.<sup>1</sup>

Οι συνήθεις βραχυχρόνιοι στόχοι των επιχειρήσεων είναι<sup>2</sup>:

1. Η συνεχής και απρόσκοπτη λειτουργία της παραγωγικής διαδικασίας
2. Η έγκαιρη εξόφληση ληξιπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων
3. Η έγκαιρη διάθεση των παραγόμενων προϊόντων
4. Η έγκαιρη προμήθεια πρώτων υλών και βοηθητικών υλών, με τη χαμηλότερη δυνατή τιμή και την απαιτούμενη ποιότητα
5. Η κάλυψη εξόδων παραγωγής και των γενικών εξόδων
6. Η εξεύρεση και επιλογή του κατάλληλου εργοτεχνικού προσωπικού
7. Η ορθολογική οργάνωση της εργασίας και του εξοπλισμού
8. Ο καθορισμός διαδικασιών εσωτερικού ελέγχου και προγραμματισμού της δράσης της επιχείρησης

Οι σπουδαιότεροι μακροχρόνιοι στόχοι των επιχειρήσεων είναι οι εξής<sup>3</sup>:

---

<sup>1</sup> Τσακλάγκανος Α., (1987), Εισαγωγή στην οικονομική των επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κυριακίδη

<sup>2</sup> Τσακλάγκανος Α., (1980), Χρηματοοικονομική Λογιστική, Εκδόσεις Κυριακίδη

1. Μεγιστοποίηση των αναμενόμενων κερδών
2. Μεγιστοποίηση των πωλήσεων και η επέκταση σε νέες αγορές
3. Μεγιστοποίηση του μεριδίου της αγοράς
4. Ελαχιστοποίηση γενικών και ειδικών εξόδων
5. Ελαχιστοποίηση του κατά μονάδα παραγωγής κόστους
6. Μεγιστοποίηση επενδύσεων και περιουσιακών στοιχείων (επέκταση εγκαταστάσεων και μηχανολογικού εξοπλισμού)
7. Μεγιστοποίηση διανομής κερδών και μερισμάτων
8. Ελαχιστοποιήσεων χρόνου παραγωγής, απώλεια απωλειών χρήματος, υλικών και διαφόρων άλλων απωλειών
9. Ελαχιστοποίηση μόλυνσης του περιβάλλοντος και της φθοράς και εξάντλησης των φυσικών πόρων
10. Εξασφάλιση συνεχούς απασχόλησης του προσωπικού, αύξηση ασφάλειας και ικανοποίησης αυτού και διατήρηση υψηλού ηθικού του
11. Αύξηση της παραγωγικότητας της εργασίας
12. Συνεχής εκπαίδευση και επιμόρφωση του προσωπικού

Αφού αναλύσαμε τους βραχυχρόνιους και μακροχρόνιους στόχους μιας επιχείρησης θα περάσουμε στις λειτουργίες μιας εταιρίας. Γενικότερα, στις επιχειρήσεις, άνθρωποι και μέσα πραγματοποιούν πολύπλοκες εργασίες. Οι εργασίες αυτές διαχωρίζονται σε ομάδες ίδιου αντικειμένου, τις λειτουργίες. Λειτουργία είναι αλληλοσυνδεδεμένες εργασίες κοινού αντικειμένου και στόχου που επιτελούνται από τους ανθρώπους και τα άλλα μέσα που διαθέτει η επιχείρηση. Από τη σωστή ή όχι εκτέλεση εξαρτάται η πορεία μιας εταιρίας.

Οι βασικές λειτουργίες των σχέσεων είναι:

1. **Χρηματοοικονομική η κεφαλαιοδοτική λειτουργία.** Ασχολείται με την ανεύρεση, συγκέντρωση και σωστή διαχείριση των χρηματικών κεφαλαίων.

---

<sup>3</sup> Τσακλάγκανος Α., (1987), Εισαγωγή στην Οικονομική των Επιχειρήσεων, Εκδόσεις Κυριακίδη



2. **Λειτουργία εφοδιασμού.** Φροντίζει για την προμήθεια αγαθών (εμπορευμάτων, πρώτων και βοηθητικών υλών κ.α.).
3. **Παραγωγική λειτουργία.** Ασχολείται με τον μετασχηματισμό πρώτων υλών σε έτοιμα προϊόντα.
4. **Λειτουργία διάθεσης.** Φροντίζει για την διάθεση των παραγόμενων προϊόντων ή υπηρεσιών after sales service.
5. **Λειτουργία ερευνών – Ανάπτυξης.** Φροντίζει για την μακροπρόθεσμη βελτίωση της αποδοτικότητας της επιχείρησης.
6. **Διοικητική λειτουργία.** Ασχολείται με τη διοικητική εξυπηρέτηση και των συντονισμό όλων των λειτουργιών.

Οι παραπάνω λειτουργίες εξυπηρετούνται μεθοδικά και με σύστημα από προσωπικό με ειδικές γνώσεις και δεξιότητες σε αυτές. Η εκτέλεση των εργασιών της επιχείρησης γίνεται μέσα από τις υπηρεσίες (Διοικήσεις, Γενικές διευθύνσεις, Διευθύνσεις, Τμήματα, Γραφεία κ.λπ.).

Οι βασικότερες υπηρεσίες που υπάρχουν στην βιομηχανική επιχείρηση είναι:

- Διοίκηση
- Προσωπικού
- Αγορών
- Παραγωγής
- Πωλήσεων
- Λογιστηρίου

## 1.2. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΩΝ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ-ΛΟΓΙΣΤΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ

Οι επιχειρήσεις στην προσπάθειά τους για όσο το δυνατόν πληρέστερη ενημέρωση των εσωτερικών και εξωτερικών ενδιαφερομένων συντάσσουν τις εξής λογιστικές καταστάσεις:

- **Αποτελέσματα χρήσης** είναι μια κατάσταση η οποία εμφανίζει την επιτυχία (κέρδος) ή αποτυχία (ζημιά) των εργασιών της επιχείρησης για μια συγκεκριμένη χρονική περίοδο.
- **Πίνακας διάθεσης αποτελεσμάτων** είναι η κατάσταση η οποία δείχνει την διανομή του επιτευχθέντος θετικού οικονομικού αποτελέσματος της επιχείρησης
- **Ισολογισμός** είναι η κατάσταση της χρηματοοικονομικής θέσης σε μια στιγμή. Το ενεργητικό παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης και το παθητικό τον τρόπο χρηματοδότησης τους
- **Το προσάρτημα** του ισολογισμού και των αποτελεσμάτων περιέχει διάφορες πρόσθετες πληροφορίες και επεξηγήσεις σε ότι αφορά τη σύνταξη και το περιεχόμενο του ισολογισμού και της καταστάσεως των αποτελεσμάτων, τις αποσβέσεις κ.α.<sup>4</sup>.

### 1.2.1. ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ

Ο Ισολογισμός είναι μια από τις κύριες χρηματοοικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και εμφανίζει τις πέντε πρώτες ομάδες του Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου. Δείχνει συνοπτικά σε μια συγκεκριμένη ημερομηνία, στο μεν ενεργητικό την αξία κτήσεως των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης, η οποία υπολογίζεται στο ιστορικό κόστος, στο δε παθητικό τις πηγές, από τις οποίες έχουν προέλθει τα κεφάλαια που είναι επενδεδυμένα στα εν λόγω περιουσιακά στοιχεία του ενεργητικού.

Η ισότητα του ενεργητικού με το παθητικό ισχύει πάντα γιατί το παθητικό δείχνει τα κεφάλαια με τα οποία αγοράστηκαν τα στοιχεία του ενεργητικού.

<sup>4</sup> Ι. Λαζαρίδης & Δ. Παπαδόπουλος (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση Ι

Ενεργητικό = Παθητικό

Αξία Περιουσιακών στοιχείων = Ίδια Κεφάλαια + Ξένα Κεφάλαια

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ	
Ενεργητικό	Παθητικό
Πάγια Περιουσιακά Στοιχεία 65%	Ίδια Κεφάλαια (Καθαρή Θέση) 40%
	Μακροπρόθεσμα Δάνεια 40%
Κυκλοφορούν Ενεργητικό 35%	Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις 20%

### 1.2.2. ΚΟΣΤΟΣ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Το κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης μπορεί να οριστεί σαν μια μέση απόδοση που αναμένουν οι επενδυτές από τις μετοχές της επιχείρησης αυτής. Είναι δηλαδή, η ελάχιστη απόδοση που πρέπει να επιτευχθεί από την εταιρία ώστε να μην μειωθεί η αγοραία αξία των μετόχων της. Το κόστος κεφαλαίου αποτελεί ένα εξαιρετικά σημαντικό θέμα της χρηματοοικονομικής θεωρίας και πολιτικής. Πρώτα από όλα, το κόστος κεφαλαίου αποτελεί το κλειδί στην εφαρμογή των μεθόδων προεξοφλητικών ταμειακών ροών, για την σωστή αξιολόγηση των επενδυτικών αποφάσεων. Δεύτερον, εφόσον και η αξία μιας εταιρίας σε μια δεδομένη χρονική περίοδο ορίζεται σαν η παρούσα αξία όλων των ταμειακών ροών που θα δημιουργήσει η εταιρία στο υπόλοιπο

της ωφέλιμης ζωής της, η εκτίμηση του κόστους κεφαλαίου είναι απαραίτητη για την αποτίμηση της εταιρίας στο σύνολο της αλλά και των χρεογράφων που έχει εκδώσει. Κατά συνέπεια, το κόστος κεφαλαίου εκφράζει την εκτίμηση του βαθμού κινδύνου που αποδίδουν οι επενδυτές στην συγκεκριμένη εταιρία.

Όσον αφορά τα κύρια συστατικά του κεφαλαίου είναι τα παρακάτω:

- ❖ Μη διανεμηθέντα κέρδη
- ❖ Κοινό μετοχικό κεφάλαιο
- ❖ Προνομιούχο μετοχικό κεφάλαιο
- ❖ Κόστος ομολόγων, χρεογράφων

Το κάθε ένα από τα παραπάνω συνεπάγεται και ένα κόστος.

- **Κόστος μη διανεμηθέντων κερδών:** Όταν η επιχείρηση προχωρεί στον προϋπολογισμό του κεφαλαίου της, για να εξασφαλίσει ότι οι μέτοχοι παίρνουν ένα ευπρεπή ποσό επιστροφής, υποθέτει ένα κόστος των μη διανεμηθέντων κερδών. Ένας τρόπος για να το κάνει αυτό είναι η μέθοδος CAMP. Ένας άλλος τρόπος είναι η προεξόφληση των ταμειακών ροών, στην οποία διατηρείται το μέρισμα με την τιμή του κεφαλαίου που προσθέτεται στο ποσό αύξησης.
- **Κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου:** Το κόστος του κοινού μετοχικού κεφαλαίου ισούται με τις δαπάνες του πραγματικού κεφαλαίου συν το κόστος την μη διανεμηθέντων κερδών.
- **Κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου:** Το κόστος του προνομιούχου μετοχικού κεφαλαίου ισούται με αυτό που δίνουν οι μέτοχοι σε σχέση με αυτό που παίρνουν, ή αλλιώς το διανεμόμενο μέρισμα προς (τιμή - δαπάνες ασφάλισης)
- **Κόστος ομολόγων, χρεογράφων (χρέος):** Το κόστος του χρέους ισούται με το που επενδύεται σε ομόλογα και χρεόγραφα μείον τη φορολογική αποταμίευση.



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Πριν αναλύσουμε τις μορφές χρηματοδότησης θα πρέπει να τονίσουμε πως μια επιχείρηση μπορεί να αναλάβει διαφορετικούς τύπους χρεών. Υπάρχουν δύο κύριες μέθοδοι με τις οποίες μια εταιρία μπορεί να δανειστεί χρήματα<sup>5</sup>:

- ❖ Με την έκδοση της σταθερής απόδοσης τίτλων (χρέους), όπως με τα ομόλογα, τα εταιρικά έγγραφα κ.α.
- ❖ Λαμβάνονται ένα δάνειο από μία τράπεζα ή κάποιο άλλο οργανισμό χρηματοδότησης

Οι δύο βασικές μορφές άμεσης χρηματοδότησης είναι τα μακροπρόθεσμα δάνεια από τις εμπορικές τράπεζες και ασφαλιστικές εταιρίες και η ιδιωτική τοποθέτηση χρεογράφων σε ασφαλιστικές εταιρίες και συνταξιοδοτικά ταμεία. Τα μεσομακροπρόθεσμα δάνεια είναι άμεσα δάνεια προς τις επιχειρήσεις με λήξη μεγαλύτερη από ένα έτος άλλα μικρότερη από δεκαπέντε έτη, που περιέχουν όρους συστηματικής αποπληρωμής<sup>6</sup>.

Επίσης, υπάρχει και η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Οι μακροπρόθεσμες επενδυτικές ανάγκες της επιχείρησης εξαρτώνται από την ταχύτητα με την οποία αναμένεται να αναπτυχθεί η επιχείρηση, τον ρυθμό του πληθωρισμού, και την στάση που κρατά η εταιρία ώστε να σταθεί με επιτυχία στο χρηματιστήριο. Σε αυτό το περιβάλλον, η επιχείρηση πρέπει να είναι σε θέση να αναπτύξει νέα σωστά προϊόντα, να τα παράγει αποτελεσματικά, να διατηρεί το κόστος της σε χαμηλά μέσω του εκσυγχρονισμού και να βρίσκει το κατάλληλο μίγμα παραγωγής. Οι επιχειρήσεις δεν χρειάζεται να δανείζονται από τις τράπεζες.

<sup>5</sup> Αγγέλου Α. Τσακλάγκανου, (1996), Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων

<sup>6</sup> Fred Weston (1982), Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής

Στην πραγματικότητα πολλές επιχειρήσεις μπορούν να χρηματοδοτήσουν τις εργασίες τους με λιγότερες δαπανηρές μεθόδους. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις διατηρούν αυτές τις σχέσεις με τις τράπεζες γιατί οι τελευταίες αποτελούν ταχείες και άμεσες πηγές κεφαλαίων όταν υπάρχει ανάγκη από αυτά τα κεφάλαια. Στη συνέχεια θα εξετάσουμε την εσωτερική χρηματοδότηση της επιχείρησης από τα ίδια κεφάλαια της καθώς και την εξωτερική χρηματοδότηση από την άμεση κεφαλαιαγορά και την έμμεση αγορά χρήματος και κεφαλαίων<sup>7</sup>.

## 2.1. ΕΣΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Για την κατανόηση της έννοιας της εσωτερικής χρηματοδότησης της επιχείρησης απαιτείται εξοικείωση με τις βασικές λογιστικές έννοιες της περιουσίας και του κεφαλαίου με την ευρεία έννοια του όρου, καθώς και του ιδίου κεφαλαίου. Οι εταιρίες χρηματοδοτούνται εσωτερικά από τους εξής λογαριασμούς:

- ❖ **Περιουσία και κεφάλαιο:** Περιουσία είναι το σύνολο των συγκεκριμένων αγαθών, τα οποία έχει στη διάθεση της η επιχείρηση. Η περιουσία αποτελείται από διάφορες αξίες και απαιτήσεις, όπως είναι οι εγκαταστάσεις, τα μηχανήματα, τα κτίρια, τα γήπεδα, τα αξιόγραφα, οι εφευρέσεις, τα σήματα, οι πρώτες και οι βοηθητικές ύλες, τα εμπορεύματα, τα μετρητά, οι καταθέσεις, στις τράπεζες, οι απαιτήσεις σε βάρος τρίτων κ.α.<sup>8</sup>.
  
- ❖ **Το ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης:** Με τον όρο αυτό νοείται το κεφάλαιο που συνεισφέρεται στην επιχείρηση από τον ίδιο τον επιχειρηματία, όταν η επιχείρηση είναι ατομική, ή από τους μετόχους όταν η επιχείρηση είναι εταιρική. Το ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης είναι εκείνο το κεφάλαιο στο οποίο στηρίζεται η σύσταση της επιχείρησης και

<sup>7</sup> Gropelli K., (2002), Χρηματοοικονομική

<sup>8</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π., (2002) Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική

το οποίο δίνει στην επιχείρηση την δυνατότητα να αρχίσει την επιχειρηματική της δραστηριότητα, ενώ αποτελεί το στήριγμα για την αποκατάσταση ενδεχομένων ζημιών.

## 2.2. ΕΞΩΤΕΡΙΚΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Η Εξωτερική Χρηματοδότηση είναι η κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών της επιχείρησης από ξένες πηγές. Το κεφάλαιο που προέρχεται από πηγές εκτός της επιχείρησης, ονομάζεται ξένο ή πιστωτικό κεφάλαιο και αναφέρεται σε κεφαλαιακές εισροές από κάθε μορφής δανεισμό.

Το ξένο κεφάλαιο προστίθεται στο ίδιο κεφάλαιο της επιχείρησης και συντελεί στην αποτελεσματικότερη δραστηριοποίηση και λειτουργία της. Το ξένο κεφάλαιο διακρίνεται:

- ❖ Σε βραχυπρόθεσμο
- ❖ Σε μεσοπρόθεσμο
- ❖ Σε μακροπρόθεσμο

Το μακροπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο εισέρχεται στην επιχείρηση συνήθως υπό μορφή μακροπρόθεσμων ενιαίων δανείων ή υπό μορφή ομολογιακών δανείων. Η σχέση μεταξύ μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων κεφαλαίων διαφέρει από επιχείρηση σε επιχείρηση, πχ στις εμπορικές και τραπεζικές επιχειρήσεις, το κεφάλαιο κίνησης αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού κεφαλαίου τους. Επομένως, στον τριτογενή τομέα ενδιαφέρουν περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα δάνεια, ενώ σε πολλές επιχειρήσεις του πρωτογενούς και δευτερογενούς τομέα, πχ βιομηχανίες, τα μακροπρόθεσμα δάνεια έχουν την μεγαλύτερη αναλογία.

### 2.2.1. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ

Βραχυπρόθεσμες χρηματοδοτήσεις μπορούν να θεωρηθούν τα δάνεια εκείνα τα οποία η λήξη τους είναι μέσα σε ένα έτος. Οι τρεις κύριες πηγές βραχυπρόθεσμων ξένων κεφαλαίων είναι:

**Εμπορικές πιστώσεις:** Οι εμπορικές πιστώσεις, οι οποίες αποτελούν τη μεγαλύτερη κατηγορία βραχυπρόθεσμων πιστώσεων. Η περίπτωση αυτή περιλαμβάνει το κεφάλαιο από εμπορικές πιστώσεις, το οποίο περιέρχεται στο αγοραστή από πωλήσεις σε αυτό εμπορευμάτων με πίστωση. Τα εμπορεύματα αυτά ο αγοραστής μπορεί να τα πουλήσει ή να τα αξιοποιήσει με οποιαδήποτε τρόπο και στη συνέχεια να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις του στο χρόνο που έχει συμφωνηθεί.

**Τραπεζικές πιστώσεις:** Οι τραπεζικές πιστώσεις, των οποίων τα κυριότερα είδη είναι α) το άνοιγμα πίστωσης όπου η τράπεζα θέτει στη διάθεση του επιχειρηματία ένα χρηματικό ποσό, με βάση το οποίο ο επιχειρηματίας εκδίδει επιταγές που πληρώνονται από την τράπεζα. β) το άνοιγμα τρεχούμενου λογαριασμού, που είναι μια σύμβαση η οποία γίνεται μεταξύ της τράπεζας και του επιχειρηματία γ) η προεξόφληση συναλλαγματικών και γραμματίων και δ) η χορήγηση δανείων με ενέχυρο εμπορεύματα ή χρηματούγραφα

**Δικαιόγραφα:** Τα δικαιόγραφα, τα οποία αποτελούνται από γραμμάτια μεγάλων εταιριών, τα οποία πωλούνται σε άλλες επιχειρήσεις, σε τράπεζες και σε συνταξιοδοτικά ταμεία. Η προθεσμία λήξης των δικαιογράφων κυμαίνεται κατά μέσο όρο σε πέντε μήνες.

### 2.2.2. ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

Το μεσοπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο, ως πηγή χρηματοδότησης επενδύεται συνήθως σε κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία με μακροπρόθεσμο όμως χαρακτήρα (αποθέματα ασφαλείας, μεσοπρόθεσμης διάρκειας πιστώσεις προς την πελατεία κλπ) και χρησιμοποιείται για την αντιμετώπιση οφειλών που δεν είναι δυνατόν να εξυπηρετηθούν με βραχυπρόθεσμο δανεισμό. Σε



αυτήν την κατηγορία πιστοδοτήσεων, ανήκουν τα ενυπόθηκα δάνεια για αύξηση των κεφαλαίων εκκίνησης σε νεοϊδρυόμενες επιχειρήσεις, καθώς και τα δάνεια με ενέχυρο εμπορεύματα ή χρεόγραφα κ.α..

Η διάρκεια των μεσοπρόθεσμων δανείων κυμαίνεται από 1 μέχρι 5 χρόνια και χορηγούνται συνήθως από την τράπεζα μαζί με ένα μακροπρόθεσμο δάνειο για την κάλυψη των βασικών δαπανών λειτουργίας ενός επενδυτικού προγράμματος.

### 2.2.3. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΕΙΣ

Μακροπρόθεσμα θεωρούνται τα δάνεια εκείνα που έχουν διάρκεια άνω των πέντε ετών. Το μακροπρόθεσμο ξένο κεφάλαιο χρησιμοποιείται συνήθως για την επένδυση πάγιων περιουσιακών στοιχείων και την επέκταση της παραγωγικής διαδικασίας<sup>9</sup>.

Τα περισσότερα μακροπρόθεσμα δάνεια εξοφλούνται τοκοχρεολυτικά. Σκοπός των τοκοχρεολυσίων είναι η σταδιακή εξόφληση του δανείου με δόσεις, αντί της εφάπαξ εξόφλησης του.

Οι κυριότερες μορφές μακροχρόνιας εξωτερικής χρηματοδότησης είναι:

- ❖ **Δάνεια μακροπρόθεσμου χαρακτήρα με υποθήκη**, τα οποία χορηγούνται από επενδυτικές και εμπορικές τράπεζες, το ταμείο παρακαταθηκών και δανείων, το ταχυδρομικό ταμειυτήριο και άλλους λογαριασμούς.
- ❖ **Ομολογιακά δάνεια**. Με τον όρο ομολογιακό δάνειο νοείται το μακροπρόθεσμο εκείνο δάνειο, το οποίο είναι διαιρεμένο σε ομολογίες με ορισμένο ύψος τόκου και καταβάλλεται σε ορισμένα χρονικά διαστήματα.

---

<sup>9</sup> Θάνος Γ., Κιόχος Π., (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική

## 2.3. ΜΑΚΡΟΧΡΟΝΙΑ ΚΑΙ ΒΡΑΧΥΧΡΟΝΙΑ ΙΣΟΡΡΟΠΙΑ ΣΤΗΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΙΑΘΡΩΣΗ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Οι βασικοί κανόνες για την εξασφάλιση της μακροχρόνιας και βραχυχρόνιας ισορροπίας στη χρηματοοικονομική διάρθρωση της επιχείρησης είναι οι εξής:

### 2.3.1. ΧΡΥΣΟΣ ΚΑΝΟΝΑΣ ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Οι πηγές άντληση κεφαλαίου, που θα ληφθούν υπόψη στον υπολογισμό του κόστους κεφαλαίου είναι οι μακροπρόθεσμες πηγές. Σύμφωνα με τον χρυσό κανόνα της χρηματοδότησης, μακροπρόθεσμα κεφάλαια θα πρέπει να χρησιμοποιούνται για την χρηματοδότηση μακροχρόνιων επενδύσεων. Ως απόρροια εφαρμογής αυτού του κανόνα, το κόστος κεφαλαίου χρησιμοποιείται για τον προσδιορισμό της αποδοτικότητας των μακροχρόνιων επενδύσεων. Μπορούμε λοιπόν να θεωρήσουμε ότι τα ουσιαστικά στοιχεία, που είναι σχετικά, για τον υπολογισμό του σταθμικού μέσου κόστους κεφαλαίου είναι τα ακόλουθα: α) το σύνολο του μακροπρόθεσμου δανεισμού β) το σύνολο των προνομιούχων μετοχών γ) το σύνολο των κοινών μετοχών δ) το τμήμα του έντοκου βραχυπρόθεσμου δανεισμού που θεωρείται μονιμότερου χαρακτήρα. Οι άτοκες υποχρεώσεις όπως οι λογαριασμοί πληρωτέοι, αντισταθμίζονται με τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία προκειμένου να υπολογισθεί το καθαρό κεφάλαιο κίνηση και συνεπώς αποκλείονται από τον υπολογισμό του συνολικού κόστους χρήσεως κεφαλαίου. Αυτές οι υποχρεώσεις παρέχουν χρηματοδότηση που στη βιβλιογραφία καλείται αυτογενής χρηματοδότηση<sup>10</sup>.

---

<sup>10</sup> Παπαδόπουλος Δ., Λαζαρίδης Ι. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση

### 2.3.2. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΩΝ ΠΑΓΙΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Η αξία των πάγιων στοιχείων, καθώς και των λοιπών στοιχείων μακράς διάρκειας του πάγιου ενεργητικού, πρέπει να χρηματοδοτείται, εάν είναι αυτό δυνατόν, με ίδια κεφάλαια (μετοχικό κεφάλαιο, αποθεματικά, κέρδη εις νέον κλπ).

Ο τρόπος αυτός χρηματοδότησης δεν δημιουργεί προβλήματα στη ρευστότητα της επιχείρησης, επειδή τα ίδια κεφάλαια δεν υπάρχει συγκεκριμένος χρόνος εξόφλησης τους, εφόσον ουσιαστικά πρόκειται για μόνιμες υποχρεώσεις προς τους φορείς της.

Ο προορισμός των ιδίων κεφαλαίων δεν είναι η εξόφληση τους κατά τη διάρκεια λειτουργίας της επιχείρησης, αλλά μόνο κατά τη λύση της. Στο μεταξύ, τα κέρδη που προκύπτουν από τις επενδύσεις, χρησιμοποιούνται για την ανανέωση των στοιχείων του πάγιου ενεργητικού (μηχανολογικό εξοπλισμό, εγκαταστάσεις κλπ., καθώς για την εξυπηρέτηση δανείων (καταβολή τοκοχρεολυτικών δόσεων) ή τη χρηματοδότηση της αξίας των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού.

Επισημαίνουμε ότι η επιχείρηση δεν πρέπει, σε καμία περίπτωση, να χρησιμοποιήσει βραχυπρόθεσμα κεφάλαια (δάνεια ή και βραχυπρόθεσμες πιστώσεις) για την χρηματοδότηση περιουσιακών στοιχείων μακράς διάρκειας.

Είναι αυτονόητος ο κίνδυνος που δημιουργείται στην επιχείρηση από τη χρηματοδότηση στοιχείων του πάγιου ενεργητικού με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Και αυτό διότι η μετατροπή των πάγιων στοιχείων σε χρήμα απαιτεί αρκετά χρόνια (καθότι πραγματοποιείται μέσω των αποσβέσεων που ενσωματώνονται μέσα στο κόστος ή τα έξοδα της προηγούμενης χρήσης) ενώ, η εξόφληση των βραχυπρόθεσμων δανείων πρέπει να γίνει αργότερα μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσης.

### **2.3.3. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΟΝΙΜΟΥ (ΚΑΘΑΡΟΥ) ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Η αξία του μόνιμου (καθαρού) κεφαλαίου κίνηση, δηλαδή η αξία εκείνων των στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού που δεσμεύονται για μεγάλο χρονικό διάστημα και συμπεριφέρονται, επομένως, ως πάγια στοιχεία, πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μακράς διάρκειας (κυρίως με ίδια κεφάλαια ή και με ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, πχ μακροπρόθεσμα δάνεια).

Το μεγαλύτερο μέρος του μόνιμου (καθαρού) κεφαλαίου κίνηση, επειδή δεσμεύεται για μακρύ χρονικό διάστημα, θα πρέπει, κανονικά να χρηματοδοτείται από τους μετόχους ή από φορείς της επιχείρησης με έκδοση μετοχών και με παρακράτηση κερδών με τη μορφή αποθεματικών.

Άλλες πηγές χρηματοδότησης του μόνιμου (καθαρού) κεφαλαίου κίνησης μπορεί ακόμη να είναι ξένα μακροπρόθεσμα κεφάλαια, όπως τα μακροπρόθεσμα δάνεια και η έκδοση από την επιχείρηση μακροχρόνιων ομολογιακών δανείων.

### **2.3.4. ΚΑΝΟΝΑΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΤΟΥ ΜΕΤΑΒΛΗΤΟΥ (ΠΡΟΣΩΡΙΝΟΥ) ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΚΙΝΗΣΗΣ**

Η αξία του μεταβλητού (προσωρινού) κεφαλαίου κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό μείον μόνιμο κεφάλαιο κίνηση), δηλαδή η αξία των στοιχείων εκείνων του κυκλοφορούντος ενεργητικού που δεσμεύονται για βραχύ χρονικό διάστημα, πρέπει να χρηματοδοτείται από βραχυπρόθεσμα κεφάλαια, δηλαδή από βραχυπρόθεσμες πιστώσεις που χορηγούν οι προμηθευτές της επιχείρησης, καθώς και από βραχυχρόνια τραπεζικά δάνεια<sup>11</sup>.

---

<sup>11</sup> Θάνος Γ., Κίochos Π., (2002), Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική



## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΘΕΩΡΙΕΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΙΑΡΘΡΩΣΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

### 3.1. ΠΑΡΑΔΟΣΙΑΚΗ ΘΕΩΡΙΑ ΠΕΡΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η άποψη της παραδοσιακής θεωρίας στο ερώτημα της ύπαρξης ή μη άριστης κεφαλαιακής διάρθρωσης είναι αρκετά απλή. Με δεδομένες τις εσωτερικές και εξωτερικές συνθήκες που αντιμετωπίζει η επιχείρηση και αν όλα τα υπόλοιπα μεγέθη παραμείνουν σταθερά, δέχεται ότι υπάρχει μια άριστη κεφαλαιακή διάρθρωση. Πιο συγκεκριμένα, η ουσία της παραδοσιακής θεωρίας είναι ότι η αξία μιας επιχείρησης σχετίζεται με την κεφαλαιακή δομή της και ότι υπάρχει μια άριστη κεφαλαιακή δομή, στο σημείο όπου το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ελαχιστοποιείται<sup>12</sup>.

Η άποψη της παραδοσιακής θεωρίας, στην πραγματικότητα, είναι ένα εύρος απόψεων οι οποίες βασίζονται πάνω κάτω σε παρόμοιες υποθέσεις. Αυτές οι υποθέσεις είναι οι ακόλουθες:

- ❖ Το ύψος των κερδών αναμένεται να παραμένει στο ίδιο ύψος στο διηνεκές και διανέμεται εξολοκλήρου ως μέρισμα στους κατόχους των μετοχών.
- ❖ Όλοι οι επενδυτές έχουν ταυτόσημες προσδοκίες σχετικά με τα μελλοντικά κέρδη.
- ❖ Ο επιχειρησιακός κίνδυνος παραμένει αμετάβλητος.
- ❖ Η κεφαλαιακή δομή μπορεί να μεταβληθεί άμεσα (γρήγορα) με την ανταλλαγή δανειακών τίτλων με μετοχές ή με την ανταλλαγή μετοχών με δανειακούς τίτλους, το δε κόστος αυτών των συναλλαγών είναι

---

<sup>12</sup> McMenamin Jim, (1999), *Financial Management: an introduction*

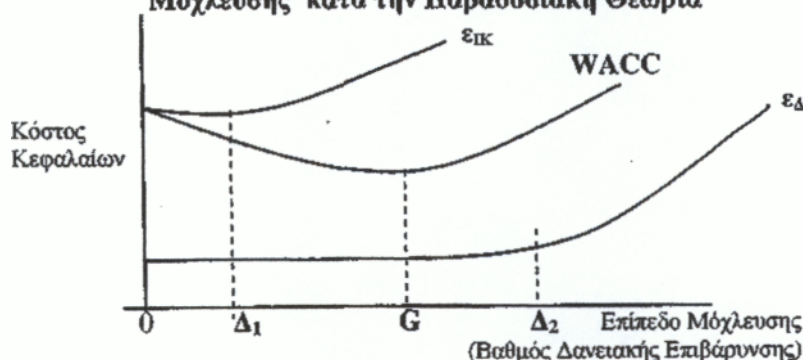
μηδενικό (ή οι συναλλαγές είναι ελεύθερες-κόστους).

- ❖ Το κόστος των δανειακών κεφαλαίων, καθώς αυξάνει το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης, παραμένει αμετάβλητο μέχρι ενός ορισμένου επιπέδου μόχλευσης. Πέρα από αυτό το "κρίσιμο" επίπεδο, δηλαδή όταν το μέγεθος των δανειακών κεφαλαίων έχει φτάσει ένα ορισμένο μέγεθος, το κόστος των δανειακών κεφαλαίων θα αρχίσει να αυξάνει.
- ❖ Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων θα αυξάνει καθώς αυξάνει το επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης.
- ❖ Το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου δεν παραμένει σταθερό, αλλά αντίθετα αρχικά ακολουθεί πτωτική τάση καθώς η αναλογία των δανειακών κεφαλαίων στο συνολικό κεφάλαιο αυξάνει με συνέπεια το χαμηλό κόστος τους να αντισταθμίζει το υψηλό κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Στη συνέχεια μετά από ένα "κρίσιμο" σημείο το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου αρχίζει να αυξάνει καθώς το αυξανόμενο κόστος των ιδίων κεφαλαίων αντισταθμίζει το χαμηλό κόστος των δανειακών κεφαλαίων ή συνοδεύεται από αυξανόμενο κόστος των δανειακών κεφαλαίων.
- ❖ Το άριστο επίπεδο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι εκείνο στο οποίο το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ελαχιστοποιείται και η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται.

Η παραδοσιακή θεωρία υποστηρίζει ότι το συνολικό κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης καθώς και η αξία της επιχείρησης δεν είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή δομή (διάρθρωση) της και υπάρχει μια άριστη κεφαλαιακή δομή, η οποία ελαχιστοποιεί το κόστος και μεγιστοποιεί την αξία της επιχείρησης.

Το εύρος των απόψεων της παραδοσιακής θεωρίας σχετικά με το κόστος κεφαλαίων απεικονίζονται στα ακόλουθα διαγράμματα:

**Διάγραμμα - Απεικόνιση της Σχέσης Κόστους Κεφαλαίου και Μόχλευσης κατά την Παραδοσιακή Θεωρία**



Όπου:  $\epsilon_{ικ}$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων  
 $\epsilon_{Δ}$  = κόστος δανειακών κεφαλαίων  
 WACC = σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου

Το διάγραμμα απεικονίζει την πιο ορθόδοξη από τις παραδοσιακές απόψεις για το κόστος κεφαλαίου. Το διάγραμμα δείχνει ότι το WACC ελαχιστοποιείται σε ένα συγκεκριμένο επίπεδο μόχλευσης που είναι ίσο με G. Το σχήμα της καμπύλης WACC έχει σχήμα που μοιάζει με "πιάτο" (saucer). Το σημείο G, όπου ελαχιστοποιείται το WACC, είναι το σημείο όπου μεγιστοποιείται η αξία της επιχείρησης.

Η αξία της επιχείρησης υπολογίζεται ως η παρούσα αξία των αναμενόμενων, μελλοντικών, ελεύθερων ταμειακών ροών χρησιμοποιώντας το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου ως ποσοστό προεξόφλησης. Όταν λοιπόν ελαχιστοποιείται το WACC, ενώ παραμένουν αμετάβλητες οι αναμενόμενες, μελλοντικές, ελεύθερες ταμειακές ροές (ή τα κέρδη), η αξία της επιχείρησης μεγιστοποιείται.

Το διάγραμμα θα γίνει πιο κατανοητό αν σημειώσουμε τα ακόλουθα. Το κόστος δανεισμού ( $\epsilon_{Δ}$ ) στο εύρος δανεισμού μηδέν έως  $\Delta_2$  παραμένει σταθερό στο ύψος  $\epsilon_{Δ}$ . Μετά το ύψος δανεισμού  $\Delta_2$  και καθώς η επιχείρηση πραγματοποιεί και άλλο δανεισμό, ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος αυξάνει και οι δανειστές αναπόφευκτα θα απαιτήσουν υψηλότερα επιτόκια (υψηλότερες αποδόσεις) προκειμένου να αντισταθμίσουν τον υψηλότερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο που αναλαμβάνουν. Η αυξητική τάση του κόστους δανεισμού εμφανίζεται μετά το σημείο G.

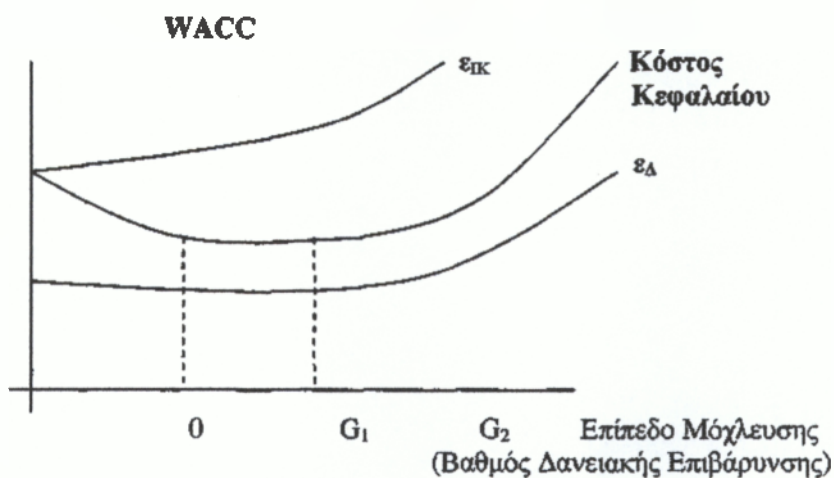
Το κόστος ιδίων κεφαλαίων ( $\epsilon_{ικ}$ ) επίσης παρουσιάζει αυξητική τάση μετά το επίπεδο δανεισμού  $\Delta_1$ . Αυτό είναι απόρροια του γεγονότος ότι καθώς το επίπεδο δανεισμού αυξάνει, το επίπεδο του χρηματοοικονομικού κινδύνου

στον οποίο είναι εκτεθειμένοι οι κάτοχοι κοινών μετοχών αυξάνει με συνέπεια να απαιτούν υψηλότερη απόδοση για την αντιστάθμιση του. Η αυξητική τάση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων εμφανίζεται πριν από το επίπεδο  $G$ .

Το WACC στην αρχή μειώνεται ως απόρροια του γεγονότος ότι η επιχείρηση επωφελείται από τη χρησιμοποίηση του δανεισμού, που αποτελεί την πηγή χρηματοδότησης με το μικρότερο κόστος και φτάνει το σημείο ελαχιστοποίησης. Καθώς όμως τόσο το  $\epsilon_{\Delta}$  όσο και το  $\epsilon_{\text{EK}}$  αρχίζουν την αυξητική πορεία αναπόφευκτα το WACC αρχίζει και αυτό να αυξάνει<sup>13</sup>.

Το παρακάτω διάγραμμα απεικονίζει την άποψη ότι δεν υπάρχει ένα μοναδικό επίπεδο μόχλευσης, αλλά ένα εύρος επιπέδων μόχλευσης τα οποία ελαχιστοποιούν το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου και μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Το σχήμα της καμπύλης WACC διαφέρει από αυτό του διαγράμματος όσον αφορά το "βάθος (πάτο) του πιάτου".

**Διάγραμμα 4\*** απεικόνιση της Σχέσης Κόστους Κεφαλαίου και Μόχλευσης κατά την Παραδοσιακή θεωρία



<sup>13</sup> Αυτή η ανάλυση της ελαχιστοποίησης του WACC παρουσιάζει κοινά χαρακτηριστικά με τη Μικροοικονομική Ανάλυση του Κόστους, τις Οικονομίες Κλίμακος και τις Diseconomies of Scales.

## 3.2. ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI – MILLER<sup>14</sup>

Η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης αφορά το συνδυασμό διαφόρων μορφών κεφαλαίου που η επιχείρηση χρησιμοποιεί για να χρηματοδοτήσει τις επενδύσεις της. Με άλλα λόγια, τι ποσοστό των κεφαλαίων προέρχεται από δανειακά και τι ποσοστό από ίδια κεφάλαια; Γιατί μια επιχείρηση πρέπει να γνωρίζει την άριστη κεφαλαιακή της δομή; Επειδή ο βασικός στόχος του χρηματοοικονομικού διευθυντή είναι η μεγιστοποίηση της αξίας της επιχείρησης. Αυτό επιτυγχάνεται με τον σωστό συνδυασμό ξένων και ιδίων κεφαλαίων.

Ο Franco Modigliani, καθηγητής στο Institute of Technology της Μασαχουσέτης, και ο Merton Miller, καθηγητής στο Graduate School of Business του Σικάγο, υπήρξαν πρωτοπόροι, διατυπώνοντας μέσα στις εργασίες τους “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” *American Economic Review*, June 1958 και “Corporate income taxes and the Cost of Capital: A Correction” *American Economic Review*, June 1963, μια από τις πιο πολυσυζητημένες θεωρίες σχετικά με την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης. Για τη συνεισφορά τους, μάλιστα, στην επιστήμη των οικονομικών, κέρδισαν το 1990 το βραβείο Νόμπελ.

Η θεωρία των Modigliani και Miller κατηγορείται από τους επικριτές της ότι βασίζεται σε υπεραπλουστευμένες υποθέσεις που σίγουρα δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα. Ωστόσο, πολλοί είναι αυτοί που αναγνωρίζουν την αξία της και τη συμβολή της ως βάσης για την καλύτερη κατανόηση του σωστού συνδυασμού ξένων και ιδίων κεφαλαίων για τη χρηματοδότηση της επιχείρησης.

### 3.2.1 ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER ΧΩΡΙΣ ΦΟΡΟΥΣ

Το αρχικό μοντέλο των Modigliani και Miller στηρίζεται στις ακόλουθες υποθέσεις:

---

<sup>14</sup> Modigliani F. & H. Miller, (1958), The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment”



1. Ο επιχειρησιακός κίνδυνος των επιχειρήσεων υπολογίζεται βάση της τυπικής απόκλισης των κερδών προ τόκων και φόρων, οπότε οι επιχειρήσεις που παρουσιάζουν τον ίδιο βαθμό κινδύνου ανήκουν σε μια ομογενή τάξη κινδύνου.
2. Όλοι οι επενδυτές – τωρινοί και μελλοντικοί – εκτιμούν τα μελλοντικά κέρδη προ τόκων και φόρων μιας επιχείρησης με τον ίδιο τρόπο, οπότε και έχουν ομογενείς προσδοκίες για τα μελλοντικά κέρδη.
3. Οι μετοχές και τα ομόλογα πωλούνται σε τέλειες αγορές κεφαλαίου, οπότε δεν υπάρχουν προμήθειες και οι επενδυτές μπορούν να δανείζονται με το ίδιο επιτόκιο με το οποίο δανείζονται και οι επιχειρήσεις.
4. Τα δανειακά κεφάλαια των ατόμων και των επιχειρήσεων δεν έχουν κίνδυνο, οπότε το επιτόκιο τους είναι όμοιο με το επιτόκιο των κρατικών ομολόγων και το ύψος του παραμένει σταθερό ανεξάρτητα από το ύψος των δανειακών κεφαλαίων της επιχείρησης.
5. Οι επιχειρήσεις εμφανίζουν μηδενική ανάπτυξη, δηλαδή τα κέρδη προ τόκων και φόρων θεωρούνται σταθερά, καθώς όλα τα κέρδη από τα ίδια κεφάλαια δίδονται ως μερίσματα, οπότε υπάρχει σταθερή σχέση ξένων προς ίδια κεφάλαια.

Για τη διατύπωση του μοντέλου αυτού, οι Modigliani και Miller θέτουν επίσης ως προϋπόθεση την απουσία επιχειρησιακών και προσωπικών φόρων. Έτσι, η θεωρία των Modigliani και Miller χωρίς φόρους περιγράφεται στις δύο παρακάτω προτάσεις:

#### **ΠΡΟΤΑΣΗ 1**

Η αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί μόνο ίδια κεφάλαια είναι ίση με την αξία μιας επιχείρησης που χρησιμοποιεί και ίδια και ξένα κεφάλαια για τη χρηματοδότησή της. Επομένως, η αξία της επιχείρησης και το κόστος του κεφαλαίου της είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της διάρθρωση.

Μπορούμε να υπολογίσουμε τη συνολική αξία της επιχείρησης με την κεφαλαιοποίηση της αναμενόμενης ροής των λειτουργικών κερδών της (EBIT), με ένα ποσοστό που αντιστοιχεί σε επιχείρηση χωρίς δανειακά κεφάλαια και για την ομάδα κινδύνου όπου ανήκει η επιχείρηση. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης εξαρτάται από τον τρόπο με τον οποίο η επιχείρηση λειτουργεί και όχι από τον τρόπο με τον οποίο το κεφάλαιο επιλέγεται και συλλέγεται για τις διάφορες εργασίες και δραστηριότητες.

Η πρόταση αυτή διατυπώνεται μαθηματικά ως εξής:

$$V = D + S = VL = Vu = EBIT / WACC = EBIT / KSU$$

όπου:

V = η συνολική αξία της επιχείρησης

D = η αξία των δανειακών κεφαλαίων

S = η αξία των μετοχών

VL = η αξία μιας επιχείρησης με μόχλευση (δανειακά κεφάλαια)

Vu = η αξία μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

EBIT = κέρδη προ τόκων και φόρων

KSU = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

WACC = σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου της επιχείρησης

Επομένως, σύμφωνα με την πρόταση αυτή, όταν δεν υπάρχουν φόροι η αξία της επιχείρησης είναι ανεξάρτητη από το βαθμό δανειακής επιβάρυνσής της.

## ΠΡΟΤΑΣΗ 2

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, οι Modigliani και Miller υποστηρίζουν ότι το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση ισούται με το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση που ανήκει στην ίδια τάξη κινδύνου, συν ένα πριμ κινδύνου για το χρηματοοικονομικό κίνδυνο (η διαφορά μεταξύ του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων πολλαπλασιαζόμενο με τη σχέση ξένα προς ίδια κεφάλαια).

Η πρόταση αυτή εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$KSL = KSU + Risk\ Premium = KSU + (KSU - KD) (D/S)$$

όπου:

$KSU$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των ιδίων κεφαλαίων σε μια συγκεκριμένη ομάδα κινδύνου

$KSU$  = κόστος ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση

$KD$  = κόστος δανειακών κεφαλαίων ή το απαιτούμενο ποσοστό απόδοσης επί των δανειακών κεφαλαίων που δε διατρέχει κίνδυνο

$D/S$  = βαθμός δανειακής επιβάρυνσης

Επομένως, σύμφωνα με την πρόταση αυτή, όσο αυξάνεται ο βαθμός μόχλευσης μιας επιχείρησης, τόσο θα αυξάνεται και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων.

Οι Modigliani και Miller υποστηρίζουν ότι όσο η επιχείρηση δανείζεται με σκοπό να κερδίσει από το χαμηλό κόστος των δανειακών κεφαλαίων, τόσο αυξάνεται το ρίσκο των μετοχών της, οπότε και το κόστος των ιδίων κεφαλαίων. Επομένως, το κέρδος που έχει η επιχείρηση από το χαμηλό κόστος δανειακών κεφαλαίων απαλείφεται από το αυξημένο κόστος ιδίων κεφαλαίων.

Συμπερασματικά, οι Modigliani και Miller ισχυρίζονται ότι, απουσία φόρων, η κεφαλαιακή δομή δεν επηρεάζει την αξία της επιχείρησης και το κόστος κεφαλαίου. Με άλλα λόγια, η αξία της επιχείρησης δεν επηρεάζεται από το βαθμό μόχλευσης της επιχείρησης. Ως εκ τούτου, γνωρίζουμε επίσης ότι και το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου μιας επιχείρησης δεν επηρεάζεται από την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

### 3.2.2. ΘΕΩΡΙΑ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER ΜΕ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΙΑΚΟΥΣ ΦΟΡΟΥΣ

Στο άρθρο που δημοσίευσαν το 1963, οι Modigliani και Miller παραδέχονται ότι η αρχική τους θεωρία ενέχει μια σημαντική παράλειψη, την απουσία φορολογίας. Αναθεωρώντας, λοιπόν, διατυπώνουν εκ νέου το

μοντέλο τους, παίρνοντας αυτή τη φορά υπόψη τους επιχειρησιακούς φόρους. Στη δεύτερη μελέτη τους, συμπεραίνουν ότι η ύπαρξη ξένων κεφαλαίων στην κεφαλαιακή δομή αυξάνει την αξία της επιχείρησης, καθώς οι τόκοι των δανειακών κεφαλαίων αποτελούν φορολογικά εκπιπτόμενο έξοδο, με αποτέλεσμα οι επενδυτές να λαμβάνουν μεγαλύτερο κομμάτι από τα κέρδη της μοχλευμένης επιχείρησης.

### **ΠΡΟΤΑΣΗ 1**

Η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης ισούται με:

1. Την αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση που ανήκει στην ίδια ομάδα κινδύνου

συν

2. Την αξία από τη μόχλευση, δηλαδή την αξία της φορολογικής ελάφρυνσης από τη χρήση ξένων κεφαλαίων (φορολογικός συντελεστής επί το ύψος των δανειακών κεφαλαίων)

Η πρόταση αυτή εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$VL = VU + T * D$$

όπου:

VL = η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης

VU = η αξία της επιχείρησης χωρίς μόχλευση

D = η αξία των ξένων κεφαλαίων

T = ο συντελεστής φορολογίας

T \* D = η ωφέλεια από τη χρήση δανειακών κεφαλαίων

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, η αξία της επιχείρησης φτάνει στο ύψιστο επίπεδο όταν η επιχείρηση χρησιμοποιεί εξ ολοκλήρου ξένα κεφάλαια. Αντίστοιχα, μπορούμε να υπολογίσουμε την αξία της μη μοχλευμένης επιχείρησης με τον εξής μαθηματικό τύπο:

$$VU = S = EBIT (1 - T) / KSU$$

## ΠΡΟΤΑΣΗ 2

Το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης με μόχλευση ισούται με:

1. το κόστος των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς μόχλευση που ανήκει στην ίδια ομάδα κινδύνου

συν

2. ένα πριμ κινδύνου που υπολογίζεται ανάλογα με τη διαφορά μεταξύ του κόστους των ιδίων κεφαλαίων μιας επιχείρησης χωρίς δανειακά κεφάλαια και του κόστους των δανειακών κεφαλαίων επί το βαθμό δανειακής επιβάρυνσης και το συντελεστή

Η πρόταση αυτή εκφράζεται μαθηματικά ως εξής:

$$KSL = KSU + (KSU - KD) (1 - T) (D / S)$$

Το  $(1 - T)$  είναι μικρότερο της μονάδας, οπότε η αύξηση του κόστους των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης που χρησιμοποιεί δανειακά κεφάλαια γίνεται πιο αργά σε σύγκριση με την περίπτωση όπου δεν υπήρχαν φόροι. Σε αυτό οφείλεται, καθώς και στο γεγονός ότι η φορολογία μειώνει το κόστος των ξένων κεφαλαίων, η αύξηση της αξίας της επιχείρησης καθώς αυξάνει η μόχλευση.

Σύμφωνα με αυτό το μοντέλο, το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου δίνεται από το εξής τύπο:

$$WACC = KSL (S / V) + KD (1 - T) (D / V)$$

### 3.2.3. ΚΡΙΤΙΚΗ ΤΗΣ ΘΕΩΡΙΑΣ ΤΩΝ MODIGLIANI ΚΑΙ MILLER

Η θεωρία των Modigliani και Miller έχει δεχθεί αρκετή κριτική, τόσο από ακαδημαϊκούς, όσο και από χρηματοοικονομικούς διευθυντές. Αυτό για το οποίο κατά κύριο λόγο κατηγορείται είναι ότι οι υποθέσεις πάνω στις οποίες στηρίζεται δεν ανταποκρίνονται στην πραγματικότητα.



Κατ'αρχάς, οι Modigliani και Miller θεωρούν ότι τα προσωπικά και τα επιχειρησιακά δανειακά κεφάλαια είναι τέλεια υποκατάστατα. Ωστόσο, ένα άτομο που επενδύει σε μια επιχείρηση με ξένα κεφάλαια δεν κινδυνεύει τόσο από ζημία, καθώς έχει πιο περιορισμένη ευθύνη (σε αντίθεση με την περίπτωση όπου θα χρησιμοποιούσε 'homemade' δανειακά κεφάλαια).

Σύμφωνα με το μοντέλο αυτό, δεν υπάρχουν κόστη συναλλαγών, οπότε η μεταπήδηση από μια επιχείρηση με ξένα κεφάλαια σε μια επιχείρηση χωρίς ξένα κεφάλαια δεν επιφέρει κανένα κόστος. Εντούτοις, στην πραγματικότητα υπάρχουν κόστη συναλλαγών, οπότε και η μεταπήδηση από μοχλευμένη σε μη μοχλευμένη επιχείρηση δε συμβαίνει τόσο αβίαστα.

Ακόμη, οι Modigliani και Miller θεωρούν ότι οι επιχειρήσεις και τα άτομα μπορούν να δανεισθούν στο ίδιο επιτόκιο. Στην πραγματικότητα, οι επιχειρήσεις δανείζονται σε πιο ευνοϊκό επιτόκιο από αυτό που ισχύει για τους ιδιώτες.

Τέλος, η θεωρία των Modigliani και Miller αγνοεί τα κόστη που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική δυσπραγία των επιχειρήσεων, καθώς και τα κόστη αντιπροσώπευσης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΘΕΩΡΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ ΛΑΜΒΑΝΟΝΤΑΣ ΥΠΟΨΗ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ ΚΑΙ ΤΟ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ

### 4.1. ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ – ΈΝΝΟΙΑ<sup>15</sup>

Η χρηματοοικονομική δυσπραγία παρουσιάζεται όταν μία επιχείρηση δεν μπορεί να ικανοποιήσει τους πιστωτές της. Αυτό σημαίνει ότι:

- Η επιχείρηση κηρύσσεται σε πτώχευση, κατά την οποία οι πιστωτές αναλαμβάνουν τη διαχείριση, πωλούν τα περιουσιακά στοιχεία και αναδιοργανώνουν ό,τι μπορούν. Η ρευστοποίηση των περιουσιακών στοιχείων μπορεί να παρουσιάσει μεγάλη χρονική καθυστέρηση, με αποτέλεσμα μία πιθανή αλλοίωσή τους
- Η επιχείρηση πρέπει να προβεί σε μία πολυέξοδη αναδιοργάνωση για να εξοφλήσει τους πιστωτές της (αμοιβές δικηγόρων, έξοδα δικαστηρίων και άλλα διοικητικά έξοδα)

Όταν μία επιχείρηση βρίσκεται σε κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, οι χρηματικές ροές είναι χαμηλές σε σχέση με τις πληρωμές χρεών και ταυτόχρονα η αξία των περιουσιακών στοιχείων είναι χαμηλή σε σχέση με την ονομαστική αξία του χρέους. Σε αυτή την περίπτωση μειώνονται οι χρηματικές ροές λόγω των δυσκολιών που παρουσιάζονται στις συναλλαγές με πελάτες, εργαζομένους και στρατηγικούς συνεργάτες. Αυτή η μείωση αποτελεί το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, που περιλαμβάνει ένα σταθερό τμήμα και ένα αναλογικό τμήμα, που είναι η διαφορά μεταξύ των απαιτούμενων πληρωμών κουπονιών και του εισοδήματος της επιχείρησης.

---

<sup>15</sup> Παπαδόπουλος Δ., Λαζαρίδης Ι. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Όταν μία επιχείρηση οδηγείται σε χρηματοοικονομική δυσπραγία, οι managers και οι εργαζόμενοι συνήθως χάνουν τη δουλειά τους. Γι' αυτό, οι managers μπορεί να μην αποφασίσουν μία μεγαλύτερη μόχλευση, που μπορεί να είναι άριστη, καθώς η αύξηση της μόχλευσης αυξάνει τον κίνδυνο πτώχευσης ή μπορεί να ενδιαφερθούν αποκλειστικά για την βραχυχρόνια βιωσιμότητα της επιχείρησης. Ακόμη και οι πελάτες ή οι προμηθευτές μπορεί να προβούν σε ενέργειες που βλάπτουν τη θέση της επιχείρησης.

#### 4.1.2. ΚΟΣΤΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ – ΈΝΝΟΙΑ<sup>16</sup>

Τα αναμενόμενα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας είναι συνάρτηση των εξής μεταβλητών:

- Κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας

Τα άμεσα κόστη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας περιλαμβάνουν τα κόστη που πληρώνει η επιχείρηση κατά τη διάρκεια της αναδιοργάνωσης και διαδικασίας ρευστοποίησης (κόστη φυσικής φθοράς περιουσιακών στοιχείων, νομικά, δικαστικά και άλλα διοικητικά έξοδα).

Τα έμμεσα κόστη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας περιλαμβάνουν απώλειες πωλήσεων και κερδών, μειωμένη ικανότητα βιωσιμότητας της επιχείρησης (ανταγωνιστές παίρνουν μερίδια αγοράς, μειωμένος χρόνος απασχόλησης), μη ορθολογικές ενέργειες της διοίκησης και κόστη που επιβάλλονται από τους πελάτες, τους προμηθευτές και τους παρέχοντες τα κεφάλαια. Το άθροισμά τους αποτελεί τα συνολικά κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

- Πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας

---

<sup>16</sup> Παπαδόπουλος Δ., Λαζαρίδης Ι. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση

Τα άμεσα και έμμεσα κόστη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας είναι συνήθως υψηλά. Επιπλέον πρέπει να σημειωθεί ότι η χρηματοοικονομική δυσπραγία εμφανίζεται μόνο εάν η επιχείρηση έχει δανειακά κεφάλαια.

Συνεπώς, όσο μεγαλύτερη είναι η χρηματοδότηση δια μέσου των δανειακών κεφαλαίων, και φυσικά μεγαλύτερα τα σταθερά χρηματοοικονομικά έξοδα, τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα ότι μια μείωση των κερδών θα οδηγήσει σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και συνεπώς τόσο μεγαλύτερη είναι η πιθανότητα ότι τα κόστη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας θα πραγματοποιηθούν.

#### 4.1.3. ΕΙΔΗ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ

Ο όρος χρηματοοικονομική δυσπραγία περιλαμβάνει:

- Μία επιχείρηση βρίσκεται σε οικονομική χρεοκοπία όταν το καθαρό επιτόκιο απόδοσής της, προσαρμοσμένο στον κίνδυνο, είναι μικρότερο από το ισχύον επιτόκιο της αγοράς
- Νομική χρεοκοπία υπάρχει όταν τα περιουσιακά στοιχεία της επιχείρησης δεν επαρκούν για την κάλυψη των υποχρεώσεων προς τους πιστωτές της
- Τεχνική πτώχευση είναι μία κατάσταση στην οποία η επιχείρηση αδυνατεί να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις της, παρόλο που η αξία των περιουσιακών στοιχείων της είναι μεγαλύτερη του συνόλου των υποχρεώσεών της
- Πτώχευση από την άποψη των Ιδίων Κεφαλαίων υπάρχει όταν οι συνολικές υποχρεώσεις είναι μεγαλύτερες από την αξία των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης.

#### 4.1.4. ΑΙΤΙΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ

Η πιθανότητα να οδηγηθεί μία εταιρία σε χρηματοοικονομική δυσπραγία οφείλεται σε:

- ❖ Οικονομικούς κινδύνους, που συνδέονται με τον κλάδο όπου δραστηριοποιείται η εταιρία και τις γενικότερες συνθήκες της οικονομίας
- ❖ Χρηματοοικονομικούς κινδύνους, που εξαρτώνται από τις αποφάσεις της διοίκησης της εταιρίας. Όταν η διοίκηση αποφασίζει αύξηση της χρήσης Ξένων Κεφαλαίων, μειώνεται η σταθερότητα των κερδών, αυξάνεται ο χρηματοοικονομικός κίνδυνος και επομένως η πιθανότητα χρεοκοπίας
- ❖ Η ουσιαστική αιτία είναι η διοικητική ανικανότητα, δηλαδή η έλλειψη διοικητικών ικανοτήτων, ανεξάρτητα από το μέγεθος και το είδος των δραστηριοτήτων της επιχείρησης. Από την άλλη μεριά τα συνήθη αίτια μίας χρεοκοπίας, όπως έλλειψη κεφαλαίων, λογιστικά σφάλματα, λάθη στο σχεδιασμό κτλ. είναι περισσότερο δικαιολογίες για την χαμηλή απόδοση της επιχείρησης.

#### 4.1.5. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ

Αν μία επιχείρηση παρουσιάζει μείωση κερδών και απώλεια εισοδήματος, ενώ η πιθανότητα αύξησης κερδών είναι μικρή, τότε θα είναι καλύτερο να εκδώσει νέες μετοχές. Αντίθετα, αν έχει σταθερό εισόδημα και προοπτική ανάπτυξης μπορεί να αυξήσει τη χρήση ΞΚ μέσω έκδοσης ομολογιών.

Στην πράξη μία επιχείρηση αντιμετωπίζει υψηλά επιτόκια εκτός από χαμηλά επίπεδα συντελεστή  $\Xi\text{K} / \text{IK}$ , αφού οι δανειστές και οι δανειζόμενοι



είναι ευαίσθητοι στην πιθανότητα πτώχευσης. Η ανάλυση Modigliani–Miller υποθέτει ότι οι επενδυτές και οι επιχειρήσεις μπορούν να δανειστούν με το ίδιο επιτόκιο, όταν δεν υπάρχει πιθανός κίνδυνος πτώχευσης. Όμως, όταν υπάρχουν διαφορές στα επιτόκια δανεισμού, δηλαδή υπεισέρχεται στο μοντέλο ο κίνδυνος πτώχευσης, η άριστη κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης απέχει αρκετά από τη χρηματοδότηση 100% με ΞΚ. Ο πραγματικός βαθμός μόχλευσης θα αντικατοπτρίζει την ικανότητα της συγκεκριμένης επιχείρησης να αντιμετωπίσει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο που συνεπάγεται η χρήση ΞΚ χωρίς αυτό να συνοδεύεται με αυξημένα επίπεδα επιτοκίων ή μείωση της τιμής της μετοχής της.

Μπορούμε να ενσωματώσουμε την πιθανότητα πτώχευσης στο βασικό μοντέλο κεφαλαιακής δομής Modigliani–Miller ως εξής:

Αν υποθέσουμε ότι:

1. Η επιχείρηση πληρώνει κάθε χρόνο προμήθεια σε μία ασφαλιστική εταιρία έναντι της πιθανότητας πτώχευσης με τη συμφωνία να πληρώνει η ασφαλιστική εταιρία το επιτόκιο στους πιστωτές της κατά τη διάρκεια των ετών που εμφανίζει ζημίες και

2. Η πτώχευση συνεπάγεται ένα ποσοστό ζημίας επί των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης,

θα πρέπει να αφαιρέσουμε από τη βασική εξίσωση αξίας της επιχείρησης, που περιλαμβάνει κόστη ρευστοποίησης των περιουσιακών στοιχείων, αμοιβές δικηγόρων, πληρωμές προς πιστωτές κλπ., τις παρούσες αξίες των πρόσθετων προμηθειών και τα επιπλέον κόστη, για να υπολογίσουμε την άριστη κεφαλαιακή δομή.

Όσο μεγαλύτερη η χρηματοοικονομική μόχλευση (δηλαδή ο λόγος ΞΚ / ΙΚ) και το επιτόκιο των ομολογιών που εκδίδει η επιχείρηση, τόσο μεγαλύτερη η πιθανότητα πτώχευσης και μεγαλύτερη η προμήθεια που η επιχείρηση θα είναι πρόθυμη να πληρώσει για να αποφύγει την πτώχευση. Έτσι, μέχρι κάποιο επίπεδο μόχλευσης αυξάνεται η αξία της επιχείρησης, ενώ από εκεί και πέρα η περαιτέρω χρήση ΞΚ μειώνει την αξία της επιχείρησης. Επομένως η άριστη κεφαλαιακή δομή δε συνεπάγεται 100% χρήση ΞΚ. Το γεγονός αυτό

εξηγείται ως εξής: Η αύξηση της μόχλευσης αυξάνει τα αναμενόμενα κέρδη και την αξία της επιχείρησης, αλλά παράλληλα αυξάνει και τον κίνδυνο χρεωκοπίας. Μέχρι κάποιο επίπεδο, η μόχλευση έχει θετική επίδραση, αλλά από εκεί και πέρα ο κίνδυνος πτώχευσης κυριαρχεί και η επίδραση γίνεται αρνητική. Σε αυτό το σημείο βρίσκεται η άριστη κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης, το οποίο απέχει αρκετά από την 99% χρήση ΞΚ.

Παράλληλα, η άριστη κεφαλαιακή δομή διαφέρει και μεταξύ επιχειρήσεων που παρουσιάζουν διαφορετικό βαθμό οικονομικού κινδύνου. Επιχειρήσεις με μεγαλύτερο οικονομικό κίνδυνο, π.χ. κατασκευαστικές, θα τείνουν να χρησιμοποιούν αναλογικά λιγότερα ΞΚ από επιχειρήσεις με μικρότερο βαθμό κινδύνου, π.χ. δημοσίων αγαθών.

### Τύποι προσδιορισμού αξίας της επιχείρησης

$$V_L^* = V_L - PV(P) = V_U + \alpha * B_L - PV(P),$$

όπου:

$V_L^*$  = αξία της μοχλευμένης επιχείρησης που είναι ασφαλισμένη έναντι πτώχευσης

$V_L$  = αξία της μοχλευμένης επιχείρησης

$V_U$  = αξία της μη μοχλευμένης επιχείρησης

$PV(P)$  = παρούσα αξία της προμήθειας προς την ασφαλιστική εταιρία

$\alpha * B_L$  = ωφέλεια από τη χρήση ΞΚ

$\alpha$  = θετικός αριθμός που δείχνει το πλεονέκτημα χρήσης ΞΚ,

συντελεστής φορολογίας των επιχειρησιακών κερδών

$B_L$  = αγοραία αξία των δανειακών κεφαλαίων

Ή

$$V_L = V_U + PV(\text{Φόρου}) - PV(\text{Cost of financial distress})$$

Όσο αυξάνεται η χρηματοοικονομική δυσπραγία, μειώνεται η αξία της μοχλευμένης επιχείρησης και άρα μειώνονται τα ΞΚ.

## 4.2. ΘΕΩΡΙΑ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ (AGENCY THEORY)<sup>17</sup>

Η θεωρία της αντιπροσώπευσης προτείνει ότι υπάρχει σχέση μεταξύ του τρόπου ιδιοκτησίας (δηλαδή της κεφαλαιακής δομής) μίας επιχείρησης και των στρατηγικών που ακολουθεί. Το άρθρο προσπαθεί να διαπιστώσει αν υπάρχει και στις μικρές επιχειρήσεις σχέση μεταξύ κόστους αντιπροσώπευσης, κεφαλαιακής δομής, μόχλευσης και πολιτικής μερισμάτων, η οποία επηρεάζει τις στρατηγικές αποφάσεις για την κεφαλαιακή δομή της. Η σχέση αντιπροσώπευσης (agency relationship) δημιουργείται όταν ένα ή περισσότερα άτομα, που καλούνται principals, προσλαμβάνουν άλλα άτομα, που καλούνται αντιπρόσωποι (agents), να εκτελέσουν κάποια υπηρεσία και στη συνέχεια εκχωρούν σε αυτά την εξουσία λήψης αποφάσεων. Οι κύριες σχέσεις αντιπροσώπευσης που μπορούν να οδηγήσουν σε σύγκρουση συμφερόντων είναι:

1. μεταξύ της διοίκησης της επιχείρησης και των μετόχων και
2. μεταξύ των μετόχων και των πιστωτών – ομολογιούχων

Η σχέση αντιπροσώπευσης μπορεί να περιλαμβάνει εκχώρηση από την πλευρά της διοίκησης σε μία ομάδα διευθυντών της εξουσίας λήψης αποφάσεων, ώστε να προστατευτούν τα δικαιώματα των μετόχων.<sup>7</sup>

Για παράδειγμα, οι managers μπορεί να έχουν συμφέρον να ακολουθήσουν μία πολιτική χαμηλότερου κινδύνου, ενώ οι μέτοχοι προτιμούν πολιτικές υψηλότερου κινδύνου. Ακόμη, η διοίκηση μπορεί να επιχειρήσει να αναλάβει ενέργειες που θα ωφελήσουν τους μετόχους, αλλά θα είναι σε βάρος των πιστωτών – ομολογιούχων.

Αν η διοίκηση αυξήσει το μερίδιό της σε ΙΚ θα οδηγηθεί σε σύγκλιση με τα συμφέροντα των μετόχων και θα μειώσει τα κόστη αντιπροσώπευσης των νέων μετόχων. Ωστόσο, θα μειώσει τη διασπορά του χαρτοφυλακίου της και

---

<sup>17</sup> Fox, Charles J. (1998), Ethics and Agency Theory: An Introduction, American Review of Public Administration

θα αυξήσει τα κόστη διασποράς, τα οποία είναι μεγαλύτερα για μεγάλες επιχειρήσεις.

Αν η διοίκηση αυξήσει το ποσοστό ΞΚ, θα μειωθεί η ανάγκη για ΙΚ και το κόστος αντιπροσώπευσης των μετόχων. Όμως καθώς αυξάνεται η μόχλευση, αυξάνεται η πιθανότητα να φτάσει η επιχείρηση σε χρηματοοικονομική δυσπραγία, οπότε αυξάνεται το κόστος αντιπροσώπευσης των ΞΚ μεταξύ μετόχων και δανειστών, που απαιτούν μεγαλύτερο ποσοστό απόδοσης.

Η διοίκηση μπορεί να μειώσει το κόστος αντιπροσώπευσης των ΙΚ πληρώνοντας μερίσματα και αναγκάζοντας την επιχείρηση να οδηγηθεί σε εξωτερικό δανεισμό. Η διανομή μερισμάτων μειώνει τη δυνατότητα αυτοχρηματοδότησης της επιχείρησης και την ωθεί σε αναζήτηση κεφαλαίων στην εξωτερική αγορά.

Έτσι, η διοίκηση μπορεί να επιλέξει τον άριστο συνδυασμό μόχλευσης και μερισμάτων για να ελέγξει τα κόστη αντιπροσώπευσης.

#### 4.2.1. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ – ΈΝΝΟΙΑ<sup>18</sup>

Το κόστος αντιπροσώπευσης είναι η διαφορά μεταξύ:

- Της μέγιστης αξίας της επιχείρησης  $V = E^V + D^V$ , που είναι το άθροισμα της αξίας ΙΚ + ΞΚ και
- Της μέγιστης αξίας των ΙΚ της επιχείρησης σαν ποσοστό της αξίας της επιχείρησης που δεν πληρώνει φόρους και αντικατοπτρίζει τη μείωση της αξίας που προκύπτει όταν η προσπάθεια για μεγιστοποίηση της αξίας των ΙΚ οδηγεί σε αποκλίσεις από την άριστη επενδυτική και χρηματοοικονομική στρατηγική. Συγκεκριμένα, σε μία επιχείρηση με στατική άριστη κεφαλαιακή δομή, τα κόστη αντιπροσώπευσης είναι 2.1% της αξίας της επιχείρησης που δεν πληρώνει φόρους, ενώ σε μία επιχείρηση με δυναμική άριστη κεφαλαιακή δομή, το αντίστοιχο ποσοστό είναι 5.9%.

<sup>18</sup> Παπαδόπουλος Δ., Λαζαρίδης Ι. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση

#### 4.2.2. ΔΥΝΑΜΙΚΟ ΚΑΙ ΣΤΑΤΙΚΟ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝ

Για όλες τις επιχειρήσεις όταν τα σταθερά κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μειώνονται, η αναλογία ΞΚ προς Συνολικά Κεφάλαια αυξάνεται. Το αποτέλεσμα αυτό είναι περισσότερο έντονο στις επιχειρήσεις που δρουν σε στατικό παρά σε δυναμικό περιβάλλον. Και αυτό γιατί στη δεύτερη περίπτωση η επιχείρηση μπορεί να μειώσει την πιθανότητα χρηματοοικονομικής δυσπραγίας εξοφλώντας τις υποχρεώσεις της στη λήξη τους. Για τον ίδιο λόγο, η αξία της επιχείρησης είναι λιγότερο ευαίσθητη στα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας στη δυναμική περίπτωση.

Επίσης, μία αύξηση στα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης, γεγονός που αντανακλά το μικρότερο βαθμό μόχλευσης των επιχειρήσεων με υψηλότερα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και στη δυναμική περίπτωση την επιθυμία για εξόφληση των υποχρεώσεών τους. Σε δυναμικό περιβάλλον η επιχείρηση έχει μικρότερο βαθμό μόχλευσης, αφού έχει τη δυνατότητα να αυξήσει τη χρήση ΞΚ στο μέλλον.

Ακόμη, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης που προκύπτουν από τη διαμάχη μετόχων και πιστωτών – ομολογιούχων είναι πιο σημαντικά στη δυναμική περίπτωση για δύο λόγους<sup>19</sup>:

- Οι επιχειρήσεις τείνουν να αυξάνουν τη μόχλευση όταν οι συνθήκες της αγοράς είναι ευνοϊκές, με αποτέλεσμα την επιδείνωση του προβλήματος των μικρών επενδύσεων.
- Μία επιχείρηση μεγιστοποίησης ΙΚ τείνει να εξοφλεί τα χρέη της πολύ αργά σε σχέση με μία επιχείρηση μεγιστοποίησης αξίας όταν οι συνθήκες δεν είναι ευνοϊκές.

Τέλος, τα προβλήματα αντιπροσώπευσης μπορεί να περιλαμβάνουν και τις σχέσεις μεταξύ διοίκησης και μετόχων και συγκεκριμένα τις ενέργειες

<sup>19</sup> Παπαδόπουλος Δ., Λαζαρίδης Ι. (2005), Χρηματοοικονομική Διοίκηση



υπερεπένδυσης των managers που όμως είναι δυνατό να αυξάνουν τον κίνδυνο πτώχευσης.

#### 4.2.3. ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ<sup>20</sup>

Γενικά, η άριστη κεφαλαιακή δομή ελαχιστοποιεί τα κόστη αντιπροσώπευσης και διευκολύνει την επιλογή περιουσιακών στοιχείων.

Ενώ οι Modigliani – Miller υποστήριξαν ότι η αξία της επιχείρησης και τα κόστη κεφαλαίου είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή δομή της, είναι γενικά αποδεκτό ότι η θεωρία τους εφαρμόζεται σε τέλειες συνθήκες αγοράς. Αντίθετα, σε μη τέλειες αγορές, οι επιχειρήσεις εξετάζουν διαφορετικά επενδυτικά προγράμματα που χρηματοδοτούνται με διαφορετικούς τρόπους, ενώ παράλληλα η κεφαλαιακή δομή τους επηρεάζεται από τα κόστη αντιπροσώπευσης και το είδος των περιουσιακών στοιχείων.

Οι επιδράσεις του κόστους αντιπροσώπευσης εξετάζονται από τους Jensen και Meckling<sup>21</sup>, οι οποίοι εξηγούν ότι καθώς ένας manager κάνει αύξηση των ΙΚ, μπορεί να αναγκαστεί να επιδιώξει μη χρηματικά οφέλη, γιατί θα μπορεί να μοιραστεί το κόστος με νέους μετόχους. Οι νέοι μέτοχοι γνωρίζουν αυτό το πρόβλημα αντιπροσώπευσης (agency problem) και συνεπώς είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν μικρότερη τιμή για τις νέες μετοχές, αυξάνοντας επομένως το κόστος των νέων μετοχών.

Από την άλλη πλευρά, αν η επιχείρηση αυξήσει τα ΞΚ, τότε οι ομολογιούχοι θα είναι επιφυλακτικοί αν πιστεύουν ότι είναι εκτεθειμένοι σε ανάληψη υπερβολικού κινδύνου, σε αντίθεση με τους μετόχους που ωφελούνται μη αναλογικά αν η επιχείρηση είναι ιδιαίτερα μοχλευμένη. Άρα, το κόστος των ΞΚ αυξάνεται με τη μόχλευση. Η άριστη κεφαλαιακή δομή ελαχιστοποιεί το άθροισμα του κόστους αντιπροσώπευσης των ΞΚ και των ΙΚ.

---

<sup>20</sup> Levy, H. and Sarnat, M., (1994), Capital Investment and Financial Decisions, 5th edition

<sup>21</sup> Tan R. (2003), Agency Theory: Exploring Jensen & Meckling's work

#### 4.2.4. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ, ΕΙΔΟΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΟΜΗ<sup>22</sup>

Παράλληλα, αν μία επένδυση απαιτεί πολύ συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, την πρώτη περίοδο χρηματοδοτείται με ΙΚ που δεν μπορούν να ελεγχθούν από τους ομολογιούχους, ενώ αν απαιτεί πιο γενικά περιουσιακά στοιχεία, που μπορούν να ελεγχθούν, χρηματοδοτείται με ΞΚ. Για πολύ συγκεκριμένα περιουσιακά στοιχεία, καθώς αυξάνεται η χρήση ΙΚ και μειώνεται η μόχλευση της επιχείρησης, αυξάνεται το κόστος των ΙΚ και μειώνεται το κόστος των ΞΚ, οπότε προφυλάσσονται οι ομολογιούχοι από την ανάληψη υπερβολικού κινδύνου, που μειώνει τα κόστη αντιπροσώπευσης των ΞΚ. Επομένως, με την πάροδο του χρόνου, συμφέρει την επιχείρηση να μεταβάλλει τον τρόπο χρηματοδότησης, χρησιμοποιώντας πλέον ΞΚ ως πιο φθηνή πηγή χρηματοδότησης. Έτσι, σε μία μακροπρόθεσμη περίοδο, τα κόστη αντιπροσώπευσης των ΞΚ γίνονται μικρότερα από τα κόστη αντιπροσώπευσης των ΙΚ και συμφέρει η αύξηση των ΞΚ και η μείωση των ΙΚ. Πάντως, όσο πιο συγκεκριμένο το είδος των περιουσιακών στοιχείων και μεγαλύτερη η δυσκολία αναδιάρθρωσής τους, τόσο πιο αργά η επιχείρηση κάνει χρήση ΞΚ και στηρίζεται περισσότερο σε ΙΚ. Η άριστη κεφαλαιακή δομή ελαχιστοποιεί το άθροισμα του κόστους αντιπροσώπευσης και του κόστους που προέρχεται από το είδος των περιουσιακών στοιχείων. Βέβαια, σε ειδικές περιπτώσεις κυριαρχούν το κόστος αντιπροσώπευσης ή το είδος των περιουσιακών στοιχείων.

#### 4.2.5. ΚΟΣΤΟΣ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΥΣΗΣ, ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΙΑΚΗ ΔΟΜΗ<sup>23</sup>

Σε πραγματικές συνθήκες, τα κόστη αντιπροσώπευσης των ΞΚ σε σχέση με την υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων είναι μικρότερα από τα φορολογικά πλεονεκτήματα από τη χρήση ΞΚ.

<sup>22</sup> Levy, H. and Sarnat, M., (1994), *Capital Investment and Financial Decisions*, 5th edition

<sup>23</sup> Levy, H. and Sarnat, M., (1994), *Capital Investment and Financial Decisions*, 5th edition

Μία επιχείρηση που μπορεί να προσυμφωνήσει για το επίπεδο κινδύνου πριν αποδεχτεί τη χρήση ΞΚ, θα επιλέξει μία στρατηγική με μεγαλύτερο μέσο κίνδυνο. Η μόχλευση θα είναι μικρότερη και θα χρησιμοποιηθούν βραχυπρόθεσμα ΞΚ. Η απόδοση αυξάνεται, όταν αυξάνεται η πιθανότητα για υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων.

Αλλά για μία επιχείρηση που δεν ενδέχεται να κάνει υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων, η άριστη μόχλευση μπορεί να αυξάνεται. Αυτό αντιμάχεται την άποψη ότι η άριστη μόχλευση μειώνεται όταν η υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων είναι πιθανή. Η υποκατάσταση των περιουσιακών στοιχείων θα λαμβάνει χώρα ακόμη και όταν δεν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (εκ των προτέρων υπόθεση), σε μικρότερο βέβαια βαθμό από όταν υπάρχουν κόστη αντιπροσώπευσης (εκ των υστέρων υπόθεση). Τα κόστη αντιπροσώπευσης μπορεί να μη συνδέονται θετικά με την επιλογή του άριστου επιπέδου μόχλευσης.<sup>11</sup>

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης φανερώνουν ότι η μεγάλη ωφέλεια από τη χρήση ΞΚ συγκεντρώνεται σε επιχειρήσεις με υψηλά διοικητικά κόστη αντιπροσώπευσης, οι οποίες είναι πιο πιθανό να έχουν προβλήματα υπερεπένδυσης, τα οποία προκύπτουν από την ύπαρξη μεγάλου μεγέθους περιουσιακών στοιχείων σε συνδυασμό με περιορισμένες δυνατότητες ανάπτυξης. Σκοπός της χρήσης ΞΚ θα είναι να μειωθεί άμεσα η υπερεπένδυση ή οι επιχειρήσεις να δηλώσουν την πρόθεσή τους για αποφυγή της υπερεπένδυσης. Επομένως, η σύναψη (κοινοπρακτικών) δανείων είναι πιο αποτελεσματική στη δημιουργία αξίας για επιχειρήσεις αυτού του είδους. Ταυτόχρονα, θα πρέπει να υπάρχει διαχωρισμός διοικητικού ελέγχου και ιδιοκτησίας.

Η εξίσωση της κεφαλαιακής δομής δείχνει ότι η χρήση ΞΚ μέχρι κάποιο σημείο μπορεί να προσφέρει ανακούφιση από τα κόστη αντιπροσώπευσης, αλλά από εκεί και πέρα, απλά θα αυξάνει τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο ή θα επιδεινώνει τα προβλήματα αντιπροσώπευσης.

Γενικά, οι μέτοχοι επωφελούνται από τη χρήση ΞΚ, στην περίπτωση κατά την οποία οι managers έχουν τη δυνατότητα να τους εκμεταλλευτούν ή όταν υπάρχει σοβαρή ασυμμετρία πληροφόρησης, ώστε να μην είναι σε θέση να κατανοήσουν πώς οι managers χρησιμοποιούν τα κεφάλαια της επιχείρησης.<sup>12</sup>

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5: ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΚΑΙ ΕΠΙΔΡΑΣΗ ΣΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Η Θεωρία της κεφαλαιακής δομής είναι από τις πιο αινιγματικές στην εταιρική οικονομική βιβλιογραφία. Το σίγουρο πλέον είναι ότι η κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης επηρεάζει την αξία της και επομένως και την τιμή της μετοχής της στη χρηματιστηριακή αγορά.

Το 1958 οι Modigliani και Miller είχαν διατυπώσει την θεωρία τους όσον αφορά τις περιστάσεις κάτω από τις οποίες η κεφαλαιακή δομή δεν παίζει ρόλο στην αξία της επιχείρησης, ενώ στην συνέχεια το 1963, όταν έλαβαν υπόψη την απουσία εταιρικής φορολογίας αντιλήφθηκαν τα εμπειρικά δεδομένα που έδειχναν αρνητική αντίδραση στην τιμή σε ανακοινώσεις προσφοράς μετοχικού κεφαλαίου.

Αργότερα το 1988 ήταν οι Howe και Schilling που παρατήρησαν την κλασική θετική αντίδραση στην τιμή των μετοχών σε έκδοση χρεογράφων και αρνητική σε έκδοση μετοχικού κεφαλαίου σε εταιρία απαλλαγμένη από φόρους. Λίγα χρόνια αργότερα το 1999-2000 οι Ghosh, Nag και Sirmans βρήκαν το ίδιο αποτέλεσμα. Παρόλα αυτά κάποιες απορίες συνεχίζουν να παραμένουν για την αιτία των αντιδράσεων αυτών.

### 5.1. ΘΕΩΡΙΕΣ

1. *Στατική θεωρία ανταλλαγής (static trade-off theory)*<sup>13</sup>: Θεωρείται ότι η προστασία από τους φόρους λόγω χρηματοδότησης από ξένα κεφάλαια πρέπει να προσαρμόζεται στα κόστη χρηματοοικονομικής δυσπραγίας που αυξάνονται μαζί με την αύξηση των χρεών, δημιουργώντας την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή. Έκδοση μετοχικού κεφαλαίου θα απομακρύνει από την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

2. *Implied cash flow change hypothesis*<sup>13</sup>: Θεωρείται ότι αυξάνοντας τους επιπλέον χρηματοδοτικούς πόρους η επιχείρηση προειδοποιεί ότι η χρηματική ροή στις τρέχοντες λειτουργίες της είναι απογοητευτική. Επομένως η αλλαγή

της χρηματοδοτικής πολιτικής επηρεάζει την άποψη των επενδυτών ότι το μέλλον είναι δυσοίωνο. Αναμένεται, λοιπόν, ότι μεγάλου μεγέθους προσφοράς μετοχικού κεφαλαίου επηρεάζει σφοδρά τις τιμές των μετοχών.

3. *Debt market accessibility hypothesis*<sup>13</sup>: Η λογική αυτής της υπόθεσης στηρίζεται στις σκέψεις που κάνουν οι επενδυτές όταν οι manager αποφασίζουν για έκδοση μετοχικού κεφαλαίου. Αν η επιχείρηση έχει ήδη κάνει χρήση πηγών αύξησης των εσόδων της θα θεωρηθεί ιδιαίτερα επικίνδυνη από τους κεφαλαιούχους. Γι' αυτό η είσοδος στην αγορά ξένων κεφαλαίων θα είναι λιγότερο ελκυστική, ενώ η χρήση ιδίων κεφαλαίων θα θεωρηθεί πιο υγιής απόφαση. Αναμένεται, λοιπόν, καλύτερη απόδοση των μετοχών των κεφαλαιούχων.

4. *Informational asymmetry hypothesis*<sup>13</sup>: Θεωρείται ότι οι manager έχουν πολύ καλή πληροφόρηση για την πραγματική αξία της επιχείρησης. Θα αποφασίσουν για νέα έκδοση μετοχικού κεφαλαίου αν η τιμή στην αγορά ξεπεράσει την δική τους θεώρηση για την αξία των μετοχών- αν δηλ. οι μετοχές υπερεκτιμηθούν στην αγορά. Εφόσον οι επενδυτές γνωρίζουν ότι υπάρχει τέλεια πληροφόρηση θα καταλάβουν ότι οι μετοχές έχουν υπερεκτιμηθεί και επομένως θα υπάρξει αρνητική επίδραση στις τιμές των μετοχών τελικά.

## 5.2. ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ ΑΠΟ ΤΗΝ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ

Καθοριστικός παράγοντας της κεφαλαιακής δομής σε μεγάλες εταιρίες βιομηχανίες στην Ελλάδα είναι η εκμετάλλευση των περιουσιακών στοιχείων της εταιρίας, το μικτό και το καθαρό κέρδος. Λόγω ανταγωνισμού μετά την είσοδο στην Ε.Ε για να βελτιωθεί η κεφαλαιακή δομή και επομένως η αξία της επιχείρησης στην αγορά χρειάζεται καλύτερη εκμετάλλευση των χρηματικών πόρων και μεγαλύτερα περιθώρια κέρδους. Επιπλέον, η κυβέρνηση πρέπει να ανακουφίσει από φορολογία, να ελαχιστοποιήσει τις ατέλειες της αγοράς, να μειώσει τις γραφειοκρατικές επιβαρύνσεις και να επιδοτήσει την εφαρμογή νέων τεχνολογιών. Διάφορες έρευνες προσπάθησαν να συσχετίσουν τις διάφορες κεφαλαιακές δομές με παράγοντες όπως το κέρδος, το μέγεθος της



εταιρίας, τον ρυθμό ανάπτυξης, τον κίνδυνο, τα χαρακτηριστικά της εταιρίας, τη χρήση των περιουσιακών στοιχείων και τη δομή τους.

Μετά από διάφορες μετρήσεις που βασίζονται σε θεωρίες που στηρίζονται στους φόρους, στο κόστος αντιπροσώπευσης και ασύμμετρης πληροφόρησης και χρησιμοποιώντας διάφορους αριθμοδείκτες για τα χαρακτηριστικά της εταιρίας βγαίνουν τα παρακάτω συμπεράσματα

Στην Ελλάδα μεγάλες εταιρίες προτιμούν να χρησιμοποιούν τα κέρδη και μόνο όταν είναι απαραίτητο να κάνουν χρήση ξένων κεφαλαίων. Όταν λοιπόν, έχουν μεγάλα κέρδη δανείζονται λιγότερο (Αντίθεση με *static trade-off theory*).

Επίσης η κερδοφορία επηρεάζει και τη δομή των ξένων κεφαλαίων. Μικτό και καθαρό περιθώριο κέρδους (συνεισφοράς) προσδιορίζουν τα μακροχρόνια ξένα κεφάλαια, ενώ δεν επηρεάζουν τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

Το Total debt gearing σχετίζεται με ανακύκλωση περιουσιακών στοιχείων και σύμφωνα με free cash flow hypothesis οι manager όταν υπάρχουν πολλές υποχρεώσεις πρέπει να χρησιμοποιούν πρώτα τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρίας για να αποπληρώσουν τα επιτόκια και να αποφύγουν τα κόστη χρεοκοπίας.

Ακόμα, οι σφικτές πιστωτικές πολιτικές κινητοποίησαν τις εταιρίες να δουλεύουν σε πλήρη απασχόληση, να κάνουν leasing τον εξοπλισμό τους, να διατηρούν μικρά αποθέματα και να έχουν ρευστά και πιστώσεις με τους πελάτες ισορροπημένες.

Το περιθώριο κέρδους είναι πιο σημαντικός δείκτης απόδοσης για μια εταιρία, δείχνει την ανταγωνιστικότητά της και την ικανότητα να ανταποκριθεί στα κόστη παραγωγής. Οι τράπεζες θεωρούν τις μεγάλες εταιρίες με μεγάλο περιθώριο κέρδους ότι μπορούν να δανειστούν ασφαλώς.

Τα μακροπρόθεσμα χρέη επηρεάζονται θετικά από το μικτό περιθώριο και αρνητικά από παραγωγικότητα, πωλήσεις και ανάπτυξη. Αυτό σημαίνει ότι το κόστος αντιπροσώπευσης επηρεάζει το επίπεδο των μακροχρόνιων χρεών και έτσι οι εταιρίες θεωρούνται επικίνδυνες από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και πρέπει να στηριχτούν σε βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και εσωτερική χρηματοδότηση.



Τελικά όλα αυτά θα αναγκάσουν τις ελληνικές επιχειρήσεις να κάνουν περισσότερη χρήση ξένων κεφαλαίων. Επειδή μάλιστα υπάρχει ανταγωνισμός το περιθώριο κέρδους θα επηρεαστεί αρνητικά. Παράλληλα τα χαμηλά επιτόκια και η απελευθέρωση των ελληνικών τραπεζικών συστημάτων θα συντελέσουν στην μείωση του κόστους χρηματοδότησης και αυτό είναι κάτι που οι ελληνικές εταιρίες πρέπει να εκμεταλλευτούν.

Για να μπορέσουν μάλιστα να ανταγωνιστούν στο επίπεδο του χρηματιστηρίου στην Ευρώπη, να ανέβει η τιμή των μετοχών τους στα ύψη, πρέπει να δώσουν βάση στη χρηματοδότησή τους και να κάνουν ό,τι καλύτερο για να πετύχουν την βέλτιστη κεφαλαιακή δομή.

### 5.3. MARKET TIMING ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

Market timing σημαίνει η προσπάθεια να εκδίδει κανείς μετοχές σε υψηλή τιμή και να τις εξαγοράζει σε χαμηλή. Έχει διαπιστωθεί ότι αυτός ο συγχρονισμός με την αγορά επηρεάζει την κεφαλαιακή δομή μιας επιχείρησης.

Όταν, λοιπόν, η αξία στην αγορά-τιμή της μετοχής- είναι υψηλή εκδίδεται μετοχικό κεφάλαιο σχετικό με τις τιμές της αγοράς, ενώ εξαγοράζεται όταν αυτή μειώνεται. Τα αποτελέσματα στην κεφαλαιακή δομή είναι φανερά. Η τρέχουσα κεφαλαιακή δομή είναι σχετική με τις προηγούμενες τιμές των μετοχών και μάλιστα είναι το αθροιστικό αποτέλεσμα που προκύπτει από την προσπάθεια να συγχρονιστεί με την αγορά των μετοχών. Ο στόχος είναι να εκμεταλλευτεί κανείς τις προσωρινές διακυμάνσεις στο κόστος του μετοχικού κεφαλαίου σε σχέση με τις άλλες μορφές κεφαλαίων.

Το αποτέλεσμα αναλύσεων μακροχρόνιων αποδόσεων μετοχών δείχνει ότι το market timing στην αγορά του μετοχικού κεφαλαίου είναι επιτυχές.

Ανάλυση δε των κερδών των προβλέψεων και της ρευστοποίησης του μετοχικού κεφαλαίου δείχνει ότι οι επιχειρήσεις έχουν την τάση να εκδώσουν μετοχικά κεφάλαια όταν οι επενδυτές είναι ενθουσιώδεις.

Οι manager πιστεύουν ότι αν η τιμή της μετοχής ανέβηκε πρόσφατα η τιμή στην οποία μπορούν να πουλήσουν είναι υψηλή.

Όπως αναφέρθηκε ο συγχρονισμός της αγοράς έχει επίμονες επιδράσεις στην κεφαλαιακή δομή. Εταιρίες με χαμηλό ποσοστό μόχλευσης είναι αυτές που αυξάνουν την ονομαστική αξία του κεφαλαίου όταν η αποτίμηση της αγοράς είναι υψηλή, ενώ με υψηλή μόχλευση αυξάνουν την ονομαστική αξία όταν η αποτίμηση της αγοράς είναι χαμηλή.

Η επιρροή της αποτίμησης παρελθούσης αγοράς στην κεφαλαιακή δομή είναι οικονομικά σημαντική. Η σχέση είναι φανερή αν η μόχλευση μετριέται με τη λογιστική αξία της μετοχής και την αξία στην αγορά.

Έτσι, εταιρίες υψηλό λόγο Αξία αγοράς/ Λογιστική αξία μετοχής αναπτύσσονται γρήγορα και μπορεί να έχουν ίδιο ποσοστό ξένων και ιδίων κεφαλαίων. Αν είναι αρκετά μεγάλος ο λόγος αυτός τότε προσπαθούν να μειώσουν την μόχλευση- δανεισμό.

Αυτό συμπίπτει με αυτό που αναφέρθηκε προηγουμένως ότι οι εταιρίες αυξάνουν την ονομαστική αξία του κεφαλαίου όταν η αποτίμηση της αγοράς είναι υψηλή.

Ακόμα η μόχλευση –δανεισμός εξαρτάται από την απτότητα των περιουσιακών στοιχείων, την κερδοφορία και το μέγεθος της εταιρίας. Αποδεικνύεται ότι τα απτά περιουσιακά στοιχεία, το μέγεθος της επιχείρησης αυξάνουν την χρήση ξένων κεφαλαίων-μόχλευση, ενώ η κερδοφορία (όπως στο παράδειγμα των ελληνικών εταιριών) μειώνει την μόχλευση.

#### **5.4. ΡΕΥΣΤΟΤΗΤΑ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ**

Αλλαγές στην κεφαλαιακή δομή απεικονίζονται στη ρευστότητα του μετοχικού κεφαλαίου και επηρεάζουν το κόστος του.

Πιο συγκεκριμένα μια υποκατάσταση των ξένων κεφαλαίων με ίδια κεφάλαια αυξάνει την ασύμμετρη πληροφόρηση της εταιρίας και οδηγεί σε κόστη συναλλαγής του μετοχικού κεφαλαίου. Αλλαγές στην μόχλευση συνοδεύονται από αλλαγές στην ρευστότητα των μετοχών ακόμα και όταν

ελέγχονται αλλαγές στην τιμή, στον κίνδυνο, στον αριθμό και τον τύπο των μετοχών και στο μέγεθος της εταιρίας.

Όσο η χρηματοδότηση από ξένα κεφάλαια αυξάνεται τόσο η ρευστότητα των κοινών μετοχών μειώνεται σε αναλογία με την αλλαγή της κεφαλαιακής δομής. Αυτό εξηγείται ως εξής: έχοντας ξένη χρηματοδότηση ο συναλλάκτης διατηρεί μεγαλύτερο ποσοστό από τις μετοχές, συγκεντρώνοντας ακόμα περισσότερες πληροφορίες για το μετοχικό κεφάλαιο και αυξάνοντας την ασύμμετρη πληροφόρηση μεταξύ πληροφορημένων και μη ιδιοκτητών μετ. κεφαλαίου. Αυτό αυξάνει την ευαισθησία του πληροφορημένου μετόχου για την αξία της μετοχής και αυξάνει τη διακύμανση της ζήτησης. Έτσι μειώνεται τελικά η ρευστότητα της μετοχής.

Η συσχέτιση μεταξύ μόχλευσης και ρευστότητας είναι περίπου 40% και η μόχλευση αυξάνει ενώ ταυτόχρονα μειώνεται η ρευστότητα. Εξαιτίας αυτού και επειδή η ρευστότητα είναι επιθυμητή προτείνεται η επιχείρηση να ελαχιστοποιεί τη χρήση ξένων κεφαλαίων και να χρηματοδοτείται από ίδια κεφάλαια.

Οι εταιρίες όμως δεν μπορούν να εστιάσουν στις μετοχές της αγοράς σε βάρος των ξένων υποχρεώσεων και απλά ελαχιστοποιούν τα κόστη της ρευστότητας των ιδίων κεφαλαίων και μεγιστοποιούν την αξία της επιχείρησης. Το κέρδος της βελτιωμένης ρευστότητας σε αγορά ομολογιών μπορεί να αντιδράσει στη μειωμένη ρευστότητα των μετοχικών κεφαλαίων και γι'αυτό η χρηματοδότηση με ομολογίες έχει προνόμια αξίας. Όταν η μη ρευστοποίηση κοστίζει η χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια δίνει κέρδη από πλεονάσματα φορολογιών.

Η σχέση, λοιπόν, μεταξύ κεφαλαιακής δομής και ρευστότητας είναι ανελαστική και έτσι αυξάνοντας το χρέος μέσα στην κεφαλαιακή δομή έχει ως αποτέλεσμα να μειωθεί η ρευστότητα του μετοχικού κεφαλαίου και αντίστροφα.

## 5.5. SPLIT CAPITAL FUNDS ΚΑΙ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ

Οι κεφαλαιακοί πόροι που παθαίνουν split (διασπορά) είναι όπως και οι συμβατικές μετοχές αλλά αποτελούνται από διάφορους τύπους μετοχές με καθορισμένη ημερομηνία λήξης. Στην απλούστερη περίπτωση είναι μετοχές που λαμβάνουν μερίσματα και κεφαλαιακή αξία στην ημερομηνία λήξης. Συχνότερα ο διαχωρισμός γίνεται σε μηδενικού μερίσματος προνομιούχες μετοχές και κοινές μετοχές. Μερικές πάλι έχουν ένα έξτρα τραπεζικό χρέος που αυξάνει τη μόχλευση.

Το ερώτημα είναι αν με χρήση τέτοιων χρηματικών πόρων αυξάνεται η αξία της επιχείρησης στην αγορά και στο χρηματιστήριο. Πράγματι παρατηρείται 11% έξτρα αξία που προέρχεται από το γεγονός ότι η επιχείρηση έχει οικονομικές υποχρεώσεις. Άλλωστε τι νόημα θα είχε τέτοια πολυπλοκότητα στις μετοχές αν δεν υπήρχε κέρδος;

Τελικά η κεφαλαιακή δομή με χρηματικές υποχρεώσεις από δανεισμό μπορεί να προσθέσει αξία στην επιχείρηση. Εάν οι εταιρίες έχουν καθορισμένη ημερομηνία εκκαθάρισης αυξάνεται η αξία γιατί περιορίζεται η ελευθερία του manager και το κόστος αντιπροσώπευσης. Εάν έχουν περισσότερα χρέη αυξάνει η αξία γιατί οι μικρο-επενδυτές θα έπρεπε να πληρώσουν περισσότερα αν δανείζονταν απευθείας.

Μια επιχείρηση μπορεί να έχει διαφόρων τύπων μετοχές<sup>18</sup>:

- ο **μετοχές εισοδήματος**, που πληρώνουν το μέρισμα δυο φορές ετησίως
- ο **κοινές μετοχές**, που πληρώνουν την αξία τους στην ημερομηνία λήξης αφού πρώτα έχουν ικανοποιηθεί όλων των άλλων τύπων οι μετοχές
- ο **ετήσιες μετοχές**, οι οποίες πληρώνουν ένα καθορισμένο ποσό κάθε 6 μήνες
- ο **προνομιούχες μετοχές μηδενικού μερίσματος**, που πληρώνουν ένα καθορισμένο ποσό κατά την λήξη

Αν προσθέσουμε χωριστά με τις αναλογίες του επί του κεφαλαίου τα κομμάτια των μετοχών τότε η αξία βγαίνει μεγαλύτερη αν τη συγκρίνουμε με την αξία της μονάδας της επιχείρησης.

Επίσης μπορούμε να ελέγξουμε διάφορα πακέτα, παράδειγμα : Ένα με κοινή και εισοδήματος και ένα με προνομιούχο μετοχή μηδενικού μερίσματος, παρατηρούμε ότι η αξία του δευτέρου είναι μεγαλύτερη, πράγμα που σημαίνει ότι όταν αυτού του είδους η μετοχή είναι παρούσα οι επενδυτές έχουν μεγαλύτερη προτίμηση για split με χρέος.

Τέλος παρατηρείται κατά μέσο όρο ότι όταν υπάρχει καθορισμένη ζωή ενός ομολογιακού δανείου προσδίδεται 4,7% στην αξία και με τη μόχλευση ένα έξτρα 5,6%.

## 5.6. ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ

Παρατηρούμε ότι πολλοί είναι οι παράγοντες που επηρεάζουν τις τιμές των μετοχών σε σχέση πάντα με την κεφαλαιακή δομή της επιχείρησης.

Σημασία κάθε φορά έχει πού θα δοθεί ιδιαίτερη βαρύτητα:

Στο τι ποσοστό μόχλευσης έχουμε; Στην κερδοφορία της επιχείρησης; Στην χρήση των περιουσιακών της στοιχείων; Στο μέγεθος της εταιρίας; Στο είδος των μετοχών που θέλουμε να έχουμε; Στη ρευστότητα των μετοχών; Στον συγχρονισμό με την αγορά;

Η κεφαλαιακή δομή παίζει σημαντικό ρόλο στη αξία της επιχείρησης και επομένως και στην τιμή των μετοχών της στην αγορά.

## **ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6: ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΣΗΜΕΡΑ**

### **6.1. ΚΙΝΗΤΡΑ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΠΙΛΟΓΗ ΤΗΣ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗΣ ΔΟΜΗΣ**

Ένα πολύ σημαντικό ζήτημα στον χρηματοοικονομικό τομέα των επιχειρήσεων είναι η επιλογή της κεφαλαιακής τους δομής. Παραδοσιακά πιστευόταν ότι η κεφαλαιακή δομή είναι το αποτέλεσμα του στατικού trade-off μεταξύ των φορολογικών πλεονεκτημάτων που συνηγορούν υπέρ της χρήσης ξένων κεφαλαίων και του ρίσκου της πτώχευσης, που είναι υπέρ της χρήσης ιδίων κεφαλαίων. Ωστόσο, σύγχρονες μελέτες και παρατηρήσεις δείχνουν ότι οι επιχειρήσεις σήμερα λαμβάνουν υπόψη και άλλους παράγοντες-κίνητρα κατά την επιλογή της κεφαλαιακής τους δομής, μερικοί από τους οποίους συνηγορούν υπέρ της χρήσης ξένων κεφαλαίων, ενώ άλλοι υπέρ της έκδοσης μετοχών. Συγκεκριμένα οι ακόλουθοι επτά παράγοντες πιστεύεται ότι επηρεάζουν τις αποφάσεις των επιχειρήσεων όσον αφορά την επιλογή των πηγών χρηματοδότησης:

### **6.2. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΦΟΡΟΛΟΓΙΑΣ ΥΠΕΡ ΤΩΝ ΞΕΝΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Κατά καιρούς έχουν διατυπωθεί πολλές θεωρίες και έχουν προταθεί θεωρητικά μοντέλα που ασχολούνται με τη βέλτιστη κεφαλαιακή δομή σε σχέση με τα φορολογικά πλεονεκτήματα που προκύπτουν από τη χρήση ξένων κεφαλαίων και έχουν επηρεάσει σημαντικά τις χρηματοοικονομικές αποφάσεις των επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με τη θεωρία των Modigliani & Miller λαμβάνοντας υπόψη τους επιχειρησιακούς φόρους η επιχείρηση επωφελείται χρησιμοποιώντας κυρίως ξένα κεφάλαια, γιατί αυτό αυξάνει την αξία της.



Ο Miller (1977) ισχυρίστηκε ότι εκτός από τους επιχειρησιακούς φόρους θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και οι προσωπικοί φόροι. Οι προσωπικοί φόροι πάνω στους τόκους των ομολογιών που εκδίδει η επιχείρηση μειώνει το εισόδημα των επενδυτών και κατά συνέπεια μειώνει την αξία της μη μοχλευμένης επιχείρησης.

Οι Del Angelo & Masulis (1980) προβλέπουν ότι κάποιο επίπεδο χρήσης ξένων κεφαλαίων έχει θετική επίδραση στη φορολόγηση της επιχείρησης.

### **6.3. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΜΕΤΡΙΑΣΗΣ ΤΟΥ ΚΟΣΤΟΥΣ ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ**

Τα κόστη πτώχευσης αναφέρονται σε συγκεκριμένα κόστη που έχουν σχέση με την πτώχευση και την χρηματοοικονομική δυσπραγία. Τα υψηλά κόστη πτώχευσης μειώνουν την αξία της επιχείρησης σε πτώχευση και αυτό αποτελεί σημαντικό κίνητρο για τις επιχειρήσεις ώστε να περιορίζουν την χρήση ξένων κεφαλαίων.

### **6.4. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΕΝΤΥΠΩΣΗΣ ΣΤΟΥΣ ΕΠΕΝΔΥΤΕΣ – ΑΣΥΜΜΕΤΡΗ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗ**

Επειδή οι εξωτερικοί επενδυτές δεν έχουν πρόσβαση σε πληροφορίες σχετικά με την πραγματική διανομή των κερδών των επιχειρήσεων θα πρέπει να υπολογίσουν την αξία της επιχείρησης σύμφωνα με τις δικές τους εκτιμήσεις. Στηριζόμενοι σε κάποια στοιχεία, όπως για παράδειγμα το επίπεδο μόχλευσης της επιχείρησης, καθορίζουν και το ρίσκο της επένδυσής τους. Για τους εξωτερικούς επενδυτές, επιχειρήσεις με υψηλότερη αξία προβλέπεται να χρησιμοποιούν περισσότερα ξένα κεφάλαια.

## 6.5. ΤΟ ΚΙΝΗΤΡΟ ΤΗΣ ΜΕΤΡΙΑΣΗΣ ΤΗΣ ΥΠΟ/ΥΠΕΡ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΛΟΓΩ ΑΣΥΜΜΕΤΡΗΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΗΣΗΣ

Από τη στιγμή που οι εξωτερικοί επενδυτές είναι λιγότερο πληροφορημένοι από τους μάνατζερ και τους υπάρχοντες μετόχους για μία επιχείρηση, είναι πολύ πιθανό η αξία αυτής της επιχείρησης να υπολογιστεί λάθος από την αγορά. Έστω ότι η επιχείρηση χρειάζεται κεφάλαια για μια καινούρια επένδυση και για το σκοπό αυτό εκδίδει μετοχές. Αν η ασυμμετρία στην πληροφόρηση είναι σημαντική, τότε η υποτίμηση της αξίας της επιχείρησης μπορεί να είναι επίσης σημαντική. Οι νέοι επενδυτές αιχμαλωτίζουν μεγαλύτερη από την καθαρά παρούσα αξία της επένδυσης, προκαλώντας χάσιμο στους ήδη υπάρχοντες μετόχους. Προφανώς οι τελευταίοι αναγκάζονται να προβούν σε επενδύσεις μεγαλύτερης αξίας, αφού η έκδοση νέων μετοχών τους κοστίζει.

Επίσης υπάρχει και το πρόβλημα της υπερεπένδυσης, όπου οι μάνατζερ των επιχειρήσεων επίτηδες αποδέχονται επενδύσεις με αρνητική καθαρά παρούσα αξία. Από τη στιγμή που είναι αδύνατο να γίνει μία πλήρης διάκριση μεταξύ των επιχειρήσεων σύμφωνα με την καθαρά παρούσα αξία των επενδύσεών τους, τότε σε κατάσταση ισορροπίας στις μετοχές που εκδίδονται από τις διάφορες επιχειρήσεις θα αποδίδεται μια μέση αξία. Έτσι στην περίπτωση αυτή θα υπάρχουν επιχειρήσεις, οι επενδύσεις των οποίων μπορεί να έχουν αρνητική καθαρά παρούσα αξία και οι οποίες θα έχουν κέρδος πουλώντας υπερτιμημένες μετοχές. Το επιπλέον κέρδος από την πώληση των υπερτιμημένων μετοχών μπορεί πολλές φορές να υπερβαίνει ακόμη και το ποσό για την αποζημίωση μιας επένδυσης με αρνητική καθαρά παρούσα αξία.

Και στις δύο περιπτώσεις οι μελέτες έχουν δείξει ότι η αγορά έχει αποτύχει στο να ξεχωρίσει τις πληροφορίες για τα καλά νέα μιας επένδυσης με θετική καθαρά παρούσα αξία από τις πληροφορίες για το αν μια επιχείρηση είναι υποτιμημένη ή υπερτιμημένη.

Έτσι συνήθως το γεγονός ότι μια επιχείρηση εκδίδει μετοχές η αγορά το αντιλαμβάνεται ως κακό νέο, με αποτέλεσμα η αξία των μετοχών της να πέφτει.

## 6.6. ΥΠΟΚΑΤΑΣΤΑΣΗ ΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Σύμφωνα με το μοντέλο της κεφαλαιακής δομής, που βασίζεται στα κόστη αντιπροσώπευσης, ο κύριος παράγοντας που επηρεάζει την κεφαλαιακή δομή είναι η επιθυμία να αντιμετωπιστούν οι διαφορές στα συμφέροντα μεταξύ των διαφόρων ομάδων που έχουν απαιτήσεις από τους πόρους μιας επιχείρησης. Η βέλτιστη κεφαλαιακή δομή επιτυγχάνεται μέσα από μια διαδικασία trade-off μεταξύ δύο παραγόντων:

α) Το κόστος αντιπροσώπευσης των ξένων κεφαλαίων σε σχέση με τη χρήση ιδίων κεφαλαίων ως ανασταλτικός παράγοντας στην συμπεριφορά των μετόχων και

β) Το κέρδος από ξένα κεφάλαια, που μπορεί να έχει η διοίκηση κατά την προσπάθεια της να μειώσει το περιθώριο ευκαιρίας.

Από τη στιγμή που οι μάντζερ κρατούν λιγότερο από το 100% των υπολειμματικών απαιτήσεων μιας επιχείρησης, αιχμαλωτίζουν μόνο ένα μέρος από τα οφέλη, που αποφέρουν οι δραστηριότητες τους για την αύξηση του κέρδους της επιχείρησης, ενώ επωμίζονται όλο το κόστος αυτών των δραστηριοτήτων. Έτσι αρχίζουν να επενδύουν λιγότερη προσπάθεια σε τέτοιες δραστηριότητες και ακόμα να εκμεταλλεύονται τους πόρους της επιχείρησης καθώς και άλλα μη χρηματικά οφέλη. Τα ξένα κεφάλαια σ' αυτήν την περίπτωση λειτουργούν σαν ένας μηχανισμός που αναγκάζει τους μάντζερ να δραστηριοποιούνται. Η προοπτική χρεοκοπίας, για παράδειγμα, μπορεί να οδηγήσει στην απώλεια της θέσης τους. Ωστόσο, οι επιχειρήσεις δεν έχουν τη δυνατότητα να χρηματοδοτηθούν 100% από ξένα κεφάλαια. Περιορίζονται από ένα πρόβλημα, που είναι γνωστό ως πρόβλημα υποκατάστασης περιουσιακών στοιχείων. Το ίδιο πρόβλημα κάνει τους μετόχους να μην επενδύουν βέλτιστα. Συγκεκριμένα οι μέτοχοι πιστεύεται ότι είναι προετοιμασμένοι να χάσουν από επενδύσεις, που έχουν υψηλό ρίσκο. Εάν η επένδυση επιτύχει, τότε οι μέτοχοι ως ιδιοκτήτες της επιχείρησης θα πάρουν όλες τις ωφέλειες από την απόδοση της επένδυσης. Από την άλλη

μεριά, αν μια επένδυση αποτύχει, οι κάτοχοι των ξένων κεφαλαίων θα υποστούν όλες τις συνέπειες, λόγω της περιορισμένης ευθύνης των μετόχων. Είναι λογικό να περιμένουμε ότι οι επιχειρήσεις με πολλές ευκαιρίες επένδυσης θα κερδίζουν από ευκαιρίες μη βέλτιστης επένδυσης. Εξάλλου και η θεωρία του κόστους αντιπροσώπευσης προβλέπει μία αρνητική σχέση μεταξύ της μόχλευσης μιας επιχείρησης και της ευκαιρίας για ανάπτυξη από τη στιγμή που οι επιχειρήσεις σε μία ώριμη βιομηχανία θα έχουν λιγότερες πιθανότητες να χάσουν, κάνοντας επενδύσεις υψηλού ρίσκου.

Υποθέτοντας ότι στις περισσότερες περιπτώσεις η χρήση των ξένων κεφαλαίων γίνεται για τη χρηματοδότηση νέων επενδύσεων, είναι προφανές ότι επιχειρήσεις μέσα σε μια βιομηχανία με πολλές δυνατότητες ανάπτυξης θα εκδίδουν μετοχές πιο συχνά και με μεγαλύτερα ποσοστά αξίας. Εξάλλου και η θεωρία κόστους αντιπροσώπευσης μας λέει ότι η έκδοση μετοχών είναι πιο ευνοϊκή σε σχέση με τη χρήση ξένων κεφαλαίων, λαμβάνοντας υπόψη τα κόστη της υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων.

## **6.7. Η ΕΠΙΘΥΜΙΑ ΤΩΝ ΜΑΝΑΤΖΕΡ ΝΑ ΑΠΟΦΥΓΟΥΝ ΤΟ ΡΙΣΚΟ**

Οι χρηματοδοτικές αποφάσεις, που κάνουν οι επιχειρήσεις προφανώς επηρεάζονται από την στάση, που έχει η διοίκηση απέναντι στο ρίσκο. Η έκδοση νέων μετοχών αποδυναμώνει τον έλεγχο, που συνεπάγεται η ψήφος, μέσω της οποίας η θέση της διοίκησης μπορεί να βρεθεί σε κίνδυνο. Έτσι είναι λογικό να υποθέσουμε ότι υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ του επιπέδου αποστροφής της διοίκησης απέναντι στο ρίσκο αυτό και του επιπέδου μόχλευσης της επιχείρησης.

## **6.8. ΤΑ ΚΟΣΤΗ ΤΩΝ ΣΥΝΑΛΛΑΓΩΝ**

Γενικά πιστεύεται ότι τα κόστη των συναλλαγών των ξένων κεφαλαίων είναι χαμηλότερα από τα κόστη των συναλλαγών κατά την έκδοση μετοχών. Ο Baskin (1989) παρατήρησε την περίοδο της μελέτης του ότι στις αγορές

κεφαλαίων των Ηνωμένων Πολιτειών τα κόστη των συναλλαγών αποτελούσαν μόνο το 1% του συνολικού κόστους των ξένων κεφαλαίων, ενώ τα αντίστοιχα κόστη των ιδίων κεφαλαίων κυμαίνονταν στο 4% με 15%. Έτσι αν λάβουμε υπόψη μας τα κόστη συναλλαγών τα ξένα κεφάλαια είναι ευνοϊκότερα από τα ίδια κεφάλαια ως πηγή χρηματοδότησης.

Ανακεφαλαιώνοντας, πέντε είναι τα κίνητρα που ωθούν τις επιχειρήσεις να χρησιμοποιούν ξένα κεφάλαια:

- Τα φορολογικά πλεονεκτήματα
- Η εντύπωση προς τους εξωτερικούς επενδυτές
- Η μετρίαση της υπό/ υπερεπένδυσης
- Η αποστροφή της διοίκησης απέναντι στο ρίσκο
- Η μετρίαση του κόστους των συναλλαγών

Ενώ δύο είναι τα κίνητρα για την έκδοση μετοχών:

- Ο κίνδυνος πτώχευσης
- Η μετρίαση της υποκατάστασης των περιουσιακών στοιχείων.

## 6.9. Η ΠΗΓΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΕΙ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΔΟΜΗ;

Μελέτες, που έγιναν σχετικά με τη βέλτιστη επιλογή μόχλευσης, καθώς και μελέτες πάνω στους πιστωτικούς περιορισμούς μπορούν να εξηγήσουν τα επίπεδα μόχλευσης που παρατηρούνται σήμερα στις επιχειρήσεις, καθώς και πως αυτά επηρεάζονται από τις διάφορες πηγές κεφαλαίου.

Παρατηρούμε, λοιπόν, ότι οι μικρές ιδιωτικές επιχειρήσεις όπως και οι νέες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν καταρχήν τους περισσότερους πιστωτικούς περιορισμούς και δεύτερον παρουσιάζουν χαμηλότερα επίπεδα μόχλευσης. Οι επιχειρήσεις αυτές δεν μπορούν να έχουν πρόσβαση στις δημόσιες αγορές κεφαλαίου, επειδή πολύ λίγες πληροφορίες είναι διαθέσιμες γι' αυτές. Έτσι καταφεύγουν σε ιδιωτικές αγορές κεφαλαίου και συγκεκριμένα σε χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές, οι οποίοι έχουν τη δυνατότητα να συλλέγουν πληροφορίες για τις επιχειρήσεις αυτές, αλλά και να τις παρακολουθούν. Τα κόστη όμως συλλογής πληροφοριών και



παρακολούθησης, καθώς και προβλήματα που μπορεί να προκύψουν κατά την συναλλαγή αυξάνουν κατά πολύ το κόστος του κεφαλαίου και τελικά δεν οδηγούν στο επιθυμητό επίπεδο μόχλευσης για τις επιχειρήσεις αυτές. Αντίθετα οι μεγάλες επιχειρήσεις, που είναι πιο διαφανείς, μπορούν να έχουν πρόσβαση και στη δημόσια αγορά κεφαλαίου και να μην αντιμετωπίζουν τόσο υψηλό κόστος κεφαλαίου όταν χρηματοδοτούνται από χρηματοοικονομικούς διαμεσολαβητές.

Για τον ίδιο λόγο, που αναφέραμε παραπάνω, διαταραχές σε διάφορα τμήματα των αγορών κεφαλαίου μπορεί να έχουν διαφορετική επίδραση στις διάφορες επιχειρήσεις. Οι Slovin, Sushka, Pohoncheck (1993), και Williams (2001) έχουν καταγράψει ότι επιχειρήσεις των οποίων οι τράπεζες υφίστανται διαταραχές στο κεφάλαιο τους ανεξάρτητα από τη ζήτηση των επιχειρήσεων, επηρεάζουν τη χρηματοδότηση τους. Έτσι διαταραχές στην τραπεζική αγορά έχουν πιο δραματική επίδραση σε επιχειρήσεις που δεν έχουν τη δυνατότητα να μετακινούνται από ιδιωτικές αγορές κεφαλαίου σε δημόσιες.

## **6.10. ΟΙ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΛΟΓΕΣ ΤΩΝ ΜΙΚΡΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ**

Έχουν γίνει πολλές συζητήσεις και μελέτες όσον αφορά τη σχέση μεταξύ του επιπέδου μόχλευσης και του μεγέθους μιας επιχείρησης. Ο Remmers et al (1974) υποστήριξε ότι η κεφαλαιακή δομή δεν εξαρτάται από το μέγεθος της επιχείρησης, αντίθετα οι Peterson & Schulman (1987) αναφέρουν ότι ο λόγος ξένα κεφάλαια / συνολικά πάγια περιουσιακά στοιχεία αρχικά αυξάνεται και στη συνέχεια πέφτει με το μέγεθος της επιχείρησης. Ενώ είναι επίσης αποδεκτό ότι οι μικρές επιχειρήσεις λειτουργούν με υψηλότερα επίπεδα ξένων κεφαλαίων απ' ό,τι οι μεγαλύτερες επιχειρήσεις (Holmes & Kent, 1991) και συνήθως στηρίζονται σε βραχυπρόθεσμους δανεισμούς.

Μία πιθανή εξήγηση είναι ότι αυτό οφείλεται σε εξωτερικούς παράγοντες και συγκεκριμένα σε ένα κενό στην αγορά κεφαλαίου, που αρνείται την πρόσβαση των μικρών επιχειρήσεων σε πιο κατάλληλες πηγές χρηματοδότησης (έκδοση μετοχών και μακροπρόθεσμους δανεισμούς).



Μία πιο σύγχρονη εξήγηση προτείνει ότι οι μικρές επιχειρήσεις λειτουργούν χωρίς να στοχεύουν σε μία άριστη κεφαλαιακή δομή και εκφράζουν μία έντονη προτίμηση σε εκείνες τις πηγές χρηματοδότησης, που ελαχιστοποιούν την παρείσδυση σ' αυτές (Holmes & Kent). Όντως παρατηρείται ότι οι μικρές επιχειρήσεις σήμερα κατά τις χρηματοοικονομικές τους αποφάσεις δίνουν κάποια προτεραιότητα στις διάφορες πηγές χρηματοδότησης. Πρώτα χρησιμοποιούν τα δικά τους κεφάλαια και συγκεκριμένα προσωπικές οικονομίες, δεύτερον καταφεύγουν σε βραχυπρόθεσμους εξωτερικούς δανεισμούς, τρίτον προτιμούν τους μακροπρόθεσμους εξωτερικούς δανεισμούς και τέλος καταφεύγουν στην λιγότερο προτιμητέα πηγή χρηματοδότησης, την έκδοση μετοχών, επειδή αυτή δημιουργεί τη μεγαλύτερη παρείσδυση.

#### **6.11. ΤΑ ΠΡΟΣΩΠΙΚΑ ΟΦΕΛΗ ΑΠΟ ΤΟΝ ΕΛΕΓΧΟ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΗΝ ΚΕΦΑΛΑΙΑΚΗ ΤΗΣ ΔΟΜΗ;**

Σε πολλές εκβιομηχανισμένες χώρες οι κυβερνήσεις ανησυχούν από το γεγονός ότι πολλές μικρές επιχειρήσεις δυσκολεύονται να αντλήσουν κεφάλαια και να αναπτυχθούν. Όπως, όμως αναφέραμε και στην προηγούμενη ενότητα, οι ιδιοκτήτες είναι αυτοί που διστάζουν να αντλήσουν κεφάλαια ακόμη και αν αυτά είναι διαθέσιμα, γιατί επιθυμούν να διατηρήσουν τον έλεγχο της επιχείρησης και τα προσωπικά οφέλη, που απορρέουν από αυτόν. Γενικά παρατηρείται ότι επιχειρήσεις στις οποίες οι υπάρχοντες μέτοχοι ή ιδιοκτήτες θα μπορούσαν να χάσουν κάποιο έλεγχο σε περίπτωση επέκτασης, εκδίδουν λιγότερο συχνά μετοχές, χρησιμοποιούν περισσότερο ξένα κεφάλαια και αναπτύσσονται πιο αργά.

## ΜΕΡΟΣ Β΄: ΕΜΠΕΙΡΙΚΟ ΠΛΑΙΣΙΟ

---

Στο δεύτερο μέρος της παρούσας εργασίας θα επικεντρωθούμε στη μελέτη περίπτωσης μιας συγκεκριμένης εταιρίας αναφορικά με το treasury management που αυτή ακολουθεί. Αρχικά, θα παρουσιαστούν γενικά στατιστικά στοιχεία για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις στον Ελλαδικό χώρο, τις σχέσεις αυτών με τις τράπεζες, αλλά και τις κύριες πηγές χρηματοδότησης τους.

Στη συνέχεια, θα προβούμε σε πλήρη παρουσίαση των γενικών χαρακτηριστικών της εταιρίας που επιλέξαμε, όπως ο κλάδος στον οποίο δραστηριοποιείται, τα τμήματα που λειτουργούν σε αυτή, ο αριθμός των εργαζομένων σε αυτή αλλά και ο τρόπος που αυτή είναι δομημένη, μαζί με μια μικρή ιστορική αναδρομή της πορείας της.

Στη συνέχεια θα προχωρήσουμε σε αναλυτική παρουσίαση της οικονομικής διαχείρισης της επιλεγόμενης εταιρίας, εντρυφώντας στην παρουσίαση των πηγών χρηματοδότησης της, τα υποδείγματα οικονομικής διαχείρισης που τυχόν ακολουθεί, την διαχείριση των αποθεμάτων αλλά και των ρευστών διαθεσίμων της, την επενδυτική και την πιστωτική πολιτική που αυτή έχει και τις σχέσεις της με τράπεζες.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7: ΟΙ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ ΣΤΗΝ ΕΛΛΑΔΑ

Η χώρα μας είναι κατεξοχήν χώρα στην οποία η επιχειρηματικότητα είναι σε πρώτο πλάνο στο μυαλό των πολιτών. Είναι γεγονός ότι κατά τις περασμένες δεκαετίες και πριν ενσκήψει η σημερινή τρέχουσα οικονομική κρίση και ύφεση, ένα μεγάλο ποσοστό συνανθρώπων μας προσπάθησε με τον έναν ή τον τρόπο να δημιουργήσει τη δική του επιχείρηση. Είναι χαρακτηριστικό ότι η Ελλάδα κατείχε στην πύα της ποσοστιαίας κατανομής των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στην Ευρώπη των 15, κομμάτι πολύ μεγαλύτερο από πληθυσμιακά μεγαλύτερες από αυτή χώρες, αλλά και από χώρες πολύ περισσότερο βιομηχανικά προηγμένες από αυτή<sup>24</sup>. Έτσι λοιπόν γίνεται γρήγορα αντιληπτό ότι η έννοια της μικρομεσαίας επιχείρησης στην Ελλάδα αποκτά σημαντικό βαθμό σπουδαιότητας.

### 7.1. Η ΕΝΝΟΙΑ ΤΗΣ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΑΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΗΣ

Σύμφωνα με την σύσταση της Ευρωπαϊκή Επιτροπή του 2003<sup>25</sup>, ο ορισμός για τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις είναι ο ακόλουθος:

Ως μικρομεσαίες επιχειρήσεις, ορίζονται οι επιχειρήσεις οι οποίες:

- Απασχολούν λιγότερους από 250 εργαζομένους,
- Έχουν ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν υπερβαίνει τα 50 εκατ. € ή έχουν ετήσιο συνολικό ισολογισμό που δεν υπερβαίνει τα 43 εκατ. €,
- Πληρούν το κριτήριο ανεξαρτησίας, δηλαδή δεν ανήκουν, κατά ποσοστό 25% ή περισσότερο του κεφαλαίου ή των δικαιωμάτων ψήφου, σε μια επιχείρηση ή, από κοινού, σε περισσότερες

<sup>24</sup> Πηγή: Παρατηρητήριο Ευρωπαϊκών Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2003

<sup>25</sup> Πηγή: Παρατηρητήριο Ευρωπαϊκών Μικρομεσαίων επιχειρήσεων, Ευρωπαϊκή Επιτροπή, 2003

επιχειρήσεις, οι οποίες δεν ανταποκρίνονται στους ορισμούς της ΜΜΕ ή της μικρής επιχείρησης

Η διάκριση μεταξύ πολύ μικρών, μικρών και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεων γίνεται ως ακολούθως

- **Πολύ μικρές επιχειρήσεις:** Απασχολούν λιγότερα από 10 άτομα
- **Μικρές επιχειρήσεις:** Απασχολούν λιγότερα από 49 άτομα και έχουν είτε ένα ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν ξεπερνά τα 10 εκ. €, ή ένα ετήσιο σύνολο ισολογισμού που δεν ξεπερνά τα 10 εκ. €.
- **Μεσαίες επιχειρήσεις:** Απασχολούν λιγότερα από 249 άτομα και έχουν είτε ένα ετήσιο κύκλο εργασιών που δεν ξεπερνά τα 50 εκ. €, ή ένα ετήσιο σύνολο ισολογισμού που δεν ξεπερνά τα 43 εκ. €.

Κατηγορίες Επιχειρήσεων	Αριθμός εργαζομένων (αμετάβλητος)	Κύκλος εργασιών	Συνολικός Ισολογισμός
<b>Μεσαίες</b>	< 250	< 50 εκατ. €	< 43 εκατ. €
<b>Μικρές</b>	< 50	< 10 εκατ. €	< 10 εκατ. €
<b>Πολύ μικρές</b>	< 10	< 2 εκατ. €	< 2 εκατ. €

## 7.2. Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΠΡΑΓΜΑΤΙΚΟΤΗΤΑ ΜΕ ΑΡΙΘΜΟΥΣ

Στην Ελλάδα ο ρόλος των ΜΜΕ αποκτά ιδιαίτερη σημασία γιατί, όπως αποτυπώνεται από τον επιχειρηματικό χάρτη της Ελλάδας από την επίσημη απογραφή του 2002 οι πολύ μικρές και μικρές επιχειρήσεις αποτελούν το 98% των συνολικών επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, όπως φαίνεται από τον Πίνακα, το σύνολο σχεδόν των ελληνικών επιχειρήσεων (96%) απασχολούν έως 4 εργαζόμενους, το 2% των επιχειρήσεων απασχολούν έως 9 άτομα, ενώ

οι υπόλοιπες υποκατηγορίες που συμπληρώνουν το χάρτη των ΜΜΕ και απασχολούν από 10-250 άτομα ανέρχονται στο 2% του συνόλου των επιχειρήσεων<sup>26</sup>.

Εργαζόμενοι	Αριθμός Επιχειρήσεων	Ποσοστό
0-4	844.917	96%
5-9	17.713	2%
10-19	8.588	1%
20-29	2.908	0,4%
30-49	2.335	0,2%
50-99	1.534	0,2%
100 και άνω	1.323	0,2%
Σύνολο	879.318	100%

Παράλληλα ενώ μια τυπική ευρωπαϊκή επιχείρηση απασχολεί έως 7 υπαλλήλους, συμπεριλαμβανομένου και του ιδιοκτήτη, η ελληνική πραγματικότητα αποκαλύπτει ότι το μέσο μέγεθος της απασχόλησης μιας ελληνικής επιχείρησης μόλις που αγγίζει τους 2 εργαζόμενους.

Το μικρό μέγεθος των ελληνικών επιχειρήσεων μπορεί επίσης να αποτυπωθεί από τα αποτελέσματα των συνολικών κύκλων εργασιών τους, όπως παρουσιάζεται και στον Πίνακα Στο σύνολο των επιχειρήσεων το 92% παρουσιάζει συνολικό κύκλο εργασιών μέχρι 0,3 εκατομμύρια ευρώ. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι επιχειρήσεις των οποίων ο κύκλος εργασιών είναι παραπάνω από 1,5 εκατομμύρια ευρώ είναι σε ποσοστό επί του συνόλου των επιχειρήσεων μικρότερες από 2%<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> Πηγή: Μητρώο Επιχειρήσεων, ΕΣΥΕ

<sup>27</sup> Πηγή: Μητρώο Επιχειρήσεων, ΕΣΥΕ

Κύκλος εργασιών (σε εκατομ. Ευρώ)	Αριθμός Επιχειρήσεων	Ποσοστό
0 - 0,15	<b>743.817</b>	<b>85%</b>
0,15 - 0,3	<b>61.910</b>	<b>7%</b>
0,3 - 0,5	<b>28.852</b>	<b>3%</b>
0,5 - 1,5	<b>30.123</b>	<b>3,3%</b>
1,5 - 5	<b>10.399</b>	<b>1,2%</b>
5 - 15	<b>2.867</b>	<b>0,4%</b>
15 - 50	<b>1.003</b>	<b>0,1%</b>
50 - 100	<b>196</b>	<b>0,02%</b>
100+	<b>203</b>	<b>0,02%</b>
<b>Σύνολο</b>	<b>879.377</b>	<b>100%</b>

### 7.3. ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ<sup>28</sup>

Το ζήτημα της χρηματοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων στον Ελλαδικό χώρο είναι ζήτημα το οποίο απασχολεί όλο και περισσότερο τον επιχειρηματικό κόσμο που ανήκει σε αυτές. Στην προσπάθεια ανεύρεσης ρευστών διαθέσιμων έχουν αναπτυχθεί ποικιλόμορφοι τρόποι χρηματοδότησης, παράλληλα οι σχέσεις των μικρομεσαίων επιχειρήσεων με τραπεζικούς και άλλους χρηματοδοτικούς οργανισμούς έχουν γίνει στενότερες από ποτέ. Είναι χαρακτηριστικό ότι :

- Το 97,2% των επιχειρήσεων έχουν αποταμιευτικούς λογαριασμούς σε τράπεζες
- Το 37,5% είναι κάτοχοι μπλοκ επιταγών
- Το 51,5% έχουν συνάψει επιχειρηματικά δάνεια
- Το 23,% συναλλάσσεται με τράπεζες για την προεξόφληση επιταγών
- Το 18,6% συνεργάζεται με τράπεζες για την πληρωμή της μισθοδοσίας
- Το 16,2% έχουν υπογράψει σύμβαση Leasing

Παράλληλα το 71,7% των ελληνικών μικρομεσαίων επιχειρήσεων έχει χρησιμοποιήσει την αυτοχρηματοδότηση σαν εναλλακτική πηγή χρηματοδότησης, το 13,4% έχει χρηματοδοτηθεί από αναπτυξιακούς νομούς, το 13,1% από αφορολόγητα αποθεματικά, το 2,3% από το ταμείο

<sup>28</sup> Πηγή: Εμπορικό και Βιομηχανικό Επιμελητήριο Αθηνών



εγγυοδοσίας, ενώ ένα 16,5% έχει αναζητήσει άλλου είδους ορθόδοξους και ανορθόδοξους τρόπους χρηματοδότησης.

## ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8: Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΤΗΣ PENGUINCITY A.E

### 8.1. ΓΕΝΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Η επιχείρηση στην οποία θα επικεντρωθούμε στην ανάλυση μας είναι η PenguinCity A.E. η οποία δραστηριοποιείται στον ευρύτερο τομέα παροχής προϊόντων και υποστήριξης ολοκληρωμένων υπηρεσιών στην πληροφορική. Αντικείμενο δραστηριότητας της εταιρίας αποτελεί η παροχή εξοπλισμού, λογισμικού, δικτύων & επικοινωνιών, εκπαίδευσης & υπηρεσιών, μέσω ενός σχήματος που παρακολουθεί αδιάκοπα τις εξελίξεις στην αγορά Πληροφορικής PenguinCity A.E ιδρύθηκε το Μάιο του 2003 και στεγάζεται στην Σπύρου Τρικούπη 20 στην Αθήνα. Σκοπός ίδρυσης της επιχείρησης ήταν η εμπορία λογισμικών συστημάτων σε επιχειρήσεις και η παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών σε αυτές. Το αρχικό μετοχικό κεφάλαιο ήταν της τάξεως των 60.000 ευρώ. Πολύ γρήγορα αναπτύχθηκε και μέσα σε μικρό χρονικό διάστημα απέκτησε σημαντική θέση στον κλάδο. Σήμερα η εταιρία βρίσκεται σε συνεχώς ανοδική ροπή έχοντας στο ενεργητικό της σημαντικές συμφωνίες με ηγέτιδες επιχειρήσεις του κλάδου της παροχής λογισμικών.

### 8.2. ΠΡΟΙΟΝΤΑ

Η εταιρία, έχοντας ως επιχειρηματικό της στόχο, τη συγκρότηση ενός ισχυρού σχήματος , που με τη γνώση και την εμπειρία του θα παρέχει ολοκληρωμένες συνδυαστικές λύσεις, θα ανταποκρίνεται σε μεγάλα έργα, θα σχεδιάζει και θα παράγει εξειδικευμένα προϊόντα λογισμικού, θα εφοδιάζει τις επιχειρήσεις με εργαλεία, διαδικασίες, μεθόδους και πληροφορίες, που αποτελούν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα και δίνουν νέα προοπτική ανάπτυξης αυτών έχει αναπτύξει μια σειρά δραστηριοτήτων. Έτσι, ουσιαστικά οι πωλήσεις της εταιρίας διαχωρίζονται σε δυο υποκατηγορίες. Στις πωλήσεις προϊόντων πληροφορικής και στην παροχή υπηρεσιών σε θέματα που αφορούν την ηλεκτρονική κάλυψη εταιριών αλλά και ιδιωτών.

Όσον αφορά την πρώτη κατηγορία τα προϊόντα που εμπορεύεται η επιχείρηση είναι

- Λογισμικά προστασίας Anti-Virus
- Ηλεκτρονικοί υπολογιστές,
- Εκτυπωτές,
- Σαρωτές,
- Αναλώσιμα

Η δεύτερη κατηγορία αναφέρεται στην παροχή υπηρεσιών

- Τεχνικής υποστήριξης
- Εγκαταστάσεως προγραμμάτων για ηλεκτρονικούς υπολογιστές και δίκτυα
- Εγκαταστάσεως Δικτύων
- Σχεδιασμού ιστοσελίδων

Για την διεκπεραίωση των πωλήσεων η εταιρία συνεργάζεται με δίκτυο μεταπωλητών σε ολόκληρη την Ελληνική επικράτεια και Κύπρο με περισσότερα από 300 σημεία πώλησης για τα προϊόντα και της υπηρεσίες της. Επίσης διατηρεί δίκτυο μεταπωλητών σε χώρες της βαλκανικής.

### 8.3. ΣΥΝΕΡΓΑΣΙΕΣ

Η PenguinCity ξεκινώντας την υποδιανομή των προϊόντων της εταιρείας Kaspersky Lab το έτος 2004 , υπέγραψε απευθείας συμφωνία με την ρωσική εταιρία Kaspersky Lab UK ltd που εδρεύει στη Μόσχα, για την επίσημη διανομή και υποστήριξη των προϊόντων Kaspersky στην Ελλάδα το έτος 2006 η οποία και διήρκεσε έως το τέλος του 2009.

Με την τεχνογνωσία που απέκτησε σε θέματα ασφαλείας, η PenguinCity υπέγραψε νέα συμφωνία το έτος 2009 με την θυγατρική εταιρεία της Kaspersky Lab, Infowatch ZAO που επίσης εδρεύει στην Μόσχα και η οποία παράγει τα πανίσχυρα συστήματα λογισμικού DLP (Data Leakage

Prevention ή Συστήματα Αποφυγής Διαρροής Δεδομένων). Η συμφωνία αφορά την αποκλειστική διανομή και πλήρη υποστήριξη των προϊόντων και υπηρεσιών της Infowatch ZAO για την Ελλάδα και Κύπρο και υφίσταται έως και σήμερα. Τα προϊόντα της Infowatch απευθύνονται κυρίως σε μεγάλες επιχειρήσεις που ενδιαφέρονται να προστατέψουν το πληροφορικό τους σύστημα από την διαρροή ευαίσθητων δεδομένων από κλοπή ή αμέλεια. Το τεχνικό προσωπικό της PenguinCity έχει πιστοποιηθεί με επιτυχία από τα εργαστήρια της Infowatch στην Μόσχα.

Από το έτος 2010 η εταιρία έγινε επίσημος διανομέας των προϊόντων eScan της εταιρείας\_Microworld Technologies για την Ελλάδα και Κύπρο. Η σειρά προϊόντων προστασίας από ιούς eScan, απευθύνεται σε επιχειρήσεις και ιδιώτες.

Επίσης από το ίδιο έτος είναι επίσημος διανομέας των προϊόντων λογισμικού ασφαλείας της καταξιωμένης εταιρείας στο χώρο, Doctor Web\_Russia. Τα προϊόντα της DrWeb καλύπτουν τις ανάγκες για την προστασία από ιούς, κυρίως μεγάλων επιχειρήσεων και ISPs (Internet Service Provider).

Η PenguinCity είναι επίσημος συνεργάτης της εταιρείας REDHAT για την υλοποίηση συστημάτων σε λειτουργικό LINUX. Η εταιρία με την πολύχρονη εμπειρία της σε συστήματα Linux και την αξιοπιστία της Redhat μπορεί και υλοποιεί σύνθετα πληροφορικά συστήματα σε επιχειρησιακό περιβάλλον.

Τέλος η PenguinCity είναι πιστοποιημένος μεταπωλητής των εταιρειών ZIMBRA και Ncomputing ενώ στα πλαίσια των πετυχημένων συνεργασιών με εταιρείες στον Ελληνικό χώρο, θα πρέπει να σημειωθεί ότι είναι συνεργάτης των εταιρειών CPI για τη διανομή προϊόντων OKI και της εταιρείας Infoquest για την προμήθεια συστημάτων Hewlett Packard από το έτος 2001.

#### **8.4. ΔΟΜΗ ΤΗΣ ΕΤΑΙΡΙΑΣ**

Η δομή της εταιρίας είναι ξεκάθαρη και ουσιαστικά σε αυτή λειτουργούν 5 ξεχωριστά τμήματα το τεχνικό τμήμα, το λογιστήριο, το εμπορικό τμήμα, η αποθήκη και το τμήμα διαδικτυακού σχεδιασμού και ανάπτυξης.

Το τεχνικό τμήμα ουσιαστικά αποτελεί ένα ολοκληρωμένο κέντρο τεχνικής υποστήριξης και παρέχει αξιόπιστες λύσεις. Έχει τη δυνατότητα να καλύψει από τη μελέτη και ανάλυση των αναγκών του πελάτη και την παροχή συμβουλευτικών υπηρεσιών, έως την ολοκληρωμένη διαχείριση των συστημάτων του.

Το λογιστήριο, ουσιαστικά είναι το τμήμα διεκπεραίωσης και καταγραφής όλων των εμπορικών συναλλαγών της εταιρίας. Διαχειρίζεται τα έσοδα και τα έξοδα της εταιρίας, μέσα από καταχωρίσεις λογιστικών εγγραφών, συμφωνίες λογαριασμών, μηνιαίο κλείσιμο αποτελεσμάτων, ανάλυση οικονομικών στοιχείων και προετοιμασία παρουσιάσεων προς τη Διοίκηση, ενώ έχει ενεργό συμμετοχή στη σύνταξη του προϋπολογισμού της εταιρίας. Παράλληλα υποβοηθηθεί στη σύνταξη του ισολογισμού στο τέλος κάθε έτους.

Το εμπορικό τμήμα είναι άμεσα συνδεδεμένο με τις πωλήσεις προϊόντων που εμπορεύεται η επιχείρηση. Έτσι ουσιαστικά στον εκθεσιακό χώρο της επιχείρησης οι πελάτες μπορούν να βρουν οποιοδήποτε προϊόν αναζητούν από τη γκάμα που προσφέρει η εταιρία, είτε είναι επαγγελματίες είτε ιδιώτες παράλληλα λειτουργεί άψογα οργανωμένο τμήμα παραγγελιών.

Η αποθήκη είναι ο χώρος στον οποίο ουσιαστικά φυλάσσονται τα προϊόντα που εμπορεύεται η εταιρία. Παρακολουθείται ηλεκτρονικά και είναι πλήρως μηχανογραφημένη.

Τέλος, το τμήμα διαδικτυακού σχεδιασμού και ανάπτυξης (Web Design & Development) της PenguinCity είναι ένα νεόδμητο τμήμα που αναλαμβάνει την μελέτη, τον σχεδιασμό και κατασκευή εταιρικών ιστοσελίδων, διαδικτυακών πυλών, ηλεκτρονικών καταστημάτων και minisites. Τέλος, παρέχει ολοκληρωμένες λύσεις ανάπτυξης, προβολής, προώθησης και συντήρησης διαδικτυακών εφαρμογών καθώς και συμβουλές σε θέματα e-Marketing.

## 8.5.ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ

Όπως προαναφέραμε η PenguinCity έχει δημιουργήσει δίκτυο 300 και πλέον συνεργατών σε Ελλάδα και Κύπρο οι οποίοι απασχολούνται στον τομέα της πώλησης. Όσον αφορά το μόνιμο προσωπικό της εταιρίας αυτό αποτελείται από 18 άτομα τα οποία κατανέμονται ανάλογα με τις ανάγκες κάθε ενός από τα πέντε τμήματα που λειτουργούν σε αυτή.

Το τεχνικό τμήμα, το οποίο είναι και το μεγαλύτερο τμήμα της εταιρίας απασχολεί επτά εργαζομένους οι οποίοι είναι στο σύνολο τους απόφοιτοι Ανώτατων ή Ανώτερων σχολών πλήρως εξειδικευμένοι στο αντικείμενο τους και με πολλά χρόνια προϋπηρεσίας σε αυτό. Το τμήμα λειτουργεί υπό τις οδηγίες προϊσταμένου που κατευθύνει την πορεία των εργασιών που λαμβάνουν χώρα σε αυτό και χαράζει τη φιλοσοφία τους είδους των υπηρεσιών που αυτό παρέχει.

Το τμήμα λογιστικών της επιχείρησης αποτελείται από μια ομάδα τριών ατόμων. Είναι όλοι απόφοιτοι Ανώτερων σχολών Τριτοβάθμιας εκπαίδευσης. Το τμήμα λειτουργεί και σε αυτή την περίπτωση υπό τις οδηγίες προϊσταμένου όπου εκτός από την εποπτεία των εργασιών έχει επιμεριστεί και την εργασία της επιμόρφωσης των υφισταμένων του στο σύνολο των εργασιών του τμήματος καθώς η φύση αυτών απαιτεί αρκετή πρακτική εκμάθηση.

Το εμπορικό τμήμα αποτελείται από τέσσερα άτομα διαφόρων μορφωτικών βαθμίδων καθώς το ύψος της εργασίας τους δεν απαιτεί εξειδικευμένες ακαδημαϊκές γνώσεις, παρόλα αυτά η εταιρία έχει φροντίσει να τους εφοδιάσει με προχωρημένες γνώσεις τεχνικών πωλήσεων επιδοτώντας τη συμμετοχή τους σε ανάλογα σεμινάρια ιδιωτικών και δημοσίων φορέων. Το τμήμα καθοδηγείται απευθείας από το διευθύνοντα σύμβουλο της εταιρίας.

Στην αποθήκη, απασχολείται ένας ανειδίκευτος εργαζόμενος.

Τέλος το νεόδμητο τμήμα διαδικτυακού σχεδιασμού και ανάπτυξης αποτελείται από τρία απόλυτα εξειδικευμένα άτομα στον τομέα των διαδικτυακών εφαρμογών και με πολύ προχωρημένη Τριτοβάθμια Εκπαίδευση που συνοδεύεται από Μεταπτυχιακούς τίτλους σπουδών. Το τμήμα κατευθύνεται επίσης από τον διευθύνοντα σύμβουλο.



## 8.6. PENGUINCITY A.E. ΚΑΙ TREASURY MANAGEMENT

### 8.6.1. ΚΥΚΛΟΣ ΕΡΓΑΣΙΩΝ

Όπως προαναφέραμε τα έσοδα της εταιρίας διαχωρίζονται σε δυο κατηγορίες.

- Έσοδα που προέρχονται από τις πώλησης εμπορευμάτων
- Έσοδα που προέρχονται από την παροχή υπηρεσιών

Ο κύκλος εργασιών της εταιρίας από το 2006 έως το 2009 παρουσιάζεται στον Πίνακα:

Έτος	Κύκλος εργασιών
2006	444.154,76 €
2007	347.121,03 €
2008	505.452,48 €
2009	827.515,84 €

Όσον αφορά την κατανομή των εσόδων αυτή δεν είναι ισόποση για τις δυο κατηγορίες. Περίπου τα 2/3 των εσόδων προέρχονται από παροχή υπηρεσιών και το υπόλοιπο 1/3 από πωλήσεις εμπορευμάτων. Είναι ενδεικτικό, ότι στην έκθεση ορκωτών ελεγκτών μετά από έλεγχο που διενεργήθηκε στην εταιρία τον Μάιο του 2008 για τον ισολογισμό του 2007, από τα 347.121,03 ευρώ που αποτελούν τον κύκλο εργασιών της εταιρίας, 232.374,72 ευρώ προήλθαν από παροχή υπηρεσιών και 114.746,31 προήλθαν από πωλήσεις προϊόντων. Σαν συνέπεια αυτού, επιβεβαιώνεται και η στρατηγική της εταιρίας να επενδύσει σε τεχνογνωσία και να εξοπλίσει το τεχνικό τμήμα της με άρτια καταρτισμένους εργαζομένους, αλλά και να δημιουργήσει το τμήμα διαδικτυακού σχεδιασμού και ανάπτυξης.

### 8.6.2. ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ

Η PenguinCity στην προσπάθεια της να προχωρήσει σε επενδύσεις, έχει ως πάγια τακτική της για τη χρηματοδότηση αυτών να εμπιστεύεται τον δανεισμό από τράπεζες. Τα δάνεια στα οποία έχει προχωρήσει η εταιρία είναι τρία και έχουν εκδοθεί τα έτη 2005, 2007 και 2009.

Το 2005 η εταιρία προχώρησε σε δάνειο πενταετίας με την Τράπεζα Πειραιώς το οποίο ανήλθε στα 50.000 ευρώ, ενώ το 2007 επέκτεινε τον εν λόγω δανεισμό για άλλα πέντε έτη εισπράττοντας επιπλέον 30.000 ευρώ. Τα δυο αυτά δάνεια αποπληρώνονται με σταθερό επιτόκιο της τάξεως του 8,5%.

Το 2009 στα πλαίσια της συνεργασίας της εταιρίας για αποκλειστική διανομή και πλήρη υποστήριξη των προϊόντων και υπηρεσιών της Infowatch ΖΑΟ για την Ελλάδα και Κύπρο η εταιρία προχώρησε σε νέο δάνειο, το οποίο έχει διάρκεια δεκαετίας, χορηγήθηκε από την Εθνική Τράπεζα και ανήλθε στις 70.000 ευρώ. Το επιτόκιο του δανείου είναι σταθερό και σε αυτή την περίπτωση και είναι ύψους 8,0%.

Τα δανειακά κεφάλαια της εταιρίας επενδυθήκαν στο σύνολο τους στην σύναψη συμφωνιών με μεγάλους επιχειρηματικούς ομίλους των οποίων η εταιρία έγινε αποκλειστικός αντιπρόσωπος και διανομέας των προϊόντων τους.

### 8.6.3. ΕΠΙΤΑΓΕΣ

Ένα μεγάλο κομμάτι των συναλλαγών της PenguinCity A.E., ειδικότερα το τελευταίο διάστημα όπου η ρευστότητα της αγοράς στον Ελλαδικό χώρο αντιμετωπίζει κάμψη λόγω και της υπάρχουσας οικονομικής ύφεσης, γίνεται με τη μορφή επιταγών. Η πολιτική της εταιρίας είναι συγκεκριμένη και ξεκάθαρη όσον αφορά τις δοσοληψίες που διενεργούνται με τον εν λόγω τρόπο.

Αρχικά η εταιρία έχει σαν πάγια πολιτική της την αποδοχή επιταγών από όλους τους πελάτες της. Δεν διαχωρίζει την πολιτική της ανάλογα με το είδος της σχέσης που έχει με το εκάστωτε πελάτη, όπως επίσης δεν διαχωρίζει την πολιτική της ανάλογα με το αν ο συναλλασσόμενος είναι πελάτης λιανικής ή πελάτης χονδρικής. Η γραμμή είναι κοινή για όλους. Έτσι η εταιρία αποδέχεται επιταγές έως τρίμηνης διάρκειας από όλους τους

πελάτες της αλλά και επιταγές έως εξαμηνιαίας διάρκειας από συγκεκριμένους πελάτες και κατόπιν ειδικής συμφωνίας με αυτούς.

Ακριβώς με τον ίδιο τρόπο συνεργάζεται η εταιρία με τους προμηθευτές της. Η εταιρία, συνεργάζεται στην περίπτωση αυτή με δυο ελληνικές τράπεζες οι οποίες την εφοδιάζουν με τα αντίστοιχα μπλοκ έκδοσης επιταγών, συγκεκριμένα με την Εθνική Τράπεζα και την Τράπεζα Πειραιώς. Στόχος της PenguinCity A.E. είναι να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της προς τους προμηθευτές της στο εύλογο διάστημα των τριών μηνών και τέτοιας διάρκειας είναι το μεγαλύτερο ποσοστό των επιταγών που εκδίδει. Παρόλα αυτά σε ειδικές περιπτώσεις η εταιρία ενδέχεται να εκδώσει και επιταγές μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας κάτω από ειδική συμφωνία με τον συνεργαζόμενο προμηθευτή.

Σαν ενδεικτικό αποτέλεσμα της παραπάνω διαδικασίας παρατηρούμε ότι η εταιρία εισέπραξε με τη μορφή επιταγών περίπου 16.525 ευρώ το 2006, 26.288 το 2007, 23.340 ευρώ το 2008 και το πολύ μεγάλο ποσό, με βάση τα δεδομένα των προηγούμενων ετών, των 68.550 ευρώ το 2009.

Στην αντίθετη κατεύθυνση, όσον αφορά τις επιταγές που εκδίδει η εταιρία προς τους προμηθευτές της παρατηρούμε ότι έχει καταφέρει να κρατήσει πολύ χαμηλά την άνοδο της συνολικής αξίας των πληρωτέων επιταγών, καθώς το 2006 εξέδωσε επιταγές αξίας 28.750 ευρώ, το 2007 ποσά 20.695 ευρώ, το 2008 ποσά 30.003 ευρώ και το 2009 εξέδωσε επιταγές συνολικού ύψους 34.860 ευρώ.

Έτος	Επιταγές εισπρακτέες	Επιταγές πληρωτέες
2006	16.525	28.750
2007	26.288	20.695
2008	23.340	30.003
2009	68.550	34.860

#### 8.6.4. ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Όπως προαναφέραμε η PenguinCity είναι μια συνεχώς αναπτυσσόμενη εταιρία, ολοένα ανερχόμενη στον κλάδο της. Τα τελευταία χρόνια έχει προχωρήσει σε σοβαρές επενδύσεις τόσο για την συνεργασία με γνωστές επιχειρήσεις κατασκευής λογισμικών ούτως ώστε να γίνει αποκλειστικός πάροχος των προϊόντων τους στην ελληνική αγορά, όσο και σε μηχανολογικό εξοπλισμό, πάγιες εγκαταστάσεις αλλά και τεχνογνωσία.

Όσον αφορά την πρώτη κατηγορία που αναφέρεται στις επενδύσεις που αφορούν την διαπλάτυνση των εμπορικών δραστηριοτήτων της επιχείρησης αυτή στηρίχτηκε εξολοκλήρου σε μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση. Τα τρία δάνεια με τα οποία χρηματοδοτήθηκαν οι επενδύσεις αυτές έχουν διάρκεια δεκαετίας. Η εξόφληση των δανείων αυτών πραγματοποιείται σε όσες εξαμηνιαίες τοκοχρεωλυτικές δόσεις, των οποίων η πρώτη καταβλήθηκε ένα χρόνο μετά τη σύναψη της συμφωνίας για δανεισμό.

Περνώντας στη δεύτερη περίπτωση επενδύσεων αξίζει να αναφέρουμε ότι εκτός από τη δημιουργία του τμήματος διαδικτυακού σχεδιασμού και ανάπτυξης που εξειδικεύεται στην παροχή υπηρεσιών που αφορούν το διαδίκτυο, η εταιρία έχει προχωρήσει σε εκσυγχρονισμό των εγκαταστάσεων της με την αγορά νέου ηλεκτρονικού εξοπλισμού σε όλους τους τομείς και τα τμήματα της. Παράλληλα προχώρησε σε αναδιάρθρωση του εμπορικού της τμήματος με την αγορά νέων εγκαταστάσεων και την εξειδίκευση του προσωπικού που απασχολείται σε αυτό μέσω επιμορφωτικών σεμιναρίων. Η χρηματοδότηση για τις παραπάνω επενδύσεις ήταν εξολοκλήρου βραχυπρόθεσμη. Ένα μέρος των αγορών στις οποίες προχώρησε η επιχείρηση έγινε με πίστωση της οποίας η διάρκεια ήταν από 3 έως 7 μήνες, ενώ ένα άλλο μέρος αγοράστηκε τις μετρητές από την εταιρία χρησιμοποιώντας τα ρευστά διαθέσιμα της.

### 8.6.5. ΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΠΟΛΙΤΙΚΗ

Όπως το σύνολο των επιχειρήσεων σε εθνικό και διεθνές επίπεδο έτσι και η εταιρία που αναλύουμε πωλεί προϊόντα αλλά παρέχει και υπηρεσίες με πίστωση. Η διαμόρφωση της κατάλληλης πιστωτικής πολιτικής και ο έλεγχος των πιστώσεων, έχει ως στόχο τη διασφάλιση της λειτουργικότητας της επιχείρησης σε θέματα κυρίως πωλήσεων, κόστους χρήματος, χρηματικών ροών για αποτελεσματική διαχείριση του παραγωγικού και χρηματοοικονομικού κυκλώματος της επιχείρησης. Παράλληλα, η παροχή πιστώσεων βοηθά την επιχείρηση είτε να διατηρήσει είτε να αυξήσει τις πωλήσεις της.

Το συνολικό ποσό των πιστώσεων της επιχείρησης σε μια δεδομένη χρονική στιγμή εξαρτάται κυρίως από δυο παράγοντες :

- Τον όγκο των πωλήσεων με πίστωση
- Τη μέση χρονική διάρκεια μεταξύ των πωλήσεων και τις εξόφλησης των λογαριασμών

Παρόλα αυτά οι δυο αυτοί παράγοντες επηρεάζονται από ορισμένες ακόμη μεταβλητές, οι οποίες αποτελούν την πολιτική της επιχείρησης στις πωλήσεις με πίστωση.

Ο πρώτος παράγον που καθορίζει την πιστωτική πολιτική της PenguinCity A.E είναι η διάρκεια των πιστώσεων, δηλαδή το για πόσο χρόνο θα χορηγηθεί η πίστωση. Συγκεκριμένα η εταιρία έχει ως πάγια τακτική της να μην παρέχει πιστώσεις άνω των έξι μηνών στους πελάτες της. Βέβαια σε ειδικές περιπτώσεις αυτό αναπροσαρμόζεται κατόπιν συμφωνίας με τους χρεώστες.

Ένας δεύτερος παράγον για τη χορήγηση πίστωσης είναι το ελάχιστο ποσό οφειλής των χρεωστών. Είναι δεδομένο ότι η επιχείρηση δεν παρέχει πιστώσεις για αγορές μικρής αξίας. Το γεγονός αυτό συμβαίνει για να υπάρχει καλύτερος έλεγχος των πιστωτικών υπολοίπων της εταιρίας. Παράλληλα η εταιρία δεν παρέχει πιστώσεις σε πελάτες λιανικής. Η ελάχιστη οφειλή για την οποία παρέχεται πίστωση στους πελάτες της PenguinCity ποικίλει ανάλογα με το πόσο στενά είναι συνδεδεμένες οι δυο μεριές στο εμπορικό κομμάτι.



Όσον αφορά την πολιτική εισπράξεων της εταιρίας θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως αυστηρή. Οι εισπράξεις διενεργούνται από την προϊστάμενη του λογιστικού τμήματος και επιβλέπονται και σε αυτή την περίπτωση από τη διοίκηση της εταιρίας. Γενικά αν και η 'χαλαρή' εισπρακτική πολιτική έχει συνήθως ως αποτέλεσμα την αύξηση των πωλήσεων μιας επιχείρησης, η PenguinCity A.E δεν την προτιμά με γνώμονα το γεγονός ότι η αύξηση των πωλήσεων με τέτοιους όρους έχει παρατηρηθεί ότι στην περίπτωση της δεν αυξάνει και τα κέρδη καθώς συνεπάγεται αύξηση του κόστους που υπερκαλύπτει τις πωλήσεις.

Τέλος θα πρέπει να γίνει αναφορά στο ότι η εταιρία παρέχει σημαντική έκπτωση που μπορεί να αγγίξει έως και το 30% ανάλογα με το ποσό των αγορών, στους πελάτες της εφόσον επιλέξουν να πληρώσουν τις μετρητοίς.

#### **8.6.6. ΠΟΛΙΤΙΚΗ ΜΙΣΘΟΔΟΣΙΑΣ**

Έχοντας σαν δεδομένο ότι η μισθοδοσία μιας επιχείρησης θα πρέπει να είναι έγκαιρη και ακριβής, καθώς μια μικρή καθυστέρηση στην πληρωμή του προσωπικού μπορεί να προκαλέσει μια σειρά από επιπτώσεις, που προέρχονται από τη δυσαρέσκεια του προσωπικού, στην εύρυθμη λειτουργία της επιχείρησης, ενώ παράλληλα μπορεί να οδηγήσει σε σοβαρές ποινές με βάση την εργατική νομοθεσία, η PenguinCity έχει σταθερή πολιτική όσον αφορά το συγκεκριμένο ζήτημα.

Σε αυτή τη λογική, οι αμοιβές των εργαζομένων της εταιρίας είναι συνάρτηση μιας σειράς παραγόντων. Αρχικά, λαμβάνεται υπόψη το μορφωτικό επίπεδο του εκάστωτε εργαζομένου. Όπως προκύπτει από την ελληνική εργατική νομοθεσία, οι κάτοχοι τίτλων Τριτοβάθμιας Εκπαίδευσης ή Μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών απολαμβάνουν επιπρόσθετα επιδόματα επί του βασικού μισθού που προκύπτει από τη συλλογική σύμβαση εργασίας του κλάδου τους και η PenguinCity εναρμονίζεται σε απόλυτο βαθμό με τις εν λόγω διατάξεις.

Δεύτερος παράγον που καθορίζει το ύψος του μισθού των εργαζομένων της εταιρίας είναι η οικογενειακή τους κατάσταση σύμφωνα



πάντα με την ισχύουσα νομοθεσία και αναπροσαρμόζει τους μισθούς ανάλογα με το εάν αυτοί είναι έγγαμοι ή όχι, αν είναι γονείς, αλλά και ο αριθμός των παιδιών τους.

Τρίτος παράγον καθορισμού των μισθών είναι τα έτη προϋπηρεσίας των εργαζομένων στην επιχείρηση.

Τέλος, ο μισθός των εργαζομένων είναι συνάρτηση του ύψους και της δυσκολίας της εργασίας που έχει επιμεριστεί ο εκάστωτε εργαζόμενος, αλλά και της εξειδίκευσης που αυτή απαιτεί, παράλληλα σε εκείνους τους εργαζομένους που η εργασία τους απαιτεί τη χρήση υπολογιστή χορηγείται ανάλογο επίδομα, ενώ επίδομα ταμείου χορηγείται στους εργαζομένους που εμπλέκονται σε χρηματικές δοσοληψίες με πελάτες και διαχειρίζονται τα κεφάλαια της εταιρίας.

Η πληρωμή των μισθών της επιχείρησης καταβάλλεται μηνιαίως και σε δυο δόσεις. Στις 15 κάθε μήνα καταβάλλεται το 50% του μισθού κάθε εργαζομένου και στις 30 του ίδιου μήνα καταβάλλεται το υπόλοιπο 50% έως εξόφληση των υποχρεώσεων της εταιρίας προς του εργαζομένου της. Παράλληλα στο τέλος κάθε μήνα καταβάλλονται και οι εισφορές της εταιρίας στα ασφαλιστικά ταμεία των εργαζομένων που απασχολεί.

Η διαχείριση της διαδικασίας μισθοδοσίας της εταιρίας είναι αποκλειστική ευθύνη του προϊσταμένου του λογιστικού τμήματος της εταιρίας και εγκρίνεται σε κάθε περίπτωση από το διοικητικό συμβούλιο αυτής. Παράλληλα για κάθε εργαζόμενο της επιχείρησης υπάρχει καρτέλα μισθοδοσίας.

Κλείνοντας να σημειωθεί ότι από το 2008 λειτουργούν με βάση εσωτερικό κανονισμό της επιχείρησης επιχορηγήματα (bonus) παραγωγικότητας για κάθε τμήμα της εταιρίας αλλά και για κάθε εργαζόμενο ξεχωριστά. Τα bonus καθορίζονται με βάση τις επιδόσεις των τμημάτων και των εργαζομένων στους στόχους που θέτει το διοικητικό συμβούλιο σε τριμηνιαία βάση.

### 8.6.7. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗ ΑΠΟΘΕΜΑΤΩΝ

Κάθε επιχείρηση που εμπορεύεται προϊόντα απαιτείται συνήθως να αποθεματοποιεί και να αποθηκεύει. Η PenguinCity φαίνεται να έχει κατανοήσει πλήρως τη σημασία της σωστής οργάνωσης και του εξορθολογισμού της αποθηκευτικής λειτουργίας. Η σωστή πολιτική διαχείρισης αποθεμάτων, μπορεί να συμβάλλει τόσο στη μείωση του λειτουργικού τους κόστους μιας επιχείρησης, όσο και στην αποφυγή άσκοπων επενδύσεων.

Η εταιρία έχει εκτιμήσει, με τη χρήση της μικροοικονομικής θεωρίας αλλά και οικονομετρικών μεθόδων, με ακρίβεια τη ζήτηση για προϊόντα στο βραχυπρόθεσμο και μεσοπρόθεσμο μέλλον. Έτσι λοιπόν φροντίζει να διατηρεί σε κάθε περίπτωση το κατάλληλο απόθεμα ασφαλείας (Safety Stock), το μέγιστο επίπεδο αποθέματος που δικαιολογεί η ζήτηση των προϊόντων της (Maximum Stock), την οικονομική ποσότητα αναπαραγγελίας (Economic Order Quantity), την πραγματική ποσότητα αναπαραγγελίας (Re-Order Quantity), την πιθανή ποσότητα υπέρβασης του επιπέδου αναπαραγγελίας (Overshoot) και τέλος το επίπεδο αναπαραγγελίας (Re-Order Level).

Τα οφέλη από την συγκεκριμένη εργασία είναι πολλαπλά. Αρχικά η εταιρία δεν είναι εκτεθειμένη στις διακυμάνσεις της ζήτησης και διατηρεί ομαλή ροή στην διαδικασία των πωλήσεων, παράλληλα το κόστος τήρησης αποθέματος μειώνεται δραστικά. Επιπλέον η στρατηγική αυτή της επιχείρησης καθυστερεί μία μεγάλη δαπάνη επέκτασης των αποθηκευτικών χώρων ή κατασκευής νέων εγκαταστάσεων. Τέλος, ο απαιτούμενος αριθμός εργαζομένων στην καλά οργανωμένη αποθήκη της PenguinCity είναι πολύ μικρότερος από αυτόν που θα απαιτούνταν σε διαφορετική περίπτωση.

## ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Καταλήγοντας στα συμπεράσματα της έρευνας μας κρίνεται απαραίτητο να προβούμε σε συνοπτική ανακεφαλαίωση των ζητημάτων που εξετάστηκαν σε αυτή. Αρχικά, στο πρώτο και θεωρητικό μέρος της εργασίας παρατέθηκαν κάποιες βασικές έννοιες, που βοηθούν στην παραπέρα ανάλυση του θέματος όπως η έννοια της επιχείρησης και βασικών οικονομικών καταστάσεων. Στη συνέχεια προσδιορίστηκαν τα είδη και οι έννοιες των μορφών χρηματοδότησης που μπορούν να λάβουν οι επιχειρήσεις και αναλύθηκαν μια σειρά από κανόνες χρηματοδότησης σύμφωνα με την οικονομική θεωρία. Στο τρίτο κεφάλαιο παρουσιάστηκαν θεωρίες κεφαλαιακής διάρθρωσης της επιχείρησης με έμφαση στην παραδοσιακή θεωρία περί κεφαλαιακής δομής επιχείρησης και στις θεωρίες των Modigliani και Miller. Στο τέταρτο κεφάλαιο αναλύθηκε διεξοδικά η θεωρία κεφαλαιακής δομής λαμβάνοντας υπόψη το κόστος χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και το κόστος αντιπροσώπευσης, ενώ στη συνέχεια εξετάστηκε η επίδραση που ασκεί η κεφαλαιακή δομή στις τιμές των μετοχών της επιχείρησης, αλλά και οι παράγοντες που επηρεάζουν την κεφαλαιακή δομή των επιχειρήσεων στην εποχή μας.

Στο δεύτερο και εμπειρικό μέρος της εργασίας μας, προχωρήσαμε σε παρουσίαση της διαχείρισης θησαυροφυλακίου συγκεκριμένης εταιρίας. Η εταιρία που επιλέχτηκε ήταν η PenguinCity A.E. και καθώς πρόκειται για μια μικρομεσαία επιχείρηση προβήκαμε σε αποσαφήνιση της έννοιας των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, αλλά και στις μορφές χρηματοδότησης αυτών. Τέλος, παρατέθηκαν όλες οι οικονομικές διαδικασίες που καθορίζουν την λειτουργία αυτής και συνιστούν ουσιαστικά τον τρόπο διαχείρισης των κεφαλαίων της.

Όπως προέκυψε από την ανάλυση μας, η εξεταζόμενη εταιρία είναι μια εταιρία αρκετά οργανωμένη σε θέματα οικονομικής διαχείρισης. Βέβαια, είναι γεγονός ότι η επιχείρηση δεν ακολουθεί συγκεκριμένα θεωρητικά μοντέλα όσον αφορά το Treasury Management της αλλά παρόλα αυτά ακολουθεί συγκεκριμένη και πάγια τακτική σε όλους τους τομείς και ως εκ τούτου καταφέρνει και διατηρεί πολύ καλή διαχείριση των κεφαλαίων της.

Η παρούσα εργασία είναι μια μικρή μόνο παρουσίαση της θεωρίας θησαυροφυλακίου. Καθώς η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε πλήρη ύφεση όλο θα εμπλουτίζεται η βιβλιογραφία πάνω στο συγκεκριμένο ζήτημα και νέα γνώση θα έρθει στο φως. Είναι μάλλον φανερό ότι τα υπάρχοντα οικονομικά μοντέλα δεν κατάφεραν να δώσουν λύση σε όσα διαδραματίζονται σήμερα στον κόσμο των επιχειρήσεων. Τα προβλήματα ρευστότητας είναι φανερά και ολοένα και οξύνονται.

## ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Τσακλάγκανος Α., (1980), *Χρηματοοικονομική Λογιστική*,. Εκδόσεις Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη
- Τσακλάγκανος Α., (1987), *Εισαγωγή στην οικονομική των επιχειρήσεων*, Εκδόσεις Κυριακίδη, Θεσσαλονίκη
- Λαζαρίδης Ι. & Δ. Παπαδόπουλος (2005), *Χρηματοοικονομική Διοίκηση Ι*, Τεύχος Β, Εκδόσεις Πανεπιστημίου Μακεδονίας, Θεσσαλονίκη
- Τσακλάγκανος Α., (1996), *Χρηματοδότηση και Αξιολόγηση Επενδύσεων*, Εκδοτικός Οίκος Αδελφών Κυριακίδη ΑΕ, Θεσσαλονίκη
- Weston F., (1982), *Βασικές Αρχές της Χρηματοοικονομικής Διαχείρισης και Πολιτικής*, Εκδόσεις Παπαζήση
- Gropelli K., (2002), *Χρηματοοικονομική*, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα
- Θάνος Γ., Κιόχος Π., *Χρηματοοικονομική Διοίκηση και Πολιτική*, Εκδόσεις Σύγχρονη Εκδοτική, Αθήνα
- Mc Menamin, J. (1999). *Financial Management An Introduction*. Oxford University Press, New Delhi.
- Modigliani F. & H. Miller, (1958), *The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*"
- Fox, Charles J. (1998), *Ethics and Agency Theory: An Introduction*, *American Review of Public Administration*
- Levy, H. and Sarnat, M., (1994), *Capital Investment and Financial Decisions*, 5th edition
- Tan R. (2003), *Agency Theory: Exploring Jensen & Meckling's work*