



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ  
ΔΥΤΙΚΗΣ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ**

---

**Τεχνολογία και Καινοτομία**

**Ενότητα 2<sup>η</sup>: ΜΟΡΦΕΣ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ & ΣΥΝΘΕΣΗ  
ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ**

Δρ. Ιωάννης Μπακούρος

**Τμήμα Μηχανικών Πληροφορικής και Τηλεπικοινωνιών**

---

## Άδειες Χρήσης

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό υπόκειται σε άδειες χρήσης Creative Commons.
- Για εκπαιδευτικό υλικό, όπως εικόνες, που υπόκειται σε άλλου τύπου άδειας χρήσης, η άδεια χρήσης αναφέρεται ρητώς.



## Χρηματοδότηση

- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό έχει αναπτυχθεί στα πλαίσια του εκπαιδευτικού έργου του διδάσκοντα.
- Το έργο «**Ανοικτά Ψηφιακά Μαθήματα του Πανεπιστημίου Δυτικής Μακεδονίας**» έχει χρηματοδοτήσει μόνο τη αναδιαμόρφωση του εκπαιδευτικού υλικού.
- Το έργο υλοποιείται στο πλαίσιο του Επιχειρησιακού Προγράμματος «Εκπαίδευση και Δια Βίου Μάθηση» και συγχρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) και από εθνικούς πόρους.



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ & ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ, ΠΟΛΙΤΙΣΜΟΥ & ΑΘΛΗΤΙΣΜΟΥ  
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



ΕΥΡΩΠΑΪΚΟ ΚΟΙΝΩΝΙΚΟ ΤΑΜΕΙΟ

## Περιεχόμενα

1.1	ΓΕΝΙΚΑ.....	4
1.2	ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ.....	5
1.2.1	ΒΑΣΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	5
1.2.2	ΕΙΔΗ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ.....	6
1.2.3	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ .....	9
1.2.4	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ .....	9
1.2.5	Η ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΕΡΓΩΝ .....	10
1.3	ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ.....	13
1.3.1	ΒΑΣΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ .....	13
1.3.2	ΕΙΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	13
1.3.3	ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ - ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ .....	16
1.3.4	ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ - ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ..	16
1.3.5	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ .....	18
1.3.6	ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ .....	19
1.3.7	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΠΟΙΟΥΣ ΕΞΑΡΤΑΤΑΙ Η ΖΗΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ.....	20
1.3.8	ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ....	21
1.3.9	ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ.....	22
1.4	ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ .....	24
1.5	ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ .....	26
1.5.1	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ .....	28
1.5.2	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ .....	31
1.5.3	ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ .....	32

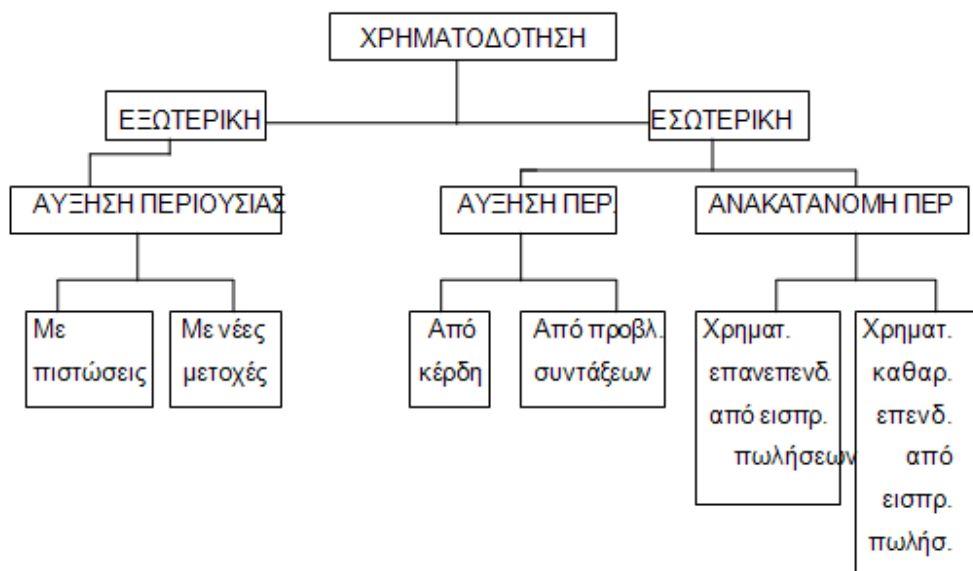
## 1.1 ΓΕΝΙΚΑ

Προτού προχωρήσει κανείς στις διάφορες μορφές χρηματοδότησης, είναι σκόπιμο να παρατεθούν διάφοροι ορισμοί της έννοιας του "κεφαλαίου", για το οποίο θα γίνεται διαρκώς λόγος στη συνέχεια.

Ως κεφάλαιο ορίζεται λοιπόν, εναλλακτικά ή συμπληρωματικά:

- "Η περιουσία που εκφράζεται σε χρήμα",
- "Το χρηματικό ποσό που αποβλέπει στη δημιουργία εσόδων",
- "Το χρηματικό ποσό, βάσει του οποίου μπορεί η επιχείρηση να προσπορίζεται ορισμένες αξίες",
- "Η υποχρέωση της επιχείρησης προς τους εισφέροντες το κεφάλαιο, στους οποίους παρέχει δικαιώματα επί της περιουσίας της και επί των κερδών της",
- "Η εις χρήμα εκδηλούμενη αγοραστική δύναμη, την οποία η επιχείρηση διαθέτει σε μια δεδομένη στιγμή και ισοδυναμεί με τη συνολική αξία των υλικών και άυλων περιουσιακών της στοιχείων".
- "Το επενδεδυμένο σε πάσης φύσεως περιουσιακά στοιχεία ποσό, το οποίο η επιχείρηση έχει στη διάθεση της και μπορεί να το χρησιμοποιεί για την εκπλήρωση των στόχων της".

Όσον αφορά τώρα στην **χρηματοδότηση**, αυτή διακρίνεται ως προς την **προέλευση** της στις ακόλουθες κατηγορίες:



Ως προς την **νομική υφή** της, η χρηματοδότηση διαφοροποιείται ως εξής:



Από το προηγούμενο σχήμα διαφαίνεται ο συνδυασμός μεταξύ ίδιας-ξένης και εσωτερικής-εξωτερικής χρηματοδότησης. Το **ίδιο κεφάλαιο** είναι συνήθως διαθέσιμο για απεριόριστο χρόνο, δεν απαιτεί καμία φροντίδα ρευστότητας, αλλά φέρει και τον κίνδυνο ("ρίσκο") της ζημίας. Είναι το ακριβότερο από όλα τα κεφάλαια, λόγω της κατά κανόνα προοδευτικής φορολογίας, ενώ αντίθετα οι τόκοι λ.χ. του ξένου κεφαλαίου εκπίπτουν από τα κέρδη. Από την άλλη μεριά **ξένο κεφάλαιο** συνιστούν κατά κύριο λόγο τα πάσης φύσεως δάνεια, με την υποχρέωση της επιστροφής τους, καθώς και η χρησιμοποίηση των "προβλέψεων για συνταξιοδοτήσεις", που υπολογίζονται μεν ως δαπάνη της συγκεκριμένης περιόδου και αποθεματοποιούνται ανάλογα, αλλά οι αντίστοιχες πληρωμές πρόκειται να γίνουν ύστερα από πολλά χρόνια.

## 1.2 ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ

### 1.2.1 ΒΑΣΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ

Με τον όρο αυτοχρηματοδότηση εννοούμε την εξεύρεση και διάθεση κεφαλαίου από την ίδια την επιχείρηση, χωρίς την προσφυγή σε ξένες πηγές ή στον επιχειρηματία (και μετόχους).

Η κύρια πηγή αυτοχρηματοδότησης είναι τα κέρδη της επιχείρησης τα οποία δεν διανέμονται, αλλά παραμένουν και χρησιμοποιούνται από αυτήν. Αυτή είναι η γνήσια αυτοχρηματοδότηση. Υπάρχει όμως και η περίπτωση της μη

γνήσιας αυτοχρηματοδότησης, κατά την οποία τα κεφάλαια που βρίσκονται δεσμευμένα σε διάφορα περιουσιακά στοιχεία απελευθερώνονται με τη ρευστοποίηση των στοιχείων αυτών για να χρησιμοποιηθούν σε νέες επενδύσεις.

Βασικό καθήκον της χρηματοδοτικής πολιτικής είναι, πριν να προβεί στην αναζήτηση των αναγκαίων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση ενός επεκτατικού προγράμματος, να εξαντλήσει κάθε δυνατή αξιοποίηση των ιδίων μέσων αυτής. Η αυτοχρηματοδότηση χρησιμοποιείται μόνο στην περίπτωση επεκτατικών επενδύσεων και ποτέ στην περίπτωση αρχικών επενδύσεων. Αυτό συμβαίνει γιατί το κεφάλαιο που χρησιμοποιείται στην αυτοχρηματοδότηση γεννάται μέσα στην μονάδα που ήδη λειτουργεί, μέσω της ολοκλήρωσης του παραγωγικού της κύκλου. Αυτό δεν συμβαίνει σε μια μονάδα που δε λειτουργεί και είναι υποχρεωμένη να βρει τα αναγκαία κεφάλαια μέσω της εξωτερικής χρηματοδότησης εφ' όσον δεν επαρκούν τα ίδια κεφάλαια.

## **1.2.2 ΕΙΔΗ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**

### **1.2.2.1 α) Γνήσια Αυτοχρηματοδότηση**

Μιλήσαμε και πιο πάνω για γνήσια αυτοχρηματοδότηση τότε μόνο όταν πρόκειται για χρησιμοποίηση κεφαλαίων τα οποία δημιουργήθηκαν σ' αυτή την επιχείρηση και λόγω της παραγωγικής διαδικασίας αυτής, δηλαδή τα κέρδη της επιχείρησης.

Στο σύνολο των εξόδων συμπεριλαμβάνονται και οι αποσβέσεις. Οι αποσβέσεις σαν δαπάνη είναι στοιχείο κόστους και ενσωματώνονται σ' αυτό, αποτελούν προσδιοριστικό παράγοντα της τιμής του παραγόμενου αγαθού. Με την επανεισροή της αξίας των πουλημένων αγαθών στην επιχείρηση αυτή η δαπάνη γυρίζει πίσω καθώς και το τυχόν κέρδος. Αυτή η εισροή δεν αποτελεί άλλο παρά αποδέσμευση δεσμευμένων παραγωγικών δυνάμεων.

Με βάση τα παραπάνω μπορούμε να διακρίνουμε τις παρακάτω περιπτώσεις.

#### **• Αυτοχρηματοδότηση μέσω τακτικών αποσβέσεων**

Με τον όρο τακτικές αποσβέσεις εννοούνται τα υπό του νόμου θεσπισθέντα ανώτατα επιτρεπτά όρια λογιστικής απόσβεσης της αξίας των Πάγιων Περιουσιακών Στοιχείων λόγω της ετήσιας λειτουργικής, χρονικής ή κοινωνικοοικονομικής φθοράς. Οι τακτικές αποσβέσεις αποτελούν στην Ελλάδα, τα ανώτατα όρια κοστολογικών αποσβέσεων και είναι υποχρεωτικές από το νόμο. Για παράδειγμα αν οι δαπάνες για την παραγωγή ορισμένου αγαθού είναι 100 ευρώ ,οι αποσβέσεις 10 ευρώ και το κέρδος 20% τότε η τιμή πώλησης του αγαθού θα διαμορφωθεί σε  $100 + 10 + 22 = 132$  ευρώ. Δηλαδή πέρα από την αξία του γυρίζουν πίσω στην

επιχείρηση 32 ευρώ από τις οποίες 10 ευρώ είναι αποσβέσεις και 22 ευρώ κέρδος. Δηλαδή ένα σημαντικό ποσό γυρίζει πίσω στην επιχείρηση το οποίο είναι και αφορολόγητο σε σχέση με τα κέρδη. Αυτό το ποσό μπορεί να το χρησιμοποιήσει η διοίκηση για να ακολουθήσει ανεξάρτητη επενδυτική πολιτική.

- **Αυτοχρηματοδότηση μέσω πρόσθετων αποσβέσεων**

Πρόσθετες αποσβέσεις, την διενέργεια των οποίων ο νόμος επιτρέπει υπό ορισμένες συνθήκες (υπό μορφή οικονομικού κινήτρου προς υλοποίηση κοινωνικοοικονομικών στόχων) διενεργούνται πέραν των τακτικών αποσβέσεων και κατά ένα ορισμένο ποσοστό που ορίζεται από το νόμο. Αυτό ανέρχεται στο 50% - 100% των τακτικών. Δεν αποτελούν στοιχείο κόστους και δεν κοστολογούνται. Αποτελούν εκπτώτικό στοιχείο των καθαρών κερδών. Με αυτή τη μέθοδο η επιχείρηση δημιουργεί ουσιαστικά ένα είδος αφορολόγητων αποθεματικών από τα μη διανεμόμενα κέρδη, το ύψος των οποίων ορίζεται από το ποσοστό επί των τακτικών αποσβέσεων.

Οι πρόσθετες αποσβέσεις μόνο φαινομενικά και πρόσκαιρα εξυπηρετούν την επιχείρηση, μακροχρόνια τη βλάπτουν γιατί πέρα από κάποια χρόνια η επιχείρηση παρουσιάζει μεγάλα κέρδη στα οποία φορολογείται ενώ ταυτόχρονα χάνει το δικαίωμα της επανεισπράξεως της αξίας των πρόσθετων αποσβέσεων δια του συνυπολογισμού τους στην αξία των παραγομένων αγαθών.

- **Χρηματοδότηση μέσω παρακρατηθέντων κερδών**

Η αυτοχρηματοδότηση αυτή διενεργείται και υλοποιείται μόνο όταν υπάρχουν επιχειρησιακά κέρδη.

1. Τα κέρδη όταν απορροφώνται από τις αποσβέσεις έχουμε απλώς:

Πρόσθετη ρευστότητα = σύνολο τακτικών αποσβέσεων και πρόσθετων αποσβέσεων.

2. Όταν τα κέρδη παρακρατούνται από την επιχείρηση για τη δημιουργία τακτικών, εκτάκτων αποθεματικών έχουμε:

Πρόσθετη ρευστότητα = σύνολο αποσβέσεων + σύνολο αποθεματικών.

3. Όταν μετά τη διενέργεια τακτικών και πρόσθετων αποσβέσεων και την παρακράτηση κερδών για τη δημιουργία αποθεματικών, απομένουν κέρδη για διανομή, έχουμε:

Πρόσθετη ρευστότητα = σύνολο αποσβέσεων+ σύνολο αποθεματικών.

Στην περίπτωση αυτή αποδεικνύεται εμφανώς η μη κεφαλαιο-δημιουργική επίδραση των διανεμημένων κερδών καθότι η δημιουργημένη από την επιχείρηση ρευστότητα της περίπτωσης (3) είναι ισόποσος της (2).

- **Αυτοχρηματοδότηση δι' αποθεματικών κυριότητας τρίτων**

Η επιχείρηση δημιουργεί αποθεματικά από τα κέρδη, των οποίων η κυριότητα ανήκει σε άλλους, για να αυτοχρηματοδοτηθεί. Οι επιχειρήσεις

στα πλαίσια αναπτύξεως κοινωνικής πολιτικής υπέρ των μισθωτών των, παρακρατούν ποσοστό από τα καθαρά κέρδη, για να πριμοδοτήσουν ειδικά προγράμματα βελτίωσης της κοινωνικής στάθμης των απασχολούμενων από αυτές μισθωτών. Έτσι ανοίγονται λογαριασμοί π.χ. "Εκπαίδευσης και Επιμόρφωσης Προσωπικού " κ.τ.λ. , τα οποία βρίσκονται στην διακριτική και άτοκη εξουσία και διαχείριση της επιχείρησης.

Υπάρχουν και τα ειδικά αποθεματικά αβέβαιης καταλήξεως ή "προβλέψεις". Δημιουργούνται για την κάλυψη μελλοντικών γεγονότων, αβέβαιου χρόνου και ποσού π.χ. για αποζημίωση εργατικών ατυχημάτων.

### **1.2.2.2 β) Μη Γνήσια Αυτοχρηματοδότηση**

Αντίθετα με ότι συμβαίνει με τη γνήσια αυτοχρηματοδότηση, η μη γνήσια αυτοχρηματοδότηση δεν προϋποθέτει την ύπαρξη κερδών, ούτε συντελεί στην αύξηση του επιχειρησιακού κεφαλαίου, παρά μόνο στην ουσιαστική και οικονομικότερη αξιολόγηση των υπαρχόντων πόρων λόγω αναδιάρθρωσης των περιουσιακών στοιχείων ή λόγω μεταβολής της πολιτικής αγορών και πωλήσεων των προϊόντων.

Μη γνήσια αυτοχρηματοδότηση έχουμε στις παρακάτω περιπτώσεις.

- **Ρευστοποίηση των αφανών αποθεμάτων.**

Στην περίπτωση ρευστοποίησης των αφανών αποθεματικών, τα οποία δημιουργούνται από την υποτίμηση των στοιχείων του ενεργητικού ή την υπερτίμηση των στοιχείων του παθητικού ( π.χ. με πρόσθετες αποσβέσεις, με την αποτίμηση στη χαμηλότερη τιμή μεταξύ τιμής κτήσεως και τρέχουσας τιμής, υπερτίμηση αξίας κτηθέντων στοιχείων κ.τ.λ. ). Η ρευστοποίηση των αφανών αποθεματικών επιτυγχάνεται:

1. Με την αναπροσαρμογή της λογιστικής αξίας των πάγιων περιουσιακών στοιχείων στην πραγματική τους αξία και
2. Με την εκποίηση των παγίων στοιχείων του ενεργητικού.

- **Αναδιάρθρωση της σύνθεσης των περιουσιακών στοιχείων.**

Στην περίπτωση αναδιάρθρωσης της σύνθεσης των περιουσιακών στοιχείων γίνεται εκποίηση των διαφόρων αργούντων ή μη απολύτως αξιοποιούμενων παγίων και κυκλοφοριακών στοιχείων του ενεργητικού και το προϊόν της εκποίησης επενδύεται σε άλλα περιουσιακά στοιχεία. Η δημιουργία αργούντων ή μη πλήρως αξιοποιούμενων στοιχείων μπορεί να οφείλεται σε εσφαλμένο προγραμματισμό επενδύσεων, σε μεταβολή του προγράμματος παραγωγής, σε νέες τεχνολογικές εφευρέσεις, σε μεταβολή των καταναλωτών κτλ.

- **Μεταβολή της πιστωτικής πολιτικής πωλήσεων.**



Στην περίπτωση της μεταβολής της πιστωτικής πολιτικής πωλήσεων, έχουμε στην ουσία μεταβολή των πωλήσεων επί πιστώσει, τη διάρκεια και το ποσό της πίστωσης κτλ., ώστε η επιχείρηση με μεγάλη ταχύτητα κυκλοφορίας των παρεχόμενων πιστώσεων να αυτοχρηματοδοτήσει το παραγωγικό της πρόγραμμα.

### **1.2.3 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**

Τα κυριότερα πλεονεκτήματα της αυτοχρηματοδότησης είναι μεταξύ άλλων και τα εξής :

#### **α) Ανάπτυξη χωρίς ξένες παρεμβάσεις.**

Η επιχείρηση χρηματοδοτεί επεκτάσεις ή εκσυγχρονισμούς του μηχανολογικού της εξοπλισμού με δικά της χρήματα, δηλαδή αναπτύσσεται "από μόνη της" , χωρίς ξένες παρεμβάσεις ή εγκρίσεις.

**β) Η αύξηση του κεφαλαίου γίνεται χωρίς ιδιαίτερες, χρονοβόρες διατυπώσεις και χωρίς να προκύπτει κανένα άμεσο κόστος χρηματοδότησης.**

#### **γ) Δεν υπάρχει υποχρέωση καταβολής τόκων.**

Η επιχείρηση δεν επιβαρύνεται με πάγιες , δηλαδή "άκαμπτες" υποχρεώσεις καταβολής τοκοχρεολυσίων, τα οποία θα πρέπει να καταβάλλονται ανεξαρτήτως του αν η λειτουργία της είναι κερδοφόρα ή ζημιογόνα.

#### **δ) Φορολογικά πλεονεκτήματα.**

Προκύπτουν ορισμένα φορολογικά πλεονεκτήματα όταν τα κέρδη δεν διανέμονται στους μετόχους αλλά επανεπενδύονται, επειδή έτσι αποφεύγεται, σε ορισμένες τουλάχιστον χώρες, η διπλή φορολόγηση των κερδών , δηλαδή αφενός για την ίδια την επιχείρηση κι αφετέρου για τον μέτοχο που εισπράττει φορολογητέο μέρος.

### **1.2.4 ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΗΣ ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ**

Στην αυτοχρηματοδότηση υπάρχουν βεβαίως και ορισμένα μειονεκτήματα. Αυτά είναι :

#### **α) Κατάληξη σε «άστοχη» επένδυση.**

Σε περιόδους υψηλών κερδών οι επιχειρηματίες έχουν συχνά την τάση επεκτείνουν υπερβολικά το παραγωγικό δυναμικό τους με αυτοχρηματοδότηση. Όμως αυτή η υπερβολική αισιοδοξία τους, συχνά συγκρούεται με την πραγματικότητα και ιδίως με τις σχετικά δυσμενείς προοπτικές μιας μάλλον κορεσμένης αγοράς, οπότε μπορεί να οδηγηθεί σε μια άστοχη, δηλαδή σε μια μη αποδοτική επένδυση.

### **β) Δεν γίνεται προσεκτική αξιολόγηση των επενδύσεων.**

Αν υπάρξει χρηματοδότηση με ξένα κεφάλαια, τότε οι αυστηροί και αντικειμενικοί υπολογισμοί (πχ. εκ μέρους μιας τράπεζας) της βιωσιμότητας ή αποδοτικότητας μιας επένδυσης επιβάλουν μια πιο προσεκτική αξιολόγηση των δεδομένων, οπότε επιτυγχάνεται βελτιστοποίηση της επένδυσης και γενικότερα της κατανομής των ούτως ή άλλως περιορισμένων πόρων.

### **γ) Περιορισμένη κεφαλαιαγορά.**

Μια επιχείρηση ή ακόμη και μια οικονομία, που έχει "συνηθίσει" στην αυτοχρηματοδότηση, συναντά δυσκολίες στην κάλυψη των κεφαλαιακών αναγκών της σε περιόδους χαμηλών ή και μηδενικών κερδών, καθότι η κεφαλαιαγορά, η οποία θα μπορούσε ίσως να της προμηθεύσει τα αναγκαία κεφάλαια, παραμένει περιορισμένη και υπανάπτυκτη. Κι αυτό παρόλο που ο ρόλος της κεφαλαιαγοράς, ως οργάνου μιας κατά το δυνατόν ορθολογικής διανομής και χρήσης των πόρων της οικονομίας, είναι κάτι παραπάνω από σημαντικός.

**δ) Η αυτοχρηματοδότηση μπορεί, κατά περίπτωση, να κοστίζει τελικά περισσότερο απ' ό,τι η ξένη χρηματοδότηση.**

## **1.2.5 Η ΑΥΤΟΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΓΑΛΩΝ ΕΡΓΩΝ**

### **α) Ορισμός**

Αυτοχρηματοδότηση μεγάλων έργων είναι σε γενικές γραμμές, η αποπληρωμή του κόστους του έργου μέσω εισπράξεων κάποιου τέλους για τη χρήση του ίδιου του έργου ή εσόδων από άλλες συναφείς λειτουργίες.

Με άλλα λόγια η προσφυγή στην "αυτοχρηματοδότηση" προσφέρει την ευχέρεια στον εκάστοτε κύριο του έργου (ο οποίος δεν μπορεί παρά να είναι κάποια δημόσια αρχή) να προωθήσει τις συγκεκριμένες κατασκευές απαλλάσσοντας τον προϋπολογισμό του μερικά ή ολικά από το σχετικό κόστος.

Η μέθοδος αυτή προϋποθέτει την ανάληψη από κάποια οντότητα, όχι μόνο της κατασκευής και ενδεχομένως και της μελέτης του έργου, αλλά και της εξασφάλισης της χρηματοδότησης του μέχρι την οριστική αποπληρωμή του. Δηλαδή αυτή η οντότητα, ο ανάδοχος παραχώρησης, αναλαμβάνει να εξασφαλίσει τους απαραίτητους πόρους για την χρηματοδότηση του έργου

είτε από ίδια κεφάλαια, είτε από δανειακά κεφάλαια. Πρόσθετα η χρηματοδότηση του έργου μπορεί να διευκολυνθεί με την παραχώρηση της εκμετάλλευσης κάποιου συναφούς έργου, όπως στην περίπτωση της κατασκευής της δεύτερης ζεύξης του Severn (ένα έργο ανάλογο με τη ζεύξη Ρίου - Αντιρρίου) όπου στον παραχωρησιούχο έχει εκχωρηθεί η είσπραξη των διοδίων της υφιστάμενης πρώτης ζεύξης.

Ο βασικός λόγος προσφυγής στη μέθοδο της αυτοχρηματοδότησης είναι η κατά περίπτωση κρατική αδυναμία να παρακολουθήσει χρηματοδοτικά την ικανοποίηση των αναγκών κάθε χώρας σε έργα υποδομής (και όχι μόνο). Η πρόσφατη δεύτερη χρυσή εποχή της αυτοχρηματοδότησης - γιατί, ας σημειωθεί, υπήρξε μια πρώτη, τον περασμένο αιώνα, με την κατασκευή κολοσσιαίων έργων όπως τα πλείστα των ευρωπαϊκών και βορειοαμερικανικών σιδηροδρομικών δικτύων και οι διώρυγες του Σουέζ και του Παναμά - οφείλεται στην κρίση του "κράτους - πρόνοια" και στα δημόσια ελλείμματα που έγιναν βραχνάς για κάθε χώρα. Από αυτή και μόνο την παράμετρο γίνεται αντιληπτό το πόσο πολύτιμη μπορεί να αποδειχθεί η αυτοχρηματοδότηση των έργων σε μια χώρα, όπως η Ελλάδα η οποία από τη μια πνίγεται από ελλείμματα εξαιτίας αντιπαραγωγικών δαπανών και από την άλλη έχει μείνει πάρα πολύ πίσω στον αγώνα για εκσυγχρονισμό της υποδομής της.

## **β) Μορφές αυτοχρηματοδότησης μεγάλων έργων**

Παρακάτω γίνεται μια κατάταξη των μορφών αυτοχρηματοδότησης μεγάλων έργων, σε σχέση με το «είδος» των έργων:

α) Υπάρχουν τα έργα μικρού κόστους και ταχείας απόσβεσης, με βάση την τεchnοοικονομική μελέτη, τα οποία μπορούν να χρηματοδοτηθούν ακόμα και μόνο με κεφάλαια των αναδόχων κατασκευαστριών εταιρειών.

β) Σε έργα μικρού κόστους που όμως απαιτούν μακρύτερο διάστημα αποπληρωμής, είναι απαραίτητη και η χρηματοδότηση μέσω δανειακών κεφαλαίων.

γ) Η απαίτηση για χρηματοδότηση και μέσω δανειακών κεφαλαίων υπάρχει και εάν παρά την αναμενόμενη ταχεία απόσβεση το κόστος της επένδυσης για την κατασκευή του έργου υπερβαίνει τις δυνατότητες των κατασκευαστών.

δ) Αν και τα δύο μεγέθη (κόστος - περίοδος αποπληρωμής του έργου) είναι υψηλά, τότε το κύριο βάρος θα δοθεί στην δανειοδότηση του έργου, γιατί οι ανάδοχοι εταιρείες δεν έχουν την δυνατότητα να αναλάβουν τόσο βαρείες και μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις.

ε) Βέβαια υπάρχει και η περίπτωση να μην αποδεικνύεται εφικτή η ολική αυτοχρηματοδότηση ενός έργου. Τότε και εφόσον η αναγκαιότητα του υπαγορεύεται από άλλους παράγοντες (κοινωνικούς, περιβαλλοντικούς, κ.τ.λ.), η αυτοχρηματοδότηση μπορεί να γίνει μερική και τα αναγκαία κεφάλαια να ενισχυθούν είτε με μια κρατική επιχορήγηση είτε με την παραχώρηση παράλληλης με την κατασκευή εκμετάλλευσης άλλου έργου (ενδεχομένως γειτονικού ή συναφούς), του οποίου η κατασκευή έχει ήδη αποσβεθεί. Αυτές

οι δύο μορφές κρατικής αρωγής μπορούν να εφαρμοσθούν και σε έργα καθ' όλα βιώσιμα με σκοπό την ελαχιστοποίηση επιβάρυνσης του κόστους.

### **γ) Παράγοντες που οδηγούν σε αδιέξοδο την αυτοχρηματοδότηση των μεγάλων έργων**

Ωστόσο η ευτυχής κατάληξη της αυτοχρηματοδότησης δεν είναι πάντοτε εξασφαλισμένη, παρά τους αναμφίβολα καλούς υπολογισμούς και τη σημαντική θεωρητική ζήτηση της εξυπηρέτησης που θα προσφερθεί. Οι βασικοί παράγοντες που μπορεί να οδηγήσουν σε αδιέξοδο την αυτοχρηματοδότηση είναι:

α) Η αδυναμία ελέγχου του κόστους εξαιτίας απρόβλεπτων τεχνικών δυσχερειών.

β) Η αύξηση του κόστους λόγω αναγκαίων ή μη τεχνικών βελτιώσεων της αρχικής μελέτης.

γ) Η μεταβολή προς τα κάτω της ζήτησης μετά από μία προσφορά ανταγωνιστικής υπηρεσίας και

δ) Ο σχεδιασμός του έργου που δεν προσελκύει τον εν δυνάμει χρήστη.

### **δ) Αυτοχρηματοδότηση μεγάλων έργων στην Ελλάδα**

Η χώρα μας οφείλει να εξετάσει με μεγαλύτερη σοβαρότητα την αυτοχρηματοδότηση και να προσφύγει με μεγαλύτερη συχνότητα σ' αυτήν. Γιατί, παρά την άδικη εν πολλοίς κατασυκοφάντηση αυτού του θεσμού, το χάσμα στην ανάπτυξη της υποδομής ανάμεσα στην Ελλάδα και τους σημερινούς ή και μερικούς μελλοντικούς εταίρους της αντί να κλείνει ανοίγει. Αντίθετα κλείνει με εκείνους τους μελλοντικούς εταίρους, οι οποίοι υστερούσαν μέχρι πρότινος, αλλά αντιμετωπίζουν με περισσότερη αποφασιστικότητα το μέλλον.

Υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες που περιορίζουν, σε πρώτη φάση τουλάχιστον, την ευρεία προσφυγή στην αυτοχρηματοδότηση.

α) Ο πρώτος και βασικότερος είναι η μακρά παράδοση που θέλει τον Έλληνα να μην πληρώνει διόλου ή να πληρώνει χαμηλά τέλη για τις υπηρεσίες που του προσφέρονται (για παράδειγμα διόδια ή τέλη στάθμευσης). Αυτό οδηγεί σε αδυναμία επιβολής υψηλών τελών και συνεπώς σε χαμηλή ανταποδοτικότητα του έργου.

β) Ο δεύτερος παράγων είναι η αδυναμία των δημοσίων υπηρεσιών να αντιληφθούν ότι με την αυτοχρηματοδότηση ο ρόλος τους περιορίζεται και ότι υπεισέρχεται πλέον και άλλοι στην κατασκευή και λειτουργία ενός έργου, που ενδεχομένως να τις υποκαθιστούν εν μέρει.

γ) Ο τρίτος είναι περισσότερο ψυχολογικός και οφείλεται στην μακρόχρονη προπαγάνδα κατά της αυτοχρηματοδότησης, ιδίως εκ μέρους ομάδων που

βλέπουν να θίγονται τα συμφέροντα -προνόμια τους, και μια θεωρούμενη (όχι βάσιμα πάντοτε) κακή εμπειρία στον τομέα. Πρόκειται για τον για τον φόβο των υπερκοστολογήσεων σε σχέση με τα συμβατικά έργα και των ενδεχομένων υπερκερδών.

### 1.3 ΜΕΤΟΧΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

#### 1.3.1 ΒΑΣΙΚΟΣ ΟΡΙΣΜΟΣ ΤΗΣ ΜΕΤΟΧΗΣ

Η σημαντικότερη πηγή πάγιας χρηματοδότησης μιας Ανώνυμης Εταιρίας (Α.Ε.) είναι το **μετοχικό κεφάλαιο** της. Το μέγεθος αυτό αντιπροσωπεύει την αξία των εισφορών που έχουν καταβάλει οι μέτοχοι, με σκοπό την ίδρυση και λειτουργία της εταιρίας. Οι μέτοχοι, που μπορεί να είναι φυσικά ή νομικά πρόσωπα, έχουν έτσι συλλογικά την κυριότητα της επιχείρησης και αντλούν δικαιώματα απ' αυτήν, ανάλογα με τον αριθμό των μετοχών που κατέχει ο καθένας τους. Η εταιρία εκδίδει, λοιπόν, τίτλους (μετοχές) έναντι του κεφαλαίου που καταβάλλουν οι μέτοχοι της. Οι τίτλοι αυτοί αποτελούν "αξιόγραφα", που ενσωματώνουν τα δικαιώματα του μετόχου, έτσι ώστε η ενάσκηση ή η μεταβίβαση τους να μην είναι δυνατή χωρίς την κατοχή του τίτλου.

Κάθε μετοχή έχει μια **ονομαστική αξία**, που αντιπροσωπεύει τη θεωρητική εταιρική εισφορά ανά τίτλο, δηλ. το ποσό για το οποίο ευθύνεται ο κύριος της μετοχής απέναντι στους πιστωτές της εταιρίας. Μεγαλύτερη σημασία έχει όμως η **τιμή διάθεσης** της μετοχής, επειδή αυτή καθορίζει το ποσό που πράγματι θα εισπράξει η εταιρία. Στην Ελλάδα, αλλά και αλλού, δεν επιτρέπεται η έκδοση και διάθεση μετοχών "υπό το άρτιων", δηλ. σε τιμή μικρότερη από την ονομαστική αξία τους. Αυτό βασίζεται στο σκεπτικό, ότι ο κύριος της μετοχής δεν είναι δυνατόν να ευθύνεται έναντι τρίτων (π.χ. πιστωτών της Α.Ε.) για ποσό μεγαλύτερο από εκείνο που διέθεσε αρχικά για την απόκτηση του τίτλου. Αντίθετα, η έκδοση μετοχών "υπέρ το άρτιων" είναι πάρα πολύ συνηθισμένο φαινόμενο. Η διαφορά (το πλεόνασμα) μεταξύ τιμής διάθεσης και ονομαστικής τιμής για το σύνολο των διατιθέμενων μετοχών εμφανίζεται σε ειδικό αποθεματικό στον ισολογισμό της εταιρείας.

#### 1.3.2 ΕΙΔΗ ΜΕΤΟΧΩΝ

Οι μετοχές διακρίνονται γενικά στις ακόλουθες κατηγορίες (κατά ζεύγη) :

##### α) Ονομαστικής αξίας – Ποσοστώσεως

Οι μετοχές ονομαστικής αξίας (και όχι ονομαστικές) αντιπροσωπεύουν ένα συγκεκριμένο ποσό. Η διάθεση τους επιτρέπεται να γίνει σε τιμή πάνω από την ονομαστική αξία τους («υπέρ το άρτιων»), όχι όμως κάτω από αυτήν, πλην ελαχίστων εξαιρέσεων.

Αντίθετα οι μετοχές ποσοστώσεως, που επιτρέπονται κυρίως στις ΗΠΑ, δεν έχουν ονομαστική αξία, αλλά αντιπροσωπεύουν ένα σταθερό ποσοστό της καθαρής περιουσίας μιας επιχείρησης.

### **β) Ανώνυμες – Ονομαστικές**

Οι ανώνυμες μετοχές μεταβιβάζονται στον δικαιούχο με απλή παράδοση, εφόσον αυτός έχει καταβάλει το ποσό που αντιστοιχεί στην αγοραία αξία της. Στη συνέχεια αυτή μπορεί να μεταπωληθεί χωρίς περιορισμούς είτε απευθείας είτε μέσω του χρηματιστηρίου σε οποιονδήποτε ενδιαφερόμενο.

Αντίθετα, οι ονομαστικές μετοχές εκδίδονται στα ονόματα συγκεκριμένων μετόχων, τα οποία είναι καταχωρημένα στο βιβλίο μετόχων της Α.Ε. Η μεταβίβαση τους προϋποθέτει κάποια διαδικασία και ιδιαίτερα τη σχετική μετεγγραφή στο βιβλίο μετόχων, ώστε να μειώνεται, σε σύγκριση με τις ανώνυμες μετοχές, η «ευελιξία» τους στην αγορά. Σε αντιστάθμισμα αυτού του ελαττώματος η επιχείρηση προσφέρει μια μεγαλύτερη διαφάνεια όσον αφορά την ταυτότητα των μετόχων της, πράγμα που ενίοτε μπορεί να της εξασφαλίσει σημαντικά πλεονεκτήματα (σε θέματα χρηματοδότησης κ.τ.λ.).

Ορισμένες φορές η μεταβίβαση των ονομαστικών μετοχών προϋποθέτει και την προηγούμενη συγκατάθεση της επιχείρησης, η οποία θα ήθελε να αποτρέψει τυχόν ανεπιθύμητες μετατοπίσεις στη σύνθεση (και την επιρροή) των ιδιοκτητών της. Ανάλογη με αυτή την μικροοικονομική σκοπιμότητα είναι και η επιδίωξη του κράτους (μαζί και με μια ανάλογη κατοχύρωση από το νόμο) να γνωρίζει επακριβώς τους μετόχους ορισμένου είδους επιχειρήσεων, όπως π.χ. των τραπεζών και ασφαλειών, των σιδηροδρομικών και αεροπορικών Α.Ε., κ.τ.λ.

### **γ) Κοινές – Προνομιούχες**

Οι κοινές μετοχές αποτελούν, σύμφωνα και με την ονομασία τους, τον πιο διαδεδομένο τύπο μετοχών και παρέχουν σε κάθε κάτοχο τους ίσα δικαιώματα:

- α) ψήφου στη Γενική Συνέλευση των μετόχων,
- β) συμμετοχής στα κέρδη (μερίσματα),
- γ) αναλογούντων μεριδίων σε περίπτωση πτώχευσης και
- δ) προτεραιότητας κατά την έκδοση νέων μετοχών.

Αντίθετα, οι προνομιούχες μετοχές διαφοροποιούν τους κατόχους τους από εκείνους των κοινών μετοχών ως προς τα τέσσερα δικαιώματα που προαναφέρθηκαν (σε ένα, σε περισσότερα ή και σε όλα). Η έκδοση τέτοιων μετοχών γίνεται π.χ. όταν μια αναγκαία αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δεν είναι δυνατή, επειδή η τρέχουσα χρηματιστηριακή τιμή των παλαιών μετοχών βρίσκεται κάτω από την ονομαστική τιμή τους, οπότε απαγορεύεται η έκδοση νέων κοινών μετοχών. Σε αυτή την περίπτωση η έκδοση νέων μετοχών στην τιμή τουλάχιστον «του άρτιου» καθίσταται εφικτή, εφόσον αυτές προσφέρουν κάποια προνόμια.

Μια άλλη περίπτωση έκδοσης νέων προνομιούχων μετοχών εμφανίζεται όταν είναι απαραίτητη η εξυγίανση της επιχείρησης, οπότε κατ' αρχήν γίνεται μια μείωση της αξίας των μετοχών ή περιορίζεται αριθμητικά η κυκλοφορία τους (π.χ. ανταλλαγή δύο παλαιών μετοχών με μια νέα). Επειδή όμως αυτό το μέτρο δεν αρκεί για την εξυγίανση, συνδυάζεται συνήθως με μια παράλληλη καταβολή πρόσθετου κεφαλαίου, το οποίο προσελκύεται ακριβώς από τα προνόμια που παρέχουν οι νέες μετοχές.

Οι προνομιούχες μετοχές πολύ συχνά δεν παρέχουν στον κάτοχο τους δικαίωμα ψήφου στην Γ.Σ. Επιδιώκεται έτσι η οικονομική ενίσχυση της επιχείρησης χωρίς να θιγούν διόλου οι συσχετισμοί δυνάμεων μεταξύ των παλαιών μετόχων της. Ως αντιστάθμισμα αυτής της «στέρησης» προσφέρονται συνήθως στους προνομιούχους μετόχους ορισμένες προτεραιότητες στη διανομή των κερδών ή ακόμη και η καταβολή κάποιου τόκου στην περίπτωση ανυπαρξίας κερδών.

Τα κυριότερα είδη αυτών των προνομίων είναι τα εξής:

- **Το κατά προτεραιότητα μέρισμα.** Για μια μετοχή ονομαστικής αξίας 5000 ευρώ δίνεται π.χ. από τα διαθέσιμα κέρδη μέρισμα 600 ευρώ στους προνομιούχους μετόχους. Εφόσον περισσέψουν κέρδη προς διάθεση, θα πάρουν και οι κοινοί μέτοχοι από 600 ευρώ Τυχόν υπόλοιπο μοιράζεται ισότιμα στους κοινούς και τους προνομιούχους μετόχους. Πλεονέκτημα για τους προνομιούχους μετόχους υπάρχει εδώ μόνον σε περίπτωση, κατά την οποία τα κέρδη δεν επαρκούν για διανομή και στους κοινούς μετόχους.
- **Το κατά προτεραιότητα και επαυξημένο μέρισμα.** Στην αρχή καταβάλλεται στους προνομιούχους μετόχους μέρισμα π.χ. 800 ευρώ ανά μετοχή και, εφόσον υπάρξει υπόλοιπο, ανά 500 ευρώ στους κοινούς μετόχους. Το μέρισμα δηλ. των προνομιούχων είναι επαυξημένο κατά 300 ευρώ Εάν περισσέψουν και άλλα κέρδη προς διανομή, αυτά μοιράζονται ισότιμα σε όλους τους μετόχους. Ανάλογα με το ύψος των κερδών αυξομειώνεται αντίστοιχα και η διαφορά των μερισμάτων μεταξύ των μετόχων αυτών των δύο κατηγοριών.
- **Το συσσωρευτικό μέρισμα.** Σε αυτή την περίπτωση μια προνομιούχα μετοχή χωρίς δικαίωμα ψήφου παρέχει στον κάτοχο της τη δυνατότητα να απαιτήσει αναδρομική καταβολή προνομιακού μερίσματος και για προηγούμενα έτη, στα οποία δεν είχαν σημειωθεί κέρδη.

Οι προνομιούχες μετοχές ωστόσο είναι κατά κανόνα όχι μόνον απόρροια προβλημάτων των επιχειρήσεων που τις εκδίδουν, αλλά δημιουργούν και νέα. Έτσι, είναι πιθανό να δημιουργηθούν προστριβές μεταξύ των διαφόρων κατηγοριών μετόχων. Εάν π.χ. οι προνομιούχοι δεν δικαιούνται να εισπράττουν συσσωρευτικό μέρισμα και τα κέρδη είναι πολύ περισσότερα από όσα χρειάζονται για να εισπράξουν το μέρισμα τους, τότε θα θέλουν να μεταφερθεί ένα σημαντικό μέρος των κερδών στη νέα χρήση, προκειμένου να εξασφαλίσουν και μελλοντικά αυξημένο μέρισμα.

### 1.3.3 ΚΥΡΙΑ ΑΓΟΡΑ - ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η άντληση κεφαλαίων από τις επιχειρήσεις με την έκδοση και διάθεση μετοχών γίνεται μέσα στη λεγόμενη **πρωτογενή κεφαλαιαγορά**. Στη συνέχεια οι μετοχές μπορεί κατά κανόνα (χωρίς ή και με κάποιους περιορισμούς) να μεταβιβάζονται ελεύθερα, μέσα στη λεγόμενη **δευτερογενή κεφαλαιαγορά**. Εκεί διαμορφώνεται η **αγοραία τιμή** της μετοχής, που συνήθως διαφέρει από την τιμή διάθεσης της.

Εφόσον μια Ανώνυμη Εταιρία θέλει να προχωρήσει στην **εισαγωγή των μετοχών της στη λεγόμενη "κύρια αγορά"**, που στην Ελλάδα εκπροσωπείται αποκλειστικά από το Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών (ΧΑΑ), θα πρέπει προηγουμένως να εκπληρώσει μια σειρά από προϋποθέσεις, σύμφωνα με την Οδηγία Νο 279/5.3.1979 του Συμβουλίου της ΕΟΚ και βάσει του σχετικού Π.Δ. 350/24.5.1985. Οι προϋποθέσεις αυτές είναι οι εξής:

- α) Το ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων της εταιρείας θα πρέπει να είναι 1 δις.
- β) Η εταιρεία οφείλει να έχει δημοσιεύσει τουλάχιστον πέντε ετήσιες οικονομικές καταστάσεις για τις πέντε οικονομικές χρήσεις πριν από την ημερομηνία υποβολής αίτησης για εισαγωγή της εταιρείας στο χρηματιστήριο.
- γ) Η εταιρεία θα πρέπει να δεσμευτεί εγγράφως ότι θα αυξήσει το μετοχικό της κεφάλαιο σε ποσοστό 25% τουλάχιστον, με την έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα διατεθούν με δημόσια εγγραφή.
- δ) Οι μετοχές θα πρέπει να παρουσιάζουν επαρκή διασπορά μεταξύ του επενδυτικού κοινού. Κάτι τέτοιο θεωρείται πως συμβαίνει όταν τουλάχιστον το 25% του μετοχικού κεφαλαίου ανήκει στο ευρύτερο επενδυτικό κοινό, και πιο συγκεκριμένα τουλάχιστον σε 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα.

### 1.3.4 ΠΑΡΑΛΛΗΛΗ ΑΓΟΡΑ - ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ

Η παράλληλη αγορά ανήκει και αυτή στο χρηματιστήριο μόνο που εδώ κινούνται εταιρείες με μικρότερο μέγεθος. Διαπραγματεύονται κανονικά μόνο που οι μετοχές τους έχουν μικρότερη εμπορευσιμότητα.

Στην ανακοίνωση του Χρηματιστηρίου διευκρινίζεται ακόμη ότι δεν υπάρχει καμία διαφορά μεταξύ Κύριας και Παράλληλης Αγοράς ως προς τον τρόπο λειτουργίας, διαπραγμάτευσης των τίτλων, εκφώνησης και αντιφώνησης των εντολών, παράδοσης-παραλαβής των τίτλων, φορολογικών απαλλαγών κλπ. Η μόνη ουσιαστική διαφορά που υπάρχει είναι ότι στην Παράλληλη Αγορά μπορεί να έχουν πρόσβαση μικρού ή μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις, γεγονός εξαιρετικά σημαντικό για την ελληνική οικονομική πραγματικότητα.

Η Παράλληλη Αγορά βοηθά τις δυναμικές μικρομεσαίες επιχειρήσεις να αντλήσουν φθηνά κεφάλαια για την χρηματοδότηση επενδυτικών προγραμμάτων εκσυγχρονισμού και επέκτασής τους, ώστε να μπορέσουν να



αντιμετωπίσουν τον αυξανόμενο ανταγωνισμό. Η Παράλληλη Αγορά αποτελεί ουσιαστικά τον προθάλαμο για την εισαγωγή της εταιρείας στην Κύρια Αγορά του Χρηματιστηρίου. Με απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου του Χρηματιστηρίου και μετά από σύμφωνη γνώμη της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς, οι εταιρείες που έχουν εισαχθεί στην Παράλληλη Αγορά έχουν τη δυνατότητα να μεταφερθούν, ύστερα από αίτησή τους, στην Κύρια Αγορά, εφόσον πληρούν τις προϋποθέσεις εισαγωγής, που ισχύουν εκάστοτε για εισαγωγή στην Αγορά αυτή.

Ακόμη μπορούμε να πούμε ότι η Παράλληλη Αγορά βοηθά έμμεσα στη δημιουργία και εξάπλωση των εταιρειών επιχειρηματικού κεφαλαίου (Venture Capital Companies). Αυτό γίνεται μέσω της δυνατότητας που υπάρχει, ρευστοποίησης της επένδυσης σε Venture Capital διαμέσου του Χρηματιστηρίου και ιδιαίτερα δε της Παράλληλης Αγοράς (γιατί φυσικά οι επενδύσεις επιχειρηματικού κεφαλαίου γίνονται συνήθως σε μικρές σχετικά επιχειρήσεις στα πλαίσια προώθησης μιας καινούργιας ιδέας, καινούργιου προϊόντος κλπ.) Η δυνατότητα ρευστοποίησης αποτελεί ισχυρότατο ψυχολογικό κίνητρο συμμετοχής επενδυτών σε Venture Capital.

Οι προϋποθέσεις εισαγωγής μετοχών εντοπίζονται τόσο σε θεσμικούς όρους όσο και σε όρους χρηματοοικονομικής λειτουργίας. Πιο συγκεκριμένα η ενδιαφερόμενη εταιρεία θα πρέπει:

α) Να έχει ελάχιστο ύψος ιδίων κεφαλαίων (μετοχικό και αποθεματικό) τουλάχιστον 250 εκατ. ευρώ (1 δις για την κύρια). Εδώ πρέπει να σημειωθεί ότι πριν από λίγο καιρό ίσχυαν άλλα ποσά: 100 εκατ. ευρώ για την παράλληλη (500 για την κύρια).

β) Να έχει δημοσιεύσει τουλάχιστον 3 ισολογισμούς εκ των οποίων οι 2 τελευταίοι να έχουν ελεγχθεί από το ΣΟΛ (Σώμα Ορκωτών Λογιστών). Σημειώνεται ότι δεν διευκρινίζονται τα κριτήρια με τα οποία θα γίνεται ο έλεγχος της περιουσιακής διάρθρωσης από τον τελευταίο ισολογισμό.

γ) Να έχει παρουσιάσει ικανοποιητικά κέρδη εκμεταλλεύσεως κατά την τελευταία τριετία. Για περιπτώσεις εταιρειών που δεν πληρούν τις παραπάνω προϋποθέσεις τον τελευταίο λόγο έχει η επιτροπή κεφαλαιαγοράς με βάση την εισήγηση του Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου.

δ) Να προβεί σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 15% τουλάχιστον μέσω δημόσιας εγγραφής και πριν από την εισαγωγή της στην παράλληλη αγορά. Ένα αντικειμενικό θετικό στοιχείο που προκύπτει από τη διάταξη αυτή είναι η σαφής οριοθέτηση της διασποράς των τίτλων, αφού ορίζεται ότι οι νέες μετοχές της εταιρείας θα πρέπει να βρίσκονται στα χέρια τουλάχιστον 100 φυσικών ή νομικών (π.χ. εταιρείες, οργανισμούς κ.τ.λ.) προσώπων. Από την άλλη πλευρά φυσιολογικές εξαιρέσεις από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου, μπορούν να χαρακτηριστούν οι περιπτώσεις δύο υπό συγχώνευση εταιρειών από τις οποίες η μία είναι ήδη εισηγμένη ή όταν πρόκειται για συνένωση μεταξύ της μητέρας εταιρείας και της θυγατρικής ή των θυγατρικών που δεν έχουν ακολουθήσει τη διαδικασία εισαγωγής.

ε) Να υπάρχει ανάδοχος της έκδοσης (underwriter), ο οποίος θα υποστηρίξει τις μετοχές που δεν θα καλυφθούν από το κοινό. Ο ανάδοχος είναι συνήθως

μια τράπεζα ή μια χρηματιστηριακή εταιρεία με ελάχιστο μετοχικό κεφάλαιο 1 δις. Μπορεί να υπάρχουν και περισσότεροι από ένας ανάδοχοι (π.χ. η εταιρεία εστιατορίων Goody's κατά την εισαγωγή της στην κύρια αγορά είχε κύριο ανάδοχο την ΕΤΕΒΑ και αναδόχους έκδοσης άλλες τράπεζες όπως την Εθνική Τράπεζα, την Τράπεζα Εργασίας κ.α.). Παράλληλα, ο ανάδοχος μέχρι πρότινος αναλάμβανε και την εγγύηση της τιμής διάθεσης της μετοχής για έξη μήνες από την εισαγωγή της στο χρηματιστήριο, κάτι που δεν ίσχυε για την κύρια αγορά. Η υποχρέωση αυτή του αναδόχου είχε σαν στόχο τη μεγαλύτερη προστασία των επενδυτών (από πιθανή πτώση της τιμής των μετοχών) και μέσω αυτής την υποβοήθηση της εισαγωγής νέων εταιρειών στο χρηματιστήριο. Η υποχρέωση αυτή αποτελούσε ελληνική πρωτοτυπία και καταργήθηκε και από την παράλληλη αγορά γιατί παραμόρφωνε τις συνθήκες αγοράς και κατεύθυνε τη ζήτηση, χωρίς μελέτη οικονομικών στοιχείων, προς τις νεοεισαγόμενες μετοχές από μέρους ευκαιριακών κυρίως επενδυτών.

στ) Η εταιρεία θα πρέπει να δημοσιεύει ενημερωτικό δελτίο, το οποίο, εγκρίνεται από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου και πρέπει να βρίσκεται στο επενδυτικό κοινό 5 εργάσιμες ημέρες πριν από την έναρξη των εγγραφών συμμετοχής στην αύξηση.

Το στοιχείο αυτό οπωσδήποτε συμβάλλει στην πληροφόρηση των επενδυτών, εφόσον δίνονται όλες οι διαστάσεις των χρηματοοικονομικών και μη δεδομένων που χαρακτηρίζουν τόσο την εταιρεία όσο και τον κλάδο στον οποίο ανήκει.

ζ) Οι μετοχές της εταιρείας θα πρέπει να είναι ελεύθερα διαπραγματεύσιμες. Εδώ πρέπει όμως να σημειωθεί ότι εάν ξεπεραστούν κάποια όρια στις τιμές της μετοχής κάποιας εταιρείας ο πρόεδρος του χρηματιστηρίου έχει το δικαίωμα να διακόψει τη συνεδρίαση και να ζητήσει εξηγήσεις από την εν λόγω εταιρεία. Η εταιρεία υποχρεούται τότε να δημοσιεύσει στοιχεία που να δικαιολογούν την πορεία των μετοχών της (π.χ. στοιχεία για τα κεφάλαια της). Αυτό γίνεται για να υπάρχει πλήρης διαφάνεια των συναλλαγών και να προστατεύονται οι επενδυτές, κυρίως οι νέοι.

η) Η άσκηση εισαγωγής να αναφέρεται σε όλες τις μετοχές της αυτής κατηγορίας.

### **1.3.5 ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΤΩΝ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΕΤΑΙΡΕΙΩΝ**

#### **α) Δυνατότητα άντλησης φθηνών κεφαλαίων.**

Το κυριότερο πλεονέκτημα μιας εταιρείας που εισάγει τις μετοχές της στο Χρηματιστήριο είναι η δυνατότητα άντλησης φθηνών κεφαλαίων από το ευρύ επενδυτικό κοινό, αποφεύγοντας έτσι τα υψηλότοκα τραπεζικά δάνεια. Μια επιχείρηση οφείλει να εξυπηρετεί τακτικά τις υποχρεώσεις της προς τις τράπεζες ή τους δανειστές της, ενώ οι μέτοχοι μπορούν να περιμένουν. Φυσικά οι μέτοχοι απολαμβάνουν μακροχρόνια υψηλότερη απόδοση. Οι ήδη

εισηγμένες εταιρείες έχουν πάντα τη δυνατότητα να αντλήσουν νέα κεφάλαια εκδίδοντας μετοχές με μετρητά υπέρ των παλαιών μετόχων.

**β) Η μικρότερη φορολογική επιβάρυνση ορισμένων κατηγοριών εταιρειών, για τα παρακρατούμενα κέρδη, έναντι της φορολογικής επιβάρυνσης που ισχύει για τις μη εισηγμένες εταιρείες της ίδιας κατηγορίας.**

**γ) Η φήμη που αποκτά η εταιρεία, λόγω μεγαλύτερης δημοσιότητας.**

### **1.3.6 ΔΙΑΔΙΚΑΣΙΑ ΕΙΣΑΓΩΓΗΣ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Για να εισαχθούν οι μετοχές μιας εταιρείας στην Κύρια ή την Παράλληλη αγορά του Χρηματιστηρίου απαιτούνται τα παρακάτω:

α) Απόφαση της γενικής συνέλευσης των μετόχων της εταιρείας, μετά από εισήγηση του Διοικητικού Συμβουλίου, για είσοδο στο Χρηματιστήριο και την ταυτόχρονη αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας με έκδοση νέων μετοχών, οι οποίες θα διατεθούν στο κοινό με δημόσια εγγραφή.

β) Απόφαση του Διοικητικού Συμβουλίου της εταιρείας σε εκτέλεση της απόφασης της Γενικής Συνέλευσης, για τον καθορισμό των λεπτομερειών εισαγωγής.

γ) Επιλογή αναδόχου, του οποίου η αμοιβή καθορίζεται με ελεύθερη διαπραγμάτευση. Ανάδοχος μπορεί να είναι τράπεζα ή χρηματιστηριακή εταιρεία με μετοχικό κεφάλαιο 1 δις.ευρώ. Ο ανάδοχος αναλαμβάνει τη διαδικασία εγγραφής και διάθεσης των μετοχών της έκδοσης, εγγυάται δε την κάλυψη αυτών στην τιμή εισαγωγής τους στο Χρηματιστήριο, σε περίπτωση που δεν καλυφθούν από το κοινό. Επιπλέον ο ανάδοχος, σε συνεργασία με την εταιρεία, προσδιορίζει την τιμή διάθεσης των μετοχών.

δ) Σύναξη ενημερωτικού φυλλαδίου (prospectus) από τον ανάδοχο σε συνεργασία με την εταιρεία.

ε) Αίτηση της εταιρείας για την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο, συνοδευόμενη από τα απαιτούμενα δικαιολογητικά. (όπως π.χ. αίτηση και απόσπασμα πρακτικών συνεδρίασης του ΔΣ της εταιρείας, καταστατικό της εταιρείας, ενημερωτικά δελτία σχετικά με τα οικονομικά της εταιρείας, ισολογισμούς, κατάσταση με τους κυριότερους μετόχους κλπ.)

στ) Έγκριση του ενημερωτικού φυλλαδίου από το Δ.Σ. του Χ.Α.Α., εφόσον πληρούνται όλες οι νόμιμες προϋποθέσεις.

ζ) Υποβολή του εγκεκριμένου ενημερωτικού δελτίου στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, η οποία εγκρίνει την δια δημόσιας εγγραφής κάλυψη της αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου της εταιρείας.

η) Καθορισμός από το Χ.Α.Α. και την εταιρεία, της χρονικής περιόδου-συνήθως 1 εβδομάδας-κατά την οποία θα γίνει η δημόσια εγγραφή και γνωστοποίηση αυτής στο κοινό, με ανακοίνωση-πρόσκληση στις εφημερίδες. Είναι ενδιαφέρον ότι τόσο στην Ελλάδα όσο και σε μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές δεν συνηθίζεται ή δεν επιτρέπεται η ανακοίνωση αυτή να γίνει μέσω της τηλεόρασης.

θ) Παράδοση στο Χρηματιστήριο αναλυτικών καταστάσεων με τα ονόματα των νέων μετόχων και τον αριθμό των μετοχών που δικαιούται ο καθένας (μετοχολόγιο), προκειμένου να διαπιστωθεί η κάλυψη των μετοχών της έκδοσης και η εξασφάλιση της απαιτούμενης διασποράς (τουλάχιστον 100 φυσικά ή νομικά πρόσωπα).

Προηγουμένως, αν η έκδοση έχει υπερκαλυφθεί (όπως συνέβη με τις νέες εκδόσεις την περίοδο 1989-1990) πρέπει να γίνει το μοίρασμα (allotment) των μετοχών στους αιτούντες. Ο μηχανισμός που θα χρησιμοποιηθεί συχνά (αλλά όχι πάντα) αναφέρεται στο προσπέκτους και μπορεί να είναι είτε λοταρία, είτε αποκλεισμός όσων έχουν ζητήσει μετοχές πέραν κάποιου αριθμού (χρησιμοποιήθηκε στις ιδιωτικοποιήσεις στη Μ.Βρετανία), είτε μείωση του αριθμού των μετοχών που παίρνει ο καθένας που έκανε αίτηση κατά το ίδιο ποσοστό (που είναι ο πλέον συνήθης μηχανισμός στην Ελλάδα) κλπ.

Όσον αφορά τώρα την απαιτούμενη διασπορά των μετοχών σε φυσικά ή νομικά πρόσωπα υπάρχει στο σημείο αυτό ένα κενό στην Ελληνική νομοθεσία προκειμένου για εταιρείες που εισάγονται για πρώτη φορά στο Χρηματιστήριο. Συγκεκριμένα, ο κώδικας Ν.2190 για τις Α.Ε. ορίζει ότι σε περίπτωση αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου παρέχεται δικαίωμα προτίμησης (είναι μεταβιβάσιμο προνόμιο που έχουν οι παλαιοί μέτοχοι να αγοράσουν μετοχές από τη νέα έκδοση πριν από τη δημόσια εγγραφή και πιθανόν σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή έκδοσης) σε ολόκληρο το νέο κεφάλαιο στους παλαιούς μετόχους κατά αναλογία με τη συμμετοχή τους στο υφιστάμενο μετοχικό κεφάλαιο. Όμως εάν οι παλαιοί είναι λίγοι και αγοράσουν όλες τις νέες μετοχές η εταιρεία δεν μπορεί να εισαχθεί στο Χρηματιστήριο. Μια αποσπασματική ρύθμιση δίνεται με το Π.Δ.350/85 που ορίζει ότι ο αριθμός των μετοχών που μπορούν να πάρουν οι παλαιοί μέτοχοι είναι περιορισμένος χωρίς όμως να προσδιορίζει κατά πόσο. Μια μελλοντική απόφαση δικαστηρίου αναμένεται να δώσει λύση στο θέμα γιατί τα δικαιώματα προτίμησης είναι υποδεέστερα της απαίτησης ευρείας διασποράς των μετοχών. Διαφορετικά είναι πιθανόν να καταστρατηγείται η απόφαση εισαγωγής στο Χρηματιστήριο αφού η προσφορά των μετοχών της εταιρείας θα είναι ολιγοπωλιακή.

ι) Έγκριση από το Δ.Σ. του Χρηματιστηρίου της εισαγωγής των νέων μετοχών και δημοσίευσή της στην Εφημερίδα της Κυβερνήσεως.

ια) Καθορισμός της ημερομηνίας εισαγωγής των μετοχών της εταιρείας προς διαπραγμάτευση στην Κύρια ή την Παράλληλη Αγορά, μετά τη διανομή τους στο κοινό.

### **1.3.7 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΑΠΟ ΤΟΥΣ ΟΠΟΙΟΥΣ ΕΞΑΡΤΑΤΑΙ Η ΖΗΤΗΣΗ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ ΣΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ**

Γενικά η ζήτηση των μετοχών εξαρτάται από τους εξής παράγοντες:

- Τη Χρηματιστηριακή άνθηση, δηλ. μια γενική στροφή επενδυτών (εσωτερικού και εξωτερικού) προς το Χρηματιστήριο Αξιών.
- Την ύπαρξη του κινήτρου κερδοσκοπίας.
- Το φαινόμενο της μίμησης είτε γιατί ακολουθείται μια γενικότερη τάση είτε γιατί πολλοί ακολουθούν αυτούς που πιστεύουν ότι ξέρουν τι κάνουν.
- Πληροφορίες ή διαδόσεις ότι μελλοντικά θα ανέβουν πολύ οι τιμές των μετοχών.
- Στροφή προς την αγορά μετοχών όταν τα επιτόκια καταθέσεων και των ομολόγων και ομολογιών δεν είναι ικανοποιητικά.

### **1.3.8 ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΠΟΥ ΕΠΗΡΕΑΖΟΥΝ ΤΙΣ ΤΙΜΕΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Ο Νόμος της προσφοράς και της ζήτησης καθορίζει βασικά την άνοδο ή την πτώση των τιμών των κινητών αξιών. Τα αίτια που προκαλούν την προσφορά και τη ζήτηση τα διακρίνουμε σε Γενικά και Ειδικά.

Στα γενικά αίτια μπορούν να συμπεριληφθούν η αφθονία, όπως και η μη ύπαρξη διαθέσιμων Κεφαλαίων. Σημαντικοί παράγοντες ακόμη είναι η πολιτική και η κοινωνική σταθερότητα, που έχουν ως αποτέλεσμα την οικονομική πρόοδο της χώρας, συμβάλλοντας στην δημιουργία ευνοϊκού κλίματος για επενδύσεις.

Η πολιτική αστάθεια, ο κίνδυνος πολέμου και κοινωνικές αναταραχές προκαλούν πτώση των τιμών. Τα κυβερνητικά μέτρα που λαμβάνονται για την ανάπτυξη της βιομηχανίας ή άλλων κλάδων και ειδικότερα για την ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς συντελούν στη γενική άνοδο των τιμών. Αντίθετα, αν με την πολιτική της Κυβέρνησης παραβλέπονται τα συμφέροντα των αποταμιευτών ή των Κεφαλαιούχων αναμένεται πτώση των τιμών.

Αίτια που προκαλούν προσφορά και ζήτηση τίτλων είναι μεταξύ άλλων η διεθνής κατάσταση, οι νομισματικές ισοτιμίες, οι φορολογικές μεταρρυθμίσεις, η κατάσταση του εμπορικού ισοζυγίου, ο ελλειμματικός ή μη προϋπολογισμός του κράτους, οι τεχνολογικές εξελίξεις και οι μεταβολές των καταναλωτικών συνηθειών.

Στα ειδικά αίτια συμπεριλαμβάνονται τα κέρδη των επιχειρήσεων, το υψηλό ή χαμηλό επιτόκιο των ομολόγων, καθώς και η ασφάλεια που παρέχει ο τίτλος από την καλή λειτουργία της επιχείρησης.

Η φορολογία των επιχειρήσεων, η αύξηση ή η ελάττωση της παραγωγής, η αύξηση των εξόδων διαχείρισης, οι τρόποι χρηματοδότησης, οι αποσβέσεις, η αύξηση της κατανάλωσης των προϊόντων είναι μεταξύ των αιτιών που προκαλούν άνοδο ή πτώση των τιμών στη συγκεκριμένη περίπτωση.

Ο επενδυτής πρέπει να γνωρίζει ότι η τοποθέτηση των χρημάτων του σε χρηματιστηριακούς τίτλους είναι σοβαρή πράξη, η οποία απαιτεί σύνεση, μελέτη και προπάντων συνεχή πληροφόρηση. Καθημερινά στο χρηματιστήριο οι αξίες των μετοχών διαμορφώνονται με βάση την προσφορά και την ζήτηση.

Ο επενδυτής αγοράζει συνήθως μετοχές όχι μόνο για να αποκομίσει το μέρισμα που θα διανείμει η εταιρεία, αλλά κυρίως επειδή αποβλέπει σε μια μελλοντική άνοδο της τιμής της μετοχής.

Συνοπτικά οι παράγοντες οι οποίοι επιδρούν στη διαμόρφωση των τιμών των μετοχών είναι οι παρακάτω:

- Η ικανότητα και οι προοπτικές πραγματοποίησης κερδών μιας εταιρείας.
- Η οικονομική συγκυρία η οποία επηρεάζει θετικά ή αρνητικά την εξέλιξη των κερδών, αλλά και την ρευστότητα της αγοράς.
- Τα επιτόκια. Ένα υψηλό επιτόκιο καταθέσεων προκαλεί μετατόπιση των χρηματικών διαθεσίμων από το χρηματιστήριο στην τραπεζική αγορά.
- Ο πληθωρισμός μπορεί να προκαλέσει αύξηση των τιμών των μετοχών, αν οι εταιρείες πετύχουν να τον ενσωματώσουν στις τιμές των προϊόντων τους. Στην αντίθετη περίπτωση πολύ πιθανόν να έχουμε μείωση των τιμών των μετοχών.
- Οι ισοτιμίες των νομισμάτων μπορούν να προκαλέσουν μεταφορά κεφαλαίων και να επηρεάσουν θετικά ή αρνητικά τις προσδοκίες του επενδυτικού κοινού.
- Η αισιοδοξία ή η απαισιοδοξία του επενδυτικού κοινού είναι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες, ανεξάρτητα από τους λόγους που την προκάλεσαν.

### **1.3.9 ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΩΝ ΜΕΤΟΧΩΝ**

Τα κυριότερα κριτήρια αξιολόγησης των μετοχών είναι:

#### **α) Η απόδοση των ιδίων κεφαλαίων**

Ο δείκτης αυτός είναι το ποσοστό που προκύπτει από τη διαίρεση των καθαρών ετησίων κερδών της εταιρείας με το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων της (μετοχικό και αποθεματικά).

#### **β) Ο δείκτης αποθεματικά προς ίδια κεφάλαια**

Ο δείκτης αυτός καθορίζει τον βαθμό ασφαλείας των ιδίων κεφαλαίων.

#### **γ) Το μέρισμα και μερισματική απόδοση**

Τα ετήσια καθαρά κέρδη που πραγματοποιεί μια επιχείρηση δεν διανέμονται όλα στους μετόχους. Ένα ποσοστό παρακρατείται για τον σχηματισμό αποθεματικών και το υπόλοιπο διανέμεται ως μέρισμα τους μετόχους. Η μερισματική απόδοση της μετοχής βρίσκεται με τη διαίρεση του ετήσιου μερίσματος δια της χρηματιστηριακής τιμής.

#### **δ) Ο λόγος τιμής προς κέρδη (P/E)**

Ο δείκτης αυτός προκύπτει από τη διαίρεση της Χρηματιστηριακής τιμής της μετοχής με το ετήσιο καθαρό κέρδος που αναλογεί ανά μετοχή, δηλαδή πόσες φορές χωράει το αναλογούν σε κάθε μετοχή κέρδος στην χρηματιστηριακή τιμή. Όσο μικρότερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο συμφέρουσα είναι η

επένδυση που κάνουμε. Και τούτο διότι αν π.χ. το καθαρό κέρδος της Εταιρείας που αναλογεί ανά μετοχή είναι 50 ευρώ και η χρηματιστηριακή τιμή είναι 500 ευρώ θα χρειαστούν 10 χρόνια για να ανακτήσουμε το επενδυμένο κεφάλαιο των 500 ευρώ. Αν πάλι με το ίδιο κέρδος ανά μετοχή, η χρηματιστηριακή τιμή ήταν 1000 ευρώ θα χρειαζόταν 20 χρόνια.

Βέβαια κάποιοι χρησιμοποιούν το λόγο P/E για να προσδιορίσουν τα μελλοντικά κέρδη της Εταιρείας, με το εξής σκεπτικό. Έστω ότι τα κέρδη ανά μετοχή είναι  $E = 50$  ευρώ και η χρηματιστηριακή αξία της μετοχής 800 ευρώ. Άρα  $P/E = 800/50 = 16$  θεωρώντας ότι η σχέση αυτή δεν πρόκειται να αλλάξει, αν προσδιορίσουν ότι τα μελλοντικά κέρδη της επιχείρησης θα είναι 80 ευρώ/μετοχ. τότε προβλέπουν ότι η τιμή της μετοχής θα διαμορφωθεί στις

$$P = 16 \times 80 = 1280 \text{ ευρώ}$$

#### **ε) Η κυκλοφοριακή ρευστότητα**

Είναι ο δείκτης που εξάγεται από τη διαίρεση των ιδίων κεφαλαίων δια του συνόλου των υποχρεώσεων. Όσο μεγαλύτερος είναι ο δείκτης αυτός, τόσο καλύτερα μπορεί η εταιρεία να αντεπεξέλθει στις υποχρεώσεις της.

#### **στ) Ο δείκτης πάγια προς στοιχεία ενεργητικό**

Ο δείκτης αυτός μας δίνει τον βαθμό της έντασης του πάγιου κεφαλαίου της εταιρείας.

#### **ζ) Η σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια**

Όσο περισσότερα είναι τα ίδια κεφάλαια της Εταιρείας (μετοχικό, αποθεματικά) σε σχέση με τα ξένα (υποχρεώσεις) τόσο μεγαλύτερη ασφάλεια παρέχεται στους δανειστές της επιχείρησης και τόσο μικρότερη είναι η επιβάρυνση των αποτελεσμάτων χρήσης από τα χρηματοοικονομικά έξοδα.

#### **η) Η εμπορευσιμότητα**

Είναι ο λόγος του ημερήσιου όγκου συναλλαγών μέσα σ' ένα χρόνο προς το σύνολο των μετοχών της εταιρείας. Ο δείκτης αυτός μας παρέχει τον βαθμό της δυσκολίας που συναντά κανείς όταν επιθυμεί «ρευστοποίηση των μετοχών», κυρίως σε περιπτώσεις αμέσου ανάγκης.

#### **θ) Η διοίκηση της εταιρείας**

Η επιχειρηματική δραστηριότητα και εμπειρία και τα τυπικά και ουσιαστικά προσόντα των διαχειριστών μιας συγκεκριμένης επιχείρησης, είναι σπουδαίοι παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την επιλογή των μετοχών.

#### **ι) Ο τομέας δραστηριότητας της εταιρείας**

Η θέση της εταιρείας σε ορισμένο τομέα επιχειρήσεων, το μονοπωλιακό ή ανταγωνιστικό περιβάλλον και οι προοπτικές περαιτέρω ανάπτυξης του τομέα αυτού, η προστατευτική ή μη κρατική πολιτική, η εξάρτηση από τις αγορές του εξωτερικού για εξαγωγές ή την προμήθεια πρώτων υλών και γενικά ο ρόλος του κλάδου στην οικονομική ανάπτυξη της χώρας, είναι σπουδαίοι

παράγοντες που πρέπει να πάρει υπόψη του ο επενδυτής πριν πάρει ορισμένη απόφαση.

## 1.4 ΑΠΟΘΕΜΑΤΙΚΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ

Το αποθεματικό αποτελεί, δίπλα στο μετοχικό κεφάλαιο και το υπόλοιπο κερδών εκ προηγούμενης χρήσεως, μέρος του ιδίου κεφαλαίου μιας επιχείρησης. Πιο συγκεκριμένα, είναι **αυτογενές ίδιο κεφάλαιο**, το οποίο δημιουργείται από την αποταμίευση, δηλ. τη **μη διανομή των κερδών** της ίδιας της επιχείρησης και μόνο ("αποθεματικό κερδών").

Αποθεματικό κεφάλαιο δημιουργείται επίσης και στην περίπτωση που εκδίδονται μετοχές και διατίθενται "υπέρ το άρτιον". Σ' αυτήν όμως την περίπτωση πρόκειται για κέρδος, το οποίο είναι καθαρά συμπτωματικό ή συγκυριακό και πάντως όχι "οργανικό", ονομάζεται δε "αποθεματικό κεφαλαίου".

**Σκοπός** του αποθεματικού είναι:

i) Να επηρεάζει θετικά την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης, διασφαλίζοντας τη σταθερότητα και ακεραιότητα του μετοχικού κεφαλαίου σε περιόδους ζημιών, συμβάλλοντας στην αύξηση του και βελτιώνοντας τη ρευστότητα.

ii) Να μειώνει κατά το δυνατό την φορολογική επιβάρυνση, με τον άτοκο ετεροχρονισμό για αργότερα φορολογικών υποχρεώσεων, λόγω δημιουργίας αφανών αποθεματικών.

iii) Να αυξάνει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης και να βελτιώνει την εν γένει εικόνα της στην αγορά, ιδιαίτερα με την υποστήριξη της πολιτικής διανομής μερισμάτων.

Ο τρόπος επένδυσης των αποθεματικών επαφίεται στην κρίση της εκάστοτε διοίκησης και δεν υπόκειται, πλην ορισμένων εξαιρέσεων, σε νομικούς περιορισμούς. Ως βασικοί στόχοι μιας τέτοιας τοποθέτησης θεωρούνται:

- Η ασφάλεια της επένδυσης,
- Η εύκολη ρευστοποίηση της,
- Ο αυξημένος βαθμός αποδοτικότητας της.

Κλασική περίπτωση τοποθέτησης υπό ομαλές πολιτικο-οικονομικές συνθήκες αποτελούν τα κρατικά χρεόγραφα (ομόλογα) ή τα λεγόμενα *repos*. Τα ακίνητα παρέχουν μεν μία συγκριτικά μεγαλύτερη ασφάλεια, αλλά δεν αποδίδουν αρκετά, ενώ ρευστοποιούνται και δύσκολα.

**Με βάση ορισμένα κριτήρια τα αποθεματικά διακρίνονται σε:**



- α) ΦΑΝΕΡΑ - ΑΦΑΝΗ, ανάλογα με το αν εμφανίζονται στον ισολογισμό ή όχι.
- β) ΤΑΚΤΙΚΑ - ΕΚΤΑΚΤΑ, ανάλογα με τον χρόνο (ή την περιοδικότητα) συγκροτήσεως τους.
- γ) ΠΡΟΑΙΡΕΤΙΚΑ - ΥΠΟΧΡΕΩΤΙΚΑ, ανάλογα με την ύπαρξη ή όχι σχετικής νομικής επιταγής.
- δ) Για κάλυψη ΖΗΜΙΩΝ - ΔΑΠΑΝΩΝ, ανάλογα με το αντικείμενο στο οποίο αποβλέπουν.

**Ως προς το (α):** Τα φανερά αποθεματικά εμφανίζονται στο λογαριασμό του παθητικού. Τα αφανή αποθεματικά είτε δεν εμφανίζονται διόλου είτε συνυπάρχουν μέσα σε άλλους τίτλους και σχηματίζονται:

- Με την υποτίμηση στοιχείων του ενεργητικού,
- Με την υπερτίμηση στοιχείων του παθητικού (π.χ. χρέη σε ξένο νόμισμα).

Κλασική περίπτωση εξακριβώσιμου αφανούς παθητικού αποτελεί ο λογαριασμός "ακίνητα", που λόγω αποσβέσεων καταχωρούνται συχνά με το ποσό της μίας δραχμής (!)

Μη εξακριβώσιμα αποθεματικά υπάρχουν όταν π.χ. εμπορεύματα αξίας 15.000.000 ευρώ εμφανίζονται να αποτιμώνται με 12.000.000 ευρώ Αυτό δεν μπορεί να εξακριβωθεί παρά μόνον με εξωτερική απογραφή.

Ο ίδιος ο νομοθέτης ευνοεί τη δημιουργία τέτοιων αποθεματικών, με την επιλογή της μικρότερης από τις δύο τιμές, και συγκεκριμένα της τιμής κτήσεως ή της τρέχουσας τιμής.

**Ως προς το (β):** Τα **τακτικά** αποθεματικά δημιουργούνται από περιοδικές, τακτικές κρατήσεις μέρους των κερδών, ενώ τα **έκτακτα** εφάπαξ ή από μη περιοδικές κρατήσεις. Τα πρώτα απορρέουν από την ετήσια **υποχρεωτική παρακράτηση** τουλάχιστον του 5% των καθαρών **κερδών** έως ότου φθάσουν το **1/3 του μετοχικού κεφαλαίου**. Στη συνέχεια η παρακράτηση αυτή γίνεται προαιρετική. Τα τακτικά αποθεματικά χρησιμοποιούνται μόνον για την κάλυψη γενικής ζημίας, και μάλιστα στο τέλος της περιόδου, καθώς και για την εξίσωση τυχόν χρεωστικού υπολοίπου του λογαριασμού "κέρδη-ζημίες".

Τα **έκτακτα** αποθεματικά δεν ορίζονται από κανένα νόμο ως προς τη δημιουργία τους και αποσκοπούν:

- i) Στην ενίσχυση ή τη διατήρηση σταθερού επιπέδου μερισμάτων.
- ii) Στην απόσβεση δανείων.
- iii) Στην ανανέωση των εγκαταστάσεων.
- iv) Στην αντιμετώπιση ενδεχόμενης υποτίμησης εμπορευμάτων, χρεωγράφων κλπ.

ν) Στην κάλυψη πιθανής ζημίας.

Τα έκτακτα αποθεματικά σχηματίζονται από τα καθαρά κέρδη μιας επιχείρησης ή και από την παραγραφή μερισμάτων, τοκομεριδίων κλπ.

**Ως προς το (γ):** Η διαχείριση των **προαιρετικών** αποθεματικών επαφίεται στην ελεύθερη κρίση της επιχείρησης, η οποία και μπορεί να αλλάξει κατά περίπτωση τον προορισμό τους.

Τα **υποχρεωτικά** αποθεματικά που προβλέπονται από την ελληνική νομοθεσία είναι:

i) Το τακτικό αποθεματικό.

ii) Το αποθεματικό από την έκδοση μετοχών "υπέρ το άρτιον".

iii) Από την αποτίμηση των εμπορευμάτων, διαλέγοντας την χαμηλότερη από τις τιμές κτήσεως ή την τρέχουσα.

iv) Από την αναπροσαρμογή των ισολογισμών βάσει φορολογικών διατάξεων, δηλ. την αποκάλυψη λανθάνοντων αποθεματικών καθώς κι από τα αφορολόγητα αποθεματικά (π.χ. για κάλυψη ζημιών επαρχιακών, μεταλλευτικών, ξενοδοχειακών επιχειρήσεων, για νέες εγκαταστάσεις κλπ.).

**Ως προς το (δ): Αποθεματικά ζημιών** είναι π.χ. εκείνα, που προορίζονται για την αντιμετώπιση επισφαλών απαιτήσεων και την αντιμετώπιση μελλοντικής υποτίμησης χρεογράφων κλπ. Η χρησιμοποίησή τους σημαίνει ταυτόχρονα και την εξαφάνισή τους, εφόσον καλύπτουν κάποιο κενό, ενώ τα **αποθεματικά εξόδων** καλύπτουν επεκτάσεις, νέες εγκαταστάσεις κλπ. και μετατρέπονται σε άλλα περιουσιακά στοιχεία.

## 1.5 ΑΥΞΗΣΗ ΤΟΥ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ

Ως αύξηση του κεφαλαίου νοείται κατά κύριο λόγο η αύξηση του **ονομαστικού / μετοχικού κεφαλαίου** ή των **ιδίων κεφαλαίων**. Η σχέση μεταξύ αυτών των δύο κατηγοριών κεφαλαίου είναι η ακόλουθη:

Ονομαστικό κεφάλαιο

+ τακτικό αποθεματικό

+ έκτακτο αποθεματικό

+ κέρδη

- ζημίες

.....

= Ίδια κεφάλαια

Η αύξηση των ιδίων κεφαλαίων γίνεται είτε με την **άντληση νέων πόρων**, όπως π.χ. με την **έκδοση νέων μετοχών**, είτε με **αυτοχρηματοδότηση**, όπως π.χ. με τη μεταβίβαση κερδών στα αποθεματικά, τα οποία μπορεί με τη σειρά τους να μετατραπούν ενδεχομένως σε νέο ονομαστικό / μετοχικό κεφάλαιο.

Η βελτίωση της ρευστότητας της επιχείρησης είναι ένα από τα αίτια και, συνάμα, επακόλουθα της αύξησης της πρώτης μορφής (δηλ. της άντλησης νέων πόρων), εκτός κι αν αυτή συνίσταται στην απόκτηση εμπράγματων αγαθών (π.χ. εγκαταστάσεων). Επίσης, η αύξηση των συνολικών ιδίων κεφαλαίων βελτιώνει την πιστοληπτική ικανότητα της επιχείρησης, η οποία κατόπιν τούτου θα μπορεί να αντλεί (κατά το δοκούν) αυξημένα ξένα κεφάλαια, δηλ. δάνεια.

Η αύξηση του κεφαλαίου είναι αναγκαία όταν η επιχείρηση θέλει να επεκτείνει τη δραστηριότητα της και χρειάζεται πρόσθετους πόρους. Ειδικότερα αναφέρεται εδώ η πραγματοποίηση επενδύσεων εξορθολογισμού κι εκσυγχρονισμού της επιχείρησης, προκειμένου να αξιοποιηθεί η τεχνολογική πρόοδος.

Επίσης, κρίνεται σκόπιμη και στην περίπτωση που τα ξένα κεφάλαια θα πρέπει να αντικατασταθούν με ίδια, οπότε δεν υπάρχει διεύρυνση της συνολικής (ίδιας και ξένης) κεφαλαιακής βάσης, αλλά απλώς μεταβολή της σύνθεσης της. Κάτι τέτοιο επιβάλλεται όταν π.χ. η στενότητα κεφαλαίων είχε εξαναγκάσει την επιχείρηση να αποκτήσει κεφαλαιουχικό εξοπλισμό με βραχυπρόθεσμο (δηλ. συγκριτικά ακριβό) δανεισμό, ο οποίος θα πρέπει να μετατραπεί σε μακροπρόθεσμο, ώστε να αποφευχθούν σοβαρές μελλοντικές ζημιές εις βάρος της.

Οι κυριότερες μορφές αύξησης κεφαλαίου για τις Α.Ε. είναι οι εξής:

α) Η **τακτική αύξηση κεφαλαίου**. Αυτή γίνεται με την έκδοση νέων μετοχών ύστερα από σχετική απόφαση της Γ.Σ. των μετόχων, συνήθως δε και με αυξημένη πλειοψηφία (3/4 του κεφαλαίου που εκπροσωπείται στη Γενική Συνέλευση). Για να γίνει όμως μια τέτοια αύξηση θα πρέπει προηγουμένως να έχει κατατεθεί το σύνολο του αρχικού ονομαστικού κεφαλαίου. Επίσης απαιτείται και σχετική καταχώρηση της σχετικής απόφασης για αύξηση στο εμπορικό μητρώο.

Οι παλαιοί μέτοχοι έχουν κατά κανόνα ένα αναφαίρετο **"δικαίωμα εγγραφής"**, δηλ. προτεραιότητα στην απόκτηση των νέων μετοχών, ώστε να μη μεταβληθούν οι συσχετισμοί δυνάμεων μεταξύ των μετόχων της επιχείρησης, εκτός κι αν αποφασίσει αλλιώς η Γ.Σ. (πάλι με αυξημένη πλειοψηφία). Το δικαίωμα αυτό εκφράζεται και με τα λεγόμενα **"κλάσματα"**, τα οποία εκφράζουν την ποσοτική αναλογία μεταξύ παλαιών και νέων μετοχών. Έτσι μία σχέση π.χ. 3 : 1 σημαίνει ότι ο κάτοχος τριών παλαιών μετοχών αποκτά δικαίωμα σε μία νέα.

Το δικαίωμα αυτό δίνει κατ' αρχήν στην επιχείρηση τη δυνατότητα να εκδώσει νέες μετοχές σε προσιτή τιμή, δηλ. σε τιμή που συνήθως βρίσκεται αισθητά κάτω από τη χρηματιστηριακή τιμή. Στο Χρηματιστήριο διαμορφώνεται τότε μια νέα μέση τιμή, που κυμαίνεται ανάμεσα στην (υψηλή) τιμή των παλαιών και (την χαμηλή) των νέων μετοχών. Εφόσον οι παλαιοί μέτοχοι μπορούν και θέλουν να

αγοράσουν τις νέες μετοχές, που δικαιούνται κατά προτεραιότητα, τότε δεν υφίστανται περιουσιακές απώλειες, λόγω ακριβώς αυτής της εξισορρόπησης που εκφράζει η νέα τιμή. Εάν όμως δεν το κάνουν, τότε μπορούν να διαπραγματευτούν την πώληση των κλασμάτων τους σε νέους μετόχους, οι οποίοι πληρώνοντάς τα αφενός αποζημιώνουν τους παλαιούς μετόχους για την πτώση της χρηματιστηριακής τιμής του συνόλου των μετοχών κι αφετέρου εξισορροπούν την άνοδο της χρηματιστηριακής τιμής των νέων μετοχών, σε σύγκριση με την τιμή κτήσεως τους.

Η μόνη περίπτωση ν' αποφύγει κανείς να ζημιώσει τους παλαιούς μετόχους, αποστερώντας τους όμως ταυτόχρονα και το "δικαίωμα εγγραφής", είναι να εκδώσει τις νέες μετοχές στην χρηματιστηριακή τιμή των παλαιών. Τότε, όμως, η επιχείρηση θα διέτρεχε τον κίνδυνο να μην διατεθούν όλες οι νέες μετοχές, λόγω ακριβώς της υψηλής τιμής (που είναι αμφίβολο κι αν θα μπορούσε να κρατηθεί σ' αυτά τα επίπεδα). Μία τέτοια κατάσταση θα επιδρούσε με τη σειρά της πτωτικά στην τιμή των μετοχών. Το "δικαίωμα εγγραφής" έχει όμως κι έναν δεύτερο σκοπό: να πείσει τους παλαιούς μετόχους, ότι κατά την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου έχουν οι ίδιοι τη δυνατότητα να διατηρήσουν αμετάβλητη τη σύνθεση του σώματος των ιδιοκτητών, άρα και τους υπάρχοντες συσχετισμούς δυνάμεων. Μόνον έτσι αυτοί θα είναι διατεθειμένοι να ψηφίσουν υπέρ μιας αύξησης του μετοχικού κεφαλαίου. Εδώ υπάρχει βέβαια και η "διέξοδος" της έκδοσης προνομιούχων μετοχών χωρίς ψήφο, αυτές όμως θα μείωναν τα μελλοντικά περιθώρια καταβολής μερίσματος στους παλαιούς μετόχους.

Στο παράδειγμα που ακολουθεί γίνεται ο **υπολογισμός του δικαιώματος εγγραφής**.

### 1.5.1 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Το ονομαστικό κεφάλαιο μιας επιχείρησης αυξάνεται κατά 50%, δηλ. σε δύο παλιές μετοχές υπάρχει το δικαίωμα αγοράς μιας νέας. Επειδή το σύνολο των μετοχών (παλαιών και νέων) έχει μετά την αύξηση ενιαία χρηματιστηριακή τιμή (Χ.Τ.), η μέση αυτή τιμή εξαρτάται από το σχετικό "κλάσμα".

	ΟΝΟΜ. ΑΞΙΑ	ΧΡΗΜΑΤΙΣΤ. ΣΥΝΟΛ.	
		ΤΙΜΗ	ΑΞΙΑ
Υπάρχον μετοχικό Κεφάλαιο (Παλαιές μετοχές)	1.000.000	180%	1.800.000
Αύξηση Κεφαλαίου (Νέες Μετοχές)	500.000	120%	600.000

Νέα Χρηματιστηριακή Τιμή:

$$(X_{Tv}) = \frac{2.400.000 \times 100}{1.500.000} = 160\%$$

Κέρδος ανά νέα μετοχή :  $160 - 120 = 40$ .

Ζημία ανά παλαιά μετοχή :  $180 - 160 = 20$ .

Η **υπολογισμένη αξία** του Δικαιώματος Εγγραφής (ΔΕ) προκύπτει εύκολα από τον ακόλουθο τύπο:

$$\Delta E = \frac{X_{T\pi} - X_{Tv}}{\frac{\pi}{v} + 1}$$

Όπου: ΔΕ = Δικαίωμα Εγγραφής

X<sub>Tπ</sub> = Χρηματιστηριακή Τιμή Παλαιάς Μετοχής

X<sub>Tv</sub> = Χρηματιστηριακή Τιμή Νέας Μετοχής

Και

$$\frac{\pi}{v}$$

= "Κλάσμα" Δικαιώματος

Με αντικατάσταση των παραπάνω τιμών στον τύπο προκύπτει ότι:

$$\Delta E = \frac{80 - 120}{\frac{2}{1} + 1} \cdot \frac{60}{3} = 20\%$$

Σε **ποσοστά** εκφρασμένο, το ΔΕ ισούται με 20, η μέση τιμή με:

$X_{T\pi} - \Delta E = 180 - 20 = 160$ . Ο παλιός μέτοχος χάνει ανά παλαιά μετοχή 20 μονάδες, δηλ. σε δύο μετοχές 40, ενώ κερδίζει ανά νέα μετοχή 40 μονάδες. Μ' αυτόν τον τρόπο δεν υφίσταται ζημία από την αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου. Εάν δεν θελήσει (ή δεν μπορέσει) να κάνει χρήση του δικαιώματος εγγραφής, μπορεί να πουλήσει τα "κλάσματα" του στο Χρηματιστήριο.

Αντικαθιστώντας στον προηγούμενο τύπο απόλυτα μεγέθη, αντί για ποσοστά, προκύπτει η **αριθμητική αξία** του ΔΕ,. Έτσι, αν π.χ. η ονομαστική αξία της μετοχής είναι 5.000 ευρώ, τότε η X<sub>Tπ</sub> ισούται με 9.000 ευρώ, ενώ η X<sub>Tv</sub> με 6.000 ευρώ., οπότε:

$$\Delta E = \frac{9.000 - 6.000}{\frac{2}{1} + 1} = \frac{3.000}{3} = 1.000 \text{ ευρώ.}$$

Η αριθμητική αξία των 1.000 ευρώ, που αντιστοιχεί σε κάθε ΔΕ, αναγόμενη στις 5.000, που είναι η ονομαστική αξία κάθε μετοχής, το εκφράζει ακριβώς ως ποσοστό 20%.

β) **Το προεγκεκριμένο κεφάλαιο.** Η περίπτωση αυτή αποτελεί μία μορφή αύξησης κεφαλαίου, η οποία δεν προκύπτει από κάποια συγκεκριμένη ανάγκη πρόσθετης χρηματοδότησης. Η Γ.Σ. της Α.Ε. παρέχει στο Δ.Σ. της, για μια περίοδο το πολύ 5 ετών, την "εν λευκώ" εξουσιοδότηση να προβεί σε αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου σε ποσοστό μέχρι και 50% του αρχικού, όποτε το Δ.Σ. κρίνει σκόπιμο κάτι τέτοιο. Μια τέτοια "εκ των προτέρων και εν λευκώ έγκριση", και μάλιστα με σημαντικά χρονικά περιθώρια, προσφέρει στο Δ.Σ. μια αυξημένη ευελιξία χειρισμών, σε σύγκριση με την αισθητά πιο γραφειοκρατική τακτική αύξηση κεφαλαίου, και του δίνει την ευχέρεια να εκμεταλλευτεί κατά τον καλύτερο τρόπο τις εκάστοτε ευνοϊκότερες συγκυρίες της κεφαλαιαγοράς.

Η εξουσιοδότηση αυτή της Γ.Σ. μπορεί να συμπεριλαμβάνει και την άρση του δικαιώματος εγγραφής των παλαιών μετόχων, εφόσον οι νέες μετοχές προορίζεται να δοθούν σε εργαζόμενους της εταιρείας.

γ) Η **υπό συνθήκη αύξηση κεφαλαίου.** Είναι μια ειδική μορφή αύξησης κεφαλαίου και αποσκοπεί εναλλακτικά σε τρία πράγματα:

- i) Στην εξασφάλιση των κατόχων μετατρέψιμων ομόλογων, οι οποίοι έχουν δικαίωμα στην απόκτηση νέων μετοχών.
- ii) Στην προετοιμασία συγχωνεύσεων.
- iii) Στην παραχώρηση προς τους εργαζόμενους της εταιρίας δικαιωμάτων εγγραφής για την απόκτηση νέων μετοχών, εφόσον αυτοί συνεισφέρουν τα μερίδια τους σε μη διανεμηθέντα κέρδη της επιχείρησης, τα οποία είχαν συμφωνήσει παλαιότερα με το Δ.Σ.

Και σ' αυτήν την περίπτωση η αύξηση δεν μπορεί να υπερβαίνει το 50% του αρχικού μετοχικού κεφαλαίου.

δ) Η **αύξηση του κεφαλαίου από πόρους της εταιρίας.** Εδώ δεν υπάρχει αύξηση των **ιδίων** κεφαλαίων, παρά μόνον μία μετατροπή αποθεματικών σε μετοχικό κεφάλαιο.

Μ' αυτόν τον τρόπο γίνεται μία αναδιάρθρωση στα ίδια κεφάλαια, όπου μειώνονται τα αποθεματικά κι αυξάνονται τα ίδια κεφάλαια. Οι μέτοχοι παίρνουν, κατ' αναλογία, **δωρεάν μετοχές**, μιά και τα αποθεματικά που μετατράπηκαν σε νέο μετοχικό κεφάλαιο δεν ήταν τίποτε άλλο από παρακρατηθέντα κέρδη προηγούμενων χρήσεων, στα οποία είχαν βέβαια "δικαιώματα" οι παλαιοί μέτοχοι.

Ύστερα από μία τέτοιου είδους αύξηση η περιουσία των μετόχων παραμένει αμετάβλητη, επειδή ο μεν "**δείκτης κεφαλαίων**" υποχωρεί, ενώ η ονομαστική αξία του μεριδίου τους αυξάνεται συνολικά. Διευκρινίζεται ότι ο "δείκτης κεφαλαίων" ( $\Delta K$ ) εκφράζεται από τον τύπο:

$$\Delta K = \frac{\text{Ίδια Κεφάλαια}^{\dagger}}{\text{Μετοχ.Κεφάλαια}} \times 100$$

\*) :Βάσει στοιχείων του Ισολογισμού

Η περιουσία των μετόχων δεν είναι όμως τίποτε άλλο από το γινόμενο "δείκτης  $\times$  ονομαστική αξία μετοχών", το οποίο παραμένει σταθερό, με αμοιβαίως εξισορροπούμενες αυξομειώσεις των δύο στοιχείων του (αν παραβλέψει κανείς τυχόν πρόσθετες διακυμάνσεις λόγω χρηματιστηριακής συγκυρίας). Το παράδειγμα που ακολουθεί συμβάλλει στην καλύτερη κατανόηση της διαδικασίας.

### 1.5.2 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΠΡΙΝ ΑΠΟ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΣΕ 1.000 Ευρώ.)			ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ ΜΕΤΑ ΤΗΝ ΑΥΞΗΣΗ ΚΕΦΑΛΑΙΟΥ (ΣΕ 1.000 Ευρώ)		
Ενεργ.	900.000	Μετ. Κ.	200.0	Ενεργ.	900.000
		Αποθ.	600.0		Μετ. Κ.
		Υποχρ.	100.0		Αποθ.
					Υποχρ.
	900.000		900.0		900.0
					900.0

Το μετοχικό κεφάλαιο αυξάνεται με τη μετατροπή αντίστοιχου ποσού αποθεματικού κατά 100%. Η σχέση παλαιών προς νέες μετοχές είναι 1:1. Όσον αφορά το δείκτη κεφαλαίου ( $\Delta K$ ) πριν και μετά την αύξηση, παρουσιάζει την εξής εικόνα:

$$\Delta K(\pi) = \frac{800.000}{200.000} \times 100 = 400\%$$

$$\Delta K(\mu) = \frac{800.000}{400.000} \times 100 = 200\%$$

Αυτό σημαίνει, ότι μια μετοχή ονομαστικής αξίας 1.000 ευρώ αντιπροσώπευε πριν από την αύξηση κεφαλαίου και με  $\Delta K$  ίσο προς 400% μία περιουσία αξίας 4.000 ευρώ, ενώ μετά απ' αυτήν δύο μετοχές, δηλ. μία παλαιά και μία νέα-δωρεάν, συνολικής ονομαστικής αξίας 2.000 ευρώ ισοδυναμούν (με  $\Delta K$  ίσο προς 200%) πάλι με μία περιουσία αξίας 4.000 ευρώ.

Όπως ειπώθηκε και προηγουμένως, μία αύξηση κεφαλαίου αυτής της μορφής δεν αποσκοπεί στην προσέλκυση νέων κεφαλαίων, αλλά οφείλεται σε άλλα αίτια. Το κυριότερο απ' αυτά είναι η υπέρμετρη αύξηση των αποθεματικών σε σύγκριση προς το μετοχικό κεφάλαιο, γεγονός που έχει κατά κανόνα ως επακόλουθο μια σχετικά υψηλή χρηματιστηριακή τιμή. Κάτι τέτοιο σημαίνει όμως παράλληλα, ότι για να διανείμει η εταιρεία ένα αποδεκτό **πραγματικό** μέρισμα, είναι υποχρεωμένη να ορίσει ένα πολύ υψηλό **ονομαστικό** μέρισμα ανά μετοχή, πράγμα που θα ήθελε να αποφύγει για λόγους "οπτικής".

### 1.5.3 ΠΑΡΑΔΕΙΓΜΑ

Αν μια μετοχή, που έχει ονομαστική τιμή 1.000 ευρώ και ανεβάσει με δείκτη 400% την πραγματική της αξία σε 4.000 ευρώ, τότε η καταβολή μερίσματος 20% σημαίνει έναν πραγματικό τοκισμό ίσο με 5%. Αν διπλασιάσει κανείς το μετοχικό κεφάλαιο με τη μετατροπή αποθεματικού, ο ΔΚ θα μειωθεί στο μισό (200%). Ακόμη κι αν τα αποτελέσματα χρήσεως επέτρεπαν ένα διπλάσιο μέρισμα, δηλ. της τάξης του 40%, μετά την αύξηση του κεφαλαίου, η επιχείρηση θα μπορούσε να κρατήσει το ποσοστό στο 20%, αλλά να πληρώσει στην πραγματικότητα το διπλό μέρισμα, αφού το 20% θα υπολογιζόταν πλέον σε δύο μετοχές (μία παλιά και μία νέα-δωρεάν).

Εκτός τούτου, οι υψηλές χρηματιστηριακές τιμές έχουν το μειονέκτημα ότι δυσχεραίνουν σημαντικά την ευρεία διασπορά των μετοχών, επειδή οι μικροκαταθέτες διστάζουν να πληρώσουν την υψηλή τιμή των μετοχών, συγκριτικά με την ονομαστική αξία τους.