



Ελληνική Δημοκρατία  
Τεχνολογικό Εκπαιδευτικό  
Ίδρυμα Ηπείρου

# Χρηματοοικονομική των Επιχειρήσεων

Ενότητα: Διαδικασία άντλησης  
κεφαλαίου

Καραμάνης Κωνσταντίνος



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΠΑΙΔΕΙΑΣ & ΘΡΗΣΚΕΥΜΑΤΩΝ, ΠΟΛΙΤΙΣΜΟΥ & ΑΘΛΗΤΙΣΜΟΥ  
ΕΙΔΙΚΗ ΥΠΗΡΕΣΙΑ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ

Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης



Τμήμα : ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Τίτλος Μαθήματος : Χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων

Ενότητα : Διαδικασία άντλησης κεφαλαίου

Καραμάνης Κων/νος  
Επίκουρος Καθηγητής  
Πρέβεζα, 2015



Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης





# 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 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.
- Το έργο «**Ανοικτά Ακαδημαϊκά Μαθήματα στο ΤΕΙ Ηπείρου**» έχει χρηματοδοτήσει μόνο τη αναδιαμόρφωση του εκπαιδευτικού υλικού.
- Το παρόν εκπαιδευτικό υλικό έχει αναπτυχθεί στα πλαίσια του εκπαιδευτικού έργου του διδάσκοντα.



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





## Σκοποί ενότητας

- Σκοπός της παρούσας ενότητας είναι να αναλυθούν οι τέσσερις μεταβάσεις χρηματοδότησης κατά τις οποίες η πηγή χρηματοδότησης μιας επιχείρησης μεταβάλλεται από την εισαγωγή μιας νέας χρηματοδοτικής επιλογής. Στη συνέχεια επιχειρείται ανάλυση της διαδικασίας έκδοσης νέων μετοχών και έκδοσης ομολόγων.
- **Λέξεις κλειδιά** : Καινοτομικά επιχειρηματικά κεφάλαια , χρηματοδότηση με μετοχές, χρηματοδότηση με ομόλογα , δικαιώματα προτίμησης, ανοικτές εγγραφές



# Διαδικασία Άντλησης Κεφαλαίων: Οι Μεταβατικές Φάσεις Χρηματοδότησης

- **1<sup>η</sup> Φάση:** η μη εισηγμένη επιχείρηση προσεγγίζει ιδιωτικά ή καινοτομικά επιχειρηματικά κεφάλαια
- **2<sup>η</sup> Φάση:** η μη εισηγμένη επιχείρηση προσφέρει τμήμα του μετοχικού της κεφαλαίου στις χρηματοοικονομικές αγορές για να μετατραπεί σε εισηγμένη επιχείρηση
- **3<sup>η</sup> Φάση:** η εισηγμένη επιχείρηση απευθύνεται εκ νέου στις αγορές μετοχών για να αντλήσει περισσότερα ίδια κεφάλαια
- **4<sup>η</sup> Φάση:** η εισηγμένη επιχείρηση αντλεί δανειακά κεφάλαια από τις χρηματοπιστωτικές αγορές μέσω έκδοσης ομολόγων



# Οφέλη – Κόστη Φάσεων Χρηματοδότησης

▪ **Όφελος:**  
άντληση  
κεφαλαίων

□ **Κόστη:**

- Τα καινοτομικά κεφάλαια θα απαιτήσουν το δίκαιο μερίδιο ιδιοκτησίας για να παρέχουν ίδια κεφάλαια
- Η μεγαλύτερη πρόσβαση στις χρηματιστηριακές αγορές σημαίνει αυξημένες απαιτήσεις αποκάλυψης πληροφοριών για την επιχείρηση, απώλεια ελέγχου και κόστος συναλλαγών το οποίο έχει η διαδικασία εισαγωγής.
- Οι μεταγενέστερες εκδόσεις ιδίων ή δανειακών κεφαλαίων έχουν συνήθως υψηλό κόστος έκδοσης.



## 1. Μη εισηγμένη επιχείρηση:

### Ιδιωτικά ή Καινοτομικά Επιχειρηματικά Κεφάλαια

- ❑ **Κεφάλαιο σποράς (seed capital):** σε πρόσφατα ιδρυθείσες επιχειρήσεις, οι οποίες επιθυμούν να ελέγξουν μια ιδέα ή να αναπτύξουν ένα προϊόν
- ❑ **Αρχικά καινοτομικά επιχειρηματικά κεφάλαια (start up venture capital):** σε επιχειρήσεις, οι οποίες έχουν καθιερώσει προϊόντα και ιδέες να τις αναπτύξουν και να τις προωθήσουν στην αγορά.





# Καινοτομικά Επιχειρηματικά Κεφάλαια: 5 βήματα άντλησης κεφαλαίων

## Προκλήση ενδιαφέροντος καινοτομικών κεφαλαίων (venturecapital) ή ιδιωτικών κεφαλαίων επιχειρηματικών συμμετοχών (privateequity)

1. Τύπος επιχειρηματικής δραστηριότητας (ορισμένες επιχειρηματικές δραστηριότητες ενδέχεται να είναι περιζήτητες ενώ άλλες όχι)
2. Αποτίμηση του ιστορικού επιδόσεων των διευθυντών (η εμπειρία βοηθάει)

## Αποτίμηση της Επιχείρησης και Εκτίμηση της Αναμενόμενης Απόδοσης

1. Αποτίμηση της μη εισηγμένης επιχείρησης. Στην τυπική προσέγγιση καινοτομικών κεφαλαίων
  - α. Γίνεται εκτίμηση των κερδών σε ένα μελλοντικό έτος (ας πούμε σε 3-5 έτη από τώρα)
  - β. Εφαρμόζεται ένας πολλαπλασιαστής κερδών με βάση τους αντίστοιχους πολλαπλασιαστές εισηγμένων επιχειρήσεων.
2. Γίνεται προεξόφληση στο παρόν χρησιμοποιώντας ένα στόχο απόδοσης για τα καινοτομικά κεφάλαια

## Τίθενται οι όροι της Συμφωνίας

1. Εκτίμηση του κεφαλαίου που θα εισφέρει το καινοτομικό κεφάλαιο στην επιχείρηση
2. Διαπραγμάτευση ποσοστού ιδιοκτησίας που λάβει ως αντάλλαγμα το καινοτομικό κεφάλαιο

## Διοίκηση μετά τη Συμφωνία

Το Καινοτομικό κεφάλαια ενδέχεται να παρέχει διευθυντικά στελέχη και η πρόσβαση σε εναλλακτική χρηματοδότηση ενδέχεται να βοηθήσει τη μη εισηγμένη επιχείρηση να αναπτυχθεί.

## Έξοδος

Αν η μη εισηγμένη επιχείρηση αναπτυχθεί όπως αναμένεται, το καινοτομικό κεφάλαια θα αποπειραθεί να εξαργυρώσει τα κέρδη του είτε πωλώντας τη δραστηριότητα σε μια εισηγμένη επιχείρηση είτε εισάγοντας την επιχείρηση στο χρηματιστήριο.



# Στην Πράξη: Χρηματοδότηση από Ιδιωτικά Επιχειρηματικά Κεφάλαια

□ Προεξοφλημένη τερματική αξία = Εκτιμώμενη αξία  
εξόδου /  $(1 + \text{επιδιωκόμενη απόδοση})^n$   
όπου  $n$  τα έτη για την εισαγωγή

□ Ποσοστό ιδιοκτησίας =  
Παρεχόμενο κεφάλαιο / Εκτιμώμενη αξία



## 2. Από μη εισηγμένη σε εισηγμένη επιχείρηση: Αρχική Δημόσια Εγγραφή

### Επιλογή επενδυτικής τράπεζας

Εστιάστε σε επενδυτικές τράπεζες που έχουν εμπειρία με επιχειρήσεις σαν τη δική σας (στον ίδιο κλάδο) και εξετάστε το αν θα επωφεληθείτε από την πελατειακή βάση και τη φήμη της επενδυτικής τράπεζας. Στις περισσότερες δημόσιες εγγραφές, η επενδυτική τράπεζα συμφωνεί να προσφέρει μια ελάχιστη σταθερή τιμή στον εκδότη (εγγύηση αναδόχου) και διαμορφώνει μια συνεργασία πολλών τραπεζών για να διαχυθούν οι κίνδυνοι και να αυξηθεί η ικανότητα πώλησης.

### Εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και ορισμός των λεπτομερειών της έκδοσης

Η μη εισηγμένη επιχείρηση πρέπει να αποτιμηθεί από την επενδυτική τράπεζα και η τιμή ανά μετοχή θα οριστεί με βάση τον αριθμό των μετοχών της επιχείρησης. Ο αριθμός αυτός συχνά επιλέγεται με τέτοιο τρόπο από τον ιδιοκτήτη και την επενδυτική τράπεζά του για να καταλήξουν σε ένα επιθυμητό εύρος τιμών. (Συγκεκριμένα, αν η αξία της επιχείρησης είναι \$10 εκατομμύρια και θα επιθυμούσαμε μια τιμή μετοχής γύρω στα \$5, θα είχαμε 2.000.000 μετοχές). Καθώς οι επενδυτικές τράπεζες εγγυώνται την τιμή, υπάρχει μια τάση μείωσης αυτής της τιμής κατά 10-15% για να υπάρξει μια προστασία απέναντι σε σφάλματα.

### Μέτρηση της ζήτησης εκ μέρους των επενδυτών

Οι ομάδες πωλήσεων των επενδυτικών τραπεζών προσπαθούν να πείσουν διαχειριστές χαρτοφυλακίων και άλλους δυνητικούς επενδυτές σχετικά με την ελκυστικότητα της προσφερόμενης τιμής. Αν η ζήτηση μοιάζει εξαιρετικά ισχυρή (ασθενής), η προσφερόμενη τιμή ενδέχεται να αυξηθεί (να μειωθεί).

### Κατάθεση Στοιχείων για Ρυθμιστικούς Λόγους και Έκδοση Ενημερωτικού Δελτίου

Σε ορισμένες αγορές, υπάρχουν ρυθμιστικές απαιτήσεις στις οποίες πρέπει να ανταποκριθεί η επιχείρηση πριν από την πραγματοποίηση της προσφοράς. Στις ΗΠΑ, η επιχείρηση πρέπει να υποβάλλει μια δήλωση εγγραφής στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς και να δημοσιεύσει ένα ενημερωτικό δελτίο για δυνητικούς επενδυτές.

### Κατανομή μετοχών

Όταν ανοίξει η προσφορά και αρχίσουν οι επενδυτές να ζητούν μετοχές, η επενδυτική τράπεζα θα καταναίμει τις διαθέσιμες μετοχές μεταξύ τους. Αν η ζήτηση υπερβεί την προσφορά (υπερ-εγγραφή), η επενδυτική τράπεζα θα πρέπει να καταναίμει αναλογικά τις μετοχές. Αν η προσφορά υπερβεί τη ζήτηση, η επενδυτική τράπεζα θα πρέπει να εκπληρώσει την εγγύηση και να αγοράσει τις εναπομείναντες μετοχές στην τιμή προσφοράς.



## Κόστος Εισαγωγής στο Χρηματιστήριο

- ❑ Η **προμήθεια του αναδόχου** που ορίζεται ως η μεικτή διαφορά μεταξύ τιμής προσφοράς και αξίας που εισπράττει η επιχείρηση ανά μετοχή, η οποία καλύπτει τα έξοδα αναδοχής, διαχείρισης και διάθεσης κατά την έκδοση.
- ❑ Το **νομικό και διοικητικό κόστος** πραγματοποίησης νέας έκδοσης.
- ❑ Κάθε **υποτιμολόγηση της έκδοσης**, από την οποία ωφελούνται οι επενδυτές που λαμβάνουν τη μετοχή στην τιμή προσφοράς και την πωλούν στην υψηλότερη τιμή αγοράς (η μέση υποτιμολόγηση εκτιμάται σε ποσοστό 10%-15%).

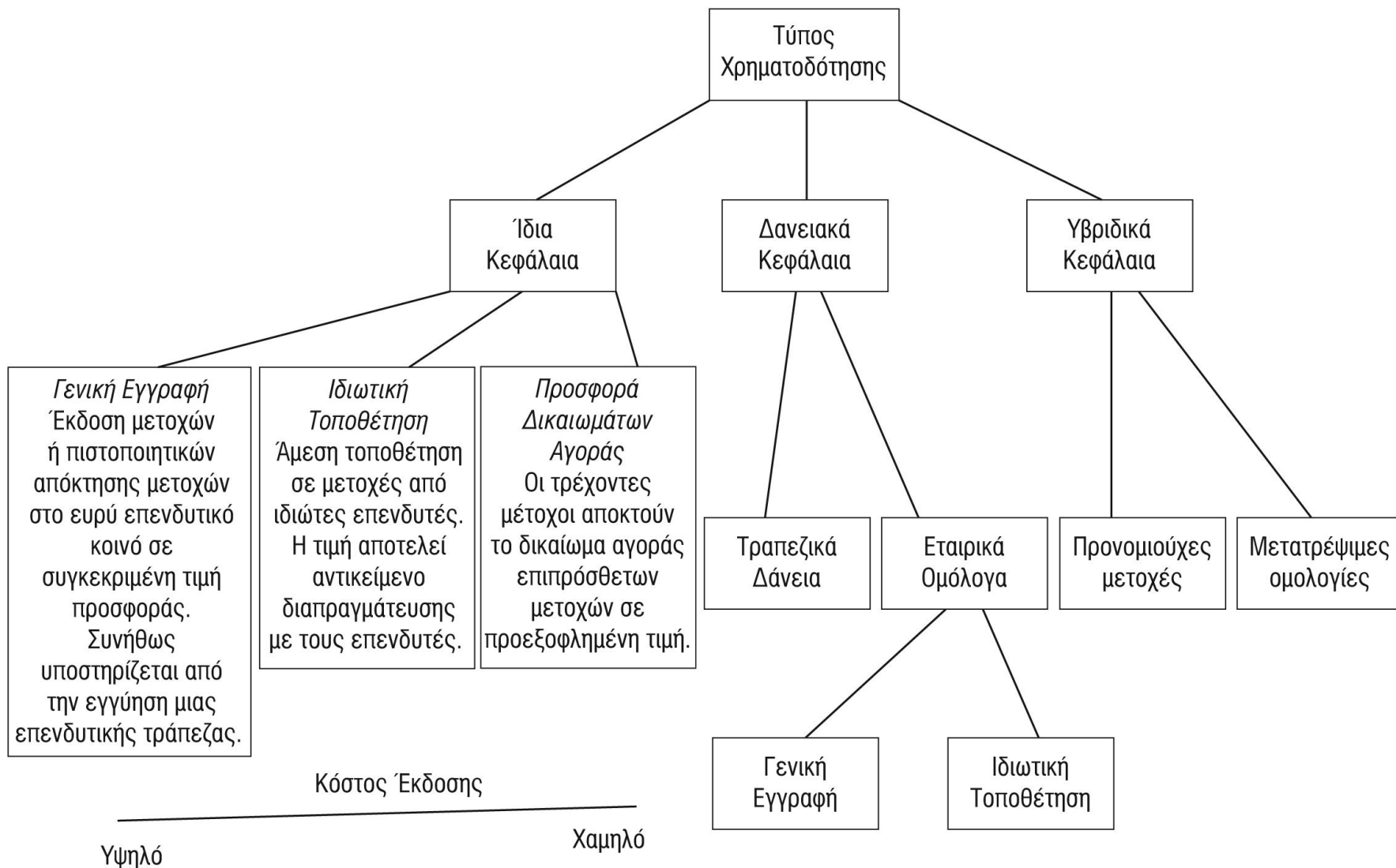


### 3. Εισηγμένη Επιχείρηση: Μετοχές ή Ομόλογα

- **Νέα χρηματοδότηση:** από επανεκδόσεις τίτλων όπως επιπρόσθετες κοινές μετοχές και δικαιώματα αγοράς μετοχών ή εταιρικά ομόλογα μέσω:
  - A. δημοσίων εγγραφών,
  - B. ιδιωτικών τοποθετήσεων,
  - Γ. εκδόσεων δικαιωμάτων προτίμησης



# Μεταγενέστερες εκδόσεις αξιόγραφων: Διάγραμμα





## Α. Δημόσιες (Γενικές) Εγγραφές

	Μεταγενέστερη Δημόσια Εγγραφή	Αρχική Δημόσια Εγγραφή
Συμφωνία Αναδοχής	Μετά από ύπαρξη ανταγωνιστικών προσφορών επειδή υπάρχει πλέον καλύτερη πληροφόρηση για την επιχείρηση	Περιλαμβάνει μια εγγύηση για την επιχείρηση και γενικά διαπραγμάτευση με την επενδυτική τράπεζα
	Με προσφορά μεγαλύτερων εγγυήσεων, όπως εγγύηση καλύτερης προσπάθειας, εγγύηση αναμονής κ.α.	
Τιμολόγηση Έκδοσης	Ξεκινά με την τρέχουσα τιμή της αγοράς	Μετά από εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης και της αξίας ανά μετοχή





# Στην Πράξη: Χρηματοδότηση με Μετοχές (1) από (2)

## I. Αρχική Δημόσια Εγγραφή:

1. Βρίσκουμε το προεξοφλητικό επιτόκιο που έχει αποδώσει η αγορά σε μια παρόμοια εταιρεία, σύμφωνα με το μοντέλο της σταθερής αύξησης των μερισμάτων:

$$K_s = (D_1 / P_s) + G$$

2. Υπολογίζουμε τη συνολική αξία των μετοχών της εταιρείας:

$$P_s = D / K_s - G$$

3. Άντληση Κεφαλαίων = (Τιμή Μετοχής Χ Αριθμός Νέων Μετοχών) – Κόστος Κυκλοφορίας





## Στην Πράξη: Χρηματοδότηση με Μετοχές (2) από (2)

### II. Μεταγενέστερη Δημόσια Εγγραφή:

Άντληση Κεφαλαίων = (Τιμή Μετοχής Χ Αριθμός Νέων  
Μετοχών) – Κόστος Κυκλοφορίας

[Στη πραγματικότητα πολλές προσφορές νέων  
χρεογράφων με δημόσια εγγραφή υποτιμούνται  
προκειμένου να είναι ελκυστικές στους επενδυτές,  
έτσι οι νέες εκδόσεις υπερκαλύπτονται με  
αποτέλεσμα με την πώληση της μετοχής η τιμή της  
να πιέζεται προς τα πάνω]



# Στην Πράξη: Χρηματοδότηση με Ομόλογα (1) από (2)

## I. Ομόλογο με Τοκομερίδιο:

1. Καταβολή σταθερού ποσού σε τόκους=

Ονομαστική αξία ομολόγου X Ονομαστικό Επιτόκιο

2. Πληρωμή της ονομαστικής αξίας του ομολόγου κατά την  
ημερομηνία λήξης του

**[Ονομαστικό Επιτόκιο = Πραγματικό Επιτόκιο + Αναμενόμενο  
ποσοστό πληθωρισμού]**



## Στην Πράξη: Χρηματοδότηση με Ομόλογα (2) από (2)

### II. Ομόλογο χωρίς Τοκομερίδιο:

1. Τιμή προσφοράς ομολογίας = Ονομαστική αξία  $X$   
Προεξοφλημένη τιμή ομολογίας χωρίς τοκομερίδιο  
( $PVF_{KN}$ )
2. Άντληση Κεφαλαίων = Τιμή προσφοράς  $X$  Αριθμό  
ομολόγων
3. Πληρωμή της ονομαστικής αξίας του ομολόγου  
κατά την ημερομηνία λήξης του = Ονομαστική αξία  
 $X$  αριθμό ομολόγων



## B. Ιδιωτικές Τοποθετήσεις

- ❑ Τα αξιόγραφα (κυρίως εταιρικά ομόλογα) πωλούνται άμεσα σε έναν ή λίγους συνήθως μακροχρόνιους θεσμικούς επενδυτές, με τους όρους διάθεσης να καθορίζονται με διαπραγμάτευση μεταξύ των ενδιαφερόμενων μερών.
- ❑ **Πλεονεκτήματα:**
  - χαμηλότερο κόστος με λιγότερους ενδιάμεσους και χωρίς καμία εγγύηση,
  - εξοικονόμηση χρόνου και διοικητικού κόστους, καθώς δεν απαιτείται αίτηση εγγραφής στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς,
  - οι όροι των ομολόγων μπορούν να προσαρμοστούν στις ανάγκες του αγοραστή.



## Γ. Δικαιώματα Προτίμησης

- ❑ Οι υπάρχοντες επενδυτές της επιχείρησης έχουν δικαίωμα σε αναλογία με τη συμμετοχή τους να αγοράσουν επιπρόσθετες μετοχές, σε χαμηλότερη τιμή από την τρέχουσα τιμή αγοράς.
- ❑ **Πλεονέκτημα:** λιγότερο δαπανηρός τρόπος άντλησης κεφαλαίων σε σύγκριση με τις δημόσιες εκδόσεις μετοχών, καθώς οι έχουν χαμηλότερες προμήθειες αναδοχής και μικρότερη ανάγκη για προώθηση και διανομή.
- ❑ **Μειονέκτημα:** αυξάνει τον αριθμό των μετοχών σε κυκλοφορία περισσότερο από ότι μια δημόσια εγγραφή στην τρέχουσα τιμή μετοχής [*η τιμή μετοχής θα μειωθεί ωστόσο οι μέτοχοι θα κατέχουν περισσότερες μετοχές της επιχείρησης*].



# Στην Πράξη: Υπολογισμός Δικαιώματος Προτίμησης

Τιμή Δικαιώματος=

Τιμή που περιλαμβάνει το δικαίωμα – Τιμή Εγγραφής

/ (n+1)

όπου:

n=αριθμός δικαιωμάτων που απαιτείται για κάθε νέα

μετοχή



## Ανοικτές Εγγραφές

- ❑ Οι επιχειρήσεις υποβάλλουν στην επιτροπή κεφαλαιαγοράς μόνο ένα φάκελο για μια σειρά εκδόσεων που αναμένεται να πραγματοποιηθούν μέσα στα επόμενα 2 χρόνια, έτσι:
  - Μειώνεται το κόστος και ο χρόνος που απαιτείται για την εξωτερική άντληση κεφαλαίων.
  - Η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να επιλέξει τον χρόνο της έκδοσης σε ευνοϊκή για αυτήν στιγμή (π.χ. χαμηλά επιτόκια).
  - Η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα να ανοίξει τη διαδικασία σε επιθετικές προσφορές από επενδυτικές τράπεζες.

Χρήση ανοιχτών εγγραφών κάνουν συνήθως οι μεγάλες επιχειρήσεις για εκδόσεις ομολόγων!



## Βιβλιογραφία

Εφαρμοσμένη Χρηματοοικονομική για Επιχειρήσεις  
(2014) , Damodaran A

Χρηματοοικονομική (2012), Groppelli A.and Nikbakht  
E.





# Σημείωμα Αναφοράς

Copyright Τεχνολογικό Ίδρυμα Ηπείρου.

<Καραμάνης Κωνσταντίνος>.

<Χρηματοοικονομική των επιχειρήσεων>.

Έκδοση: 1.0 <Πρέβεζα>, 2015. Διαθέσιμο από τη δικτυακή διεύθυνση:

<http://eclass.teiep.gr/OpenClass/courses/ACC100/>

# Σημείωμα Αδειοδότησης

Το παρόν υλικό διατίθεται με τους όρους της άδειας χρήσης Creative Commons Αναφορά Δημιουργού-Μη Εμπορική Χρήση-Όχι Παράγωγα Έργα 4.0 Διεθνές [1] ή μεταγενέστερη. 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».



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

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



# Τέλος Ενότητας

Επεξεργασία: <Θάνου Σοφία>  
<Πρέβεζα>, 2015



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





# Σημειώματα



# 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.

# Τέλος Ενότητας



Ευρωπαϊκή Ένωση  
Ευρωπαϊκό Κοινωνικό Ταμείο



Με τη συγχρηματοδότηση της Ελλάδας και της Ευρωπαϊκής Ένωσης

