

Χρηματοοικονομικός προγραμματισμός και Πηγές χρηματοδότησης

Αθ. Τσαγκανός, Αναπληρωτής Καθηγητής, Τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων.

Σκοπός

Ο σκοπός της ενότητας αυτής είναι μια γενική παρουσίαση του χρηματοοικονομικού προγραμματισμού των επιχειρήσεων μέσα από την ανάλυση ταμειακών ροών, των μεθόδων επιλογής ενός επενδυτικού σχεδίου, και του βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου σχεδιασμού της επιχείρησης. Επίσης, θα αναλυθούν οι μέθοδοι χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και ειδικότερα των νέων επιχειρήσεων.

Προσδοκώμενα Αποτελέσματα

Όταν ολοκληρωθεί η μελέτη της ενότητας θα είσαστε σε θέση να:

- Κατανοείτε την έννοια των ταμειακών ροών μιας επένδυσης.
- Χρησιμοποιείτε τις βασικές μεθόδους αξιολόγησης επενδυτικών προτάσεων.
- Αξιολογείτε τις βασικές μεθόδους βραχυπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου σχεδιασμού ανάλογα με την κάθε περίπτωση.
- Γνωρίζετε με ακρίβεια τις κύριες και νέες μεθόδους χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων.
- Αξιολογείτε τις κύριες και νέες μεθόδους χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων.

Έννοιες κλειδιά

ταμειακή ροή, προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου, λειτουργική και χρηματοοικονομική μόχλευση, βραχυπρόθεσμος και μακροπρόθεσμος σχεδιασμός, συμμετοχική χρηματοδότηση (crowd funding), αποκεντρωμένη χρηματοδότηση (decentralized finance)

Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Η ενότητα παρουσιάζεται με ένα απλό και κατανοητό τρόπο χωρίς να είναι απαραίτητο η ύπαρξη κάποιου συγκεκριμένου γνωστικού υποβάθρου από πλευράς των εκπαιδευομένων.

1 Ανάλυση ταμειακών ροών

1.1 Ορισμός ταμειακών ροών μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας

Η ταμειακή ροή δείχνει την εισροή και εκροή μετρητών σε τρέχον χρόνο στο ταμείο της επιχείρησης. Διαφέρει από την έννοια των κερδών και είναι απαραίτητο συστατικό για τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου (capital budgeting) που οδηγεί στην απόφαση αποδοχής ή απόρριψης μιας επενδυτικής επιλογής και αναλύουμε εκτενέστερα στην επόμενη ενότητα. Τα υπάρχοντα διαθέσιμα χρήματα της επιχείρησης είναι αυτά που μπορούν να χρησιμοποιηθούν άμεσα για τις δραστηριότητές της όπως η αγορά πρώτης ύλης, η αποπληρωμή μιας δανειακής υποχρέωσης και της μισθοδοσίας του προσωπικού της. Αντίθετα τα κέρδη που δείχνουν τη διαφορά εσόδων και εξόδων πολλές φορές προέρχονται από πωλήσεις με πίστωση ιδιαίτερα σε νέες επιχειρήσεις που αναζητούν την αναγνώριση και τη λήψη μεριδίου αγοράς στον κλάδο τους. Αυτή η δραστηριότητα μπορεί να φέρει προβλήματα ρευστότητας (τουλάχιστο προσωρινά μέχρι να γίνουν οι σχετικές εισπράξεις) που μπορεί να οδηγήσουν στην επιβράδυνση ή/και την ματαίωση ενός επενδυτικού σχεδίου.

Πριν προχωρήσουμε πρέπει να πούμε ότι η επιχείρηση χρειάζεται να γνωρίζει τις ταμειακές ροές μετά από τους φόρους. Ο λόγος είναι ότι οι φόροι αποτελούν ταμειακή εκροή και πρέπει να αφαιρεθούν. Επίσης, η επιχείρηση χρειάζεται να γνωρίζει τις επιπρόσθετες ταμειακές ροές από την αποδοχή ενός επενδυτικού σχεδίου. Αν υπάρχει δανεισμός θα πρέπει να αφαιρούνται οι χρεωστικοί τόκοι που αποτελούν χρηματοοικονομικές δαπάνες που υφίστανται στο κόστος κεφαλαίου. Επίσης γνωστό πρέπει να είναι και το κόστος ευκαιρίας, δηλαδή το όφελος από μια άλλη επενδυτική επιλογή (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

Δραστηριότητα 1

Περιγραφή: Αναζητείστε στο δίκτυο τον τελευταίο ισολογισμό και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως μια εταιρίας τροφίμων εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Βρείτε και συγκρίνετε τις ταμειακές ροές μετά από τους φόρους και τα κέρδη της επιχείρησης.

Χρόνος: 30 λεπτά

Στόχος: Να εντοπίσετε σε πραγματικά στοιχεία τη διαφορά μεταξύ ταμειακής ροής μετά από τους φόρους και κερδών της επιχείρησης

1

Ουσιαστικά ως αρχικό κόστος μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας ορίζουμε την αρχική εισροή μετρητών εκ μέρους της επιχείρησης για να ξεκινήσει η επένδυση. Πιο απλά πρόκειται για τη διαφορά μεταξύ αρχικών εκροών και αρχικών εισροών. Στις αρχικές εκροές περιλαμβάνονται διάφορα κόστη όπως της αγοράς, μεταφοράς και εγκατάστασης νέων αγαθών, ο πρόσθετος φόρος από την πώληση υπάρχοντος υλικού (αυτό συμβαίνει όταν η διαφορά της τιμής πώλησης του και της λογιστικής του ή αναπόσβεστης αξίας του είναι θετική και φορολογείται με τον οριακό συντελεστή φορολόγησης) καθώς και οι όποιες άλλες απαραίτητες δαπάνες (π.χ το κόστος εκμάθησης λειτουργίας του νέου αγαθού από το

προσωπικό). Από την άλλη πλευρά στις αρχικές εισροές περιλαμβάνονται τα έσοδα από την πώληση υπάρχοντος υλικού καθώς και το φορολογικό όφελος από την πώληση υπάρχοντος υλικού με ζημία (αυτό συμβαίνει όταν η διαφορά της τιμής πώλησης του και της λογιστικής του ή αναπόσβεστης αξίας του είναι αρνητική. Πολλαπλασιάζοντας τη με τον οριακό συντελεστή φορολόγησης δίνει το φορολογικό όφελος). Τέλος είναι απαραίτητο να αναφέρουμε ότι η ετήσια απόσβεση ορίζεται από το λόγο της διαφοράς του αρχικού κόστους απόκτησης από την εκτιμώμενη υπολειμματική αξία προς τον αριθμό των ετών που θα χρησιμοποιηθεί το πάγιο στοιχείο. Όπου η υπολειμματική αξία δείχνει την προβλεπόμενη αξία ρευστοποίησης του πάγιου στοιχείου στη λήξη της ωφέλιμης ζωής του (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

Παράδειγμα 1: Η κλωστοϋφαντουργική εταιρία Ω σκοπεύει να αντικαταστήσει μια μηχανή ραφής με μία νέα. Η νέα μηχανή ραφής κοστίζει 90.000 ευρώ και έχει χρόνο απόσβεσης (χρησιμοποιώντας τη μέθοδο σταθερής απόσβεσης) 4 έτη (όπως και η παλαιά). Η εταιρία χρειάζεται να καταβάλλει 1.000 και 3.000 ευρώ για τη μεταφορά και εγκατάσταση της νέας μηχανής ραφής αντίστοιχα. Η παλαιά μηχανή ραφής αγοράστηκε πριν 2 έτη 60.000 ευρώ και θα πωληθεί σήμερα 35.000 ευρώ. Ο οριακός φορολογικός συντελεστής της εταιρίας είναι 30%. Ποιο είναι το αρχικό κόστος της επένδυσης;

Απάντηση: Καταρχάς δεν υπάρχει κεφαλαιακό κέρδος (που θα έπρεπε να φορολογηθεί) αφού η παλαιά μηχανή ραφής πωλείται σε τιμή μικρότερη από την τιμή αγοράς της. Η ετήσια απόσβεση της παλαιάς μηχανής ραφής είναι $\frac{60.000}{4} = 15.000$ και επομένως τώρα έχει συνολική αποσβεσθείσα αξία $2 * 15.000 = 30.000$ ευρώ. Επομένως, η λογιστική της αξία είναι $60.000 - 30.000 = 30.000$ ευρώ. Συνεπώς κατά την πώλησή της υπάρχει κέρδος για την εταιρία ίσο με $35.000 - 30.000 = 5.000$. Άρα θα πληρώσει φόρο $0,30 * 5.000 = 1.500$ ευρώ. Οπότε αρχικές εκροές = 90.000 (τιμή αγοράς της νέας μηχανής ραφής) + 1.000 (κόστος μεταφοράς της νέας μηχανής ραφής) + 3.000 (κόστος εγκατάστασης της νέας μηχανής ραφής) + 1.500 (ο πρόσθετος φόρος λόγω πώλησης με κέρδος της παλαιάς μηχανής ραφής) = 95.500 ευρώ. Αρχικές εισροές = 35.000 (από πώληση της παλαιάς μηχανής ραφής). Άρα αρχικό κόστος = $95.500 - 35.000 = 60.500$ ευρώ.

Όπως προαναφέραμε η επιχείρηση πρέπει να γνωρίζει τις επιπρόσθετες ταμειακές ροές από την αποδοχή ενός επενδυτικού σχεδίου, δηλαδή αυτές που προκύπτουν (επιπλέον των παρόντων ταμειακών ροών εφόσον βέβαια η επενδυτική πρωτοβουλία γίνει αποδεκτή. Για να είναι δυνατόν ο υπολογισμός αυτών των ροών θα πρέπει να εντοπιστούν και να αθροιστούν τα πρόσθετα έσοδα περαιτέρω των πρόσθετων δαπανών, η μείωση σε δαπάνες όπως το εργατικό κόστος και η μείωση της φορολογίας από την αύξηση της απόσβεσης. Το τελευταίο είναι ιδιαίτερα σημαντικό αφού η απόσβεση (ανεξάρτητα από τη μέθοδο υπολογισμού της) επιφέρει μείωση στα φορολογητέα έσοδα της επιχείρησης και κατ'επέκταση στο φόρο της παρά το γεγονός ότι η ίδια δεν αποτελεί ταμειακή ροή. Δύο εναλλακτικοί τύποι για τον υπολογισμό των πρόσθετων ταμειακών ροών είναι οι ακόλουθοι:

1. $DCF = DNOP(1-f) + fDDep$
2. $DCF = (DSal - DOC)(1-f) + fDDep$

Όπου DCF είναι η μεταβολή στις ετήσιες ταμειακές ροές, DNOP είναι η μεταβολή στα ετήσια καθαρά λειτουργικά κέρδη, f είναι ο οριακός φορολογικός συντελεστής, DDep είναι η μεταβολή στις αποσβέσεις, DSal είναι η μεταβολή στις πωλήσεις και DOC είναι η μεταβολή στο κόστος πωλήσεων.

Παράδειγμα 2: Η εταιρία Z κατασκευής ζυγαριών ακριβείας σκοπεύει να αντικαταστήσει ένα παλιό μηχάνημα με ένα νέο. Το νέο μηχάνημα κοστίζει 100.000 ευρώ και το παλιό μπορεί να πωληθεί 20.000 ευρώ. Το νέο μηχάνημα έχει διάρκεια ζωής 6 έτη και για τον ίδιο χρόνο θα αυξήσει τα ετήσια προ τόκων και φόρων έσοδα κατά 50.000 ευρώ.

Χρησιμοποιείται η μέθοδος της σταθερής απόσβεσης και ο οριακός φορολογικός συντελεστής είναι 28%. Η αναπόσβεστη διάρκεια ζωής του παλαιού μηχανήματος είναι 3 έτη και η τιμή πώλησης των 20.000 ευρώ αντιστοιχεί στη λογιστική του αξία. Ποιες είναι οι ετήσιες ταμειακές ροές που αναμένονται μετά από φόρους αν πραγματοποιηθεί η αντικατάσταση του μηχανήματος.

Απάντηση: Χρησιμοποιώντας τον πρώτο τύπο έχουμε

$$DCF = DNOP(1-f) + fDDep \rightarrow$$

$DCF = 50.000 \cdot (1 - 0,28) + 0,28 \cdot 10.000 = 38.800$ ευρώ διότι η ετήσια απόσβεση του παλαιού μηχανήματος είναι $20.000/3 = 6.667$. Η ετήσια απόσβεση του νέου μηχανήματος είναι $100.000/6 = 16.667$. Άρα η μεταβολή στις αποσβέσεις είναι $16.667 - 6.667 = 10.000$.

1.4 Τελική ταμειακή ροή μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας

Για να υπολογιστεί η τελική ταμειακή ροή μια επενδυτικής πρωτοβουλίας θα πρέπει να εντοπιστούν και να αθροιστούν η υπολειμματική αξία της επένδυσης καθώς και η φορολογική επίπτωση (αν κατά τη λήξη της ωφέλιμης ζωής της πωληθεί σε τιμή μεγαλύτερη ή μικρότερη της υπολειμματικής αξίας), η καταβολή μετρητών με το τέλος της επένδυσης και η ανάκτηση καταβολής μετρητών που πραγματοποιούνται στην αρχή της επένδυσης και δεν προορίζονται για δαπάνες.

Παράδειγμα 3: Βασιζόμενοι στο παράδειγμα 2, ποια είναι η τελική ταμειακή ροή της επένδυσης αν γνωρίζουμε ότι η υπολειμματική αξία του νέου μηχανήματος καθορίζεται από την εταιρία στην τιμή των 25.000 ευρώ αλλά η πραγματική της τιμή είναι ίση με 30.000 ευρώ.

Απάντηση: Καταρχάς, αφού η υπολειμματική αξία του νέου μηχανήματος είναι μικρότερη της τιμής πώλησης η εταιρία κερδίζει $30.000 - 25.000 = 5.000$ ευρώ και θα πληρώσει φόρο $5.000 * 0,28 = 1.400$. Η ετήσια απόσβεση του νέου μηχανήματος είναι $(100.000 - 25.000) / 6 = 12.500$. Οπότε οι αυξημένες ετήσιες αποσβέσεις είναι $12.500 - 6.667 = 5.833$. Τα αυξημένα ετήσια φορολογητέα έσοδα είναι $50.000 - 5.833 = 44.167$. Οι αυξημένοι ετήσιοι φόροι θα είναι $44.167 * 0,28 = 12.367$ και αυξημένες ετήσιες ταμειακές ροές μετά φόρων είναι $50.000 - 12.367 = 37.633$. Οπότε η τελική ταμειακή ροή θα είναι $(30.000 - 1.400) + 37.633 = 66.233$.

Σύνοψη

Στην ενότητα αυτή παρουσιάσαμε την ανάλυση των ταμειακών ροών της επιχείρησης που αναμένεται να προέλθουν από μία επένδυση με στόχο την ορθή αξιολόγηση της για την αποδοχή ή την απόρριψή της. Ειδικότερα μας απασχόλησαν τα εξής:

- Ο ορισμός των ταμειακών ροών μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας και η διαφοροποίησή τους από τα κέρδη. Επίσης αναλύθηκε η αναγκαία εξειδίκευση τους που απαιτείται να γνωρίζει η επιχείρηση.
- Η ανάλυση του αρχικού κόστους μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας και η έννοια της ετήσιας απόσβεσης η οποία είναι πολύ σημαντική αφού ενδέχεται να μειώσει τα φορολογητέα έσοδα της επιχείρησης.
- Οι πρόσθετες ετήσιες ταμειακές ροές μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας πέρα των παρόντων ταμειακών ροών εφόσον βέβαια η επενδυτική πρωτοβουλία γίνει αποδεκτή.
- Η τελική ταμειακή ροή μιας επενδυτικής πρωτοβουλίας με βάση την υπολειμματική αξία της επένδυσης και τη φορολογική επίπτωση από αυτή.

Ασκήσεις αυτό-αξιολόγησης

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 1: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 1, ποιο είναι το αρχικό κόστος της επένδυσης αν η τιμή πώλησης της παλαιάς μηχανής ραφής είναι 25.000 ευρώ αντί των 35.000 ευρώ;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 2: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 2, Ποια είναι τα αυξημένα ετήσια φορολογητέα έσοδα και ποιοι οι αυξημένοι ετήσιοι φόροι εισοδήματος της εταιρίας;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 3: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 2, ποια είναι η τελική ταμειακή ροή της επένδυσης αν γνωρίζουμε ότι η υπολειμματική αξία του νέου μηχανήματος καθορίζεται από την εταιρία στην τιμή των 25.000 ευρώ και είναι ίση με την πραγματική της τιμή.

Αναφορές

1. Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Θεωρία και Πρακτική), εκδόσεις Rosili.
2. Brealey R., Myers S., Allen F. (2014) «Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Υτορία.

Titman S., Keown A., Martin J. (2015) «Χρηματοοικονομική Διαχείριση – Αρχές και Εφαρμογές», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση.

2 Προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου και Ανάλυση μόχλευσης

2.1 Προϋπολογισμός επενδύσεων κεφαλαίου

Ως προϋπολογισμό επενδύσεων του κεφαλαίου ορίζουμε τη διαδικασία αξιολόγησης και αποτίμησης επένδυσης σε κεφαλαιουχικά αγαθά (capital assets) δηλαδή περιουσιακά στοιχεία τα οποία φέρουν αναμενόμενες εισροές (expected cash flows) για τα επόμενα έτη. Με άλλα λόγια, αναφέρεται στην ανάλυση επενδυτικών σχεδίων από μία επιχείρηση και στην απόφαση αποδοχής ή απόρριψής τους. Σε αυτό το σημείο θα πρέπει να αναφέρουμε κάποιους συχνά χρησιμοποιούμενους ορισμούς:

Αμοιβαία αποκλειόμενες επενδυτικές επιλογές (mutually exclusive projects). Έχουμε όταν η επιλογή μίας επένδυσης αποκλείει την επιλογή μίας άλλης επένδυσης.

Ανεξάρτητες επενδυτικές επιλογές (independent projects). Έχουμε όταν η επιλογή μίας επένδυσης δεν αποκλείει την επιλογή μίας άλλης επένδυσης.

Υπό συνθήκη επενδυτική επιλογή (contingent projects). Έχουμε όταν η επιλογή μίας επένδυσης εξαρτάται από την επιλογή μίας άλλης επένδυσης.

Καταμερισμός κεφαλαίου (capital rationing). Όταν πρέπει να κατανεμηθεί ένα περιορισμένο επενδυτικό κεφάλαιο σε περισσότερες από μια επενδύσεις.

Προσέγγιση αποδοχής-απόρριψης (accept-reject approach). Απόφαση για την επιλογή μιας επένδυσης σύμφωνα με κάποια προκαθορισμένα κριτήρια.

2

Δύο είναι οι βασικές μέθοδοι αξιολόγησης των επενδυτικών επιλογών που χρησιμοποιούνται από τη συντριπτική πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών διαχειριστών των επιχειρήσεων ακόμη και σήμερα. Αυτές είναι η μέθοδος της Καθαρής Παρούσας Αξίας (ΚΠΑ - NPV) και ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης (EBA-IRR) (Titman S., Keown A., Martin J. 2015).

Πιο συγκεκριμένα η ΚΠΑ εκφράζει την παρούσα αξία (PV) των μελλοντικών εισροών μιας επένδυσης προεξοφλημένων με ένα επιτόκιο. Ουσιαστικά πρόκειται για την σημερινή οικονομική αξία της επένδυσης. Είναι πολύ σημαντικό να γίνει σωστά η επιλογή του προεξοφλητικού επιτοκίου διότι δείχνει την επικινδυνότητα των μελλοντικών (αναμενόμενων) εισροών που θα προκύψουν από την επένδυση. Υποθέτουμε ότι η

επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει μια νέα επένδυση με αρχικό κόστος χρηματοδότησης CF_0 ($CF_0 < 0$) από την οποία εκτιμάται ότι θα έχει μελλοντικές εισροές για τις επόμενες n χρονικές περιόδους (συνήθως έτη) CF_1, CF_2, \dots, CF_n . Τότε, η ΚΠΑ της επένδυσης είναι:

όπου r είναι το προεξοφλητικό επιτόκιο (discount rate).

Κανόνας 1. Μια επένδυση αξίζει να χρηματοδοτηθεί σύμφωνα με τον κανόνα της ΚΠΑ αν $KPA > 0$.

Κανόνας 2. Σύμφωνα με τον κανόνα της ΚΠΑ, η επένδυση A είναι προτιμότερη της επένδυσης B αν:

Τα πλεονεκτήματα της ΚΠΑ είναι ότι χρησιμοποιεί ταμειακές ροές αντί των καθαρών κερδών (αναφέρεται στην προηγούμενη ενότητα η διαφορά τους). Λαμβάνει υπόψη της διαχρονική αξία του χρήματος και αν μια επένδυση γίνει αποδεκτή σύμφωνα με την ΚΠΑ αυτή σίγουρα αυξάνει την αξία της επιχείρησης. Στα μειονεκτήματα της συγκαταλέγονται ότι απαιτεί πρόβλεψη των μελλοντικών ταμειακών ροών κάτι το οποίο είναι δύσκολο όσο πιο μακριά είμαστε από το παρόν. Επίσης, υποθέτει ότι το προεξοφλητικό επιτόκιο είναι σταθερό για όλη τη διάρκεια της επένδυσης το οποίο και πάλι είναι πολύ πιθανό να μην ισχύει όσο πιο μακριά είμαστε από το παρόν.

Παράδειγμα 1: Μια κλωστοϋφαντουργική εταιρία σκοπεύει να αγοράσει μια νέα μηχανή ραφής. Έχει δύο επιλογές: Αγορά της μηχανής A που είναι ακριβότερη αλλά παράγει με χαμηλότερο κόστος. Αγορά της μηχανής B η οποία είναι φθηνότερη. Η αρχική επένδυση για την απόκτηση της μηχανής A ανέρχεται σε 1000€ και οι αναμενόμενες εισροές είναι 480€ ανά έτος για τα επόμενα 5 έτη. Η αρχική επένδυση της μηχανής B απαιτεί εκταμίευση 800€, αλλά οι αναμενόμενες εισροές από την επένδυση αυτή υπολογίζονται σε 400€ ανά έτος για τα επόμενα 5 έτη. Υποθέτοντας ότι το ορθό προεξοφλητικό επιτόκιο είναι 11%, ποια από τις δυο μηχανές παραγωγής θα πρέπει να αγοράσει η επιχείρηση;

Απάντηση: Για να επιλέξουμε υπολογίζουμε την ΚΠΑ για κάθε ένα από τα δύο επενδυτικά προγράμματα. Για την αγορά της μηχανής A έχουμε $CF_0 < -1000$ και $CF_1 = CF_2 = CF_3 = CF_4 = CF_5 = 480$ και $r = 0,11$. Οπότε με εφαρμογή του τύπου $KPA=774,03$. Για την αγορά της μηχανής B έχουμε $CF_0 < -800$ και $CF_1 = CF_2 = CF_3 = CF_4 = CF_5 = 400$ και $r = 0,11$. Οπότε με εφαρμογή του τύπου $KPA=678,36$. Άρα επιλέγεται η αγορά της μηχανής A η οποία θα προσθέσει στην αξία της επιχείρησης 774,03€. Αντίθετα η αγορά της μηχανής B θα προσθέσει στην αξία της επιχείρησης 678,36€.

Η δεύτερη πιο σημαντική μέθοδος αξιολόγησης των επενδυτικών επιλογών είναι όπως αναφέραμε ο Εσωτερικός Βαθμός Απόδοσης. Ο ΕΒΑ ορίζεται ως το προεξοφλητικό επιτόκιο για το οποίο η ΚΠΑ εξισώνεται με το μηδέν. Υποθέτουμε ότι η επιχείρηση επιθυμεί να χρηματοδοτήσει μια νέα επένδυση με αρχικό κόστος χρηματοδότησης CF_0 ($CF_0 < 0$) από την οποία εκτιμάται ότι θα έχει μελλοντικές εισροές για τις επόμενες n χρονικές περιόδους (συνήθως έτη) CF_1, CF_2, \dots, CF_n . Τότε, ο ΕΒΑ της επένδυσης είναι:

Κανόνας 1. Αν το κατάλληλο προεξοφλητικό επιτόκιο μιας επένδυσης είναι r , τότε η επένδυση γίνεται αποδεκτή αν $EBA > r$ και απορρίπτεται αν $EBA < r$. Ο λόγος είναι ότι ο ΕΒΑ

είναι η ανατοκιζόμενη απόδοση της επένδυσης. Επειδή r είναι η απαιτούμενη απόδοση της επένδυσης, αν $EBA > r$ συνεπάγεται ότι η επένδυση αποδίδει περισσότερο από αυτό που απαιτούσαμε.

Κανόνας 2. Σύμφωνα με τον κανόνα του EBA, η επένδυση A είναι προτιμότερη της επένδυσης B αν: $EBA(A) > EBA(B)$.

Τα πλεονεκτήματα του EBA είναι ότι δεν χρειάζεται να καθοριστεί η απαιτούμενη απόδοση από την αρχή αλλά μόνο στο τέλος της διαδικασίας. Αποτελεί ένα μέτρο ασφάλειας που δείχνει τον κίνδυνο μιας επένδυσης κάτι που δεν παρέχει η ΚΠΑ. Για παράδειγμα αν μια επένδυση έχει EBA 30% και η απαιτούμενη απόδοση είναι ίση με 12% η διαφορά του 18% δείχνει το περιθώριο ασφαλείας για να κάνουμε κάποιο λάθος.

Παράδειγμα 2: Χρησιμοποιώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 1 ποια από τις δυο μηχανές παραγωγής θα πρέπει να αγοράσει η επιχείρηση σύμφωνα με τη μέθοδο του EBA;

Απάντηση: Για να επιλέξουμε υπολογίζουμε τον EBA για κάθε ένα από τα δύο επενδυτικά προγράμματα. Για την αγορά της μηχανής A έχουμε $CF_0 < -1000$ και $CF_1 = CF_2 = CF_3 = CF_4 = CF_5 = 480$ και $r = 0,11$. Οπότε με εφαρμογή του τύπου $EBA = 38,62\%$. Για την αγορά της μηχανής B έχουμε $CF_0 < -800$ και $CF_1 = CF_2 = CF_3 = CF_4 = CF_5 = 400$ και $r = 0,11$. Οπότε με εφαρμογή του τύπου $EBA = 41,04\%$. Καταρχάς ο EBA και για τις δύο μηχανές είναι μεγαλύτερος από το προεξοφλητικό επιτόκιο $r = 11\%$ οπότε και οι δύο επενδυτικές επιλογές είναι αποδεκτές σύμφωνα με τον κανόνα 1. Σύμφωνα με τον κανόνα 2 επιλέγεται η αγορά της μηχανής B διότι έχει μεγαλύτερο EBA από ότι η αγορά της μηχανής A.

Από τα παραπάνω παραδείγματα παρατηρούμε ότι η μέθοδος της ΚΠΑ και η μέθοδος του EBA καταλήγουν σε αντικρουόμενα συμπεράσματα με τα ίδια δεδομένα. Σε αυτές τις περιπτώσεις συνήθως η επιλογή πραγματοποιείται με τη μέθοδο της ΚΠΑ αντί της EBA, διότι η ΚΠΑ δείχνει την αύξηση της περιουσίας του επενδυτή ενώ ο EBA την απόδοση της επένδυσης. Οι επενδυτές συνήθως ενδιαφέρονται για την αύξηση της περιουσίας τους και όχι για τη μεταβολή της απόδοσής της.

2

Ο επιχειρηματικός κίνδυνος (business risk) είναι ο κίνδυνος μιας επιχείρησης που δεν έχει δανεισμό. Αυτός προέρχεται από την αβεβαιότητα των προβλεπόμενων ταμειακών ροών που οφείλεται στην αβεβαιότητα των λειτουργικών κερδών και των κεφαλαίων που πρέπει να επενδύσει η επιχείρηση (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008). Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω ο επιχειρηματικός κίνδυνος υπολογίζεται από το δείκτη απόδοσης επενδυμένου κεφαλαίου (Return on Invested Capital – ROIC).

$$ROIC = \frac{EBIT(1 - f)}{Invested\ Capital}$$

Όπου EBIT τα κέρδη προ τόκων και φόρων, f είναι ο οριακός φορολογικός συντελεστής, Invested Capital αποτελεί το άθροισμα δανειακών και ιδίων κεφαλαίων. Ο επιχειρηματικός κίνδυνος ουσιαστικά μετρείται από την τυπική απόκλιση του ROIC δηλαδή υπολογίζουμε το

$$\sigma_{ROIC}$$

Αν η επιχείρηση δεν έχει δανεισμό τότε δεν πληρώνει τόκους και επομένως τα επενδυμένα κεφάλαια ισοδυναμούν με τα ίδια κεφάλαια με συνέπεια $ROIC = ROE$ (απόδοση ιδίων κεφαλαίων). Ο επιχειρηματικός κίνδυνος εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως η

μεταβλητότητα τιμών και ζήτησης προϊόντων ή/και υπηρεσιών της επιχείρησης, η μεταβλητότητα στο κόστος των εισροών της και η έκθεση της στον συναλλαγματικό κίνδυνο.

Από την άλλη πλευρά ως λειτουργική μόχλευση ορίζουμε την αντικατάσταση παραγωγής μεταβλητού κόστους με αντίστοιχη σταθερού κόστους. Στόχος είναι οι μεταβολές στις πωλήσεις να έχουν μεγαλύτερες μεταβολές στα καθαρά λειτουργικά κέρδη της επιχείρησης. Οι επιχειρήσεις γενικά μέσα από αποφάσεις τους που σχετίζονται με τον προϋπολογισμό επενδύσεων κεφαλαίου τους μπορούν να αυξομειώσουν τη λειτουργική τους μόχλευση. Δοθέντος σταθερών των υπολοίπων παραγόντων, ο επιχειρηματικός κίνδυνος της επιχείρησης αυξάνει όσο μεγαλύτερη είναι η λειτουργική της μόχλευση.

Παράδειγμα 3: Η εταιρία Z κατασκευής ζυγαριών ακριβείας πρέπει να επιλέξει μεταξύ δύο μηχανημάτων A και B. Το A έχει σταθερό κόστος 150.000 ευρώ και μεταβλητό κόστος 12 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος. Το B έχει σταθερό κόστος 600.000 ευρώ και μεταβλητό κόστος 8 ευρώ ανά μονάδα προϊόντος. Η τιμή πώλησης κάθε ζυγαριάς ακριβείας είναι 25 ευρώ. Η εταιρία Z έχει επενδύσει κεφάλαιο 1.800.000 ευρώ και ο οριακός φορολογικός συντελεστής της είναι 27%. Με βάση τα παρακάτω στοιχεία προβλεπόμενων πωλήσεων της επιχείρησης η επιλογή ποιου εκ των δύο μηχανημάτων παρουσιάζει μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο;

Ζήτηση	Πιθανότητα	Πωλούμενη ποσότητα
Κακή	0,20	20.000
Κανονική	0,50	45.000
Καλή	0,30	80.000

Απάντηση:

Μηχάνημα A: Με βάση την ανάλυση του παρακάτω πίνακα δίνει

$$\sigma_{ROIC} = 0,1589$$

Ζήτηση	Αξία Πωλήσεων	Λειτουργικό Κόστος	EBIT(1-f)	ROIC
Κακή	500.000	390.000	80.300	4,46%
Κανονική	1.125.000	690.000	317.550	17,64%
Καλή	2.000.000	1.110.000	649.700	36,09%

Μηχάνημα B: Με βάση την ανάλυση του παρακάτω πίνακα δίνει

$$\sigma_{ROIC} = 0,208$$

Ζήτηση	Αξία Πωλήσεων	Λειτουργικό Κόστος	EBIT(1-f)	ROIC
Κακή	500.000	760.000	-189.800	-10,54%
Κανονική	1.125.000	960.000	120.450	6,69%
Καλή	2.000.000	1.240.000	554.800	30,82%

Επομένως μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο παρουσιάζει η επιλογή του μηχανήματος Β διότι έχει μεγαλύτερη τυπική απόκλιση του ROIC.

Δραστηριότητα 1

Περιγραφή: Αναζητείστε στο δίκτυο τον τελευταίο ισολογισμό και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως μια εταιρίας τροφίμων και μιας κατασκευαστικής εταιρίας εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ποια από τις δύο παρουσιάζει μεγαλύτερο επιχειρηματικό κίνδυνο και γιατί;

Χρόνος: 40 λεπτά

Στόχος: Να κατανοήσετε πλήρως την έννοια του επιχειρηματικού κινδύνου μέσα από πραγματικά στοιχεία

2

4 Χρηματοοικονομικός κίνδυνος και Χρηματοοικονομική μόχλευση.

Χρηματοοικονομικός κίνδυνος (financial risk) ονομάζεται ο επιπλέον κίνδυνος μιας επιχείρησης αν χρηματοδοτηθεί με δανειακά κεφάλαια. Η χρήση δανειακών κεφαλαίων αυξάνει την μεταβλητότητα των κερδών προ φόρων και ως μέτρο του χρηματοοικονομικού κινδύνου μπορούμε να χρησιμοποιήσουμε την μεταβλητότητα των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή (EPS). Ως χρηματοοικονομική μόχλευση ορίζουμε τη χρήση δανειακών κεφαλαίων με στόχο την αύξηση της απόδοσης των ιδίων κεφαλαίων. Αυτό πραγματοποιείται αν η αναμενόμενη απόδοση του ενεργητικού (δηλαδή καθαρά λειτουργικά κέρδη προς σύνολο ενεργητικού) ξεπερνά το κόστος των δανειακών κεφαλαίων. Ως κύριο μέτρο της χρηματοοικονομικής μόχλευσης χρησιμοποιείται ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης (Degree of Financial Leverage – DFL). Ορίζεται ως ο λόγος της ποσοστιαίας μεταβολής των κερδών προς διάθεση ανά μετοχή προς την ποσοστιαία μεταβολή των καθαρών λειτουργικών κερδών. Οπότε

$$DFL = \frac{\frac{DEPS}{EPS}}{\frac{DEBIT}{EBIT}} = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$
 όπου I είναι οι χρεωστικοί τόκοι και εκφράζουν τις

χρηματοοικονομικές δαπάνες. Με βάση τον παραπάνω τύπο ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης αυξάνει όταν αυξάνουν οι χρηματοοικονομικές δαπάνες (Βασιλείου και Ηρειώτης, 2008).

Παράδειγμα 4: Με βάση τα στοιχεία του παραδείγματος 3 και δοθέντος ότι οι προβλεπόμενες πωλήσεις της εταιρίας θα είναι κανονικές ποιος είναι ο βαθμός χρηματοοικονομικής μόχλευσης αν επιλέξει τη χρήση του μηχανήματος Β και 40% δανειακά κεφάλαια με επιτόκιο δανεισμού 8%;

Απάντηση: Υπολογίζουμε τον $DFL = \frac{EBIT}{EBIT-I} = \frac{(25-8)*45.000-600.000}{(25-8)*45.000-600.000-0,08*720.000} = 1,5363$

. Εφόσον είναι μεγαλύτερος της μονάδας είναι θετικός για την εταιρία αφού μια αύξηση 100% στα EBIT συνεπάγεται αύξηση 153,63% στα EPS. Προφανώς, αν δεν χρησιμοποιηθεί δανεισμός ο DFL είναι ίσος με τη μονάδα.

Σύνοψη

Στην ενότητα αυτή παρουσιάσαμε τις κύριες μεθόδους αξιολόγησης ενός επενδυτικού σχεδίου καθώς και τις βασικές μεθόδους μόχλευσης που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις. Ειδικότερα μας απασχόλησαν τα εξής:

- Ο ορισμός της έννοιας του προϋπολογισμού επενδύσεων κεφαλαίου και ορισμένοι βασικοί όροι που απαιτείται να γνωρίζουμε ώστε να επιτύχουμε την ορθή ανάλυση του.
- Οι δύο βασικές μέθοδοι αξιολόγησης των επενδυτικών επιλογών που χρησιμοποιούνται από τη συντριπτική πλειοψηφία των χρηματοοικονομικών διαχειριστών. Πρόκειται για την Καθαρή Παρούσα Αξία (ΚΠΑ - NPV) και τον Εσωτερικό Βαθμό Απόδοσης (EBA-IRR). Επίσης αναλύθηκαν οι κανόνες απόφασης.
- Η έννοια του επιχειρηματικού κινδύνου και της λειτουργικής μόχλευσης. Επίσης αναλύθηκαν οι μέθοδοι υπολογισμού τους.
- Η έννοια του Χρηματοοικονομικού κινδύνου και της χρηματοοικονομικής μόχλευσης. Επίσης αναλύθηκαν οι μέθοδοι υπολογισμού τους.

Ασκήσεις αυτο-αξιολόγησης

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 1: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 1, αλλά τώρα οι αναμενόμενες εισροές από την επένδυση στη μηχανή Β υπολογίζονται σε 380€ ανά έτος για τα επόμενα 5 έτη, ποια από τις δυο μηχανές παραγωγής θα πρέπει να αγοράσει η επιχείρηση σύμφωνα με τη μέθοδο του EBA;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 2: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 3 προχωρήστε σε μια ανάλυση ευαισθησίας της βέλτιστης επιλογής αλλάζοντας τις πιθανότητες όπως εσείς επιθυμείτε.

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 3: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 4, σύμφωνα με το βαθμό χρηματοοικονομικής μόχλευσης ποιο από τα δύο μηχανήματα θα επέλεγε η εταιρία;

Αναφορές

1. Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Θεωρία και Πρακτική), εκδόσεις Rosili.
2. Brealey R., Myers S., Allen F. (2014) «Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Υτορία.
3. Titman S., Keown A., Martin J. (2015) «Χρηματοοικονομική Διαχείριση – Αρχές και Εφαρμογές», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση.

3 Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης

3.1 Βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποφάσεις

Οι βραχυπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποφάσεις διαφέρουν από τις μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποφάσεις κυρίως σε δύο σημεία. Πρώτον, σχετίζονται με στοιχεία ενεργητικού και παθητικού βραχυπρόθεσμου ορίζοντα και δεύτερον είναι εύκολα αντιστρέψιμες. Για παράδειγμα είναι πολύ εύκολο να εξοφληθεί μετά από τρεις μήνες ένα τραπεζικό δάνειο τριών μηνών από ότι ένα 15ετές ομόλογο (θα απαιτήσει πολύ μεγάλες δαπάνες). Ωστόσο υπάρχει άμεση σύνδεση μεταξύ βραχυπρόθεσμης και μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Για τη συνολική επένδυση της επιχείρησης έχει δοθεί ο όρος αθροιστικές κεφαλαιακές ανάγκες (cumulative capital requirement). Επειδή, και λόγω εξωτερικών συνθηκών, υπάρχει μεταβλητότητα σε αυτές ενδέχεται η μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση να τις καλύπτει (άρα θα έχουμε διαθέσιμο ταμειακό πλεόνασμα) ή να μην τις καλύπτει (οπότε θα αναζητηθούν βραχυπρόθεσμα κεφάλαια). Ένα χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί η ανάγκη κρατικής χρηματοδότησης που δεν καλύπτεται από τα μακροχρόνια ομόλογα (π.χ 5ετή, 10ετή, 15ετή) και συχνά αναζητείται βραχυχρόνια χρηματοδότηση με τα έντοκα γραμμάτια (π.χ τριμηνιαία, εξαμηνιαία και ετήσια).

Όσο αφορά τις μεθόδους της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης δύο είναι αυτές που εμφανίζονται με τη μεγαλύτερη συχνότητα. Η μία είναι το τραπεζικό δάνειο για μικρό χρονικό διάστημα με σταθερό επιτόκιο. Η άλλη είναι η καθυστέρηση της εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών αν βέβαια αυτό μπορεί να γίνει ανεκτό από τους πιστωτές της επιχείρησης. Όσο αφορά τις μεθόδους της μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης αυτές διαφέρουν από εταιρία σε εταιρία ανάλογα με τη δραστηριότητα της. Ωστόσο σε κάθε περίπτωση ερευνώνται οι συνέπειες των εναλλακτικών στρατηγικών και σχεδιάζεται αντιμετώπιση απρόοπτων καταστάσεων. Επίσης, πρέπει να γίνεται πρόβλεψη για το ρυθμό εσωτερικής μεγέθυνσης (που ορίζεται από το λόγο των αδιανέμητων κερδών προς το καθαρό ενεργητικό) που αφορά το μέγιστο ρυθμό μεγέθυνσης της εταιρίας χωρίς εξωτερική χρηματοδότηση αλλά και για το ρυθμό βιώσιμης μεγέθυνσης (που ορίζεται από το γινόμενο του δείκτη επανεπένδυσης με την απόδοση ιδίων κεφαλαίων) που αφορά το μέγιστο ρυθμό μεγέθυνσης της εταιρίας χωρίς να αυξηθεί η χρηματοοικονομική της μόχλευση.

Παράδειγμα 1: Να εξετάσετε πως επηρεάζεται ο ισολογισμός μιας εταιρίας σύμφωνα με τα παρακάτω συμβάντα και να αναφέρετε αν χρησιμοποιούνται ταμειακά διαθέσιμα.

- A. Μια επιχείρηση αυξάνει την παραγωγή λόγω πρόβλεψης για αύξηση της ζήτησης η οποία τελικά δεν συμβαίνει.
- B. Μια επιχείρηση δίνει στους πελάτες της περισσότερο χρόνο για την εξόφληση των αγορών τους.
- Γ. Μια επιχείρηση πουλάει ένα ακίνητο 50.000 ευρώ το οποίο είχε αγοράσει πριν 4 έτη 100.000 ευρώ.
- Δ. Η επιχείρηση επαναγοράζει κοινές μετοχές της.
- E. Η επιχείρηση τριπλασιάζει το ύψος του μερίσματος που διανείμει.

Απάντηση:

Α. Τα αποθέματα αυξάνονται με χρήση των ταμειακών διαθεσίμων για την παραγωγή τους.

Β. Οι εισπρακτέοι λογαριασμοί αυξάνουν με χρήση των ταμειακών διαθεσίμων για την κάλυψη των υποχρεώσεων από την έλλειψη μετρητών λόγω επέκτασης του χρόνου αποπληρωμής.

Γ. Έχουμε αύξηση των μετρητών και μείωση των περιουσιακών στοιχείων. Μια απώλεια 50.000 ευρώ αφαιρείται από τα κέρδη εις νέο.

Δ. Έχουμε μείωση των μετρητών αφού χρησιμοποιούνται τα ταμειακά διαθέσιμα για την επαναγορά ενώ ταυτόχρονα έχουμε πτώση των ιδίων κεφαλαίων.

Ε. Έχουμε μείωση των μετρητών αφού χρησιμοποιούνται επιπλέον τα ταμειακά διαθέσιμα για μετατροπή σε μέρισμα.

Δραστηριότητα 1

Περιγραφή: Αναζητείστε στο δίκτυο τον τελευταίο ισολογισμό και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως μια εταιρίας τροφίμων εισηγμένης στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Χρησιμοποιεί η εταιρία μεθόδους βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης; Αν ναι ποιες είναι αυτές;

Χρόνος: 40 λεπτά

Στόχος: Να κατανοήσετε πλήρως την έννοια των βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών αποφάσεων μέσα από την αναζήτηση των στοιχείων ενεργητικού και παθητικού βραχυπρόθεσμου ορίζοντα

3.2 Βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποφάσεις

Καταρχάς, ως κεφάλαιο κίνησης ορίζονται τα βραχυπρόθεσμα, τρέχοντα ή κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού και παθητικού. Ως καθαρό κεφάλαιο κίνησης ορίζεται η διαφορά μεταξύ κυκλοφορούντος ενεργητικού και τρεχουσών υποχρεώσεων. Ένα βασικό στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι τα αποθέματα και ως εκ τούτου η διαχείρισή τους. Τα αποθέματα (πρώτων υλών, ημιτελών ή τελικών προϊόντων) είναι απαραίτητα για τη λειτουργία της επιχείρησης αλλά δεσμεύουν κεφάλαιο και έχουν κόστος λόγω αποθήκευσης τους ή φθοράς λόγω παλαιότητας. Επομένως οι επιχειρήσεις χρειάζεται να έχουν μια ισορροπία ανάμεσα στα οφέλη και το κόστος από τη διατήρηση των αποθεμάτων τους. Συνήθως κάνουν λιγότερες παραγγελίες μεγαλύτερου μεγέθους αλλά αυτό έχει ως συνέπεια να αυξάνεται η μέση ποσότητα αποθέματος και επομένως το κόστος τους. Οι επιχειρήσεις αναζητούν το βέλτιστο μέγεθος παραγγελίας που λέγεται ποσότητα οικονομικότερης παραγγελίας (economic order quantity – EOQ). Αν χρησιμοποιείται

απόθεμα με σταθερό ρυθμό ο πιο απλός τύπος είναι $Q = \sqrt{\frac{2 * \text{πωλήσεις} * \text{κόστος ανά παραγγελία}}{\text{κόστος διατήρησης}}}$

Ένα άλλο στοιχείο του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι η διαχείριση των εισπρακτέων λογαριασμών ή αλλιώς η εμπορική πίστωση (trade credit) της επιχείρησης. Η επιλογή εμπορικής πίστωσης σε ένα πελάτη δίνεται με της εξής διαδικασία. Άρνηση πίστωσης συνεπάγεται αναμενόμενο κέρδος $E(\pi)=0$. Χορήγηση πίστωσης συνεπάγεται $E(\pi) = pPV(R - C) - (1 - p)PV(C)$ όπου p και $1 - p$ οι πιθανότητες εξόφλησης και μη εξόφλησης από τον πελάτη αντίστοιχα, $PV(R - C)$ η παρούσα αξία της διαφοράς εσόδων από κόστος και $PV(C)$ η παρούσα αξία τους κόστους. Αν υπάρχει περίπτωση επαναληπτικής παραγγελίας τότε συνολικό $E(\pi) = E(\pi)$ αρχικής παραγγελίας + πιθανότητα εξόφλησης και επαναληπτικής παραγγελίας * $PV(\text{αναμενόμενου κέρδους επόμενου έτους επί της επαναληπτικής παραγγελίας})$ (Brealey R., Myers S., Allen F., 2014).

Παράδειγμα 2: Η εταιρία Α παράγει 200.000 τεμάχια από το προϊόν της. Η κάθε παραγγελία που κάνει γίνεται ουσιαστικά όταν τα αποθέματά της μηδενίζονται. Το πάγιο κόστος κάθε παραγγελίας είναι 400 ευρώ. Το ετήσιο κόστος διατήρησης του αποθέματος είναι 35 ευρώ ανα τεμάχιο. Ποια είναι η ποσότητα οικονομικότερης παραγγελίας για την εταιρία Α;

Απάντηση:

Η εταιρία Α χρησιμοποιεί το απόθεμα με σταθερό ρυθμό οπότε $Q =$

$$\sqrt{\frac{2 * \text{πωλήσεις} * \text{κόστος ανά παραγγελία}}{\text{κόστος διατήρησης}}} = \sqrt{\frac{2 * 200.000 * 400}{35}} = 2138 \text{ τεμάχια}$$

Παράδειγμα 3: Η εταιρία Α σε κάθε πώληση εντός χρονικών ορίων, έχει έσοδα με παρούσα αξία 1200 ευρώ και κόστος με παρούσα αξία 1000 ευρώ. Ποια πρέπει να είναι η πιθανότητα εξόφλησης ώστε να ακολουθεί θετική πολιτική χορήγησης πιστώσεων προς τους πελάτες της;

Απάντηση:

Δοθέντος ότι δεν υφίσταται επαναληπτική παραγγελία θα πρέπει το αναμενόμενο κέρδος από τη χορήγηση της πίστωσης να είναι θετικό οπότε λύνουμε τη σχέση $pPV(R - C) - (1 - p)PV(C) = 0$ που συνεπάγεται ότι $p = \frac{5}{6}$. Άρα η εταιρία Α θα ακολουθεί θετική πολιτική χορήγησης πιστώσεων αν ο πελάτης έχει πιθανότητα εξόφληση μεγαλύτερη από 5/6.

Σύνοψη

Στην ενότητα αυτή παρουσιάσαμε τις κύριες μεθόδους λήψης των βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών αποφάσεων και διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης. Ειδικότερα μας απασχόλησαν τα εξής:

- Ο ορισμός της έννοιας των βραχυπρόθεσμων χρηματοοικονομικών αποφάσεων και η διαφορά τους από τις μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές αποφάσεις.
- Οι δύο βασικές μέθοδοι βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης που είναι το τραπεζικό δάνειο και η καθυστέρηση της εξόφλησης των πληρωτέων λογαριασμών.
- Ο ορισμός της έννοιας του κεφαλαίου κίνησης και του καθαρού κεφαλαίου κίνησης.
- Οι δύο βασικές μέθοδοι διαχείρισης του κεφαλαίου κίνησης που είναι η διαχείριση των αποθεμάτων και η διαχείριση των εισπρακτέων λογαριασμών.

Ασκήσεις αυτό-αξιολόγησης

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 1: Αν μια εταιρία εξοφλεί τους λογαριασμούς της με 30 ημέρες καθυστέρηση, τι ποσοστό των αγορών της θα εξοφλείται το τρέχον τρίμηνο και τι το επόμενο τρίμηνο; Τι θα συμβεί αν η καθυστέρηση είναι 60 ημέρες;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 2: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 2, ποια είναι η ποσότητα οικονομικότερης παραγγελίας για την εταιρία Α αν το ετήσιο κόστος διατήρησης του αποθέματος ανά τεμάχιο διπλασιαστεί;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 3: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 3, Ποια πρέπει να είναι η πιθανότητα εξόφλησης ώστε να ακολουθεί θετική πολιτική χορήγησης πιστώσεων προς τους πελάτες της η εταιρία Α αν η παρούσα αξία του κόστους μειωθεί κατά το ήμισυ;

Αναφορές

1. Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Θεωρία και Πρακτική), εκδόσεις Rosili.
2. Brealey R., Myers S., Allen F. (2014) «Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Utopia.
3. Titman S., Keown A., Martin J. (2015) «Χρηματοοικονομική Διαχείριση – Αρχές και Εφαρμογές», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση.

4 Πηγές Χρηματοδότησης και νέες μορφές τους

4.1 Νέοι επιχειρηματίες και νέες επιχειρήσεις

Γενικά ο στόχος των νέων επιχειρηματιών είναι να δημιουργήσουν μια επιτυχημένη επιχείρηση, να χρηματοδοτήσουν ορθώς το εγχείρημα τους, να διατηρήσουν τον έλεγχο της επιχείρησής τους, να αποκομίσουν εμπειρία και επαφές για την ανάπτυξη της επιχείρησής τους, να επιμερίσουν τον κίνδυνο με επενδυτές, να επιτύχουν και να μεγιστοποιήσουν οικονομικές αποδόσεις από την επιχείρηση και να δημιουργήσουν φήμη. Εξάλλου, η δημιουργία και χρηματοδότηση μιας επιτυχημένης νέας επιχείρησης απαιτεί σωστή αποτίμηση του εγχειρήματος και σωστή αξιολόγηση των προς ανάληψη επενδυτικών προγραμμάτων. Εδώ αξίζει να αναφέρουμε τα “ρητά” «Money does not start a business, but business do not start without money» και «Η μεγάλη χρηματοδότηση στο ξεκίνημα μπορεί να καταστρέψει μια νέα επιχείρηση».

Η διαφορά των νέων επιχειρήσεων σε σχέση με τις υφιστάμενες είναι ότι υπάρχει υψηλότερος κίνδυνος και υψηλότερη αβεβαιότητα, πιθανή ανταμοιβή υψηλότερη και ότι δεν αρκεί το λαμβάνω δεν λαμβάνω απόφαση αλλά οι πραγματικές αποτιμήσεις έχουν σημασία.

Δραστηριότητα 1

Περιγραφή: Θέτοντας τη δική σας κριτική σκέψη και μέσα από πληροφορίες από το διαδίκτυο να αναλύσετε τα παραπάνω δύο “ρητά”

Χρόνος: 30 λεπτά

Στόχος: Να αξιολογήσετε το ρόλο της χρηματοδότησης για μια νέα επιχείρηση

4.2 Κύριες μορφές χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων

Μια βασική μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων είναι η Χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing). Ουσιαστικά, πρόκειται για μια μέθοδο μεσοπρόθεσμης χρηματοδότησης ώστε η επιχείρηση να αποκτήσει πάγια στοιχεία. Αυτό που συμβαίνει είναι μια εταιρία Leasing να παραχωρεί ένα περιουσιακό στοιχείο της για χρήση σε κάποιον πελάτη –μισθωτή για συγκεκριμένη χρονική περίοδο και με συγκεκριμένο αντίτιμο. Κάποιες βασικές μορφές χρηματοδοτικής μίσθωσης είναι το operating leasing, το leasing ακινήτων και το sale and lease back.

Λειτουργική μίσθωση (operating leasing) λέγεται η μίσθωση χρήσης πάγιου στοιχείου για συγκεκριμένο χρονικό διάστημα και για συγκεκριμένο αντίτιμο (μίσθωμα), όπου περιλαμβάνονται το κόστος αγοράς του αγαθού και τα προβλεπόμενα κόστη λειτουργίας για τη διάρκεια που έχει συμφωνηθεί. Στο τέλος της χρονικής περιόδου της μίσθωσης, το πάγιο στοιχείο περιέχεται είτε στην κυριότητα του ενοικιαστή έναντι κάποιου μικρού αντιτίμου, είτε επιστρέφεται στην Εταιρία Leasing που μπορεί να το πουλήσει σε άλλο πελάτη. Ένα πρόβλημα είναι ότι λόγω διαδοχικών μισθώσεων του ίδιου πάγιου στοιχείου ο εκμισθωτής διατρέχει σημαντικό επενδυτικό κίνδυνο. Παρόμοιο είναι και το leasing

ακινήτων μόνο που αφορά αποκλειστικά ακίνητο με διάρκεια μεγαλύτερη από 10 έτη και μίσθωμα κυμαινόμενο το οποίο απαλλάσσεται από ΦΠΑ. Στο sale and lease back η Εταιρία Leasing αγοράζει το ακίνητο και το εκμισθώνει πάλι στον πελάτη. Επομένως η επιχείρηση μπορεί να εκμεταλλευτεί κεφάλαια που είναι δεσμευμένα σε πάγια περιουσιακά στοιχεία.

Παράδειγμα 1: Αν το κόστος αγοράς ενός μηχανήματος είναι 300.000 ευρώ και η διάρκεια σύμβασης leasing είναι 4 έτη (ετήσιο επιτόκιο 12%), ποια είναι τα τετραμηνιαία μισθώματα (καταβολή στο τέλος του τετράμηνου);

Απάντηση: Έχουμε την παρούσα αξία ληξιπρόθεσμης ράντας $r = \frac{1 - \left[\frac{1}{(1+i)^t} \right]}{i} = \frac{1 - \left[\frac{1}{(1+0,04)^{12}} \right]}{0,04} = 9,385$ και το μίσθωμα είναι: $r_t = \frac{PV}{r} = \frac{300.000}{9,385} = 31.965$ ευρώ.

Μια άλλη γνωστή μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων είναι η Δικαιόχρηση (franchising). Ουσιαστικά πρόκειται για συνεργασία ανάμεσα σε δύο ή περισσότερες επιχειρήσεις όπου ο δικαιοδόχος (franchisee) έχει το δικαίωμα να εμπορεύεται προϊόντα ή υπηρεσίες υπό ένα καθορισμένο επιχειρηματικό πλάνο που ορίζεται από τον δικαιοπάροχο (franchisor). Ο δικαιοδόχος πρέπει να παρέχει κάποιο άμεσο ή έμμεσο οικονομικό αντίτιμο. Γενικά στο franchising ο δικαιοδόχος που επιθυμεί να εκμεταλλευθεί μια επιτυχημένη επιχειρηματική ιδέα υπό συγκεκριμένους όρους απευθύνεται στον δικαιοπάροχο, ο οποίος έχει τη δυνατότητα (οικονομικά και νομικά) να δημιουργήσει ένα δίκτυο καταστημάτων όπου θα υλοποιείται εμπορικά η ιδέα αυτή. Με αυτό τον τρόπο ο δικαιοδόχος εξασφαλίζει ένα βαθμό επιτυχίας τους νέου εγχειρήματός του. Οι πιο γνωστές μορφές συμφωνιών franchising είναι το άμεσο Franchising (Direct Franchising), η Κύρια Συμφωνία Franchising (Master Franchising) και η Συμφωνία για Δραστηριότητα Κοινής Επιχείρησης (Joint Venture).

Στο άμεσο Franchising η σχέση μεταξύ δικαιοπάροχου και δικαιοδόχου είναι άμεση και δεν περιλαμβάνονται τρίτα μέρη. Στην Κύρια Συμφωνία Franchising έχουμε συμφωνία Franchising ανάμεσα στον δικαιοπάροχο (master franchisor) και τον κύριο δικαιοδόχο (sub franchisor) που πολλές φορές είναι κάτοικος ξένης χώρας και συνήθως είναι αυτός που επιτυγχάνει πρόσθετες συμφωνίες Franchising με άλλους δικαιοδόχους (sub franchisee) στην ξένη χώρα. Στη Συμφωνία για Δραστηριότητα Κοινής Επιχείρησης (Joint Venture) έχουμε συνεργασία μεταξύ δύο ανεξάρτητων επιχειρήσεων που ελέγχουν από κοινού μια τρίτη επιχείρηση (κοινή). Επομένως ο δικαιοπάροχος από κοινού με τον συνέταιρο του (joint venture) που είναι κάτοικος ξένης χώρας δημιουργεί μια εταιρία Joint Venture στην ξένη χώρα. Η εταιρία Joint Venture ακολουθώντας προχωρά σε συμφωνία με τον δικαιοπάροχο. Η συμφωνία μπορεί να είναι συμφωνία ανάπτυξης μιας περιοχής ή κύρια συμφωνία Franchising.

Μια άλλη εξίσου βασική μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων είναι τα επιχειρηματικά κεφάλαια (venture capital). Ουσιαστικά, πρόκειται για επενδυτικές εταιρείες που διαθέτουν σημαντικά κεφάλαια τα οποία θέλουν να διοχετεύσουν σε καινοτόμες επιχειρήσεις λαμβάνοντας μέρος στο μετοχικό τους κεφάλαιο. Η επιλογή τους εστιάζεται σε νέες επιχειρήσεις υποσχόμενες γρήγορη ανάπτυξη, ή υπάρχουσες που επιδιώκουν την ανάπτυξη νέου προϊόντος ή υπηρεσίας. Το venture capital είναι μια σχετικά νέα μορφή χρηματοδότησης και στην Ελλάδα έκανε την εμφάνισή της στις αρχές της δεκαετίας του 1990. Η χρηματοδότηση διαμέσου venture capital λαμβάνει χώρα με αύξηση

μετοχικού κεφαλαίου με παραίτηση των υφιστάμενων μετόχων προκειμένου υπέρ της εταιρείας επιχειρηματικών κεφαλαίων. Η χρηματοδότηση μπορεί να γίνει επίσης διαμέσου προνομιούχων μετοχών ή/και μετατρέψιμων ομολογιακών δανείων. Παρόλα αυτά, ο βασικός μέτοχος συνεχίζει να διατηρεί τον έλεγχο της εταιρείας.

Κάποια από τα πλεονεκτήματα της χρηματοδότησης διαμέσου venture capital είναι η παροχή μεσο-μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης (και όχι βραχυχρόνιου ορίζοντα) με συμμετοχή της ίδιας της εταιρείας στο μετοχικό κεφάλαιο της νέας επιχείρησης. Αυτό είναι ένδειξη εμπιστοσύνης για την ανάπτυξη της νέας εταιρείας και αποτελεί κίνητρο για παροχή συμβουλών σε θέματα στρατηγικής, οργάνωσης και χρηματοοικονομικής διοίκησης των επιχειρήσεων ανάλογα με πρότερη εμπειρία από ομοειδείς επιχειρήσεις. Επίσης, οι εταιρείες επιχειρηματικών κεφαλαίων μέσα από τα εκτεταμένα δίκτυα επαφών που διαθέτουν μπορούν να προσφέρουν σημαντική υπηρεσία σε διάφορα ζητήματα όπως η προσέλκυση πελατών και η πρόσληψη στελεχών.

Μια αντίστοιχη μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων είναι αυτή των ιδιωτών επενδυτών (business angels). Εδώ σε αντίθεση με τα επιχειρηματικά κεφάλαια αφορά ιδιώτες με πλεονάζουσα ρευστότητα οι οποίοι αναζητούν καινοτόμες επιχειρήσεις για να την διοχετεύσουν λαμβάνοντας μέρος στη μετοχική τους δομή. Ως επί τω πλείστων αυτοί οι ιδιώτες έχουν σημαντική εμπειρία από διαχείριση επιχειρήσεων την οποία θέλουν παράλληλα με τα κεφάλαια τους να την παρέχουν στην νέα επιχείρηση. Αυτό συνήθως γίνεται μέσα από συμβουλευτική υποστήριξη. Δοθέντος ότι τέτοιες κινήσεις αποτελούν σημαντική βάση για την ανάπτυξη μιας χώρας, οι κυβερνήσεις παρέχουν από την πλευρά τους τα δικά τους κίνητρα που αφορούν κατά κύριο λόγο τη μείωση της φορολογίας τόσο για τον επιχειρηματικό άγγελο όσο και για τη νέα επιχείρηση. Το τελευταίο αποτελεί και ένα σημαντικό κίνητρο για τη νέα επιχείρηση να αναζητήσει αυτή της μορφής τη χρηματοδότηση.

Δοαστηριότητα 1

Περιγραφή: Θέτοντας τη δική σας κριτική σκέψη και μέσα από πληροφορίες από το διαδίκτυο αν είσατε ένας νέος επιχειρηματίας ποια εκ των δύο μεθόδων (venture capital ή business angel) θα επιλέγατε για χρηματοδοτήσετε το εγχείρημά σας και γιατί;

Χρόνος: 30 λεπτά

Στόχος: Να αξιολογήσετε τις διαφορές των δύο παραπάνω μεθόδων για τη χρηματοδότηση μιας νέας επιχείρησης

4.3 Νέες εξειδικευμένες μορφές χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων

Μια νέα μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων με αυξητική τάση είναι η συμμετοχική χρηματοδότηση (crowdfunding). Το crowdfunding μετρά πολύ λίγο χρόνο ως μέθοδο χρηματοδότησης αφού έκανε την εμφάνιση του σχετικά πρόσφατα ακριβώς μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008. Ο λόγος ήταν κυρίως ο μεγάλος βαθμός δυσκολίας πίστωσης από τις τράπεζες. Υπό αυτό το ασφυκτικό πλαίσιο οι μικρές επιχειρήσεις αναζήτησαν ένα διαφορετικό τρόπο χρηματοδότησης που ήρθε μέσα από την οικονομική συνεισφορά του κοινού. Σταδιακά, άρχισαν να εμφανίζονται διαδικτυακές πλατφόρμες crowdfunding με αποτέλεσμα η χρηματοδότηση από το πλήθος να γίνει ένα

αξιοπρόσεκτο χρηματοδοτικό εργαλείο για πολλές νέες επιχειρήσεις. Συνήθως αυτό που γίνεται είναι ο εν δυνάμει επιχειρηματίας σε μια πλατφόρμα της επιλογής του να παρουσιάζει και να προωθεί την ιδέα του στο κοινό προσπαθώντας να προσελκύσει υποστηρικτές. Ο κάθε επισκέπτης της πλατφόρμας μπορεί να συνδράμει με ένα μικρό ή μεγάλο ποσό, ανάλογα με τα πακέτα χρηματοδότησης που ορίζει ο εν δυνάμει επιχειρηματίας για την υλοποίηση της ιδέας του. Σε αντάλλαγμα ο εν δυνάμει επιχειρηματίας δεσμεύεται να παραχωρήσει στον επισκέπτη ορισμένα αποκλειστικά προνόμια (perks).

Υπάρχουν διάφορες μορφές crowdfunding. Η πιο γνωστή είναι το Crowdfunding ανταμοιβών. Εδώ οι χρηματοδότες λαμβάνουν ως αντάλλαγμα μία σημαντική έκπτωση ή κάποιο δώρο. Οι ανταμοιβές ποικίλλουν ανάλογα με το μέγεθος της χρηματοδότησης ώστε να δίνεται κίνητρο για υψηλότερες προσφορές. Μια άλλη μορφή είναι το Crowdfunding δωρεών όπου πρόκειται για δωρεά που αφορά κοινοφελή ή φιλανθρωπική δράση συνήθως με συμβολική επιβράβευση. Ακολουθεί το Crowdfunding επενδύσεων όπου η ανταμοιβή αφορά τη λήψη μέρους της νέας επιχείρησης μέσω μετοχών ή εταιρικών μεριδίων και τελευταίο είναι το Crowdfunding δανεισμού όπου η ανταμοιβή είναι η επιστροφή του κεφαλαίου με κάποιους τόκους.

Το Crowdfunding έχει και κάποια σημαντικά πλεονεκτήματα. Το προφανές αφορά τη λήψη χρηματοδότησης μιας νέας επιχείρησης που δεν θα μπορούσε να επιτύχει μέσω άλλης μορφής. Έτσι ακόμη και τα πιο παράτολμα επιχειρηματικά projects έχουν βρει υποστηρικτές. Οι χρηματοδότες στην ουσία υποστηρίζουν με κάθε τρόπο την επιλογή τους μέσα από επιχειρηματικές συμβουλές, προώθηση των προϊόντων ακόμη και με μετατροπή τους σε πελάτες. Με αυτό τον τρόπο οι νέες επιχειρήσεις εξασφαλίζουν πωλήσεις πριν ακόμα τεθούν σε λειτουργία (<https://www.epixeiro.gr/article/99061>

Και <https://www.capital.gr/arhtra/2121692/to-crowdfunding-stin-ellada/>).

Μια άλλη νέα μέθοδος χρηματοδότησης νέων επιχειρήσεων (και όχι μόνο) που μετρά ακόμη λιγότερο χρόνο σε σχέση με το crowdfunding είναι η αποκεντρωμένη χρηματοδότηση (decentralized finance). Γενικά πρόκειται για ένα σχετικά άγνωστο εργαλείο χρηματοδότησης αν και έχει την πιο εύκολη πρόσβαση από οποιοδήποτε άλλο. Είναι γνωστό ότι τα τελευταία χρόνια το τραπεζικό σύστημα μετασχηματίζεται (μείωση παλαιού προσωπικού, πρόσληψη εξειδικευμένου προσωπικού, μείωση καταστημάτων, γενικευμένη χρήση του e-banking κτλ) υιοθετώντας σε όλο και μεγαλύτερο βαθμό την αυτοματοποίηση στις τραπεζικές συναλλαγές. Ωστόσο, αντιμετωπίζει όλο και πιο έντονο ανταγωνισμό από τις εταιρίες χρηματοοικονομικής τεχνολογίας (FinTech) και τα πρωτόκολλα ανοικτού κώδικα που στηρίζονται στο blockchain. Μέσα από το blockchain έχουν δημιουργηθεί τα κρυπτονομίσματα τα οποία με τη σειρά τους (ορισμένα από αυτά) έχουν δημιουργήσει ένα ψηφιακό χρηματοοικονομικό σύστημα.

Αποκορύφωμα είναι τα πρωτόκολλα DeFi (Decentralized Finance) που δραστηριοποιούνται στις λειτουργίες των παραδοσιακών χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Πρόκειται για χρηματοοικονομικές εφαρμογές που με κάποιο τρόπο εμπλέκουν κρυπτονομίσματα. Με αποκεντρωμένες χρηματοοικονομικές εφαρμογές (DApps) και πρωτόκολλα σε blockchain δέχονται και λαμβάνουν δάνεια, διαχειρίζονται ενυπόθηκα χρέη, αναλαμβάνουν υπηρεσίες ασφάλισης, χρηματοδότησης, επενδύσεων εκτός επίσημου τραπεζικού συστήματος. Ένα από τα βασικά πλεονεκτήματα των DeFi είναι ότι σε αντίθεση με το παραδοσιακό τραπεζικό σύστημα δεν χρησιμοποιούν μεσάζοντες. Παρέχουν είσοδο χωρίς εμπόδια σε

χρηματοοικονομικές υπηρεσίες, με φθηνές αυτοματοποιημένες και χωρίς σύνορα συναλλαγές (<https://www.euro2day.gr/investments/crypto/article/2045989/oi-nees-trapezikes-ergasies-horis-tis-trapezes.html>).

Το πλεονέκτημα αυτό μεγιστοποιείται όσο αφορά τη χρηματοδότηση μιας νέας επιχείρησης αφού δεν υπάρχουν πιστοληπτικοί έλεγχοι και στις συναλλαγές δεν παρεμβαίνει άνθρωπος παρά μόνο μηχανές και λογισμικό (μείωση κόστους). Με τα πρωτόκολλα DeFi δεν υπάρχει κάποια κεντρική αρχή, όπως ένα χρηματιστήριο που να συνδέει τις εντολές συναλλαγών μεταξύ τους. Αυτό σημαίνει πως κανένας δεν μπορεί να εμποδίσει τις συναλλαγές να εκτελεστούν. Επομένως μια νέα εταιρία αν αποφασίσει να χρηματοδοτηθεί με αυτό τον τρόπο κανένας θεματοφύλακας δεν πρόκειται να την εμποδίσει. Φυσικά υπάρχει και η αρνητική πλευρά αυτής της μορφής χρηματοδότησης. Η έλλειψη θεματοφύλακα δεν παρέχει καμία δυνατότητα διαπραγμάτευσης σε περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσης από την νέα επιχείρηση και επομένως κινδυνεύει άμεσα να τεθεί σε εκκαθάριση ακόμη και αν αυτή η αθέτηση προέρχεται από ένα προσωρινό πρόβλημα.

Σύνοψη

Στην ενότητα αυτή παρουσιάσαμε τις κύριες και νέες μεθόδους χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων. Ειδικότερα μας απασχόλησαν τα εξής:

- Η διαφορά μεταξύ μίας υφιστάμενης και μίας νέας επιχείρησης στον τομέα της χρηματοδότησης.
- Οι διαφορές μεταξύ κύριων και νέων μεθόδων χρηματοδότησης των νέων επιχειρήσεων.
- Ο τρόπος επιλογής της κατάλληλης μεθόδου χρηματοδότησης μιας νέας επιχείρησης.

Ασκήσεις αυτό-αξιολόγησης

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 1: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 1, ποια είναι τα διμηνιαία μισθώματα (καταβολή στο τέλος του τετράμηνου) αν το επιτόκιο αυξηθεί στο 15%;

Άσκηση αυτοαξιολόγησης 2: Ακολουθώντας τα δεδομένα του παραδείγματος 2 ποια από τις δύο επιλογές είναι η κατάλληλη για την επιχείρηση αν στην περίπτωση του Business Angel πρέπει να έχει και ένα κεφάλαιο 15.000 ευρώ (το οποίο δεν έχει και το δανείζεται με την προϋπόθεση να το επιστρέψει σε μια πενταετία με επιτόκιο 70%);

Αναφορές

1. Βασιλείου Δ., Ηρειώτης Ν. (2008). Χρηματοοικονομική Διοίκηση (Θεωρία και Πρακτική), εκδόσεις Rosili.
2. Brealey R., Myers S., Allen F. (2014) «Αρχές Χρηματοοικονομικής των Επιχειρήσεων», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Utopia.

3. Titman S., Keown A., Martin J. (2015) «Χρηματοοικονομική Διαχείριση – Αρχές και Εφαρμογές», 1^η Ελληνική έκδοση, εκδόσεις Παπαζήση.
4. <https://www.euro2day.gr/investments/crypto/article/2045989/oi-nees-trapezikes-ergasies-horis-tis-trapezes.html>
5. <https://www.capital.gr/arthra/2121692/to-crowdfunding-stin-ellada/>
6. <https://www.epixeiro.gr/article/99061>

https://eclass.uowm.gr/modules/document/file.php/MECH241/%CE%A7%CE%A1%CE%97%CE%9C%CE%91%CE%A4%CE%9F%CE%94%CE%9F%CE%A4%CE%99%CE%9A%CE%91%20%CE%95%CE%A1%CE%93%CE%91%CE%9B%CE%95%CE%99%CE%91_PK.pdf

Χρηματοδότηση

Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό (κείμενο, εικόνες, διαγράμματα, κλπ.) έχει αναπτυχθεί στο πλαίσιο της Πράξης «Υποστήριξη Δράσεων Στήριξης της Επιχειρηματικότητας, Καινοτομίας και Ωρίμανσης για την Αξιοποίηση της Ερευνητικής Δραστηριότητας και των Νέων Προϊόντων και Υπηρεσιών που αναπτύσσονται στο Πανεπιστήμιο Πατρών» - «ΜΕΤΩΝ, MIS 5132546».

Η πράξη «ΜΕΤΩΝ» υλοποιείται στο πλαίσιο του Ε.Π. «ΑΝΑΠΤΥΞΗ ΑΝΘΡΩΠΙΝΟΥ ΔΥΝΑΜΙΚΟΥ, ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗ & ΔΙΑ ΒΙΟΥ ΜΑΘΗΣΗ» και συγχρηματοδοτείται από την Ευρωπαϊκή Ένωση (Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο) και από Εθνικούς πόρους.



Επιχειρησιακό Πρόγραμμα
Ανάπτυξη Ανθρώπινου Δυναμικού,
Εκπαίδευση και Διά Βίου Μάθηση
Ειδική Υπηρεσία Διαχείρισης
Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



Σημειώματα

Σημείωμα Ιστορικού Εκδόσεων Έργου

Το παρόν έργο αποτελεί την έκδοση 1.0

Σημείωμα Αναφοράς

Copyright Πανεπιστήμιο Πατρών, Μανώλης Τζαγκαράκης, Βικτωρία Δασκάλου, 2023.

Έκδοση: 1.0. Πάτρα 2023. Διαθέσιμο από τη δικτυακή διεύθυνση: <https://eclass.upatras.gr/>

Σημείωμα Αδειοδότησης

Το παρόν υλικό διατίθεται με τους όρους της άδειας χρήσης Creative Commons Αναφορά, Μη Εμπορική Χρήση Παρόμοια Διανομή 4.0 [1] ή μεταγενέστερη, Διεθνής Έκδοση.

Εξαιρούνται τα αυτοτελή έργα τρίτων π.χ. φωτογραφίες, διαγράμματα κ.λ.π., τα οποία εμπεριέχονται σε αυτό και τα οποία αναφέρονται μαζί με τους όρους χρήσης τους στο «Σημείωμα Χρήσης Έργων Τρίτων».

[1] <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-sa/4.0/>



Ως **Μη Εμπορική** ορίζεται η χρήση:

- που δεν περιλαμβάνει άμεσο ή έμμεσο οικονομικό όφελος από την χρήση του έργου, για το διανομέα του έργου και αδειοδόχο
- που δεν περιλαμβάνει οικονομική συναλλαγή ως προϋπόθεση για τη χρήση ή πρόσβαση στο έργο
- που δεν προσπορίζει στο διανομέα του έργου και αδειοδόχο έμμεσο οικονομικό όφελος (π.χ. διαφημίσεις) από την προβολή του έργου σε διαδικτυακό τόπο

Ο δικαιούχος μπορεί να παρέχει στον αδειοδόχο ξεχωριστή άδεια να χρησιμοποιεί το έργο για εμπορική χρήση, εφόσον αυτό του ζητηθεί.

Διατήρηση Σημειωμάτων

Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή διασκευή του υλικού θα πρέπει να συμπεριλαμβάνει:

- το Σημείωμα Αναφοράς
- το Σημείωμα Αδειοδότησης
- τη δήλωση Διατήρησης Σημειωμάτων
- το Σημείωμα Χρήσης Έργων Τρίτων (εφόσον υπάρχει)

μαζί με τους συνοδευόμενους υπερσυνδέσμους.

Σημείωμα Χρήσης Έργων Τρίτων

Το Έργο αυτό κάνει χρήση των ακόλουθων έργων:

Εικόνα 1: Ο Λιτός Καμβάς Επιχειρηματικών Μοντέλων, [Ash Maurya](#), [CC BY-SA 3.0](#), via Wikimedia Commons, Πηγή: https://commons.wikimedia.org/wiki/File:Lean_Canvas.png