

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΜΑΚΕΔΟΝΙΑΣ

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΙ ΚΟΙΝΩΝΙΚΩΝ ΕΠΙΣΤΗΜΩΝ

Executive MBA

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

ΤΟΥ ΙΩΑΝΝΗ Κ. ΑΝΤΩΝΙΑΔΗ

ΠΡΟΒΛΕΨΗ

ΤΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ

ΣΗΜΕΙΑ ΣΥΝΑΓΕΡΜΟΥ

ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΚΑΙ ΠΡΑΚΤΙΚΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ

ΕΠΙΒΛΕΠΟΝΤΕΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ

Δημήτριος Λ. Παπαδόπουλος

Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης

ΘΕΣΣΑΛΟΝΙΚΗ, ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 2004

ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ.....	4
1 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	8
1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	8
1.2 Ορισμός της Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας.....	8
1.3 Παρεμφερείς Έννοιες	9
1.3.1 Γενικά Σχόλια	9
1.3.2 Επιχειρηματική Αποτυχία.....	9
1.3.3 Αδυναμία Πληρωμής Υποχρεώσεων	10
1.3.4 Αθέτηση Υποχρεώσεων	10
1.4 Η Πτώχευση και οι Συνέπειες της Πτώχευσης.....	12
1.4.1 Γενικά Σχόλια	12
1.4.2 Γενική Οριοθέτηση των Συνεπειών της Πτώχευσης	12
1.4.3 Συγκεκριμένες Συνέπειες στον Περίγυρο της Επιχείρησης	13
1.4.3.1 Επιχειρηματίες και επενδυτές	13
1.4.3.2 Τράπεζες - δανειστές της επιχείρησης.....	13
1.4.3.3 Προμηθευτές.....	14
1.4.3.4 Πελάτες	14
1.4.3.5 Εργαζόμενοι.....	15
1.4.3.6 Κοινωνία.....	15
2 Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ	16
2.1 Ορισμός.....	16
2.2 Γενικές Παρατηρήσεις για την Εταιρική Κατάρρευση.....	16
2.3 Αίτια της Εταιρικής Κατάρρευσης	18
2.3.1 Γενικά Σχόλια	18
2.3.2 Η Διοίκηση Βασικός Υπεύθυνος της Εταιρικής Κατάρρευσης.....	19
2.3.2.1 Απειρία Στελεχών.....	19
2.3.2.2 Ανεπαρκής Διοίκηση.....	20
2.3.2.2.1 Λάθη Διοικούντων	20
2.3.2.2.2 Επιλογή και Οργάνωση Στελεχικού Δυναμικού.....	21
2.3.2.2.3 Επιχειρηματικές Αποφάσεις	24
3 ΣΗΜΕΙΑ ΣΥΝΑΓΕΡΜΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΚΕΙΜΕΝΗ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ.....	27
3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	27
3.2 Λειτουργικά ή Ποιοτικά Σημεία Συναγερμού για την Επικείμενη Χρεοκοπία.....	31
3.2.1 Γενικά Σχόλια	31
3.2.2 Έντονη επέκταση στην αγορά (Overtrading).....	32
3.2.3 Διάβρωση περιθωρίων κέρδους.....	34
3.2.4 Ιστορικό συνεχών ζημιογόνων χρήσεων.....	35
3.2.5 Το «μεγάλο» επενδυτικό πρόγραμμα	36
3.2.6 Επιχειρηματική ή εταιρική αδράνεια.....	38
3.2.7 Αλλαγές στην επιχείρηση.....	39
3.2.8 Κακή εταιρική κουλτούρα	40
3.2.9 Ανεπαρκή ίδια κεφάλαια.....	41
3.2.10 Υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση.....	42
3.2.11 Έλλειψη στρατηγικής συσχέτισης δανειακών κεφαλαίων.....	44
3.2.12 Υποβάθμιση ποιότητας προϊόντων και υπηρεσιών.....	45
3.2.13 Αδυναμία παρακολούθησης εξελίξεων και αλλαγών.....	46
3.2.14 Πάρα πολλά εύκολα χρήματα.....	47
3.3 Λογιστικά ή Χρηματοοικονομικά Σημεία Συναγερμού για την Επικείμενη Χρεοκοπία.....	49
3.3.1 Γενικά Σχόλια	49
3.3.2 Δημιουργική λογιστική.....	50

3.3.3	Ελλιπής οικονομική πληροφόρηση.....	57
3.3.4	Αριθμοδείκτες ή Χρηματοοικονομικοί δείκτες.....	60
3.3.4.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	60
3.3.4.2	Ορισμός και Γενικά Σχόλια.....	61
3.3.4.3	Οι Αριθμοδείκτες ως εργαλεία πρόβλεψης δυσπραγίας.....	64
3.3.4.3.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	64
3.3.4.3.2	Ρευστότητα.....	65
3.3.4.3.3	Κυκλοφοριακή Ταχύτητα.....	70
3.3.4.3.4	Δανειακή Επιβάρυνση.....	73
3.3.4.3.5	Αποδοτικότητα.....	78
3.3.5	Έλλειψη πρόβλεψης ταμειακών ροών.....	85
4	ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ.....	88
4.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	88
4.2	Λόγοι που οδήγησαν στη Χρήση των Μοντέλων.....	90
4.3	Η Ορολογία των Χρηματοοικονομικών Κινδύνων.....	94
4.3.1	Γενικά Σχόλια.....	94
4.3.2	Πιστωτικός Κίνδυνος.....	94
4.3.3	Αναμενόμενες απώλειες (Expected Loss – EL).....	95
4.3.4	Μη Αναμενόμενες Απώλειες (Unexpected Loss – UL).....	95
4.4	Ο «Τρόπος Σκέψης» των Μοντέλων Πρόβλεψης.....	96
4.5	Τα Μοντέλα Πιστοληπτικής Ικανότητας και η Πρόβλεψη της Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας.....	102
4.5.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	102
4.5.2	Ποσοπικά Μοντέλα.....	105
4.5.2.1	Ορισμός.....	105
4.5.2.2	Γενικά Σχόλια.....	105
4.5.3	Παραδοσιακή Προσέγγιση.....	108
4.5.3.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	108
4.5.3.2	Expert Systems.....	108
4.5.3.3	Rating Systems.....	110
4.5.3.4	Credit-Scoring Systems.....	111
4.5.4	Πολύπλοκα Μοντέλα (Structural Models).....	112
4.5.4.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	112
4.5.4.2	Merton Model.....	112
4.5.4.3	Gambler's Ruin Model.....	113
4.6	Κίνδυνοι που Επηρεάζουν τα Αποτελέσματα των Μοντέλων.....	115
4.6.1	Γενικά Σχόλια.....	115
4.6.2	Κίνδυνος Χώρας.....	115
4.6.3	Κίνδυνος Βιομηχανικού Κλάδου.....	116
4.6.4	Κίνδυνος Επιχειρηματικής Μονάδας.....	116
4.7	Η Νέα Αντίληψη: Data Mining Techniques.....	118
4.7.1	Εισαγωγικές Παρατηρήσεις.....	118
4.7.2	Discriminant Analysis (Διακριτή Ανάλυση).....	119
4.7.3	Decision Trees (Δέντρα Αποφάσεων).....	120
4.7.4	Neural Networks (Νευρωνικά Δίκτυα).....	120
4.7.5	Genetic Algorithms (Γενετικοί Αλγόριθμοι).....	122
4.8	Παρουσίαση Μοντέλων.....	124
4.8.1	Γενικά Σχόλια.....	124
4.8.2	Altman's Z-score.....	124
4.8.2.1	Το Αρχικό Μοντέλο.....	124
4.8.2.2	Αναθεωρημένο Z – score: Z' – score.....	129

4.8.2.3	Νέα Αναθεώρηση του Z-score: Z'' – score	130
4.8.2.4	Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα του Z-score Μοντέλου	130
4.8.3	Το Μοντέλο της McKinsey	132
4.8.4	Το μοντέλο Moody's Risk Advisor.....	136
4.9	Γενική Κριτική των Μοντέλων Πρόβλεψης Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας των Επιχειρήσεων.....	142
5	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ.....	144
5.1	Γενικά Σχόλια.....	144
5.2	Με το βλέμμα στο μέλλον... ..	147
5.3	Περαιτέρω Διερεύνηση του Θέματος	148
6	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	150
7	ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ	152

ΠΡΟΛΟΓΟΣ ΚΑΙ ΣΚΟΠΟΣ ΤΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

Καθημερινά, όταν ανημετωπίζουμε διλήμματα επιλογής μεταξύ ομοειδών πραγμάτων ή καταστάσεων, ασυναίσθητα ενεργοποιούνται μηχανισμοί, που εξετάζουν τι μας συμφέρει και τι όχι. Με άλλα λόγια σε κάθε επιλογή μας γίνεται μια στάθμιση των υπέρ και των κατά. Εξετάζουμε τα ενδεχόμενα να μην είναι επιτυχής η επιλογή μας, να μην αντισταθμίζεται η δαπάνη που θα κληθούμε να πληρώσουμε ή να μην αξίζει να διακινδυνεύσουμε κάτι γι' αυτήν. Χωρίς να θέλουμε, ακόμα και για μικροπράγματα, έστω στιγμιαία, κάνουμε μια ανάλυση της σχέσης «κόστους – οφέλους» για την επικείμενη επιλογή μας.

Όταν μια επιλογή λαμβάνει χώρα στον κόσμο των επιχειρήσεων, πρέπει να εξετάζονται σε βάθος, οι προοπτικές επιτυχίας ή αποτυχίας του εγχειρήματος. Ο τρόπος εκτέλεσής του, οι κίνδυνοι αποτυχίας του και πως θα μπορούσαμε να τους ανηπαρέλθουμε, η επιλογές προσώπων και μεθόδων, αποτελούν μερικά από τα πεδία προβληματισμού του επιχειρηματία. Οι τοποθετήσεις χρημάτων που προέκυψαν από πολυετή μόχθο, οι προσπάθειες που θα καταβληθούν από τους φορείς και τα στελέχη της επιχείρησης και ακόμα οι ελπίδες που θα επενδύσουν σ' αυτήν οι εργαζόμενοι και οι λοιποί εμπλεκόμενοι στη δραστηριότητά της, δεν είναι αμελητέα μεγέθη. Το κόστος μιας επιχειρηματικής αποτυχίας, κοινωνικό και οικονομικό, είναι γεωμετρικά ανάλογο του μεγέθους της. Η χρεοκοπία επιχειρήσεων, συσσωρεύει προβλήματα σε κοινωνίες και επενδυτές.

Ακαδημαϊκοί, άνθρωποι των επιχειρήσεων και κυβερνήσεις, κατέβαλαν και καταβάλουν διαρκείς προσπάθειες να προβλέψουν και να αποσοβήσουν τέτοιους κινδύνους. Μετά από πολύχρονη παρατήρηση και μελέτη του φαινομένου, εντοπίστηκαν αρχικά τα σημεία συναγερμού, που έχουν σχέση με τη λειτουργία ή τις οικονομικές καταστάσεις της επιχείρησης και τα οποία εμφανίζονται συνήθως αρκετό χρονικό διάστημα πριν την πτώχευση. Η επεξεργασία και προσαρμογή αυτών των σημείων συναγερμού, οδήγησε σημαντικό αριθμό μελετητών στην εκπόνηση εργαλείων πρόβλεψης της εταιρικής χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, έτσι ώστε οι πιστωτές των επιχειρήσεων και οι επενδυτές να προφυλάσσονται, στο μέτρο του δυνατού, από ενδεχόμενες απώλειες.

Στα πλαίσια της επαγγελματικής δραστηριότητάς μου ως στέλεχος της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, ασχολούμαι καθημερινά και για πολλά χρόνια με τη διερεύνηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων ή με πιο απλά λόγια με το ενδεχόμενο κακής εξέλιξης των εργασιών τους, με συνέπεια τη χρεοκοπία τους.

Ο σημαντικότερος κίνδυνος που αντιμετωπίζουν οι τράπεζες και τα στελέχη τους, είναι αυτός της αδυναμίας αποπληρωμής από μια επιχείρηση των δανειακών της υποχρεώσεων. Όταν η δυσχερής κατάσταση της επιχείρησης δεν είναι αναστρέψιμη, τότε το πιστωτικό ίδρυμα χάνει όχι μόνο τα προβλεπόμενα από τη χρηματοδότηση έσοδα, αλλά και τα κεφάλαια που δάνεισε. Έτσι οι τράπεζες και τα στελέχη τους αναπτύσσουν τρόπους άμυνας, οι οποίοι στην εποχή μας δεν είναι τίποτε άλλο από την έγκαιρη διάγνωση της «**χρηματοοικονομικής δυσπραγίας**» των επιχειρήσεων.

Η για πολλά χρόνια ενασχόλησή μου με το συγκεκριμένο τομέα τραπεζικών εργασιών σώρευσε εμπειρίες και δόμησε μια αντίληψη σχετικά με τον κίνδυνο που εμπεριέχει κάθε επιχείρηση, όταν ζητάει τη χρηματοδοτική ή πιστοδοτική συνδρομή της τράπεζας, προκειμένου να υλοποιήσει επενδυτικά προγράμματα, να χρηματοδοτήσει τη δραστηριότητά της ή να παράσχει τις απαιτούμενες εγγυήσεις σε συνεργάτες της του εσωτερικού και του εξωτερικού.

Ο τρόπος λειτουργίας της επιχείρησης, η φήμη της στην αγορά, οι ανηλπίσεις και συμπεριφορές των διοικούντων και άλλα ποιοτικά στοιχεία, σε συνδυασμό με την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων, δημιουργούν στο μυαλό του στελέχους της τράπεζας μια «βάση δεδομένων» από την οποία προκύπτει η συνολική εικόνα της επιχείρησης. Διάφορα περιστατικά, διάσπαρτες πληροφορίες και συμπεράσματα που αποκομίζονται από τις συζητήσεις με τους φορείς των επιχειρήσεων, σε συνδυασμό με εμπειρίες του παρελθόντος, αποκαλύπτουν εν μέρει τα προβλήματα και τους κινδύνους που εμπεριέχει η χρηματοδότηση μιας επιχείρησης. Η ανάλυση των οικονομικών στοιχείων αποκαλύπτει διαφορετικές πτυχές της επιχείρησης στις οποίες διαπιστώνει κανείς τα ισχυρά και τα αδύνατα σημεία της.

Ο συνδυασμός των παραπάνω, καθιστά εμφανή ορισμένα «**σημεία συναγερμού**», που προειδοποιούν ότι μια επιχείρηση αντιμετωπίζει ή θα αντιμετωπίσει στο μέλλον προβλήματα, τα οποία πιθανώς θα την οδηγήσουν σε χρεοκοπία.

Τα τελευταία χρόνια παρατηρείται παγκοσμίως μια σημαντική αλλαγή στη φιλοσοφία των τραπεζών σχετικά με τις χρηματοδοτήσεις:

- Βασίζονται πλέον στη δραστηριότητα των επιχειρήσεων και την ικανότητά τους να δημιουργούν έσοδα και ταμειακές ροές, που τους επιτρέπουν να αυτοχρηματοδοτούνται και να εκπληρώνουν τις υποχρεώσεις τους.
- Σταδιακά απαγκιστρώνονται από τη νοοτροπία των εξασφαλίσεων ως προϋπόθεση για χρηματοδότηση.

Το γεγονός αυτό οδήγησε σε όλο και μεγαλύτερη ανάγκη αξιοποίησης των διαθέσιμων πληροφοριών για την κάθε επιχείρηση και μάλιστα τη σύνδεσή τους με το γενικότερο οικονομικό περιβάλλον και τον κλάδο δραστηριότητάς τους. Οι ανθρώπινες δυνατότητες είναι όμως περιορισμένες, όσον αφορά την πρόσβαση σε πηγές πληροφόρησης και κυρίως την απομνημόνευση πληροφοριών και τη συνθετική αξιοποίησή τους.

Το κενό αυτό ήρθαν να καλύψουν τα **«μοντέλα αξιολόγησης επιχειρήσεων»** ή αλλιώς **«μοντέλα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας»**, τα οποία με τη βοήθεια της τεχνολογίας, συσσωρεύουν πληροφορίες σε βάσεις δεδομένων και τις αξιοποιούν προς όφελος του χρήστη τους. Την επιτυχία των μοντέλων αποδεικνύει η υιοθέτησή τους από όλους τους αξιολογικούς οίκους και τα μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα παγκοσμίως.

Παράλληλα η υποχρέωση των τραπεζών από τη συνθήκη της Βασιλείας II, να αξιολογούν τον πιστωτικό κίνδυνο για να προσδιορίζεται – ελέγχεται (σε συνδυασμό με το λειτουργικό κίνδυνο) η κεφαλαιακή επάρκεια τους, έδωσε ώθηση στην αξιοποίηση των μοντέλων και την περαιτέρω βελτίωσή τους. Εφόσον πληρούνται οι καθορισμένες από την Επιτροπή της Βασιλείας προϋποθέσεις, θεωρούνται αξιόπιστα και αποδεκτά εργαλεία για την κατάταξη του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχουν οι χρηματοδοτήσεις των τραπεζών.

Όλα τα προαναφερθέντα, μου δημιούργησαν από παλιά την επιθυμία της συγκέντρωσης, ταξινόμησης και καταγραφής των εμπειριών που απέκτησα ο ίδιος, εργαζόμενος στην Εθνική Τράπεζα και προπαντός των πολύ περισσότερων εμπειριών και γνώσεων των συναδέλφων μου, οι οποίες μεταφέρονται «από στόμα σε στόμα» μέσα στους εργασιακούς μας χώρους.

Οι καθημερινές ασχολίες και κυρίως η έλλειψη κινήτρου αποτελούσαν ανασταλτικό παράγοντα για την υλοποίηση αυτής της πρόθεσης, παρά την κατά καιρούς ενθάρρυνση από φίλους και συναδέλφους.

Η παρακολούθηση του διατμηματικού μεταπτυχιακού προγράμματος Διοίκησης Επιχειρήσεων για Στελέχη Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Μακεδονίας και η υποχρέωση εκπόνησης διπλωματικής εργασίας για την ολοκλήρωση του κύκλου σπουδών, αποτέλεσαν κίνητρο και ευκαιρία εκπλήρωσης της παλιάς μου επιθυμίας.

Σε συνεννόηση με τον επιβλέποντα καθηγητή του Τμήματος Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής του Πανεπιστημίου Μακεδονίας κ. Δημήτριο Λ. Παπαδόπουλο, καθορίστηκαν το περιεχόμενο και το πλαίσιο του πονήματος.

Πέρα όμως από την εκπλήρωση της υποχρέωσης παρουσίασης διπλωματικής εργασίας και της παλιάς μου επιθυμίας, η πρακτική αξία του πονήματος αυτού θα μπορούσε να επεκταθεί στο χώρο εργασίας μου, για τους ακόλουθους λόγους:

- Καταγράφει εμπειρίες και γνώσεις που υπάρχουν μεν στο χώρο της Εθνικής Τράπεζας, αλλά δεν έχουν πάρει μέχρι σήμερα τη μορφή συγκεκριμένου κειμένου.
- Συνδυάζει τις γνώσεις αυτές με καταγραφές της ελληνικής και διεθνούς βιβλιογραφίας και αρθρογραφίας, ώστε να αποδοθεί ένα όσο γίνεται ολοκληρωμένο αποτέλεσμα, τεκμηριωμένο με γεγονότα που συνέβησαν τα τελευταία χρόνια.
- Παραθέτει προβληματισμούς και σχόλια σχετικά με τις πρακτικές που ακολουθούν οι επιχειρήσεις και τον τρόπο αντιμετώπισής τους από τις τράπεζες, με πρόθεση να δημιουργήσει ερεθίσματα για συζήτηση και εξαγωγή συμπερασμάτων.
- Τέλος, σχολιάζονται οι παλιές και κυρίως οι νέες πρακτικές αξιολόγησης επιχειρήσεων, εξάγονται συμπεράσματα και γίνονται προτάσεις σχετικά με την ορθολογική χρήση και αξιοποίηση των μοντέλων πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Ως προς τη δομή του κειμένου που ακολουθεί σημειώνονται τα ακόλουθα:

Παρατίθενται αρχικά ο ορισμός και οι μορφές εκδήλωσης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, οι συνέπειές της, η εταιρική κατάρρευση και οι αιτίες της.

Ακολούθως γίνεται εκτενής αναφορά στα σημεία συναγερμού (ποιοτικά και λογιστικά), που προοιωνίζουν τη χρηματοοικονομική δυσπραγία των επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια ακολουθεί το ιστορικό και οι ανάγκες που ώθησαν την ανάπτυξη των μοντέλων πρόβλεψης και παρατίθενται τα ευρύτερα χρησιμοποιούμενα σήμερα μοντέλα, με σχόλια για τα πλεονεκτήματα και τα μειονεκτήματά τους.

Συμπερασματικά τέλος, γίνονται αναφορές σχετικά με την ορθολογική χρήση των μοντέλων και τη δυνατότητα περαιτέρω διερεύνησης της αξίας τους στη χώρα μας μέσα από την πρακτική εφαρμογή τους και την αξιοπιστία των προβλέψεών τους.

Θεσσαλονίκη, Φεβρουάριος 2004

Ιωάννης Αντωνιάδης

1 Η ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑ ΤΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

1.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Ο προάγγελος της κακής κατάληξης, της χρεοκοπίας δηλαδή μιας επιχειρηματικής προσπάθειας είναι αυτό, που οι οικονομολόγοι διεθνώς αποκαλούν Financial Distress. Στα ελληνικά η καλύτερη απόδοση των παραπάνω όρων δίδεται από την έκφραση «χρηματοοικονομική δυσπραγία».

Παρατίθενται ακολούθως ο κατά την άποψη του γράφοντος πλέον περιεκτικός ορισμός της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, ορισμένες συχνά χρησιμοποιούμενες παρεμφερείς έννοιες και τέλος η πτώχευση και οι συνέπειές της, ειδικά για τους εμπλεκόμενους στη δραστηριότητα της επιχείρησης και το κοινωνικό σύνολο γενικότερα.

1.2 Ορισμός της Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας

Ως “**χρηματοοικονομική δυσπραγία**” μιας επιχείρησης θα μπορούσαμε να ορίσουμε την κατάσταση κατά την οποία η **λειτουργική ταμειακή ροή της, δεν επαρκεί να ικανοποιήσει τις τρέχουσες υποχρεώσεις της** σε προμηθευτές, τράπεζες και λοιπούς πιστωτές.

Πρώτη επίπτωση μιας τέτοιας κατάστασης είναι να θεωρείται η επιχείρηση αναξίοχη και τελική κατάληξή της είναι η χρεοκοπία ή πτώχευση.

Από τον παραπάνω ορισμό προκύπτει εύκολα το συμπέρασμα ότι, όσο λιγότερα χρέη έχει μια επιχείρηση, τόσο λιγότερο κινδυνεύει να αντιμετωπίσει οικονομικά προβλήματα. Αυτονόητη η διαπίστωση, αλλά πολλές φορές διαφεύγει της προσοχής των διοικούντων τις επιχειρήσεις, που επεκτείνονται αλόγιστα στο όνομα μιας συχνά αμφισβητούμενης ανάπτυξης, σωρεύοντας χρέη και δημιουργώντας πηγές προβλημάτων για τον οργανισμό που προσπαθούν να υπηρετήσουν. Η όποια ανάπτυξη και οι από αυτήν προσδοκώμενες μελλοντικές εισροές υπόκεινται στους κινδύνους της αγοράς, τις αντιδράσεις του ανταγωνισμού, των κρατικών παρεμβάσεων κλπ.

Οι ανειλημμένες όμως υποχρεώσεις πρέπει να πληρωθούν στην ώρα τους αλλιώς διακυβεύεται η ύπαρξη της επιχείρησης.

1.3 Παρεμφερείς Έννοιες

1.3.1 Γενικά Σχόλια

Η δυσμενής οικονομική κατάσταση μιας επιχείρησης, που αντιμετωπίζει συνθήκες χρηματοοικονομικής δυσπραγίας εμφανίζεται ως το τελικό αποτέλεσμα μιας σειράς γεγονότων ή προϋποθέσεων. Τέτοια, όχι αναγκαστικά να ακολουθούν τη σειρά που περιγράφονται, είναι η επιχειρηματική αποτυχία, η αδυναμία πληρωμής υποχρεώσεων και η αθέτηση υποχρεώσεων, που αναλύονται στη συνέχεια.¹

1.3.2 Επιχειρηματική Αποτυχία

Έτσι χαρακτηρίζεται με οικονομικά κριτήρια μια επιχειρηματική προσπάθεια, όταν οι αποδόσεις της υστερούν σημαντικά και για μεγάλο χρονικό διάστημα σε σχέση με τις αποδόσεις επιχειρήσεων ανάλογου μεγέθους, που δραστηριοποιούνται στον ίδιο κλάδο. Ορίζοντας διαφορετικά την επιχειρηματική αποτυχία θα μπορούσαμε να πούμε ότι αυτή έγκειται στην αδυναμία της επιχείρησης να καλύψει με τα έσοδά της τα έξοδα, που προκύπτουν από τη λειτουργία της. Φυσιολογικά μια τέτοια κατάσταση θα πρέπει να οδηγήσει τους διοικούντες σε αλλαγή πορείας, ή αν δεν υπάρχουν περιθώρια αναστροφής της κατάστασης να διακόψουν τη λειτουργία της επιχείρησης.

Θα πρέπει όμως να επισημανθεί το γεγονός ότι μπορεί μια επιχείρηση για μεγάλο χρονικό διάστημα να λειτουργεί με μικρότερες του κλάδου ή και αρνητικές αποδόσεις, χωρίς αυτό να σημαίνει ότι οδεύει προς τη χρεοκοπία. Λόγοι που οδηγούν σε τέτοιες καταστάσεις είναι η κατασκευαστική περίοδος παραγωγικών εγκαταστάσεων, η επιχειρηματική επιλογή για είσοδο σε μια νέα αγορά, η εισαγωγή ενός νέου ή η διαφοροποίηση παλιού προϊόντος και γενικά στήριξη μεσομακροπρόθεσμων στρατηγικών σχεδιασμών, που θα συμβάλλουν μελλοντικά σε ανάπτυξη του μεριδίου αγοράς και αύξηση της αξίας της επιχείρησης και του πλούτου των μετόχων της.

¹ “Corporate Financial Distress and Bankruptcy”

A complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy
Edward I. Altman 2nd Edition, Wiley 1993

1.3.3 Αδυναμία Πληρωμής Υποχρεώσεων

Ο χαρακτηρισμός ως αναξιόχρεης, είναι ένας διαφορετικός τρόπος να οριστεί η αρνητική επίδοση μιας επιχείρησης και σημαίνει ότι η οικονομική μονάδα δεν έχει τη δυνατότητα να ικανοποιεί τις τρέχουσες υποχρεώσεις της. Βασικό κριτήριο για τη μέτρηση της δυνατότητας εμπρόθεσμης ικανοποίησης των οφειλών, θα πρέπει να είναι οι καθαρές ταμειακές ροές της επιχείρησης και όχι η κλασσική μέτρηση της ρευστότητας ή του ίδιου κεφαλαίου κίνησης, που είναι στατικά μεγέθη και συμπεριλαμβάνουν στοιχεία με σημαντική πιθανότητα απώλειας της αξίας τους (πχ απαξίωση αποθεμάτων, επισφάλειες, πλασματικό ταμείο κλπ).

Η περίπτωση της περιστασιακής αδυναμίας ικανοποίησης υποχρεώσεων λόγω έκτακτων γεγονότων ή εποχικότητας, αντιμετωπίζεται εντελώς διαφορετικά από τη μονιμότερου χαρακτήρα. Άλλωστε είναι συνήθως σύντομη και αναστρέψιμη είτε με μικρή ανοχή των πιστωτών στα έκτακτα περιστατικά, είτε με ορθολογικότερο προγραμματισμό εισροών – εκροών.

Πρόβλημα δημιουργεί η χρόνια αδυναμία αποπληρωμής των υποχρεώσεων, που γεννά αμφιβολίες στους πιστωτές για τη βιωσιμότητα της επιχείρησης και έχει στη δυσμενέστερη εξέλιξή της, την κατάληξη σε χρεοκοπία.

1.3.4 Αθέτηση Υποχρεώσεων

Μια άλλη δυσμενής κατάσταση για την επιχείρηση, που μοιάζει αρκετά με την προηγούμενη, είναι η αδυναμία εκπλήρωσης κάποιας μορφής υποχρεώσεων, όχι απαραίτητα οικονομικών. Τέτοιες υποχρεώσεις μπορεί να είναι:

- ❖ Όροι συμβάσεων κοινοπρακτικών ή ομολογιακών δανείων, που προβλέπουν πχ τη διατήρηση ορισμένων πιμών σε χρηματοοικονομικούς δείκτες, την απαγόρευση εκχώρησης στοιχείων ενεργητικού χωρίς προηγούμενη έγκριση των δανειστών κλπ. Παραβίαση των όρων πιθανώς θα σημαίνει ενεργοποίηση διαδικασιών κατάπτωσης του δανείου και την υποχρέωση άμεσης αποπληρωμής του.

- ❖ Όροι συμβάσεων εκτέλεσης έργων, οπότε η επιχείρηση αδυνατώντας να παραδώσει ολοκληρωμένη παραγγελία ή έργο, δεν εισπράττει τα αναμενόμενα με δυσμενείς επιπτώσεις στις ταμειακές ροές της ή ακόμα χειρότερα, καλείται να πληρώσει ποινικές ρήτρες.

Βέβαια, όταν μια επιχείρηση αντιμετωπίζει τέτοιου είδους προβλήματα, η συνήθης πρακτική είναι να γίνεται αναδιαπραγμάτευση των συμβατικών όρων και να αναζητείται βιώσιμη λύση για τη συνέχιση της λειτουργίας της. Αν όμως η κατάσταση είναι μη αναστρέψιμη, τότε πιθανώς θα οδηγηθεί σε χρεοκοπία.

Στην κατάσταση αυτή, οδηγήθηκαν πολλές επιχειρήσεις λόγω παραγόντων που εμφανίστηκαν και διογκώθηκαν ραγδαία τα τελευταία χρόνια. Οι έντονες διακυμάνσεις των χρηματιστηρίων και η παγκοσμιοποίηση των αγορών τις τελευταίες δεκαετίες, δημιούργησαν έντονα προβλήματα κυρίως σε μικρομεσαίες επιχειρήσεις αλλά και σε μεγάλες με μη διορατικούς διοικούντες. Πολλές βρέθηκαν στη δυσάρεστη θέση της μη εκπλήρωσης των υποχρεώσεών τους και αδυναμίας αναδιαπραγμάτευσης, με συνέπεια να οδηγηθούν σε χρεοκοπία. Άλλες πάλι, οι πιο εύρωστες, επανακαθόρισαν τους όρους των συμβάσεων και προσπαθούν να ορθοποδήσουν.

Αυτό το γεγονός έδωσε την αφορμή σε χώρες με προηγμένες οικονομίες, να δημιουργηθεί μια νέα ειδικότητα συμβούλων, πέραν εκείνων που παραδοσιακά ασχολούνταν με την αναδιάρθρωση επιχειρήσεων. Είναι αυτοί που ειδικεύονται σε μια νέα μορφή επενδυτικών προϊόντων: *τα ομόλογα υψηλού ρίσκου και απόδοσης (high yield junk bonds)*, τα οποία τροφοδοτούν τις επιχειρήσεις που βρίσκονται σε οικονομική δυσπραγία και αγωνίζονται να επιβιώσουν, με κεφάλαια υψηλού μεν κόστους, απαραίτητα όμως για τη συνέχιση της δραστηριότητάς τους. Όπως αποδεικνύει η πράξη υπάρχουν επενδυτές πρόθυμοι να διακινδυνεύσουν μέρος των κεφαλαίων τους, στην προοπτική αποκόμισης υψηλότερων αποδόσεων, συνδράμοντας έτσι σε μεγάλο βαθμό στην επίλυση των χρηματοδοτικών προβλημάτων επιχειρήσεων, που αντιμετωπίζουν δυσχέρειες.

1.4 Η Πτώχευση και οι Συνέπειες της Πτώχευσης

1.4.1 Γενικά Σχόλια

Είναι το τελευταίο και οδυνηρότερο στάδιο της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η οικονομική μονάδα αδυνατώντας να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της, οδηγείται με δική της πρωτοβουλία ή αναγκαστικά με επίσπευση των πιστωτών της, σε παύση της δραστηριότητας και ρευστοποίηση της περιουσίας της. Θεωρητικά, αφού ικανοποιηθούν όλοι οι πιστωτές της επιχείρησης, το κατάλοιπο των εισπραχθέντων διανέμεται στους ιδιοκτήτες – μετόχους της. Κάπι τέτοιο όμως, σπάνια συμβαίνει και το αποτέλεσμα είναι οδυνηρό για όλους τους εμπλεκόμενους στη δραστηριότητά της.

Στη συνέχεια οριοθετούνται οι συνέπειες της πτώχευσης μιας επιχείρησης και οι δυσμενείς επιπτώσεις της στους άμεσα εμπλεκόμενους στη δραστηριότητά της: επιχειρηματίες και επενδυτές, τράπεζες, προμηθευτές, πελάτες, εργαζόμενοι και το κοινωνικό σύνολο γενικότερα.

1.4.2 Γενική Οριοθέτηση των Συνεπειών της Πτώχευσης

Οι ιδιοκτήτες εταιριών, οι εμπορικές τράπεζες, οι κάθε είδους πιστωτές μιας επιχείρησης και ακόμα, οι ανάδοχοι εισαγωγής σε χρηματαγορές και οι μικρομέτοχοι – επενδυτές δεν διανοούνται ότι, η εταιρία που περιβάλλουν με την εμπιστοσύνη τους και επενδύουν σ' αυτήν χρηματικούς, υλικούς, ανθρώπινους και άλλους πόρους, αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο της οικονομικής δυσπραγίας. Στην πραγματικότητα όμως, κάθε επιχείρηση στη διάρκεια του κύκλου της ζωής της, κάποια στιγμή, αντιμετωπίζει το ενδεχόμενο μικρής ή μεγάλης οικονομικής κρίσης.

Οι εταιρικές καταρρεύσεις δεν είναι ευχάριστες για κανέναν. Όλοι οι εμπλεκόμενοι έχουν το δικό τους στοιχείο σχετιζόμενο με την ευημερία των επιχειρήσεων και όλοι, άλλοι λιγότερο και άλλοι περισσότερο, επηρεάζονται από τις συνέπειες μιας επιχειρηματικής αποτυχίας.

Για τον πολύ κόσμο οι πρόσφατες καταρρεύσεις γιγάντων όπως οι Enron, World Telecom, HHH, Sabena κλπ, οι έρευνες και οι αποκαλύψεις που ακολούθησαν, υπήρξαν ενδιαφέρον «θέαμα» και ίσως αντιμετωπίστηκαν από το ευρύ κοινό με αρκετή δόση χαιρεκακίας. Αν όμως κάποιος αναλογιστεί τη θέση αυτών που είχαν επενδύσει στις μετοχές τους ή εργαζόταν και στήριζε τα μελλοντικά του σχέδια στις απολαβές του από αυτές, τότε θα αισθάνεται τυχερός που τα γεγονότα δεν τον άγγιξαν προσωπικά.

Οι συνέπειες τέτοιων γεγονότων, αποκαλούμενες και **κοινωνικό κόστος της πτώχευσης**¹, μπορούν να διακριθούν σε άμεσες και έμμεσες.

Οι **άμεσες συνέπειες** αναφέρονται στην οικονομική επιβάρυνση της ίδιας της επιχείρησης και περιλαμβάνουν τα συνδεδόμενα με τη διαδικασία της πτώχευσης έξοδα, όπως οι αμοιβές εκπιμητών, του συνδίκου της πτώχευσης, τα δικαστικά έξοδα, κλπ.

Οι **έμμεσες συνέπειες**, οι οποίες είναι και οι σημαντικότερες, αναφέρονται στις επιπτώσεις που έχει η χρεοκοπία μιας επιχείρησης στον κοινωνικό και οικονομικό της περίγυρο, πώς δηλαδή θα επηρεάσει τους σχετιζόμενους μ' αυτήν (stakeholders).

1.4.3 Συγκεκριμένες Συνέπειες στον Περίγυρο της Επιχείρησης

1.4.3.1 Επιχειρηματίες και επενδυτές.

Πλην ελαχίστων εξαιρέσεων, χάνουν το σύνολο των κεφαλαίων που έχουν επενδύσει, και το οποίο συνήθως είναι το αποταμίευμα πολύχρονης εργασίας. Για τους επιχειρηματίες πέραν των κεφαλαίων και του μόχθου των ιδιοκτητών και των προκατόχων τους, που χάνονται με τη χρεοκοπία της επιχείρησης, δυσμενής συνέπεια είναι και η απώλεια της εμπιστοσύνης της αγοράς στα πρόσωπά τους. Το γεγονός αυτό δυσκολεύει σημαντικά την ανάληψη νέας επιχειρηματικής προσπάθειας.

Έμμεσα πλήττεται και η χρηματιστηριακή αγορά ως συνέπεια της απώλειας κεφαλαίων από τους μικροεπενδυτές, στις μετοχές των πτωχευμένων.

1.4.3.2 Τράπεζες - δανειστές της επιχείρησης.

Εκτός των περιπτώσεων επαρκών εξασφαλίσεων, χάνουν μεγάλο μέρος των κεφαλαίων που δάνεισαν. Το γεγονός έχει άμεσο αντίκτυπο στα αποτελέσματα του πιστωτικού ιδρύματος, αλλά και συνέπειες για όσα στελέχη είχαν εμπλακεί στη δανειοδότηση. Συνήθης παρενέργεια είναι η συντηρητικότερη αντιμετώπιση των υπολοίπων δανειοληπτών, υπό το φόβο νέας αποτυχημένης τοποθέτησης.

¹ "Bankruptcy, Credit Risk, and High Yield Junk Bonds"
Edward I. Altman, Blackwell Publishers, First Published 2002

1.4.3.3 Προμηθευτές.

Στην ομάδα αυτή οι επιπτώσεις μπορεί να λάβουν τη μορφή αλυσιδωτής αντίδρασης. Πέραν της πιθανής απώλειας των πιστωμένων ποσών στην χρεοκοπημένη επιχείρηση, αν αυτή ήταν σημαντικός ή ακόμα χειρότερα ο μοναδικός πελάτης μιας εταιρίας, η δεύτερη κινδυνεύει να μείνει με σημαντικού ύψους αποθέματα χωρίς τρόπο διάθεσής τους.

Η πρόσδεσή της στο άρμα της πτωχευμένης, της περιορίζει τους δίαυλους επικοινωνίας και τα κανάλια διανομής με την υπόλοιπη αγορά. Ακόμα, το κόστος των αποθεμάτων αυτών έχει πληρωθεί ή έχουν αναληφθεί υποχρεώσεις, οι οποίες θα πρέπει να εξοφληθούν στο προσεχές μέλλον. Η ανάγκη για εισροές κεφαλαίων, συνήθως οδηγεί σε αναγκαστική ρευστοποίηση των συσσωρευμένων αποθεμάτων με σημαντικές ζημίες.

Αν ο προμηθευτής έχει καλή οικονομική διάρθρωση και τη δυνατότητα να απορροφήσει τη ζημία, καθώς και τη δυνατότητα διείσδυσης σε νέους πελάτες τότε το συμβάν θα αποτελέσει μια κακή παρένθεση στην πορεία του.

Αν όμως τα οικονομικά του μεγέθη είναι ευπρόσβλητα από δυσμενείς συγκυρίες, τότε πιθανώς θα αντιμετωπίσει και εκείνος το φάσμα της χρεοκοπίας, με τις ίδιες συνέπειες για τους δικούς του προμηθευτές, δίνοντας συνέχεια στο φαύλο κύκλο.

1.4.3.4 Πελάτες.

Οι περισσότεροι από αυτούς θα έχουν απώλεια μεριδίου αγοράς ή έστω μείωση των πωλήσεών τους. Σε πραγματικά δύσκολη θέση θα βρεθούν όσοι είχαν βασικό προμηθευτή τους την πτωχευμένη, οπότε θα πρέπει να αναζητήσουν νέες πηγές προμήθειας α' υλών ή εμπορευμάτων, καταβάλλοντας συχνά υψηλότερες τιμές και περιορίζοντας τα περιθώρια κερδοφορίας τους. Το χρονικό διάστημα που παρέρχεται μέχρι την υποκατάσταση του βασικού προμηθευτή τους, λειτουργεί υπέρ των ανταγωνιστών τους, που καταλαμβάνουν μεγαλύτερο μερίδιο αγοράς.

Επίσης σε δύσκολη θέση θα βρεθούν βιομηχανικοί πελάτες της χρεοκοπημένης, που προγραμματίσαν την παραγωγή τους με βάση τις παραλαβές από την εταιρία και θα οδηγηθούν σε αθέτηση υποχρεώσεων, καταβολή ρητρών κλπ.

1.4.3.5 Εργαζόμενοι.

Είναι η ομάδα που, μαζί με τους φορείς, υφίσταται περισσότερο από κάθε άλλη, τις δυσμενείς συνέπειες της χρεοκοπίας. Συνήθως είναι και οι λιγότερο υπεύθυνοι, εκτός εξαιρέσεων όπου διεκδικήσεις τους οδηγούν την επιχείρηση σε δυσμενή κατάληξη. Απώλεια δεδουλευμένων, ασφαλιστικών καλύψεων και πάνω από όλα ή απώλεια της εργασίας και του προσδοκώμενου μελλοντικού εισοδήματος είναι τα στοιχεία που συνθέτουν την άσχημη εικόνα του εργαζόμενου σε επιχείρηση που έκλεισε.

Η ευνοϊκή νομοθετική μεταχείριση για προνομιακή κατάσταση των εργαζομένων στο προϊόν ρευστοποίησης της πτωχευτικής περιουσίας, πέραν μιας ευτελούς αποζημίωσης που ίσως εξασφαλίσει, δεν καλύπτει με κανέναν τρόπο την αβεβαιότητα για το μέλλον.

1.4.3.6 Κοινωνία.

Και εδώ οι συνέπειες είναι πολλαπλασιαστικές. Οι φορείς της τοπικής αυτοδιοίκησης χάνουν έσοδα, τα ασφαλιστικά ταμεία χάνουν οφειλόμενες και μελλοντικές εισφορές, το κράτος καλείται να καταβάλει επιδόματα ανεργίας και ίσως εγγυήσεις που παρέσχε υπέρ της εταιρίας. Κυρίως όμως υποφέρει η τοπική κοινωνία, που θα υποστεί τις συνέπειες της μείωσης του συνολικού εισοδήματός της, θα κληθεί να απορροφήσει τους άνεργους και να αντιμετωπίσει μετακίνηση ενεργού πληθυσμού προς άλλες περιοχές, όπου υπάρχει προσφορά εργασίας.

Το φαινόμενο είναι η βασική αιτία ερήμωσης της υπαίθρου, όπου λόγω τοπικών συνθηκών (φθηνή α' ύλη, εγγύτητα σε ενεργειακές πηγές κλπ), άλλοτε κραταιές βιομηχανίες παρείχαν εργασία και συντηρούσαν μεγάλες πληθυσμιακές ομάδες. Μετά τη χρεοκοπία (ή τη μετακίνησή) τους ανάγκασαν το εργατικό δυναμικό της περιοχής να μεταναστεύσει στο εσωτερικό ή το εξωτερικό. Η συγκεκριμένη περιοχή πιθανώς θα απολέσει εξειδικευμένο εργατικό και διοικητικό προσωπικό, θα μεταφερθούν τεχνολογικοί και οικονομικοί πόροι και εν κατακλείδι θα λιγοστέψουν οι προϋποθέσεις ανάπτυξης νέων επιχειρηματικών προσπαθειών.

2 Η ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΚΑΤΑΡΡΕΥΣΗ

2.1 Ορισμός

Ο όρος «κατάρρευση» χρησιμοποιείται κυρίως για οικοδομήματα, τα οποία υπό την επίδραση κάποιων εσωτερικών ή εξωτερικών παραγόντων – αιτίων γκρεμίζονται.

Συνεκδοχικά ο όρος σημαίνει την παρακμή κάποιου οργανισμού και τη διάλυσή του στις επί μέρους μονάδες από τις οποίες συντέθηκε.

Όταν αναφερόμαστε σε επιχειρήσεις θα μπορούσαμε να πούμε ότι με τον όρο «εταιρική κατάρρευση» εννοούμε την παρακμή του επιχειρηματικού οργανισμού, το γκρέμισμα του οικοδομήματος το οποίο οι φορείς με κεφάλαια και προσπάθειες είχαν ανεγείρει.

Στις παραγράφους που ακολουθούν παρατίθενται γενικά σχόλια για την κατάρρευση και το θάνατο – εξαφάνιση των διαφόρων οντοτήτων και οργανισμών (παράγραφος 2.3.1) και εξειδικεύοντας το φαινόμενο στο χώρο των επιχειρήσεων θα εντοπίσουμε τα προβλήματα στη διοίκηση των επιχειρήσεων (παράγραφος 2.3.2) και θα ασχοληθούμε αναλύοντας τα συνήθη επιχειρηματικά λάθη και παραλείψεις, στις υποπαραγράφους.

2.2 Γενικές Παρατηρήσεις για την Εταιρική Κατάρρευση

Επειδή ως συνεκτικός ιστός του εταιρικού οικοδομήματος θεωρείται το χρήμα και όλοι οι εμπλεκόμενοι με την επιχείρηση αυτό χρησιμοποιούν ως μέσο είσπραξης και πληρωμής και απολαμβάνουν τις υπηρεσίες του, η έλλειψή του θα μπορούσε να θεωρηθεί ως το κύριο αίτιο της εταιρικής κατάρρευσης.

Γνωρίζοντας λοιπόν ότι η έλλειψη χρημάτων προκαλεί την εταιρική κατάρρευση, θα πρέπει να διερευνηθούν τα αίτια που δημιουργούν αυτήν την έλλειψη και τα οποία κατ' επέκταση αποτελούν τις αιτίες της επιχειρηματικής χρεοκοπίας.

Σε χρεοκοπίες μεγάλων επιχειρήσεων όπου, πέραν της κακής συγκυρίας, μπορεί να υποκρύπτονται κακή διαχείριση, σκάνδαλα, απάτες και άλλα γεγονότα που πιθανώς θα επισύρουν επέμβαση της δικαιοσύνης, πολλοί είναι εκείνοι που κάνουν τους τιμητές εκ των υστέρων. Δυστυχώς, ελάχιστοι είναι εκείνοι που προέβλεψαν το γεγονός και έλαβαν τα κατάλληλα μέτρα. Η πλειονότητα των εμπλεκομένων βασιζόμενη στις εκθέσεις αρμοδίων οργάνων, που όχι σπάνια συγκαλύπτουν τα προβλήματα, αδυνατεί να ανιληφθεί την κρισιμότητα μιας κατάστασης πριν την έλευση της καταστροφής.

Δεν είναι σπάνιο φαινόμενο μια εταιρική κατάρρευση να αποτελεί δυσάρεστη έκπληξη για όλους. Στη δύσκολη θέση, να αγνοούν δηλαδή την έκταση του προβλήματος, βρίσκονται συχνά όχι μόνο οι παρέχοντες κάθε είδους πιστώσεις στις επιχειρήσεις, αλλά και οι ίδιοι οι φορείς τους. Αν το γεγονός θεωρείται συγγνωστό για κάποια μικρή επιχείρηση, της οποίας το στελεχικό δυναμικό αποτελείται ουσιαστικά από τον ίδιο τον επιχειρηματία και ίσως κάποια μέλη της οικογενείας του, είναι σημαντική παράλειψη για μεγάλους οργανισμούς ή ακόμα περισσότερο για πιστωτικά ιδρύματα και ελεγκτικούς μηχανισμούς της πολιτείας. Μια μεγάλη και καλά οργανωμένη επιχείρηση, πρέπει να διαθέτει τους μηχανισμούς πρόβλεψης της επερχόμενης κρίσης τόσο για τον εαυτό της, οπότε να λάβει τα απαραίτητα μέτρα για αναστροφή της κατάστασης ή έστω περιορισμό των απωλειών, όσο και για τους πελάτες προς τους οποίους παρέχει πιστώσεις, προκειμένου να αποφύγει ανεπιθύμητες απώλειες κεφαλαίων.

Πολλοί είναι οι παράγοντες που οδηγούν μια επιχείρηση σε κρίση. Μελέτες έχουν δείξει ότι η κακή επιλογή θέσης στην παγκόσμια πλέον αγορά, η αδυναμία εκσυγχρονισμού και διατήρησης του μεριδίου αγοράς, η κακή διοίκηση και η συσσώρευση χρεών, είναι ορισμένοι από αυτούς. Όπως προαναφέρθηκε πάντως οι επιχειρήσεις που δεν έχουν χρέη, κινδυνεύουν λιγότερο. Όσο μεγαλύτερες είναι οι υποχρεώσεις για μια επιχείρηση, τόσο περισσότερο αυτή κινδυνεύει να βρεθεί σε δύσκολη θέση. Οι πηγές κεφαλαίων «στερεύουν», το κόστος του χρήματος αυξάνει, η εμπιστοσύνη της αγοράς μειώνεται με αποτέλεσμα η επιβίωσή της να είναι υπό αμφισβήτηση.

Είναι εύκολο να υποκύψει κανείς στον πειρασμό και να αποδώσει ένα αυξανόμενο ποσοστό αποτυχίας των επιχειρήσεων στην οικονομική κατάσταση. Ο πληθωρισμός, οι υψηλές δαπάνες χρηματοδότησης, η μείωση της ζήτησης και οι κυβερνητικοί περιορισμοί έχουν αναφερθεί ως βασικοί παράγοντες που επσπεύδουν μια επιχειρηματική κατάρρευση.

2.3 Αίτια της Εταιρικής Κατάρρευσης

2.3.1 Γενικά Σχόλια

Είναι αξίωμα το γεγονός ότι, όλοι οι οργανισμοί έχουν τελική κατάληξη το θάνατο. Αυτό ισχύει τόσο για τα έμβια όντα, όσο και για όλα τα ανθρώπινα δημιουργήματα και φυσικά για τους επιχειρηματικούς και κρατικούς οργανισμούς. Οι αδύναμοι οργανισμοί, που δεν μπορούν να ανηπαρέλθουν τις δυσκολίες, συχνά χάνουν τον αγώνα της επιβίωσης. Αλλά και το αντίθετο, δηλαδή μεγάλοι οργανισμοί, ακολουθώντας το γενικότερο φυσικό κανόνα, που θεωρεί το γιγαντισμό ως θνησιγενή ιδιότητα, εξαφανίστηκαν.

Μικρά έθνη και τοπικές κοινωνίες, όσο ανεπτυγμένο πολιτισμό και αν είχαν, (πχ Ίνκας, Αζτέκοι κλπ) χάθηκαν. Αλλά και ισχυρές, αυτοκρατορίες, που κυριαρχούσαν στην υφήλιο, έσβησαν σχεδόν από το χάρτη, αφήνοντας μικρά υπολείμματα να θυμίζουν την ύπαρξή τους. Η Ρωμαϊκή και η Βυζαντινή αυτοκρατορία χάθηκαν κάτω από τον ίδιο τους τον όγκο. Προσπαθώντας να επεκταθούν, δεν κατάφεραν να επιτελέσουν το βασικό σκοπό τους: να επιβιώσουν. Κακή διοίκηση, νεποτισμός, διαφθορά και τα επακόλουθά τους όπως τάσεις απόσχισης υπηκόων λόγω καταπίεσης, απειθαρχία στρατηγών για σφετερισμό της εξουσίας και άλλοι λόγοι επέφεραν το μοιραίο.

Από αυτόν τον κανόνα δεν ξεφεύγουν οι επιχειρήσεις, οι οποίες πράγματι μετά από μακροχρόνια ή βραχυχρόνια πορεία, πεθαίνουν. Αποτελεί καθημερινό γεγονός η δημιουργία νέων και το κλείσιμο υφιστάμενων επιχειρήσεων.

Σύμφωνα με μελέτη των Dun and Bradstreet Corporation, οι μισές επιχειρήσεις των ΗΠΑ που αντιμετώπιζουν προβλήματα και καθυστερούν τις οφειλές τους, πτωχεύουν και εξαφανίζονται μέσα στην επόμενη πενταετία. Στη χώρα μας τα τελευταία χρόνια παρατηρείται το φαινόμενο μέσα στην πρώτη πενταετία της ζωής τους, να κλείνει μεγάλος αριθμός επιχειρήσεων. Βέβαια το κοινωνικό πρόβλημα που θα δημιουργούσε το γεγονός, αντισταθμίζεται από το άνοιγμα περισσότερων νέων επιχειρήσεων. Η αναλογία είναι για κάθε τρεις επιχειρήσεις που κλείνουν, να ανοίγουν τέσσερις.

Σημασία βέβαια έχει και η αιτία εξαφάνισης μιας επιχείρησης. Πιθανή συνταξιοδότηση του επιχειρηματία, μεταφορά της έδρας σε άλλο τόπο, ενσωμάτωσή τους σε άλλη μεγαλύτερη μονάδα, ή σύμπραξη για τη δημιουργία μεγαλύτερης, είναι ορισμένοι από τους λόγους που παύουν τη δραστηριότητά τους οι μικρομεσαίες κυρίως επιχειρήσεις.

Όσον αφορά τις μεγάλες επιχειρηματικές μονάδες, πέραν της επιχειρηματικής αποτυχίας, συχνό φαινόμενο των ημερών μας, που εμφανίστηκε τις τελευταίες δεκαετίες του

προηγούμενου αιώνα και συνεχίζεται με αμείωτη ένταση, είναι οι συγχωνεύσεις, οι εξαγορές και απορροφήσεις επιχειρήσεων, που οδήγησαν άλλοτε κραταιές εταιρίες σε εξαφάνιση, μέσα από την ενσωμάτωσή τους σε έναν ισχυρότερο και ευρύτερου πεδίου δραστηριότητας οργανισμό. Παραδείγματα αποτελούν στο διεθνή χώρο η απόκτηση της Rolls Royce από την Volkswagen, και πρόσφατα στο εσωτερικό η απόκτηση από την πολλαπλών δραστηριοτήτων πολυεθνική Philip Morris της καπνοβιομηχανίας Παπαστράτος και ακόμα της ελληνικής εταιρίας Panafon από τη μητρική της Vodafone. Για την εταιρική χρεοκοπία ισχύει κάτι ανάλογο με τις αυτοκρατορίες: βασική αιτία θεωρείται ότι οι επιχειρήσεις υποσκάπτονται από τους ίδιους τους σκοπούς τους, δηλαδή τα αίτια για τα οποία υπάρχουν.¹ Η προσδοκία διεύρυνσης των μεριδίων αγοράς και η αύξηση του πλούτου της εταιρίας και των μετόχων της, οδηγούν συχνά σε λανθασμένες επιλογές, που με τη σειρά τους επιφέρουν την καταστροφή. Όπως παρατηρεί ο Αριστοτέλης, «είναι εύκολο να αποτύχεις και μάλιστα με πολλούς τρόπους... ενώ για να πετύχεις υπάρχει μόνο ένας δρόμος».

2.3.2 Η Διοίκηση Βασικός Υπεύθυνος της Εταιρικής Κατάρρευσης

2.3.2.1 Απειρία Στελεχών

Η επιτυχία και ευημερία των εταιρικών μονάδων αλλά και η αποτυχία τους έχουν μία κύρια αιτία, έναν βασικό υπεύθυνο: τη Διοίκησή τους. Όπως καταλήγουν όλοι οι μελετητές του φαινομένου, **βασικό αίτιο** των περισσότερων επιχειρηματικών αποτυχιών αποτελεί η **κακή διοίκηση** των επιχειρήσεων. Οι σωστά διοικούμενες επιχειρήσεις ξεπερνούν τις δυσκολίες, που παρασέρνουν και βυθίζουν τις κακώς διοικούμενες.

Στην προαναφερθείσα έρευνα των Dun and Bradstreet, που έγινε στις ΗΠΑ το 1991, το 89% των ερωτηθέντων για τα αίτια της επιχειρηματικής αποτυχίας, ως βασικό σημείο διάκρισης μια πετυχημένης από μια αποτυχημένη επιχείρηση, θεωρούν τη διοίκησή της.

Σε παλιότερη έρευνά τους το 1980 είχαν εντοπίσει ότι ποσοστό περίπου 50% των νέων επιχειρήσεων κλείνουν μέσα στην πρώτη πενταετία της ζωής τους, γεγονός που επιβεβαιώνουν και στοιχεία από πολλές άλλες χώρες.² Στη συγκεκριμένη μελέτη δεν

¹ "Why Companies Fail"

Strategies for detecting, avoiding, and profiting from bankruptcy
Harlan D. Platt, Lexington Books, 1985

² "Corporate Financial Distress and Bankruptcy"

παραλείπεται να τονιστεί ότι η **απειρία των στελεχών** οδηγεί τις νέες επιχειρήσεις σε εξαφάνιση. Κακές επιλογές, κακή εκτίμηση γεγονότων και καταστάσεων, υπέρμετρη φιλοδοξία, άγνοια κινδύνου είναι ορισμένα από τα χαρακτηριστικά των νέων επιχειρηματιών. Δηλαδή συμπεραίνεται και πάλι ότι, βασικός υπεύθυνος για την καταστροφή είναι η διοίκηση της επιχείρησης.

2.3.2.2 Ανεπαρκής Διοίκηση

2.3.2.2.1 Λάθη Διοικούντων

Σε έρευνα που έγινε σε στελέχη οικογενειακών επιχειρήσεων από το University of Connecticut (Βλέπε: Corporate Failure By Design, σελ XVI), ως βασική αιτία της επιχειρηματικής τους αποτυχίας επισημάνθηκε η ανεπάρκεια της διοίκησης. Στον όρο «ανεπαρκής» θα μπορούσε κάποιος να συμπεριλάβει πολλά χαρακτηριστικά, αλλά στη συγκεκριμένη έρευνα, έμφαση δίνεται στα **λάθη των διοικούντων** σε κρίσιμες στιγμές. Συνήθως, όταν μια επιχείρηση προοδεύει οφείλει την πρόοδο και την ευημερία της στα στελέχη της (πχ Microsoft και το ανοιχτό μυαλό του Billy Gates), ενώ όταν αποτυγχάνει φταίει η ίδια, λες και ο απρόσωπος και άψυχος οργανισμός παίρνει και υλοποιεί αποφάσεις (πχ έφταιξε η Parmalat και όχι ο ιδρυτής της κ. Καλίστο Τάνζι).

Βέβαια, τηρώντας τον άγραφο κανόνα, κανένας δεν αναφέρεται στα αίτια της δικής του αποτυχίας και τους λόγους που την προκάλεσαν, με συνέπεια οι πληροφορίες που συγκεντρώνονται να προέρχονται από τον περίγυρο των επιχειρήσεων και όχι από τους ίδιους τους διευθύνοντες, που υπέπεσαν σε λάθη. Ο λόγος είναι ότι κανένας δε θέλει να θεωρηθεί αποτυχημένος και να συνοδεύεται από χαρακτηρισμούς όπως: αυταρχικός, ισχυρογνώμων, άτολμος, κλπ.¹

Αν προσπαθήσουμε να εντοπίσουμε τα προβλήματα – χαρακτηριστικά μιας ανεπαρκούς διοίκησης, θα μπορούσαμε να τα διαχωρίσουμε κατ' αρχήν στην **επιλογή και οργάνωση των στελεχών** που θα διοικήσουν την επιχείρηση και στη συνέχεια στις **επιχειρηματικές αποφάσεις** των επιλεγέντων στελεχών.

A complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy
Edward I. Altman 2nd Edition, Wiley 1993

¹ “Corporate Failure By Design”

Why organizations are built to fail

Jonathan I. Klein, Quorum Books, London, First published in 2000.

2.3.2.2.2 Επιλογή και Οργάνωση Στελεχικού Δυναμικού

Είναι βασική προϋπόθεση σε μια διοικητική ομάδα, να υφίστανται διακριτοί ρόλοι και αρμοδιότητες, έτσι ώστε όλοι να υπόκεινται σε έλεγχο και ταυτόχρονα να αποκτούν διοικητικές εμπειρίες. Ακόμα να υπάρχει συντονισμός και ομοιογένεια ώστε οι λαμβανόμενες αποφάσεις, να συντελούν στην επιτέλεση του σκοπού της εταιρίας.

Όμως, παρά τις καλές προθέσεις και την επιθυμία για επιχειρηματική ευημερία τα προβλήματα δεν λείπουν. Έλλειψη ικανών στελεχών, κακή προετοιμασία διαδόχων, αδυναμία ή αδράνεια εξεύρεσης των κατάλληλων για αντιμετώπιση ειδικών συνθηκών και κυρίως αυταρχικότητα και έλλειψη ευελιξίας στη λήψη αποφάσεων, συνθέτουν τη συνήθη εικόνα των επιχειρήσεων με προβληματική διοίκηση.

Ας δούμε μερικές περιπτώσεις αναλυτικά.

Οικογενειακές επιχειρήσεις.

Βασικό πρόβλημα στις οικογενειακές επιχειρήσεις, είναι η συγκέντρωση όλων των εξουσιών στα χέρια συνήθως των ιδρυτών. Συχνά, οι διάδοχοί τους απολαμβάνουν τους καρπούς των επιχειρηματικών επιτυχών, χωρίς να μετέχουν στα επιχειρηματικά δρώμενα. Στις καλύτερες των περιπτώσεων, αρκούνται όλοι στο να σπουδάσουν οι διάδοχοι κάτι σχετικό με την επιχειρηματική δραστηριότητα. Αλλά ακόμα και αν μετέχουν στη διοίκηση της επιχείρησης, περιορίζονται σε διακοσμητικό ρόλο ή ακόμα χειρότερα τους ανατίθενται αποσπασματικά καθήκοντα, με συνέπεια η διοικητική ομάδα, να μην έχει συνοχή και ισορροπία. Οι συσσωρευμένες γνώσεις των γηραιότερων δεν μεταδίδονται στους επερχόμενους και δεν συνδυάζονται με το γνωστικό αντικείμενο που μέσω σπουδών, αποκλήθηκε από τους νεότερους. Η κατάσταση αυτή θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως έλλειψη διάδοχης κατάστασης, παρά την ύπαρξη φυσικών διαδόχων.

Αποτέλεσμα μιας τέτοιας κατάστασης είναι, η περίοδος μετάβασης από τη μια γενιά στην άλλη να συνοδεύεται από έντονα προβλήματα στην παραγωγή, στις σχέσεις με τους πελάτες, τους προμηθευτές και το προσωπικό της επιχείρησης. Πολλοί ερευνητές δεν διστάζουν να κατατάξουν αυτές τις επιχειρήσεις, όσο παλιά ιστορία και να έχουν, στην ίδια κατηγορία με τις νεοϊδρυόμενες. Όλη η συσσωρευμένη εμπειρία και γνώση έχουν χαθεί και ουσιαστικά οι νέοι διοικούντες εκκινούν από το μηδέν.

Συχνά η φήμη και το καλό παρελθόν αυτών των επιχειρήσεων επιτρέπουν στη νέα διοικητική ομάδα να ανηπαρέλθει τα προβλήματα και να ορθοποδήσουν, αλλά δεν είναι σπάνια τα φαινόμενα παταγώδους αποτυχίας. Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το εκδοτικό συγκρότημα «Βελλίδη» στη Βόρεια Ελλάδα.

Αυταρχικά Διοικούμενες Επιχειρήσεις

Στην κατηγορία αυτή περιλαμβάνονται ακόμα και πολυεθνικοί κολοσσοί. Χαρακτηριστικό αυτών των επιχειρήσεων είναι η ύπαρξη στεγανών σε τομείς, όπου λαμβάνονται κρίσιμες αποφάσεις. Το πρόβλημα εντόπισε ο ιδρυτής της αγγλικής εταιρίας εδεσμάτων Cadbury, sir Adrian Cadbury και με εντολή του στις αρχές της δεκαετίας του 90 μια ομάδα στελεχών, συνέθεσε κανόνες σωστής εταιρικής διοίκησης. Βασικός κανόνας του Cadbury's Report που δημοσιεύτηκε το 1992, ήταν να διαχωριστεί ο ρόλος του προέδρου της εταιρίας, από εκείνον του εκτελεστικού διευθυντή (CEO). Έτσι κανένας δεν θα είχε απεριόριστες δυνατότητες στη λήψη αποφάσεων και κυρίως θα υπάρχουν στάδια επανεξέτασης κρίσιμων περιπτώσεων.

Επίσης, όσο μεγαλύτερη είναι η επιχείρηση, τόσο περισσότερο θα πρέπει να εμπλουτίζεται η διοικητική ομάδα και τα μέλη της να έχουν ελεγκτικό δικαίωμα στις αποφάσεις των άλλων. Η Αγγλία, οι ΗΠΑ, η Γαλλία, πολλές Ευρωπαϊκές και Ασιατικές χώρες είχαν και έχουν ανάλογα προβλήματα διοίκησης των επιχειρήσεών τους. Όλο και περισσότερες όμως υιοθετούν τον διαχωρισμό καθηκόντων και την αύξηση των διευθυντικών στελεχών, παρά το κόστος μιας τέτοιας επιλογής, προκειμένου να αποφύγουν επικίνδυνες εμπλοκές, από κακή επιλογή ενός στελέχους, ή μιας μικρής ομάδας στελεχών. Όπως ομολογούν πολλοί, μπορεί η υιοθέτηση του Cadbury's Report, να μην απέτρεπε την πτώχευση της τράπεζας Barings το 1995 ή την κατάρρευση της αυτοκρατορίας MME του Robert Maxwell, αλλά θα είχαν ενημερωθεί για τα προβλήματα νωρίτερα και πολύ περισσότεροι, με αποτέλεσμα την προστασία του επενδυτικού κοινού.¹

Μεγέθυνση της Μικρής Επιχείρησης

Η επιχειρηματική ικανότητα ενός ατόμου ή των φορέων μιας μικρής προσωπικής εταιρίας, μπορεί να της δώσουν τη δυνατότητα να αναπτυχθεί και να ξεπεράσει τα όρια των δυνατοτήτων της. Είναι τελείως διαφορετικό να διαπραγματεύεται και να συναλλάσσεται η μικρή επιχείρηση στο στενό τοπικό περιβάλλον της, από το να αναπτύσσεται στην εθνική ή στη διεθνή αγορά. Αν το πρόβλημα γίνει ανιληπτό από τους φορείς, η αγορά μπορεί να προσφέρει στην επιχείρηση τα απαραίτητα στελέχη για την ανάπτυξή της. Αν όμως, επικρατήσουν νοοτροπίες κακώς νοούμενης οικονομίας και ελέγχου της εταιρίας, τότε είτε

¹ "Britain Found a Better Way to Rein in Rogue Managements"
By: Deborah Orr, 09.02.2002, www.forbes.com

προσλαμβάνονται στελέχη περιορισμένων ικανοτήτων, είτε οι φορείς αρκούνται στις δικές τους ικανότητες. Η επέκταση των δραστηριοτήτων, σε συνδυασμό με την αδυναμία ελέγχου των αλλαγών στην αγορά και των χρηματοοικονομικών της επιχείρησης, αποτελούν χαρακτηριστικά ανεπαρκούς διοίκησης και από τις βασικές αιτίες της επιχειρηματικής οικονομικής δυσπραγίας.¹

Διοικητικό Συμβούλιο Χωρίς Αρμοδιότητες

Το φαινόμενο παρατηρείται όταν ο ιδιοκτήτης μιας επιχείρησης είναι αυταρχικός, οπότε περιορίζεται από συμβούλους – μαριονέτες, στους οποίους έχει *απονείμει αξιώματα*, χωρίς αρμοδιότητες ή δυνατότητες ελέγχου και συμμετοχής στη λήψη αποφάσεων. Ανάλογα φαινόμενα και μάλιστα πιο έντονα, έχουμε στις επιχειρήσεις υπό κρατικό έλεγχο, όπου συχνά οι «ημέτεροι» διορίζονται ως μέλη ΔΣ, με μόνο σκοπό να εκτελούν τις αποφάσεις του διορισαντος υπουργού και αποκλειστικό τους στόχο την είσπραξη της παχυλής αμοιβής τους. Το γεγονός δεν αποτελεί ελληνική πρωτοτυπία. Παγκοσμίως οι κρατικοδίαιτοι οργανισμοί, όπως είναι οι ΔΕΚΟ και οι κάθε μορφής – και κυρίως οι αγροτικοί – συνεταιρισμοί είναι παραδείγματα κακής διοίκησης – διαχείρισης.²

Τα αποτελέσματα αυτών των αδιάφορων ή αδύναμων διοικήσεων είναι λίγο – πολύ γνωστά στους περισσότερους: αναποτελεσματικός σχεδιασμός, ελλιπής πληροφόρηση, ανεπαρκής έλεγχος δαπανών και κόστους, δυσκαμψία στα μηνύματα της αγοράς και ακόμα χειρότερα, καταχρήσεις και απάτες.³

Τα σημάδια της κακής διαχείρισης είναι εμφανή ακόμα και στους ίδιους τους διοικούντες. Κανένας όμως δεν ενδιαφέρεται για την επίλυση των προβλημάτων, αφού οι ίδιοι τα δημιουργούν και ουσιαστικά βρίσκονται στο απυρόβλητο. Στη χειρότερη των περιπτώσεων γι' αυτούς, θα απολέσουν τις αποδοχές που χωρίς κόπο λαμβάνουν. Ο χαμένος της υπόθεσης είναι ο μέσος φορολογούμενος που πληρώνει τις δημόσιες σπατάλες, ή το μέλος του συνεταιρισμού που θα χάσει τα εταιρικά του μερίδια, τις απαιτήσεις του από το συνεταιρισμό και κυρίως τις προσβάσεις του σε δίκτυα διανομής.

¹ **“Poor Management Brings Firms Down”**

By: Grant Thornton, 17.11.2002, Sunday Business Post, www.findarticles.com

² **“Looking for Answers After the Failure of a Large Local co-op.”**

By: Dan Looker, Περιοδικό: Successful Farming, 15.02.2002, www.findarticles.com

³ **“Lessons of a Liquidator”**

PriceWaterhouseCoopers, Practical Guidance, www.findarticles.com

Ανικανότητα ή Αδυναμία Προσαρμογής Στελεχών

Δεν είναι λίγες οι περιπτώσεις, όπου οι επιχειρήσεις προσλαμβάνουν *επιτυχημένους* μάνατζερ από την αγορά, προκειμένου να βελτιώσουν τις επιδόσεις τους ή να αναδιοργανωθούν. Τα προβλήματα που αναφύονται συνήθως είναι δύο ειδών:

1. Το στέλεχος να έχει αναδειχθεί εκμεταλλευόμενο τις προσπάθειες υφισταμένων του ή την εύνοια κάποιου προϊστάμενου του, ενώ είναι περιορισμένων ικανοτήτων και
2. Η άγνοια που έχει το νέο στέλεχος σχετικά με το περιβάλλον και τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Βασικό συστατικό της επιτυχίας είναι, το πόσο σύντομα θα μπορέσει να ενστερνιστεί την εταιρική κουλτούρα και το αντικείμενο δραστηριότητάς της. Δεν επαρκούν οι αποκτηθείσες εμπειρίες από άλλους τομείς και το κύρος ενός επιτυχημένου διευθύνοντος. Είναι τελείως διαφορετικό να διαπραγματεύεται κάποιος χρηματοδοτικά προϊόντα ως διευθύνων έναν χρηματοπιστωτικό οργανισμό και άλλο να προσπαθεί να εισάγει νέα προϊόντα στην αγορά επιβατικών αυτοκινήτων.

Η αποτυχία των εκ μεταγραφής μάνατζερ, σε συνδυασμό με το γενικότερο δυσμενές οικονομικό περιβάλλον, οδήγησαν εκτός των άλλων στις απολύσεις και τη δραστική μείωση των αποδοχών των μέχρι πρότινος ακριβοπληρωμένων στελεχών. Άλλωστε και για τα δύο είναι οι ίδιοι υπεύθυνοι. Ποιος ευθύνεται για την αρχική ευφορία των διεθνών χρηματιστηριακών αγορών και τη μετέπειτα κατάρρευσή τους με συνέπεια το δυσμενές περιβάλλον, αν όχι τα υψηλόβαθμα στελέχη των κάθε είδους μεγάλων επιχειρήσεων;

2.3.2.2.3 Επιχειρηματικές Αποφάσεις

Θα μπορούσε να ισχυριστεί κάποιος ότι, ναι μεν οι επιχειρήσεις πτωχέουν, αλλά στους κύριους υπαίτιους της αποτυχίας θα πρέπει να συμπεριληφθούν εξωγενείς παράγοντες μακροοικονομικοί και τεχνολογικοί, όπως η δυσμενής οικονομική συγκυρία, ο πληθωρισμός, η παγκοσμιοποίηση της αγοράς, η κατάργηση του προστατευτισμού ενάντια στα εισαγόμενα προϊόντα, η είσοδος νέων τεχνολογιών παραγωγής, οι αλλαγές στις καταναλωτικές συνήθειες, κλπ, κλπ.

Υιοθετώντας ανάλογη προσέγγιση του προβλήματος, θα μπορούσαμε να πούμε ότι, οι επιτυχημένες επιχειρήσεις είναι η εξαίρεση στον κανόνα. Ακόμα και έτσι όμως, αυτό σημαίνει ότι κάποιες επιχειρήσεις τα καταφέρνουν καλύτερα από τους ανταγωνιστές τους και όχι μόνο επιβιώνουν, αλλά ευημερούν μέσα σε ένα εχθρικό μακροοικονομικό και τεχνολογικό περιβάλλον.

Ανθρώπων Έργα

Η επιτυχημένη πορεία οφείλεται στους ανθρώπους, που διευθύνουν την επιχείρηση και στη διαρκή προσπάθειά τους να βελτιώσουν τις επιδόσεις της, μέσα από την όσο γίνεται καλύτερη εκμετάλλευση των διαθέσιμων πόρων: ανθρώπινων, άυλων και υλικών. Έτσι μπορούμε να πούμε ότι η επιτυχία προέρχεται από το ανθρώπινο δυναμικό της επιχείρησης, η οποία:

- ❖ ενθαρρύνει τα στελέχη όλων των βαθμίδων να αναπτύσσουν ανεμπόδιστα δημιουργικές πρωτοβουλίες,
 - ❖ επιτρέπει στα μέλη της να επικοινωνούν ελεύθερα, να γίνονται κοινωνοί όλων των προβλημάτων και να προτείνουν λύσεις,
 - ❖ να διαχέουν τη συσσωρευμένη εταιρική γνώση στο εσωτερικό της
- ενώ παράλληλα,
- ❖ ενισχύει την αφοσίωση των στελεχών στους εταιρικούς στόχους
 - ❖ συντονίζει τις διαφορετικές ικανότητες του ανθρώπινου δυναμικού της επιτυγχάνοντας συνέργιες
 - ❖ ανταμείβει την επιτυχία και ελέγχει την αποτυχία, μέσα από θεσμοθετημένες διαδικασίες.

Όλα τα παραπάνω, δεν πραγματοποιούνται από το καταστατικό, τις εγκαταστάσεις ή τα υπερσύγχρονα συστήματα σχεδιασμού και ελέγχου της επιχείρησης. Ο σημαντικότερος πόρος της, **οι άνθρωποι**, αυτοί που τη διοικούν, είναι άξιοι τιμής αν πετύχουν τους στόχους της και πρέπει να επωμιστούν τις ευθύνες αν αποτύχουν.

Στον αντίποδα βρίσκονται κακές επιχειρηματικές επιλογές και στενότητα πνεύματος που εγκλωβίζουν όλον τον επιχειρηματικό οργανισμό σε αποτυχημένη πορεία. Ενδεικτικά θα μπορούσαν να αναφερθούν:

- ❖ Κακός ή ελλιπής προγραμματισμός.
- ❖ Έλλειψη πληροφόρησης, αλλά και διστακτικότητα στην υιοθέτηση καινοτομιών.
- ❖ Ανικανότητα εντοπισμού και εκμετάλλευσης των δυνάμεων της εταιρίας και των ευκαιριών της αγοράς και υποτίμηση των αδυναμιών της και των απειλών από τους ανταγωνιστές της.
- ❖ Μεγάλη εμπιστοσύνη στην εταιρία και το προϊόν της.
- ❖ Υπερεκτίμηση των δυνατοτήτων της ηγετικής ομάδας ή του ηγέτη.
- ❖ Αδιαφορία για τους λοιπούς εμπλεκόμενους (stakeholders).
- ❖ Αδυναμία ελέγχου της παραγωγής, του κόστους, των χρηματοοικονομικών, κλπ.

Συνδυασμοί των παραπάνω, αλλά και άλλων κακών επιλογών, με τη σύμπραξη και κάποιων δυσμενών μακροοικονομικών παραγόντων, επιφέρουν προβλήματα στις εταιρίες. Επειδή όμως το περιβάλλον που λειτουργούν οι επιχειρήσεις δεν αντιδρά ακαριαία, ούτε καν σύντομα, αλλά πάντα με σημαντική χρονική υστέρηση, υπάρχει πάντα χρόνος για διορθωτικές κινήσεις. Η όποια εσφαλμένη επιλογή αν γίνει εγκαίρως γνωστή, εκτός ελαχίστων εξαιρέσεων, είναι δεκτική βελτιώσεων για μετριασμό και εξάλειψη των δυσμενών συνεπειών.

Πρόβλημα δημιουργείται όταν οι φορείς – διοικούντες, που έλαβαν τη λάθος απόφαση ή χάραξαν την αναποτελεσματική στρατηγική, δεν έχουν τις ικανότητες να διαγνώσουν το λάθος τους και την ταπεινοφροσύνη να το παραδεχτούν, έτσι ώστε να προχωρήσουν στις κατάλληλες διορθωτικές κινήσεις. Η εμμονή στις λανθασμένες επιλογές, από εγωισμό ή από έλλειψη ικανοτήτων, είναι η βασική αιτία, που ενώ υπάρχουν **προειδοποιητικά σημάδια** που επιβάλουν αλλαγή πορείας, οι επιχειρήσεις συνεχίζουν να κάνουν τα ίδια λάθη και μετά από κάποιο σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα, να οδηγούνται σε αξεπέραστα προβλήματα, σε χρηματοοικονομική δυσπραγία και τελικά στη χρεοκοπία.

Τα προειδοποιητικά σημάδια που προοιωνίζουν την επιχειρηματική αποτυχία, είναι γνωστά και ως **σημεία συναγερμού** (warning signs) και στις περισσότερες των περιπτώσεων μπορούν να διαγνωστούν και από προσεκτικούς εξωτερικούς παρατηρητές. Πολύ περισσότερο *ευανάγνωστα* είναι για τους εσωτερικούς παρατηρητές, που θέλουν να τα δουν.

3 ΣΗΜΕΙΑ ΣΥΝΑΓΕΡΜΟΥ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΠΙΚΕΙΜΕΝΗ ΧΡΕΟΚΟΠΙΑ

3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Στο κεφάλαιο που ακολουθεί παρατίθενται αναλυτικά τα σημεία εκείνα που θα μπορούσαν να αποτελέσουν ενδείξεις και προειδοποιήσεις για τους εμπλεκόμενους στη λειτουργία μιας επιχείρησης για το ενδεχόμενο εμφάνισης προβλημάτων στο προσεχές ή και το απώτερο μέλλον. Το μέγεθος των προβλημάτων αυτών πιθανώς θα προκαλέσει οικονομικά προβλήματα και θα φέρει την επιχείρηση σε κατάσταση χρηματοοικονομικής δυσπραγίας και στη συνέχεια σε χρεοκοπία.

Ο ολοένα αυξανόμενος αριθμός των επιχειρήσεων, που βρίσκονται σε οικονομική δυσπραγία και η επαχθής οικονομικά ανασυγκρότησή τους ή η μεγάλου οικονομικού και κοινωνικού κόστους διαδικασία πτώχευσής τους, έχουν στρέψει πολλούς μελετητές ακαδημαϊκούς και μη, στην έρευνα του φαινομένου. Όλοι προσπαθούν να διαγνώσουν τα αίτια της κατάρρευσης και να βρουν τρόπους πρόβλεψής της, όσο είναι ακόμα δυνατή η αναστροφή της δυσμενούς κατάστασης.¹

Οι περισσότερες μελέτες και έρευνες, που έχουν διενεργηθεί για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων, ασχολήθηκαν κυρίως με μεγάλες επιχειρήσεις. Σε όλες τις προηγμένες οικονομίες και κυρίως στις ΗΠΑ, όπου οι καταρρεύσεις μεγάλων επιχειρήσεων εισηγμένων στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης προκαλούν σημαντικά προβλήματα στο σύνολο της οικονομίας, η ανάγκη πρόβλεψης ήταν και είναι επιτακτική.

Πολλοί διατείνονται ότι υιοθετώντας τη μέθοδο που προτείνουν, είναι δυνατή η πρόβλεψη της δυσπραγίας μέχρι και πέντε χρόνια πριν την επέλευσή της. Με τις μεθόδους αυτές θα ασχοληθούμε στο δεύτερο μέρος του πονήματος, όπου θα ασχοληθούμε με τα μοντέλα αξιολόγησης των επιχειρήσεων και πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Οι περισσότερες επιχειρησιακές αποτυχίες πράγματι, δίνουν προειδοποιητικά σημάδια της επικείμενης οικονομικής καταστροφής. Μια επιχείρηση, που οδεύει στην αποτυχία εμφανίζει τα σημάδια αυτά, πολύ πριν το οριστικό τέλος της. Όσοι από τους πιστωτές, τους φορείς των επιχειρήσεων και γενικότερα των εμπλεκόμενων αναγνωρίζουν αυτά τα σημάδια, βρίσκονται σε πλεονεκτική θέση αφού μπορούν να ενεργήσουν, προτού γίνει

¹ "The Causes of Corporate Collapse"

By: R.S. Norgard, Magazine: Australian Accountant, April 1997.

σοβαρή η ζημία. Αυτά τα σημάδια δε δίνουν πλήρεις αποδείξεις, αλλά δείχνουν ότι κάτι δεν πάει καλά. Για να τα χρησιμοποιήσει αποτελεσματικά κάποιος, πρέπει να ελέγχει την επιχείρηση που τον ενδιαφέρει για μια συνεχή χρονική περίοδο, λαμβάνοντας υπόψη όλους τους παράγοντες και τις τάσεις, που πιθανώς έχουν επιπτώσεις στην επιχείρηση.

Σημαντικός αριθμός αναλυτών δίνουν μεγάλη σημασία στους χρηματοοικονομικούς δείκτες. Αυτοί είναι πραγματικά ένα χρήσιμο εργαλείο για τους φορείς και οποιονδήποτε άλλον, (πχ σημαντικοί προμηθευτές, δανείστριες τράπεζες, ορκωτοί ελεγκτές, ανάδοχοι εισαγωγής στο χρηματιστήριο, κλπ), έχει τη λεγόμενη *εσωτερική πληροφόρηση*.

Για οποιονδήποτε τρίτο, οι αριθμοδείκτες από μόνοι τους, θα πρέπει να αποτελούν μόνο ενδείξεις καλής ή κακής πορείας. Συχνά οι οικονομικές καταστάσεις μπορεί να κρύψουν από τον εξωτερικό παρατηρητή τα προβλήματα. Ένας έμπειρος λογιστής μπορεί να τις κάνει «να δείχνουν» αυτό, που εκείνος θέλει και όχι την πραγματική εικόνα της εταιρίας. Θα πρέπει για σειρά ετών να μελετηθούν οι οικονομικές καταστάσεις και αφού συνδυαστούν και με ποιοτικούς παράγοντες, να εξαχθούν συμπεράσματα για την πορεία της εταιρίας.

Πρόσφατες σχετικά μελέτες, που έχουν γίνει για τις μικρότερες επιχειρήσεις, εντοπίζουν και αυτές το **πρόβλημα στη διοίκηση των επιχειρήσεων** αυτών, προσδιορίζοντας τρεις παράγοντες που ευθύνονται για την αποτυχία τους:¹

❖ Παράγοντες σχετικοί με την **εταιρική διακυβέρνηση**.

Οι επιχειρηματίες ιδίως των μικρών μονάδων, παίζουν σημαντικό ρόλο ενσαρκώνοντας ταυτόχρονα τις έννοιες του ιδιοκτήτη και του διευθύνοντος την εταιρία. Η προσωπικότητα και τα κίνητρό τους επιδρούν σημαντικά στην διοίκηση της επιχείρησης. Άγνοια τεχνικών δεδομένων, ελλιπής εκπαίδευση, διοικητικές αδυναμίες, έλλειψη κινήτρων ή εμπιστοσύνης στον εαυτό τους και το αντίθετο, υπερεκτίμηση των ικανοτήτων τους και υπεραισιόδοξη στάση είναι από τους παράγοντες που εξηγούν πολλές χρεοκοπίες μικρών επιχειρήσεων.

❖ Παράγοντες σχετικοί με τη **στρατηγική διοίκηση**.

Στρατηγική διοίκηση και μακροχρόνιος προγραμματισμός είναι σχεδόν άγνωστες λέξεις στους διοικούντες μικρές, και όχι μόνο, επιχειρήσεις. Το παγκοσμιοποιημένο πλέον περιβάλλον των αγορών, στο οποίο θέλοντας και μη, κάθε επιχείρηση σε ανεπτυγμένη χώρα συμμετέχει, αναπτύσσεται ταχύτερα και γίνεται ολοένα και πιο σύνθετο. Έτσι δημιουργείται ένα κενό μεταξύ των επιλογών της επιχείρησης και των απαιτήσεων του

¹ "The Follow-up of Financial Value Creation Indicators to Prevent Bankruptcy in Belgian SMEs: An Empirical Multivariate Approach"

By: Didier Van Gaillie and Sophie Amould, School of Business Administration of Liege, www.yahoo.com

περιβάλλοντος όπου ανήκει. Στη μικρή μονάδα η έλλειψη καινοτόμων στρατηγικών, στρατηγικού σχεδιασμού και πληροφοριακών συστημάτων είναι δείγμα ότι, δεν έχει κατανοήσει ακόμα την πολυπλοκότητα του περιβάλλοντος που μετέχει, καθώς και ένδειξη κακής πορείας με κατάληξη τη χρεοκοπία.

❖ Παράγοντες σχετικοί με τη *λειτουργία της επιχείρησης*.

Η κακή καθημερινή διεύθυνση των εργασιών της επιχείρησης, ελλιπής έλεγχος κρίσιμων λειτουργιών όπως: η παραγωγή και τα χρηματοοικονομικά, έχουν αναγνωριστεί ως βασικοί παράγοντες, που ευθύνονται για την επιχειρηματική αποτυχία.

Διαγνωστικές μέθοδοι υπάρχουν πολλές. Περιλαμβάνουν τρόπους εύκολης απομνημόνευσης των κρίσιμων σημείων, ώστε να είναι εύκολη η αναγνώρισή τους από τους ενδιαφερόμενους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα, αναφερόμενο σε πιστωτικούς οργανισμούς της ΝΑ Ασίας η λέξη CAMEL, προερχόμενη από τα αρχικά των : Capital adequacy, Asset quality, Management quality, Earnings ability και Liquidity. Η μέθοδος θεωρεί ακόμα κρίσιμα το μέγεθος της εταιρίας (Firm Size) και την εξάρτησή της από κεφάλαια προερχόμενα από το εξωτερικό, (Reliance on Foreign-Funded Sources), αλλά η απλή λέξη δίνει στο ευρύ κοινό τα περισσότερα κρίσιμα σημεία.¹

Ο αριθμός των σημείων συναγερμού, που περιλαμβάνονται στη βιβλιογραφία και στην αρθρογραφία, είναι σημαντικός. Ο κάθε ακαδημαϊκός μελετητής, ανάλογα με τις παρατηρήσεις του, περιγράφει και αξιολογεί κάποια σημεία συναγερμού, ως καταλληλότερα για τη μέθοδο πρόβλεψης που προτείνει. Άλλωστε οι εταιρίες συμβούλων και αξιολόγησης επιχειρήσεων, τα διάφορα μοντέλα που προτείνουν, είναι συνδυασμοί σημείων συναγερμού. Τα οικονομικά και ποιοτικά στοιχεία, που περιλαμβάνονται στα μοντέλα τους, είναι αξιολογημένα με τέτοιο τρόπο, ώστε να κατατάσσουν τις επιχειρήσεις θετικά ή αρνητικά, ανάλογα με την πληθώρα των σημείων συναγερμού που εμφανίζουν.

Η αναλυτική παράθεση όλων των σημείων συναγερμού που αναφέρονται στη βιβλιογραφία, μάλλον θα δημιουργούσε σύγχυση. Πολλά από αυτά αλληλοκαλύπτονται ή λειτουργούν συμπληρωματικά.

¹“Using Financial Information to Differentiate Failed vs. Surviving Finance Companies in Thailand: An Implication for emerging Economies”

By: Obeua S. Persons, Rider University, U.S.A., www.yahoo.com

Θα περιοριστούμε στην παράθεση των, κατά την άποψή μας, σημαντικότερων και για λόγους καλύτερης ταξινόμησης, θα τα κατατάξουμε σε δύο ομάδες:

- ❖ Λειτουργικά ή Ποιοτικά και
- ❖ Λογιστικά ή Χρηματοοικονομικά,

χωρίς αυτό να σημαίνει ότι κάποιο σημείο ανήκει αποκλειστικά στη μία ομάδα. Το πιθανότερο είναι να άπτεται και των δύο ομάδων. Η ταξινόμηση γίνεται σκόπιμα, προκειμένου να τονιστεί η σημασία ορισμένων.

Στην παράγραφο 3.3 και τις υποπαραγράφους της παρατίθενται τα ποιοτικά ή λειτουργικά σημεία συναγερμού και στην παράγραφο 3.4 και τις υποπαραγράφους της τα λογιστικά ή χρηματοοικονομικά.

3.2 Λειτουργικά ή Ποιοτικά Σημεία Συναγερμού για την Επικείμενη Χρεοκοπία

3.2.1 Γενικά Σχόλια

Προσεκτική παρατήρηση μιας επιχειρηματικής μονάδας, μεγάλης ή μικρής, μπορεί να αποβεί σωτήρια για όλους τους εμπλεκόμενους, εφόσον δώσουν την πρέπουσα σημασία στα σημεία συναγερμού που εμφανίζονται. Αυτά τα σημεία, που εντοπίζονται εύκολα από τους διοικούντες την επιχείρηση, δίνουν εναύσματα για διορθωτικές ενέργειες και πρόληψη απυχών γεγονότων. Επίδειξη αδιαφορίας κατά την εμφάνιση τέτοιων σημείων, ισοδυναμεί συχνά με αδιαφορία για τα συμπτώματα ασθένειας στον ανθρώπινο οργανισμό: Σίγουρα θα οδηγήσουν σε επιδείνωση της υγείας και όχι σπάνια, αν η αδιαφορία συνεχίζεται ή μας καταλάβει φόβος ανάληψης θεραπευτικών μεθόδων, στο θάνατο.

Συχνά οι ενδιαφερόμενοι όταν αναζητούν ενδείξεις κακής πορείας για μια επιχείρηση, ασχολούνται κυρίως με την ανάλυση των οικονομικών στοιχείων της, όπως αυτά απεικονίζονται στις ετήσιες οικονομικές καταστάσεις. Η αξία των αναλύσεών τους έχει συχνά αποδειχτεί, γι' αυτό άλλωστε και αποτελούν το κυριότερο εργαλείο για όλους.

Πέραν όμως των ενστάσεων για την αξιοπιστία των συγκεκριμένων καταστάσεων και το γεγονός ότι απεικονίζουν την κατάσταση σε μια δεδομένη χρονική στιγμή, είναι σημαντική παράλειψη να μην ασχοληθεί κάποιος και με τα στοιχεία εκείνα που χαρακτηρίζουν τους φορείς και τους διοικούντες την επιχείρηση, καθώς και τις εταιρικές στρατηγικές που σχεδιάζουν και ακολουθούν.

Αυτά είναι τα λεγόμενα ποιοτικά στοιχεία των φορέων και της επιχείρησης ως συνόλου και συχνά δίνουν ενδείξεις για την καλή ή την κακή της πορεία.

Συνιστάται μάλιστα, ο μελετητής να τα συνδυάσει με τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας και του ευρύτερου κλάδου που ανήκει η επιχείρηση, έτσι ώστε για την εξαγωγή των συμπερασμάτων του να έχει λάβει υπόψη όλους τους παράγοντες που επηρεάζουν την πορεία της επιχείρησης που μελετά.

3.2.2 Έντονη επέκταση στην αγορά (Overtrading).

“Ζούμε σε αβέβαιους και πολυτάραχους καιρούς για τις επιχειρήσεις. Συνεχίζουμε να βλέπουμε ένα κύμα συνεργασιών και συγχωνεύσεων. Η τεχνολογική έκρηξη και κυρίως οι δυνατότητες των κομπιούτερς, έχουν επηρεάσει τον τρόπο που ορίζουμε τις επιχειρήσεις, τις συνεργασίες και τις συμμετοχές, και επιπλέον τις αναδυόμενες ευκαιρίες από το παγκόσμιο διαδίκτυο για διακίνηση πληροφοριών και διαφημίσεων, καθώς και δυνατοτήτων επικοινωνίας. Η εντεινόμενη παγκοσμιοποίηση του εμπορίου και των επιχειρήσεων, έχουν αλλάξει το τοπίο της αγοράς και κανείς δε γνωρίζει τους δυνητικούς πελάτες και ανταγωνιστές του. Ο προστατευτισμός σε πολλούς τομείς, κυρίως δημοσίου ενδιαφέροντος, διαρκώς περιορίζεται. Ο διαθέσιμος όγκος δεδομένων και πληροφοριών αυξάνει εκθετικά. Εν ολίγοις, το μέγεθος και ο ρυθμός των αλλαγών αυξάνονται δραματικά. Ο κόσμος αλλάζει γρήγορα και δεν ήταν ποτέ πιο αναγκαίο από σήμερα να μάθουμε όσο γίνεται περισσότερα για το επιχειρηματικό περιβάλλον”.¹

Το παραπάνω απόσπασμα, δίνει επιγραμματικά την κατάσταση στην παγκοσμιοποιημένη αγορά. Οι ευκαιρίες για ανάπτυξη των επιχειρήσεων πολλές και μεγάλες, αλλά και οι κίνδυνοι άστοχων ενεργειών πολλοί. Ο πειρασμός να επεκτείνουν τις δραστηριότητες των οργανισμών που διευθύνουν είναι μεγάλος για τα στελέχη των επιχειρήσεων.

Δύο είναι τα κρίσιμα σημεία στην περίπτωση αυτή:

- ❖ Ποιες είναι οι πηγές κεφαλαίων, που θα χρηματοδοτήσουν την επέκταση;
- ❖ Πως θα γίνει η επέκταση;

Όταν η επιχείρηση επεκτείνεται γρήγορα, πιθανότητα θα βρεθεί στην ανάγκη να χρησιμοποιήσει, περισσότερα από όπι συνήθως, δανειακά κεφάλαια προκειμένου να ικανοποιήσει τις αυξανόμενες ανάγκες της σε κεφάλαια κίνησης. Αν ο δανεισμός καταλήξει να είναι αλόγιστος, το κόστος του μπορεί να γίνει «μαύρη τρύπα» για τις ταμειακές ροές της, όταν η επέκταση φθάνει στο αποκορύφωμά της. Παράλληλα η επιχείρηση προσπαθώντας να πουλήσει όσο γίνεται περισσότερο, παρέχει μεγαλύτερες πιστώσεις και εκπτώσεις στους υφιστάμενους πελάτες της, γεγονός που περιορίζει τόσο τη

¹“Scenario Planning: Creating Strategy for Uncertain Times”

By: Joe Willmore, Περιοδικό: Information Outlook, September 2001, www.findarticles.com

ρευσιτότητα, όσο και τα περιθώρια κέρδους της. Η αυξητική τάση δανεισμού, σε συνδυασμό με τη μείωση των περιθωρίων κέρδους, εξασθενίζουν την αποδοτικότητα. Τα κέρδη τείνουν να είναι βραχυπρόθεσμα και, σε ακραίες περιπτώσεις, η αύξηση των πωλήσεων να γίνεται αυτοσκοπός, παραβλέποντας ακόμα και τον παράγοντα κόστος.

Συχνά η έντονη αύξηση των πωλήσεων δημιουργεί περιστασιακά αυξημένες ταμειακές εισροές, που πρόσκαιρα «συγκαλύπτουν» το πρόβλημα της έλλειψης κεφαλαίων. Τα ενδεχομένως, προϋπάρχοντα κεφάλαια, απομυζούνται από τα χρηματοοικονομικά έξοδα, τα οποία καταλήγουν σε μάστιγα κατά την αλόγιστη χρήση δανειακών κεφαλαίων.

Παράλληλα, η επιχείρηση κάνει ανοίγματα σε νέους πελάτες, προσπαθώντας να τους αποσπάσει από ανταγωνιστές. Εδώ ελλοχεύει ο κίνδυνος εμφάνισης σοβαρών επισφαλειών, λόγω της επέκτασης σε άγνωστες αγορές και σε αναξιόπιστους πελάτες.

Σε περιόδους που οι πωλήσεις αυξάνουν έντονα τα παραπάνω προβλήματα, «καλύπτονται» από τις εισροές που επιφέρει η άνοδος του κύκλου εργασιών. Οι επιχειρήσεις συχνά παρασύρονται και θεωρούν ότι οι πωλήσεις τους πάντα θα αυξάνουν, παραβλέποντας το γεγονός των λεγόμενων «οικονομικών κύκλων». Συνήθως όταν έρθει η περίοδος της ύφεσης, μην έχοντας λάβει τα απαραίτητα μέτρα, μένουν εκτεθειμένες. Οι εισροές λόγω μείωσης των πωλήσεων περιορίζονται, οι πιστωτές κάθε είδους απαιτούν να πληρωθούν και η δυσπραγία είναι προ των πυλών.

Όταν έρχεται η δύσκολη περίοδος ένας ακόμη λόγος, που τα προβλήματα εντείνονται είναι το γεγονός ότι, πελάτες και προμηθευτές αποσύρουν την εμπιστοσύνη τους και αναζητούν τρόπους να μεταφέρουν τη συνεργασία τους σε άλλη επιχείρηση, αν υποπτευθούν ότι το μέλλον του συνεργάτη τους δεν είναι σταθερό. Ο φόβος τους μην εμπλακούν στα προβλήματά του, είναι που επισπεύδει και επιτείνει την κρίση.¹

Η οδυνηρή κατάληξη, λόγω της έντονης επέκτασης της εταιρίας AND Tom Schrader's Domestic AID, οδήγησε τον ιδιοκτήτη και διευθύνοντα από το να λέει: «...ήμουν ανυπόμονος, ...ήθελα να κατακτήσω την αγορά...», στο να συμβουλεύει: «Μην επεκτείνεται την επιχείρησή σας γρήγορα. Καλύτερα βήμα – βήμα...»²

¹ **“Corporate Governance and Financial Distress: When Structures Have to Change”**

By: Michael J. Mumford

Δημοσιευμένο απόσπασμα από βιβλίο (Blackwell Publishing Ltd 2003) στο διαδίκτυο www.yahoo.com

² **“To hell and back”**

By: Meg Whittemore – Jan, 1998 – SUCCESS (MAGAZINE.COM) www.findarticles.com

Η έντονη αύξηση των πωλήσεων, όταν βασίζεται σε υγιή χρηματοδότηση και κυρίως όταν αποφέρει τα συνήθη κέρδη στην επιχείρηση, είναι επιθυμητή και πρέπει να επιδιώκεται. Αν όμως στο βωμό της κατάκτησης μεγαλύτερου μεριδίου αγοράς, θυσιάζονται η χρηματοοικονομική υγεία της επιχείρησης και η κερδοφορία της, τότε η μεγέθυνση των πωλήσεων αποτελεί ένα από τα σημαντικότερα σημεία συναγερμού, για τους ίδιους τους φορείς της εταιρίας και ακολούθως για όλους τους εμπλεκόμενους στη δραστηριότητά της. Λογικά αντιδρώντας, όλοι θα πρέπει να συνδράμουν στο συμμάζεμα της επιχείρησης, ώστε να αποφευχθούν τα χειρότερα.

3.2.3 Διάβρωση περιθωρίων κέρδους.

Η ανταγωνιστικότητα και η βιωσιμότητα της όποιας οικονομικής μονάδας εξαρτάται από τη δυνατότητα να προσφέρει στους πελάτες της προϊόντα και υπηρεσίες με καλή σχέση τιμής – ποιότητας, αλλά και στους επενδυτές που της προσφέρουν τα κεφάλαιά τους, ικανοποιητικές αποδόσεις.

Η συνεχής διάβρωση (μείωση) των περιθωρίων κέρδους μιας επιχείρησης, δείχνει ανικανότητα των διοικούντων να διατηρήσουν υγιές μερίδιο αγοράς και η επιχείρηση να παραμείνει αξιόχρηη. Υγιές μερίδιο αγοράς σημαίνει ότι:

- ❖ Η επιχείρηση προσφέρει προϊόντα και υπηρεσίες τέτοια που, ακόμα και αν εξαρτάται από λίγους πελάτες, αυτοί δύσκολα αποσπώνται από τον ανταγωνισμό και δέχονται να πληρώνουν κερδοφόρα για την επιχείρηση τιμολόγια.
- ❖ Η κοστολόγηση της εταιρίας είναι επιτυχής, αφήνοντας ικανοποιημένες τόσο την πλευρά των πελατών, όσο και εκείνη των μετόχων της.

Ακόμα, αξιόχρηη είναι η επιχείρηση που:

- ❖ Από τη δραστηριότητά της, πληρώνει εγκαίρως τις υποχρεώσεις της και
- ❖ Αποδίδει ικανοποιητικές αποδόσεις σε όσους επενδύουν κεφάλαια σ' αυτήν.

Οι συνθήκες στην αγορά διαρκώς αλλάζουν. Επικρατεί σκληρότερος ανταγωνισμός με προσφορά προϊόντων–υπηρεσιών από χώρες χαμηλού εργατικού κόστους. Ταυτόχρονα οι επιχειρήσεις πρέπει να βρουν τρόπους τουλάχιστον να διατηρήσουν αν όχι να διευρύνουν το μερίδιο αγοράς που κατέχουν. Τρόποι να το επιτύχουν υπάρχουν πολλοί. Ο ευκολότερος αλλά και ο πλέον επώδυνος για την πορεία της επιχείρησης είναι μέσω της μείωσης του περιθωρίου κέρδους της, προκειμένου να προσφέρει ανταγωνιστικές τιμές

και να διατηρήσει τους πελάτες της. Αν τα περιθώρια κερδοφορίας είναι μεγάλα, ίσως υπάρχουν περιθώρια μείωσής τους. Μέχρι τότε όμως είναι κάτι τέτοιο εφικτό; Υπάρχουν επιχειρήσεις, που όταν εξαρτώνται από λίγους μεγάλους πελάτες, εκείνοι ουσιαστικά απομυζούν τους πόρους τους, αναγκάζοντας τη διοίκηση να συμβιβάζεται ακόμα και σε πωλήσεις με ζημία μπροστά στο ενδεχόμενο απώλειας ενός μεγάλου πελάτη και συνεπώς μεριδίου αγοράς. Ακόμα η επιθυμία επέκτασης και των συνακόλουθων ταμειακών εισροών, οδηγεί επιχειρήσεις σε προσφορά χαμηλότερων τιμών μέσα από εκποίηση αποθεμάτων ασφαλείας ή μέσω μειωμένης ή ακόμα και μηδενικής τιμολόγησης των υπηρεσιών των φορέων.

Η παρατεταμένη όμως μείωση των περιθωρίων κέρδους έχει επίπτωση στη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της εταιρίας. Οι επενδυτές απογοητεύονται και υπάρχει σοβαρό ενδεχόμενο να αποσύρουν τα κεφάλαιά τους, στερώντας έτσι την επιχείρηση από φθινό χρήμα. Αλλά και οι παρέχοντες πιστώσεις γίνονται επιφυλακτικοί, δεδομένου ότι αναμένουν να πληρωθούν από τα κέρδη που αποκομίζει η επιχείρηση και όχι από την εκποίηση των περιουσιακών της στοιχείων (βλέπε αποθέματα ασφαλείας).

Βέβαια, τη μείωση των περιθωρίων κέρδους μπορούν να ανηλεφθούν αυτοί, που έχουν εσωτερική πληροφόρηση για τα πεπραγμένα της επιχείρησης. Οι εξωτερικοί παρατηρητές μπορεί να ανηλεφθούν κυρίως το επόμενο σημείο συναγερμού, το οποίο βέβαια είναι στενά συνδεδεμένο με τη διάβρωση των περιθωρίων κερδοφορίας.

3.2.4 Ιστορικό συνεχών ζημιογόνων χρήσεων.

Προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι, πολλές, μεγάλες, καθιερωμένες εταιρίες με ιστορικό συνεχών ζημιογόνων χρήσεων, αντιμετωπίζονται με επιείκεια από τους πιστωτές τους παρά τα εμφανή προβλήματα που προοιωνίζουν το τέλος τους. Αυτό έρχεται σε ευθεία αντίθεση με την τακτική που ακολουθείται με τις νεώτερες, μικρότερες επιχειρήσεις, οι οποίες πέζονται γρήγορα από τους πιστωτές εάν καταγράψουν ζημίες σε μία ή δύο συνεχόμενες χρήσεις. Η ένδειξη αυτή είναι από τις σημαντικότερες και παραπέμπει σε προβλήματα κακής κοστολόγησης, απώλειας μεριδίου αγοράς, διάβρωσης των περιθωρίων κέρδους, υψηλές επισφάλειες και γενικότερα κακής διαχείρισης των εταιρικών υποθέσεων από τους διευθύνοντες. Οι πιστωτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη παρόμοιες εξελίξεις, ανεξαρτήτως μεγέθους ή ιστορίας των επιχειρήσεων, προκειμένου να προλάβουν δυσμενείς καταστάσεις.

Βαυκαλίζονταν οι Υπουργοί Μεταφορών και Οικονομικών και γενικότερα το σύνολο του πολιτικού κόσμου της χώρας μας, όταν απαιτούσαν υψηλά τιμήματα για την πώληση της «Εθνικής Περιουσίας», όπως δυστυχώς ακόμα και σήμερα, αποκαλούν την Ολυμπιακή Αεροπορία. Στοιχειώδης έρευνα από τα στελέχη της British Airways,¹ οδήγησε την εταιρία στο να αποσύρει το ενδιαφέρον της για την εξαγορά του 20% της O.A. Οι διαβεβαιώσεις της Ελληνικής πολιτείας για αναζήτηση και νέου μεγαλύτερου συμμάχου, που θα αναλάμβανε και το management, δεν έπεισαν κανέναν. Ποιος να εμπιστευτεί να επενδύσει χρήματα σε εταιρία, η οποία το μόνο που έκανε τόσα χρόνια ήταν να λειτουργεί προς όφελος των διοικούντων της και του υψηλόβαθμου προσωπικού της; Σημειωτέον ότι οι διαπραγματεύσεις με την British Airways, έγιναν πολύ πριν την 11^η Σεπτεμβρίου και μάλιστα σε παγκοσμίως υπερθερμασμένη αγορά, επάνω στον πυρετό που επικρατούσε τότε, για επέκταση των επιχειρήσεων μέσω εξαγορών και συγχωνεύσεων.

3.2.5 Το «μεγάλο» επενδυτικό πρόγραμμα.

Πολλές φορές οι επιχειρηματίες ενθουσιάζονται στην προοπτική μιας σημαντικής επέκτασης των δραστηριοτήτων και μεγέθυνσης της εταιρίας και συνακόλουθα του προσωπικού τους κύρους, χωρίς να σταθμίζουν τους κινδύνους. Η επιχείρηση ξεκινώντας την υλοποίηση ενός "Big Project", «διακυβεύει» το μέλλον της, δίνοντας υπερβολική βαρύτητα σε ένα μεγάλο επενδυτικό πρόγραμμα, που μπλοκάρει τους διαθέσιμους χρηματικούς, υλικούς και ανθρώπινους πόρους και περιορίζει τις τρέχουσες δραστηριότητες. Στην ευφορία υλοποίησης του προγράμματος δεν γίνεται καμία προσπάθεια για να ανισταθμιστούν οι παράγοντες κινδύνου. Συνηθισμένα λάθη ή παραλείψεις σ' αυτές τις περιπτώσεις είναι:

❖ Η κατάρτιση ανεπαρκών επιχειρηματικών σχεδίων

χωρίς σαφή χρονοδιαγράμματα ολοκλήρωσης των επενδύσεων, προβολής των νέων προϊόντων, ανάπτυξης δικτύων διανομής και χρηματοοικονομικής υποστήριξης. Η εμμονή σε τέτοιου είδους προγράμματα, και κυρίως όταν διαπιστώνονται λάθη και εμφανίζονται προβλήματα (πχ ανακαίνιση ολόκληρης αλυσίδας καταστημάτων ταυτόχρονα, που

¹ "BA Quits Greek Venture"
4 June 2000 – AIRWISE.COM, www.findarticles.com

συνεπάγεται απώλεια αγορών), μπορεί να επιφέρει σημαντική συρρίκνωση ακόμα και σε εταιρίες κολοσσούς, όπως οι αλυσίδες έτοιμου – πρόχειρου φαγητού στις Η.Π.Α.¹

❖ Η αδυναμία πρόβλεψης του υψηλού κόστους εισόδου σε μια νέα αγορά

Το γεγονός, που θα δεσμεύσει για πολλά χρόνια πόρους της επιχείρησης, μπορεί να αποβεί επώδυνο και να γίνει αιτία δυσεπίλυτων προβλημάτων.

❖ Ανεπαρκής έρευνα για τις αντιδράσεις ή τις ενέργειες ανταγωνιστών.

Ο ενθουσιασμός για την «κατάκτηση της αγοράς» οδηγεί τους διοικούντες σε υποτίμηση των ανταγωνιστών με συνέπεια πολλές φορές να εισάγονται στην αγορά πριν από το προϊόν μας, προϊόντα ανταγωνιστών βελτιωμένα και ίσως φθηνότερα, με συνέπεια την ανάγκη αναπροσαρμογής της όλης προσπάθειάς μας, αν όχι την οριστική της ματαίωση. Οι μεγάλες Ευρωπαϊκές χημικές βιομηχανίες, προσφεύγοντας κυρίως σε τραπεζικό δανεισμό, την περίοδο της οικονομικής ευφορίας (1997 – 2000), προχώρησαν σε μεγάλα προγράμματα εξαγορών και συγχωνεύσεων ή επέκτασης των εγκαταστάσεών τους, τα οποία όμως απέβησαν ουσιαστικά σε βάρος τους, με αποτέλεσμα τη σημαντική μείωση των κερδών και την υποβάθμισή τους από αξιολογικούς – επενδυτικούς οίκους, γεγονός που συνεπάγεται υψηλότερο κόστος χρήματος.²

Τα παραπάνω γεγονότα οδηγούν σε απώλεια μεριδίων αγοράς και συνακόλουθα σε απώλειες εσόδων, που με τη σειρά τους οδηγούν στο φαύλο κύκλο των πωλήσεων με μειωμένα περιθώρια κέρδους, αλόγιστης επέκτασης σε άγνωστες αγορές κλπ.

Ο ρόλος λοιπόν, του χρηματοοικονομικού διευθυντή είναι σημαντικός. Θα πρέπει να συνεκτιμήσει και να συνδυάσει τους συντελεστές της επιχείρησης έτσι ώστε οι προβλέψεις για μια συγκεκριμένη επένδυση να είναι πραγματοποιήσιμες. Δηλαδή θα πρέπει:

- ❖ Να συντονίσει τις προσπάθειες ατόμων που ανήκουν σε άλλα τμήματα της επιχείρησης (πχ μάρκετινγκ, παραγωγή, κλπ).
- ❖ Να διασφαλίσει ότι όσοι εμπλακούν στην εκτίμηση της ταμειακής ροής της επένδυσης θα χρησιμοποιούν ένα σταθερό (consistent) σύνολο οικονομικών υποθέσεων.
- ❖ Να διασφαλίσει ότι στις εκτιμήσεις δεν υπεισέρχεται μεροληψία (bias) του εκτιμητή. Αυτό είναι πολύ σημαντικό, επειδή έχει παρατηρηθεί ότι τα άτομα, που προτείνουν ένα

¹ “Little Caesars shuts ‘hundreds’ of locations but denies it’s in distress”

By: Amy Zuber – 2 August 1999 – Περιοδικό: NATION’S RESTAURANT NEWS, www.findarticles.com

² “Eye on Europe; European chemical sector: Industry in distress”

By: Colin Isaac – 18 March 2002 – Περιοδικό: CHEMICAL MARKET REPORTER, www.findarticles.com

επενδυτικό πρόγραμμα, έχουν την τάση να «ωραιοποιούν» την προσδοκώμενη αποδοτικότητά του.¹

Αν το συγκεκριμένο στέλεχος αποτύχει στις εκτιμήσεις του, το όποιο σημαντικό επενδυτικό πρόγραμμα – είτε αφορά ανάπτυξη νέων προϊόντων, είτε επέκταση της υπάρχουσας δραστηριότητας – θα αποτύχει και πιθανότατα θα αποτελέσει την απαρχή χρηματοοικονομικών προβλημάτων για την επιχείρηση.

3.2.6 Επιχειρηματική ή εταιρική αδράνεια.

Το «επιχειρείν» είναι μια δυναμική παρά μια σταθερή κατάσταση. Η λογική του ότι, όπως πήγαν καλά τα πράγματα μέχρι σήμερα, έτσι θα πάνε και στο μέλλον, οδηγεί σε αδράνεια τις επιχειρήσεις και δίνει δυνατότητες στους ανταγωνιστές τους, να αποσπάσουν μερίδια αγοράς. Η αλλαγή και η τεχνολογική εξέλιξη είναι καθοριστικοί παράγοντες στην αγορά και κάθε επιχείρηση που σέβεται τον εαυτό της, πρέπει να ακολουθεί τις εξελίξεις και όποτε μπορεί να καινοτομεί αποκτώντας έτσι στρατηγικά πλεονεκτήματα. Η αδράνεια ή η αδυναμία αντίδρασης στις αλλαγές, οδηγεί βαθμιαία σε απώλεια των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων, σε μειωμένα μερίδια αγοράς και τελικά στην κατάρρευση.

Οι αλλαγές σε μια επιχείρηση εμφανίζονται βαθμιαία και οι πιστωτές πρέπει να εξετάζουν προσεκτικά τις τάσεις για να ανιληφθούν την εμφάνιση προβλημάτων αδράνειας, αν χρειάζεται περαιτέρω παρακολούθηση και πιθανώς η λήψη μέτρων για τη διασφάλιση των απαιτήσεών τους.

Ενδείξεις επιχειρηματικής αδράνειας είναι:

- ❖ Έλλειψη Business Plan.
- ❖ Απρογραμμάτιστη Δραστηριότητα day-to-day planning.
- ❖ Αδυναμία ελέγχου ροής μετρητών λόγω προκαταβολών σε προμηθευτές και μεγάλης διάρκειας πιστώσεων σε πελάτες.
- ❖ Αύξηση αποθεμάτων με ταυτόχρονη μείωση πωλήσεων
- ❖ Αδυναμία παρακολούθησης εξελίξεων και αλλαγών.

¹ “Χρηματοοικονομική Διοίκηση” Μακροχρόνιος Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου της Επιχείρησης. Γιάννης Τ. Λαζαρίδης – Δημήτρης Λ. Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη 2002, Τεύχος Β

Για μεγάλους οργανισμούς ένας ακόμα παράγοντας εταιρικής αδράνειας, είναι η μικρή κινητικότητα του απασχολούμενου δυναμικού και κυρίως των στελεχών. Μελέτη της εταιρίας "Getzler & Company Inc.", αναφέρει: «Όταν βλέπεις μια επιχείρηση της οποίας τα είκοσι υψηλόβαθμα στελέχη βρίσκονται στην εταιρία για περισσότερο από 10 χρόνια, τότε πιθανώς εκεί δεν υπάρχει πειραματισμός, νέες ιδέες ή παρακολούθηση των σύγχρονων τάσεων» και συνεχίζει: «ένα άτομο που κάνει μια και μοναδική εργασία για μεγάλο χρονικό διάστημα, αποκτά σημαντική εμπειρία. Ωστόσο είναι πιθανό αυτό το άτομο να εξειδικευτεί τόσο πολύ στα καθήκοντά του, ώστε να τα εκτελεί μηχανικά, να μην αναζητά τρόπους βελτίωσης και να μην προσπαθεί να τα ενσωματώσει στη λειτουργία του οργανισμού ως σύνολο (= δε μεταδίδει τη γνώση). Κλείνοντας η μελέτη επισημαίνει την αναγκαιότητα ανακύκλωσης του προσωπικού σε διάφορα καθήκοντα και ότι πρέπει να εκσυγχρονίζουν τις γνώσεις τους μέσω συνεχούς, πρόσθετης εκπαίδευσης.¹

3.2.7 Αλλαγές στην επιχείρηση.

Στην αντίπερα όχθη βρίσκονται οι επιχειρήσεις, που εν ονόματι της ανάπτυξης και του εκσυγχρονισμού, αλλάζουν συχνά το στελεχικό δυναμικό τους. Αυτές μπορεί να οδηγηθούν σε μια ριζικά αλλαγμένη επιχειρησιακή μορφή και εστίαση. Αν η επιχείρηση επιλέξει να αλλάξει τη συνολική εικόνα της στην αγορά, βάσει μιας συγκροτημένης στρατηγικής επιλογής, τα βήματα θα πρέπει να είναι προσεκτικά. Βασικός παράγοντας επιτυχίας των μεγάλων επιχειρήσεων είναι η αφοσίωση του προσωπικού τους και οι ομαλές εργασιακές σχέσεις. Συχνές όμως αλλαγές στελεχών, δημιουργούν κλίμα ανασφάλειας και κλονίζουν την εργασιακή ειρήνη. Καλές είναι οι νέες ιδέες, που θα φέρουν μαζί τους τα νέα στελέχη, αλλά και η γνώση του συνολικού περιβάλλοντος της εταιρίας από τα παλιά στελέχη είναι αναντικατάστατη. Ομαλή συνύπαρξη παλιών και νέων είναι ο ιδανικός συνδυασμός και μάλιστα, όταν οι αποχωρούντες παλιοί συνεργάτες δεν εκδιώκονται αλλά συναινούν να συνεχίσουν κάπου αλλού.

Πιθανές ασυμβατότητες των νέων στελεχών της με το περιβάλλον της εταιρίας, μπορεί να ασκήσουν σημαντική επίδραση στις σχέσεις της με τους συνεργάτες της. Η θέση τους στην αγορά μπορεί να κλονιστεί επειδή το νέο τους πρόσωπο δεν θα ικανοποιεί την

¹ "Low employee turnover may signal financial distress"

Study suggests links between employee longevity and declining corporate performance.

25 Oct 2000 – Περιοδικό: BUSINESS WIRE, www.findarticles.com

υφιστάμενη, αξιόπιστη και σίγουρη πελατεία τους. Παλιοί συνεργάτες μπορεί να αναζητήσουν άλλους προμηθευτές με αποτέλεσμα να πρέπει η διοίκηση να αναζητήσει νέες συνεργασίες με όλα τα συνακόλουθα, όπως παροχή εκπνώσεων για προσέλκυση, κινδύνους επισφαλειών, εξάρτηση από λίγους πελάτες, κλπ. Αν αυτή η δυσάρεστη τροπή γίνει ανηλεπτή, θα πρέπει να ληφθούν από τους φορείς άμεσα διορθωτικά μέτρα, αλλιώς οι πιστωτές θα πρέπει να αναζητήσουν τρόπους διασφάλισης των απαιτήσεών τους.

3.2.8 Κακή εταιρική κουλτούρα

Χαρακτηριστικό των ημερών μας είναι η συχνή αναφορά σε όρους όπως: επιχειρηματική κουλτούρα, αξιοποίηση ανθρώπινων πόρων, αφοσίωση προσωπικού, σύνδεση αμοιβής με παραγωγικότητα, κλπ. Όσο εύηχες όμως είναι τέτοιου είδους εκφράσεις, άλλο τόσο εύκολα δημιουργούν πεδίο παρερμηνειών και υπερβολών. Στο όνομα της εταιρικής κουλτούρας καταπατούνται εργασιακά δικαιώματα, η αξιοποίηση του προσωπικού λαμβάνει μορφή στυγνής εκμετάλλευσής του, η αφοσίωση επιτυγχάνεται ουσιαστικά μέσω εκβιασμών και η σύνδεση της αμοιβής με την παραγωγικότητα κατέληξε σε εύσημο τρόπο απαλλαγής της επιχείρησης από τους υψηλά αμειβόμενους υπαλλήλους της, μέσα από τη διαδικασία καθορισμού στόχων και αποτυχίας επίτευξής τους.

Στην αρχή, όταν η εταιρία είναι σε ανοδική τροχιά, όλοι είναι ικανοποιημένοι. Οι στόχοι, όσο αισιόδοξοι και αν είναι επιτυγχάνονται και οι αμοιβές υπερβαίνουν τις προσδοκίες των στελεχών. Τα κέρδη όμως προσελκύουν ανταγωνιστές και το περιβάλλον γίνεται πιο σκληρό. Οι στόχοι γίνονται πλέον δύσκολοι ή και ανέφικτοι και οι κυρώσεις επακολουθούν. Οι μέχρι χθες δακτυλοδεικτούμενοι ως παραδείγματα, γίνονται αποδιοπομπαίοι τράγιοι. Οι εναπομένοντες, φοβούνται για τη θέση τους, δε μεταδίδουν τη γνώση τους, το εταιρικό περιβάλλον γίνεται εχθρικό και τα προβλήματα επιτείνονται. Επακόλουθο είναι η αποκλιμάκωση των πωλήσεων και των κερδών με όλες τις δυσμενείς συνέπειες. Την τριετία πριν την κατάρρευση της Επγον, το εταιρικό περιβάλλον περιγραφόταν ως εξής:

«Όσο η φήμη της Επγον στο εξωτερικό της περιβάλλον μεγάλωνε, η εσωτερική εταιρική κουλτούρα, έπαιρνε σκοτεινότερους τόνους. Ο διευθύνων (Jeffrey Skilling) καθιέρωσε την επιτροπή ελέγχου επίδοσης (PRC – Performance Review Committee), η οποία απέκτησε τη φήμη του σκληρότερου συστήματος αξιολόγησης προσωπικού στη χώρα. Βασιζόταν στις αξίες της Επγον, δηλαδή: σεβασμός, ακεραιότητα, επικοινωνία και διάκριση-αριστεία, (RICE – Respect, Integrity, Communication, Excellence). Ωστόσο, τα στελέχη άρχισαν να

αισθάνονται ότι το μόνο μέτρο της επίδοσής τους, ήταν τα κέρδη που μπορούσαν να φέρουν. Προκειμένου να επιτύχει υψηλή αξιολόγηση, ο καθένας μέσα στον οργανισμό αφιερώθηκε στο να κλείνει δουλειές και να καταγράφει κέρδη.

Οι υπάλληλοι κατατάσσονταν με βαθμολογίες από 1 μέχρι 5, με τους βαθμολογημένους με 5 να απολύονται μέσα σε έξι μήνες. Όσο χαμηλότερο το σκορ ενός υπαλλήλου, τόσο αυτός (πλησίαζε τον Skilling) ανέβαινε στην ιεραρχία. Όσο μεγαλύτερο τόσο καλύτερα έβλεπε την πόρτα της εξόδου. Για την υπηρεσιακή μονάδα του Skilling, ήταν γνωστό ότι αντικαθιστούσε κάθε χρόνο το 15% του δυναμικού της. Λυσσαλέος ανταγωνισμός επικρατούσε και άμεση ευαρέσκεια απονεμόταν σε όποιον επιτύχανε μακροπρόθεσμες συμφωνίες. Η παράνοια ανθούσε και τα συμβόλαια άρχισαν να περιλαμβάνουν απόρρητους περιοριστικούς όρους. Η μυστικότητα ήταν στην ημερήσια διάταξη για τα περισσότερα συμβόλαια της εταιρίας...».¹

Πέραν λοιπόν των προαναφερθέντων για αλλαγές λόγω ανικανότητας ή για εταιρική αδράνεια, μια κουλτούρα ακραίων θέσεων οδηγεί επίσης σε προβλήματα. Όπως θα δούμε και στη συνέχεια, η πλεονεξία των στελεχών και μάλιστα σε ευημερούσες αγορές, μπορεί να δημιουργήσει μια αλυσίδα άστοχων και συχνά παράνομων ενεργειών, οι οποίες όταν αποκαλυφθούν, δημιουργούν αλυσιδωτή αντίδραση που καταστρέφει την επιχείρηση.

Καλή η εφαρμογή σύγχρονων αντιλήψεων και μεθόδων εταιρικής διοίκησης, αλλά προσοχή στις υπερβολές.

3.2.9 Ανεπαρκή ίδια κεφάλαια.

Πολλές επιχειρήσεις ξεκινούν τη δραστηριότητά τους με ανεπαρκή ίδια κεφάλαια, αποσκοπώντας στο να χρηματοδοτήσουν τη δραστηριότητά τους με δανεισμό και πιστώσεις τρίτων. Συνηθισμένη περίπτωση οργανισμών με ανεπαρκή χρηματοδότηση από τους φορείς του είναι οι κάθε είδους συνεταιρισμοί, οι οποίοι λόγω της εταιρικής μορφής τους (συνήθως Περιορισμένης Ευθύνης) και του μεγάλου αριθμού μελών, με μικρή συνεισφορά ανά εταίρο συγκεντρώνουν τα απαιτούμενα για την ίδρυσή τους κεφάλαια. Από τη στιγμή όμως που εμφανίζονται προβλήματα αποπληρωμής

¹ "The Rise and Fall of Enron; When a company looks too good to be true, it usually is"
By: C. William Thomas, April 2002, Περιοδικό: Journal Of Accountancy, www.findarticles.com

υποχρεώσεων, τα μέλη αδιαφορούν για την τύχη τους, δεν συνεισφέρουν νέα κεφάλαια και οι προμηθευτικοί, αγροτικοί και λοιποί συνεταιρισμοί κρατούν παγκοσμίως τα πρωτεία μεταξύ των μεγάλων οργανισμών, που οδηγούνται σε χρεοκοπία.

Σε μια επιχείρηση όπου οι μέτοχοι έχουν εισφέρει κατά την ίδρυση και στη διάρκεια της πορείας της σημαντικά ποσά ως ίδια κεφάλαια, έχουν μεγαλύτερο κίνητρο να κρατήσουν την επιχείρηση «ζωντανή». Όταν είναι απαραίτητο, εγγέουν πρόσθετα κεφάλαια για να προστατεύσουν την αρχική επένδυσή τους και να σταματήσουν την όποια κακή πορεία της εταιρίας, γεγονός που σημαίνει τη διάβρωση της περιουσίας τους. Οι επιχειρήσεις με ανεπαρκή ίδια κεφάλαια δεν παρουσιάζουν κίνητρο για τους ιδιοκτήτες τους, που έχουν λίγα να χάσουν με την απομάκρυνσή τους από αυτήν. Προτιμούν να επενδύσουν σε κάποια άλλη ασφαλέστερη τοποθέτηση και την αφήνουν να καταρρεύσει. Σε τέτοιες όμως περιπτώσεις και οι πιστωτές είναι πολύ επιφυλακτικοί να χρηματοδοτήσουν τη δραστηριότητα των επιχειρήσεων με αποτέλεσμα την έλλειψη κεφαλαίων κίνησης, την απώλεια μεριδίου αγοράς και τελικά την οικονομική δυσπραγία.

3.2.10 Υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση.

Η υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση κατευθύνει ένα σημαντικό τμήμα των ακαθάριστων κερδών, προς την αποπληρωμή των τόκων των δανειακών κεφαλαίων. Εξίσου σημαντικό, αν και ελάχιστα συνεκπιμώμενο από την πλειονότητα των πιστωτών της επιχείρησης, είναι ότι πέραν των τόκων, η επιχείρηση θα υποχρεωθεί κάποια στιγμή να αποπληρώσει και τα κεφάλαια.

Δανεισμός που έγινε για να υποστηρίξει την ανάπτυξη των πωλήσεων ή για την πραγματοποίηση κάποιου μεγάλου προγράμματος επενδύσεων, πρέπει να αποπληρωθεί στη λήξη του, ενώ σημαντική και διαρκής είναι η επιβάρυνση από τόκους. Η εταιρία είναι τρωτή στις διακυμάνσεις των επιτοκίων, στους όρους των εμπορικών συναλλαγών που της επιβάλλονται και κυρίως, εξαρτάται διαρκώς από την «καλή θέληση» των πιστωτών της. Στην πραγματικότητα η υπερδανεισμένη επιχείρηση, χάνει τον έλεγχο και δεν καθορίζει πλέον η ίδια το μέλλον της.

Οι προαναφερθείσες Ευρωπαϊκές χημικές βιομηχανίες, προκειμένου να προβούν στις εξαγορές και συγχωνεύσεις, δανείστηκαν κεφάλαια, με αποτέλεσμα όταν η συγκυρία έγινε δυσμενής να οφείλουν μεγάλα ποσά στις τράπεζες, να παρουσιάζουν μείωση των κερδών λόγω υψηλών χρηματοοικονομικών εξόδων και η εικόνα του ισολογισμού τους να

χειροτερεύει συνεχώς. Αυτό οδήγησε στην πτώση των τιμών των μετοχών τους στα διεθνή χρηματιστήρια και τη μείωση της εμπιστοσύνης των επενδυτών (και συνεπώς στερήθηκαν τη βασική πηγή φθηνού χρήματος μέσω έκδοσης μετοχών), στην υποβάθμιση της πιστοληπτικής τους ικανότητας, που συνέπεια είχε να δανείζονται ακριβότερα, σε ανάγκη νέου δανεισμού για κάλυψη των τακτής λήξης και ίσως και ληξπρόθεσμων υποχρεώσεων και ούτω καθ' εξής.

Ένα κρίσιμο σημείο στις μέρες μας, είναι να διακρίνουμε ποιες επιχειρήσεις είναι υπερχρεωμένες. Το πολύ χρήσιμο εργαλείο της χρηματοδοτικής μίσθωσης και η παραλλαγή του, η χρονομίσθωση, έχουν αποβεί τρόποι απόκρυψης δανεισμού από πλευράς επιχειρήσεων. Ιδίως, η χρήση του sale and lease back, έχει σωρεύσει σε πολλές επιχειρήσεις υποχρεώσεις που δυσκολεύονται ή αδυνατούν να αποπληρώσουν. Θα πρέπει οι πιστωτές, συνετά φερόμενοι, να διακρίνουν στους ισολογισμούς των επιχειρήσεων (διόγκωση λογαριασμών τάξεως) και στους λογαριασμούς αποτελεσμάτων χρήσεως (απότομη διόγκωση οργανικών εξόδων, χωρίς ανάλογη αύξηση πωλήσεων), τα σημεία που θα τους προειδοποιήσουν για την υπερχρέωση του συνεργάτη τους. Μπορεί η αναχρηματοδότηση των παγίων στοιχείων με sale and lease back, να προσφέρει κεφάλαια στην επιχείρηση, κάποτε όμως θα πρέπει να αποπληρωθούν. Σε περίπτωση αδυναμίας καταβολής των υποχρεώσεων η επιχείρηση μπορεί κυριολεκτικά να «βρεθεί στο δρόμο», αφού τα περιουσιακά στοιχεία δεν της ανήκουν, αλλά τα μισθώνει. Βέβαια εδώ πάντα υπάρχει ο κίνδυνος η επιχείρηση που χρησιμοποιεί το Leasing, απλά να μην το εμφανίσει καθόλου, ούτε στους λογαριασμούς τάξεως, ούτε σαν έξοδο. Στην περίπτωση αυτή μόνο η εσωτερική πληροφόρηση, μπορεί να ενημερώσει τους πιστωτές της εταιρίας. Ίσως λύση του στο πρόβλημα να δώσει η υποχρεωτική εφαρμογή των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, αλλά και πάλι οι «δημιουργικοί» λογιστές θα βρουν τρόπους παραπλάνησης των ενδιαφερομένων.

Στην πρώτη πρότασή τους οι νομπελίστες Franco Montigliani και Merton Miller ισχυρίζονται ότι:

«η αγοραία αξία μιας επιχείρησης και το σταθμικό μέσο κόστος κεφαλαίου της είναι ανεξάρτητα από την κεφαλαιακή της διάρθρωση».

Αυτό ίσως ισχύει θεωρητικά, ή για μια επιχείρηση που λειτουργεί σε ιδανικές συνθήκες και ελέγχει απόλυτα τη δραστηριότητα και κυρίως τα χρηματοοικονομικά της. Η πραγματικότητα όμως έχει αποδειχθεί σκληρή για εκείνους, που χωρίς να ξέρουν τη συγκεκριμένη θεωρία, την ασπίαστηκαν στην πράξη και υπερχρεώθηκαν.

3.2.11 Έλλειψη στρατηγικής συσχέτισης δανειακών κεφαλαίων.

Στην επιχείρηση, οι περίοδοι επιστροφής των δανειακών κεφαλαίων είναι κρίσιμες, ειδικά όταν επενδύονται σημαντικά ποσά για την απόκτηση στοιχείων του πάγιου ενεργητικού.

Οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ενεργητικού, δεν αποφέρουν αμέσως έσοδα ίσα με το ύψος των κεφαλαίων που δαπανήθηκαν για την απόκτησή τους. Συνεπώς και η αποπληρωμή των κεφαλαίων, που δανείζεται η επιχείρηση θα πρέπει να είναι ανάλογης διάρκειας με τις αναμενόμενες από την επένδυση εισροές. Επιπλέον, θα πρέπει να ληφθούν υπόψη και να χρηματοδοτηθούν με μακροπρόθεσμα κεφάλαια, εκείνα τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού, που πρέπει να βρίσκονται διαρκώς στη διάθεση της επιχείρησης (πχ «σιδηρούν απόθεμα» α' αυλών και προϊόντων, ρευστά διαθέσιμα, κλπ). Δηλαδή να λαμβάνεται υπόψη ο «χρυσός κανόνας χρηματοδότησης», που λέει ότι, τα πάγια χρηματοδοτούνται από μακροπρόθεσμα κεφάλαια και τα κυκλοφορούντα από μέρος μακροπροθέσμων και βραχυπρόθεσμα κεφάλαια.

Κακός συνδυασμός δανειακών κεφαλαίων και κυρίως η χρησιμοποίηση βραχυπρόθεσμου δανεισμού για χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων στοιχείων (παγίων) ενεργητικού, συχνά δημιουργεί έντονα προβλήματα ταμειακών ροών, στραγγίζοντας την επιχείρηση από τα απαραίτητα κεφάλαια κίνησης για τη χρηματοδότηση της δραστηριότητάς της.

Ακόμα και αν η επιχείρηση με ανορθόδοξο τρόπο χρηματοδότησης των παγίων της, καταφέρνει να επιβιώνει σε περιόδους ανάπτυξης ή υπερθερμασμένης οικονομίας, είναι πολύ ευάλωτη σε μικρή έστω αλλαγή του οικονομικού περιβάλλοντος. Η όποια αλλαγή προς το δυσμενέστερο σε αυτές τις καταστάσεις, θα προκαλέσει έντονα προβλήματα στις ροές μετρητών και θα αναγκάσει τους διοικούντες την επιχείρηση να προσφύγουν σε νέο, και κατά κανόνα ακριβότερο, δανεισμό ή να υποκύψουν σε δυσμενέστερους όρους αποπληρωμής πιστώσεων (μεγαλύτερες προκαταβολές, συντομότεροι χρόνοι πίστωσης κλπ), εντείνοντας το φαύλο κύκλο.

Η επίδραση της κακής κεφαλαιακής δομής στον ισολογισμό θα είναι έντονη, με συνέπεια οι πιστωτές της επιχείρησης, να την κατατάσσουν σε όλο και χαμηλότερα επίπεδα πιστοληπτικής ικανότητας, να περιορίζουν τις πιστώσεις τους και τελικά να αποφεύγουν να την πιστοδοτούν ή ακόμα και να προσφεύγουν σε αναγκαστικά μέτρα για να προλάβουν να ικανοποιήσουν τις απαιτήσεις τους.

3.2.12 Υποβάθμιση ποιότητας προϊόντων και υπηρεσιών.

Όταν μια εταιρία βρίσκεται στα πρόθυρα οικονομικής δυσπραγίας, η πρώτη σκέψη των στελεχών της τείνει να επικεντρωθεί στην περικοπή των δαπανών. Ένας εύκολος τρόπος περικοπής δαπανών είναι μέσω της υποβάθμισης της ποιότητας των παρεχόμενων υπηρεσιών στους πελάτες. Απολύσεις εξειδικευμένου προσωπικού του τμήματος *after sale service*, κατάργηση δικτύων διανομής, κλπ είναι μερικές από τις σπασμωδικές αντιδράσεις στελεχών που προσπαθούν να μειώσουν έξοδα.

Τέτοιες όμως ενέργειες ελαττώνουν την ποιότητα των προϊόντων και κυρίως την εικόνα της επιχείρησης, που χάνει τα όποια ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα. Υπό αυτούς τους όρους το μερίδιο αγοράς της εταιρίας μειώνεται, με αποτέλεσμα να δημιουργείται περαιτέρω πίεση για επίτευξη πωλήσεων μέσω επέκτασης σε άγνωστες αγορές με νέους, αδοκίμαστους ή αφερέγγυους πελάτες, μέσω περιορισμού περιθωρίων κέρδους κλπ.

Στην αρθρογραφία παράδειγμα προς μίμηση αποτελεί η εταιρία *Fields Aircraft Spares*, η οποία ήταν γνωστή για τις υψηλής ποιότητας παρεχόμενες υπηρεσίες της (*Just-in-Time support*) και σε δύσκολους καιρούς λειτούργησε αντίστροφα. Με τη συμπαράσταση των πιστωτών, των πελατών και των εργαζομένων, κατά τη δύσκολη περίοδο της αναδιοργάνωσής της, διατήρησε τα υψηλά πρότυπα στις παρεχόμενες υπηρεσίες προς τους πελάτες της, οι οποίοι σημειωτέον ήταν κυρίως μεγάλες αεροπορικές εταιρικές. Τα αποτελέσματα ήταν εντυπωσιακά και η εταιρία απέφυγε τη διαδικασία πτώχευσης, ενώ προφανώς είναι θέμα χρόνου η επάνοδος στην κερδοφορία. Σημειώνεται ότι στη διάρκεια της αναδιοργάνωσης της εταιρίας μεσολάβησε το τρομοκρατικό χτύπημα της 11^{ης} Σεπτεμβρίου, με τις επακόλουθες δυσμενέστερες συνέπειες για τις αεροπορικές εταιρίες, που οδήγησαν ακόμα και κολοσσούς, όπως η *SABENA*, σε χρεοκοπία.¹

¹“**Fields Aircraft Spares emerges from bankruptcy**”

By: Simi Valley – 29 Nov. 2001 – Περιοδικό: BUSINESS WIRE, www.findarticles.com

3.2.13 Αδυναμία παρακολούθησης εξελίξεων και αλλαγών.

Είναι γενικά αποδεκτό, ότι οι επιχειρήσεις που ευημερούν έχουν έναντι των ανταγωνιστών τους, κάποιο πλεονέκτημα. Τα ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα όμως, δεν είναι αιώνια προνόμια και έρχεται στιγμή που οι ανταγωνιστές είτε τα ανιχνεύουν, είτε λήγει η περίοδος προστασίας (αν πρόκειται για ευρεσιτεχνίες) και γίνονται κοινό κτήμα. Σε άλλες περιπτώσεις οι ανταγωνιστές οδηγούμενοι από την ανάγκη, βρίσκουν τρόπους να ξεπεράσουν το πλεονέκτημα μιας επιχείρησης και να βρεθούν εκείνοι να καινοτομούν. Όταν οι αλλαγές και οι εξελίξεις στην επιχειρηματική αγορά έχουν ξεπεράσει την επιχείρηση και αυτή αδυνατεί να τις παρακολουθήσει, αρχίζουν οι πωλήσεις και το μερίδιο αγοράς που κατείχε να μειώνονται.

Μεταξύ των αιτίων, που δημιουργούν συνήθως μια τέτοια κατάσταση περιλαμβάνονται:¹

- ❖ Οι εγκαταστάσεις, ο εξοπλισμός, τα προϊόντα – υπηρεσίας της επιχείρησης να έχουν καταστεί απαρχαιωμένα, επειδή οι φορείς της δεν ανιλήφθηκαν, δεν ήθελαν ή δε μπορούσαν λόγω οικονομικών δυσχερειών να παρακολουθήσουν τις εξελίξεις τους.
- ❖ Η εμμονή των φορέων – διοικούντων σε παλιά συστήματα παραγωγής και άρνηση εκσυγχρονισμού και υιοθέτησης νέων τρόπων παραγωγής και διακίνησης υλικών και προϊόντων, (Time Based Competition, Just-in-Time, Logistics).
- ❖ Αδυναμία να ανιληφθούν τις τάσεις της αγοράς και των πελατών. Συχνό είναι το φαινόμενο να αντιμετωπίζονται τα τμήματα έρευνας και σχεδιασμού προϊόντων, marketing και ποιοτικού ελέγχου, ως περιττά έξοδα. Συχνά οι επιχειρήσεις, ενώ διαθέτουν στην αγορά υψηλής ποιότητας προϊόντα, αυτά «τοποθετούνται» από τους καταναλωτές σε κατηγορία χαμηλότερης ποιότητας. Η «ανίληψη» των αγοραστών για το προϊόν είναι τέτοια, που το υποβαθμίζει και στρέφει την προτίμησή τους σε ανταγωνιστικά. Θα πρέπει τα στελέχη της εταιρίας να δώσουν μεγαλύτερη σημασία στο μίγμα μάρκετινγκ που χρησιμοποιούν ή αν μέχρι τώρα δεν τους ενδιέφερε, θα πρέπει να αρχίσουν να χρησιμοποιούν σύγχρονες μεθόδους προώθησης προϊόντων.

¹ "Lessons learned from research on restructured firms"

By: David L. Aucterlonie, Ιούλιος 2002, The R.M.A. Journal, www.findarticles.com

- ❖ Άλλος ένας βασικός παράγοντας που εμποδίζει την εξέλιξη των επιχειρήσεων, είναι οι συναισθηματικές επιλογές και κυρίως όταν έχουμε να κάνουμε με οικογενειακές επιχειρήσεις. Καλό το παλιό εργαστήριο που γέννησε το σημερινό εργοστάσιο, αλλά αν καταλαμβάνει ζωτικό χώρο, ίσως μετά τη γέννηση φέρει και το θάνατο της εταιρίας. Ακόμα αν υπάρχει ανάγκη πρόσληψης ξένου manager και αποπομπής μέλους της οικογένειας, τότε τα πράγματα είναι δύσκολα. Οι φορείς πρέπει να επλέξουν μεταξύ εξέλιξης και ευημερίας όλων ή της συρρίκνωσης και τελικά ίσως της χρεοκοπίας.
- ❖ Ελλιπές δίκτυο διανομής. Η παγκοσμιοποιημένη πλέον αγορά, ζητά αποστολές – παραδόσεις προϊόντων και υπηρεσιών, όπου υπάρχει ζήτηση. Αδυναμία ανταπόκρισης σ' αυτήν την απαίτηση, σημαίνει στροφή του πελάτη σε ανταγωνιστές και πιθανώς πλήρη διακοπή της συνεργασίας στο μέλλον.

Συνδυασμοί των παραπάνω, αλλά και το καθένα από μόνο του, αποτελούν ενδείξεις ότι κάτι δεν πάει καλά σε έναν οργανισμό και καθιστούν αναγκαία τη λήψη μέτρων. Από τους φορείς, για βελτίωση της κατάστασης και της επίδοσης της επιχείρησής τους και από τους πιστωτές της για λήψη εξασφαλίσεων ή απειμπλοκή.

3.2.14 Πάρα πολλά εύκολα χρήματα.

Η δυνατότητα να συγκεντρώνει η επιχείρηση μεγάλα χρηματικά ποσά χωρίς δυσκολία, (περίοδοι άνθησης των χρηματοπιστηριακών αγορών, επεκτατική πολιτική τραπεζών, ιδιωτικές τοποθετήσεις σε αναπτυσσόμενες – καινοτόμες επιχειρήσεις κλπ), είναι πιθανώς πολύ καλή για την τόνωση του «εγώ» των φορέων ή των διευθυνόντων, αλλά αναπόφευκτα γίνεται μια «μαύρη τρύπα» για τις μελλοντικές ροές μετρητών. Οι τράπεζες θα ζητήσουν να πληρωθούν τόκους και οι επενδυτές μερισματικές και άλλες αποδόσεις.

Συχνά τα «εύκολα χρήματα» είναι κακώς επενδυμένα ή εξοδευμένα χωρίς ικανοποιητική ανάλυση της μελλοντικής δυνατότητας αποδόσεων, θυσιάζοντας τη μακροπρόθεσμη βιωσιμότητα της επιχείρησης για κάποια βραχυπρόθεσμα και κυρίως όχι ουσιαστικά κέρδη. Ουδέποτε το τονωμένο «εγώ» των διευθυνόντων απέφερε κέρδη σε επιχειρήσεις.

Παρόμοια περίπτωση είναι όταν υπάρχουν κυβερνητικές παρεμβάσεις για διοχέτευση επιδοτήσεων και δανειακών κεφαλαίων σε κλάδους της οικονομίας ή ακόμα και σε μεμονωμένες επιχειρήσεις, προκειμένου να αποφευχθούν κοινωνικά προβλήματα (βλέπε ανεργία) σε κάποιες περιοχές. Η σιγουριά των επί έτη επιχορηγούμενων επιχειρηματιών ή των διοικούντων δημόσιες επιχειρήσεις, ότι όταν θα χρειαστούν νέα κεφάλαια – δάνεια, αυτά θα τους δοθούν, τους οδηγεί σε αλόγιστες σπατάλες και ουσιαστικά στην υποβάθμιση των επιχειρήσεων, αφού κανέναν δεν ενδιαφέρει η πορεία τους, παρά μόνο πως θα πάρουν (ή καλύτερα πως θα ξοδέψουν) το επόμενο δάνειο.

Η λογική της προσφυγής σε αλόγιστο τραπεζικό δανεισμό, χωρίς την ανάλογη αναπτυξιακή επενδυτική στρατηγική τις προηγούμενες δεκαετίες και μάλιστα σε περιόδους υψηλών επιτοκιακών επιβαρύνσεων, δημιούργησε τις προβληματικές – υπερχρεωμένες επιχειρήσεις στη χώρα μας. Ο συνδυασμός ανίκανων διοικήσεων, η έλλειψη ευελιξίας, η αδυναμία παρακολούθησης των τεχνολογικών και λοιπών εξελίξεων, η ανυπαρξία στρατηγικών με μελλοντικές προοπτικές, σε συνδυασμό με την υψηλή χρηματοοικονομική μόχλευση λόγω του συσσωρευμένου δανεισμού, ήταν οι βασικοί παράγοντες που τις οδήγησαν στην καταστροφή.

Ο εντοπισμός από τους πιστωτές επιχειρήσεων, οι οποίες αντλούν ή βρίσκουν εύκολα μεγάλες ποσότητες χρημάτων και κυρίως η αλόγιστη δαπάνη τους, θα πρέπει να τους κάνει επιφυλακτικούς στις μεταξύ τους συναλλαγές. Ίσως η συνεργασία με μια τέτοια επιχείρηση φαντάζει ελκυστική στην αρχή, συχνά όμως όταν οι συνθήκες της αγοράς αλλάζουν προς το χειρότερο, καταλήγουν βρόγχος που πνίγει τους απερίσκεπτους.

3.3 Λογιστικά ή Χρηματοοικονομικά Σημεία Συναγερμού για την Επικείμενη Χρεοκοπία

3.3.1 Γενικά Σχόλια

Τα συνηθέστερα σημεία πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, αφορούν συμπεράσματα, που προκύπτουν από τη μελέτη των λογιστικών καταστάσεων.

Βασικό εργαλείο όλων των αναλύσεων αποτελούν οι **χρηματοοικονομικοί δείκτες**, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις και όχι σπάνια, καταλήγουν να είναι και το μοναδικό μέσο αξιολόγησης των επιχειρήσεων.

Πρόσφατα άρχισαν όλο και περισσότεροι, ενόψει της υποχρεωτικής εφαρμογής των Διεθνών Λογιστικών Προτύπων, να χρησιμοποιούν ως εργαλείο μέτρησης της επίδοσης των επιχειρήσεων και τις **καταστάσεις ταμειακών ροών**.

Ελάχιστοι ασχολούνται με δύο εξίσου σημαντικά ζητήματα και ίσως κρισιμότερα:

Την **ελλιπή οικονομική ενημέρωση** του κοινού για την επιχείρηση, δηλαδή την αμέλεια ή την εσκεμμένη παράλειψη δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων, προκειμένου να αποκρύψει δυσμενή στοιχεία και να αποφύγει απαντήσεις σε δύσκολα ερωτήματα.

Κατά την άποψή μας το κυριότερο όλων, αλλά και το δυσκολότερο να «ανακαλυφθεί» από τους ενδιαφερόμενους για την πορεία μιας επιχείρησης, είναι αν αυτή χρησιμοποιεί **δημιουργική λογιστική**, κατά την παρουσίαση των οικονομικών της καταστάσεων.

Η όποια ασυμβατότητα των αριθμοδεικτών και των καταστάσεων ταμειακών ροών της επιχείρησης σε σύγκριση με άλλες ισοδύναμες επιχειρήσεις του κλάδου της ή ακόμα και με τα δικά της στοιχεία παλαιότερων χρήσεων, πιθανότατα είναι περιστασιακή και τα μεγέθη τους είναι δεκτικά διορθωτικών ενεργειών και παρεμβάσεων για τη βελτίωσή τους. Ακόμα και η αμέλεια δημοσίευσης των οικονομικών καταστάσεων, είναι συγγνωστή, εφόσον η επιχείρηση έστω και καθυστερημένα ή μετά από προτροπή των συνεργατών της (πελάτες, προμηθευτές, τράπεζες, κλπ), δημοσιοποιήσει αυτά που έχει υποχρέωση. Αν όμως οι διευθύνοντες την επιχείρηση, με τη σύμπραξη συνήθως των ελεγκτών και των οικονομικών τους συμβούλων, σκόπιμα αποκρύπτουν τις λογιστικές της καταστάσεις ή τις παραποιούν για να κρύψουν προβλήματα ή απασθαλίες, τότε το κακό είναι αναπόφευκτο.

Η κρισιμότητα των δύο τελευταίων, σχετιζόμενων με τα λογιστικά της επιχείρησης, σημείων συναγερμού καθορίζει και τη σειρά παράθεσής τους στη συνέχεια.

Και πάλι σημειώνεται ότι στα λειτουργικά ή ποιοτικά σημεία συναγερμού, πιθανώς έχουν συμπεριληφθεί και ορισμένα που άπτονται λογιστικών θεμάτων, αλλά ο διαχωρισμός έγινε, προκειμένου να τονιστούν τα αναφερόμενα ως Λογιστικά.

3.3.2 Δημιουργική λογιστική.

«Αν οι άνθρωποι πάψουν να εμπιστεύονται τους (λογιστικούς) αριθμούς, πάψουν να εμπιστεύονται τους ελεγκτές, πάψουν να εμπιστεύονται τις διοικήσεις των επιχειρήσεων, τότε θα πάνε τα χρήματά τους κάπου αλλού». Με τα λόγια αυτά ο Arthur Levitt, πρώην πρόεδρος της Securities Exchange Commission των ΗΠΑ (αντίστοιχη της δικής μας επιτροπής κεφαλαιαγοράς), που δημοσιεύθηκαν στη Wall Street Journal στις 14 Μαΐου 2002, κρούει τον κώδωνα του κινδύνου σε επιχειρήσεις και ελεγκτικούς οργανισμούς, για την πιθανότητα στροφής του επενδυτικού κοινού σε τοποθετήσεις των διαθέσιμων τους εκτός χρηματιστηρίου, γεγονός που έχει δυσμενή αντίκτυπο στις τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών.¹

«Γιατί είναι απαραίτητη η λογιστική; Πάνω από πέντε αιώνες, παρέχει στους επιχειρηματίες μια κοινή γλώσσα. Ειδικότερα, δίνει τη δυνατότητα στους κατόχους κεφαλαίων να συγκρίνουν διαφορετικές επιχειρηματικές μονάδες και να εκτιμήσουν τη σχετική τους αξία (value) και τον κίνδυνο (risk), σε μια αντικειμενική βάση.

Ασκή αυτή η κοινή γλώσσα επιρροή στο πώς οι επιχειρήσεις διευθύνονται; Όχι, θεωρητικά: οι λογιστικοί κανόνες εξυπακούεται ότι είναι ουδέτεροι. Μεταφράζουν μόνο σε (οικονομικά) νούμερα μια (επιχειρηματική) πραγματικότητα, την οποία δε μεταβάλλουν...»

Με τα παραπάνω λόγια ανοίγει το άρθρο του σχετικά με το σκάνδαλο της Enron ο Nicolas Veron, για να συνεχίσει με παράφραση της έκφρασης του Clemenceau «η λογιστική είναι πολύ σημαντικό πράγμα για να την αφήσουμε στους λογιστές» και να κλείσει λέγοντας «... παρά τη φούσκα του Internet και την Enron που έκαναν πολύ μεγάλες καταστροφές, πιθανότατα τα χειρότερα δεν τα είδαμε ακόμα».²

Από τα μέσα της δεκαετίας του '70 και με αιχμή τα τελευταία δέκα χρόνια, έχουν δει το φως της δημοσιότητας οικονομικά σκάνδαλα παγκοσμίου μεγέθους και μάλιστα σε χώρες όπως οι ΗΠΑ, η Αγγλία και η Αυστραλία, όπου τα οικονομικά εγκλήματα πηλωρούνται βαρύτατα. Αμέτοχη βέβαια δεν έμεινε και η ηπειρωτική Ευρώπη, με πιο πρόσφατη την

¹ **“Corporate Governance and Financial Distress: When Structures Have to Change”**

By: Michael J. Mumford

Δημοσιευμένο απόσπασμα από βιβλίο (Blackwell Publishing Ltd 2003) στο διαδίκτυο www.yahoo.com

² **“Accounting «Accidents»: More Remain to Be Seen!”**

By: Nicolas Veron, Former CEO of Lycos France, 4th July 2002, www.findarticles.com

υπόθεση της Parmalat, που αναδύθηκε τις τελευταίες εβδομάδες του Νοεμβρίου 2003. Τα γεγονότα αυτά προκάλεσαν και προκαλούν ανησυχίες και σχόλια όπως:

«...το πέπλο ασφαλείας των ελεγμένων οικονομικών καταστάσεων είναι μια ψευδαίσθηση, ... τα καθήκοντα των διευθυνόντων είναι χωρίς σημασία, όταν και εάν δεν γνωρίζουν τι συμβαίνει... Είναι καιρός, ίσως, να ξανασκεφτούμε το πως πρέπει να διοικούμε τις επιχειρήσεις και να τηρούμε τα λογιστικά των επιχειρήσεων».¹

«...Η αποτυχία των επαγγελματιών λογιστών να καθιερώσουν και να επιμένουν σε παραδεκτούς κανόνες, ... αποδεικνύει ότι πολλοί από τους αριθμούς τους, δεν αξίζουν εμπιστοσύνης... το επάγγελμα του λογιστή δεν είναι αξιόπιστο».²

«...βάσιμα αποδεικνύεται τώρα ότι οι λογιστικές καταστάσεις της Westpac το Σεπτέμβριο του 1991, ήταν πολύ παραπλανητικές... απεικόνιζαν κεφάλαια και κέρδη που ήταν υπερβολικά διογκωμένα και αναληθή και μάλιστα, αυτές οι αναλήθειες είχαν τσεκαριστεί από ελεγκτές».³

Οι τρεις τελευταίες σημειώσεις περιλαμβάνονται στο πόνημα "Corporate Collapse: Regulatory, Accounting and Ethical Failure" και οι συγγραφείς του συνεχίζουν:

Εύλογα γεννάται το ερώτημα: «Γιατί όλες οι μεγάλες επιχειρήσεις λίγο πριν χρεοκοπήσουν παρουσιάζονται με επαρκή κεφάλαια, κερδοφόρες και μερικές φορές ως πολύ επιτυχημένες»; ή καλύτερα «τι και ποιος φταίει»; Αβίαστα προκύπτει η απάντηση και ο καταλογισμός της ευθύνης στα σώματα των επαγγελματιών λογιστών, ελεγκτών και νομοθετών, τα οποία ενώ έχουν τη δυνατότητα και τις ευκαιρίες να μεταβάλλουν την κατάσταση, δεν το πράττουν.

Υπάρχει η άποψη ότι τα αίτια της επιτυχίας και της αποτυχίας είναι στενά συνδεδεμένα. Αυτό σημαίνει ότι τα στοιχεία, που συντελούν στην επιτυχία είναι εκείνα που προκαλούν και την αποτυχία. Έτσι, οι επιχειρήσεις που θέλουν να παραμείνουν ανταγωνιστικές θα πρέπει να μάθουν να χειρίζονται σωστά τους κινδύνους. Σχεδόν όλες οι περιπτώσεις, που εξετάζονται στο βιβλίο, είχαν σε κάποια στιγμή της επιχειρηματικής ιστορίας τους, μνηθεί ως επιτυχημένες επιχειρηματικές προσπάθειες και μερικές μάλιστα υπερβολικά.

Δεν υπάρχει διαφωνία στο ότι, οι κολοσσοί που κατέρρευσαν είχαν ένα κοινό σημείο: όλοι τους κατέρρευσαν απότομα και απρόσμενα. Μόνο συμπτωματικά για κάποιες

¹ "Going for Broke"

By: C. Ryan, Sydney Morning Herald, 20 May 1989.

² "Accountants Come Under Fire"

J. Gilmour quoted in S. Fitzgerald and C. Jones, Sun-Herald, 23 September 1990.

³ "Westpac Takes its Medicine"

By: T. McCrann, Daily Telegraph Mirror, 21 May 1992.

εταιρίες είχαν εντοπιστεί προβλήματα λίγα χρόνια νωρίτερα. Εύλογα συμπεραίνεται λοιπόν ότι, για τις εταιρίες αυτές οι οικονομικές τους καταστάσεις και συνεπώς οι ελεγκτικοί μηχανισμοί (εταιρικοί, χρηματοπιστηριακοί και πολιτειακοί), είχαν αποτύχει να επισημάνουν απερίφραστα την επικείμενη καταστροφή. Η ιστορία δείχνει ότι οι εταιρικές χρεοκοπίες δεν έχουν μεγάλη περίοδο επώασης. Μόλις κάποια συμπτώματα εμφανιστούν το σύστημα λογιστικού ελέγχου τα καλύπτει. Και σ' αυτό έγκειται το μείζον πρόβλημα: «Θέματα τεράστιου δημοσίου ενδιαφέροντος μπορεί να κρατηθούν μυστικά».

Δημόσια παράπονα, κριτικές και ερωτηματικά για το ρόλο των λογιστών και των ελεγκτών είναι χαρακτηριστικά των πτωχεύσεων και εκκαθαρίσεων, που είδαν το φως της δημοσιότητας στα τέλη της δεκαετίας του '80 και στις αρχές της δεκαετίας του '90, δεν είναι τοπικά, αλλά παγκόσμια φαινόμενα.

Σχόλια για τις χρεοκοπημένες αυτοκρατορίες των Asil Nadir, Aghah Abedi και κυρίως του Robert Maxwell στο Ηνωμένο Βασίλειο, επισημαίνουν ότι εταιρίες όπως οι Polly Peck, B.C.C.I., και Maxwell Communication κατέρρευσαν λίγους μήνες μετά την απονομή καθαρού πιστοποιητικού χρηματοοικονομικής υγείας από τους ελεγκτές τους. Το γεγονός των «μαγειρεμένων» πιστοποιητικών εγείρει ερωτηματικά για τη χρησιμότητα των ελέγχων, καθώς οι λέξεις «ορθός» και «αληθής» στα πιστοποιητικά ελέγχου, έχουν χάσει το νόημά τους.

Αναθεώρηση των ισχυόντων κανόνων ελέγχου και της νομοθεσίας που τους διέπει, μάλλον μεγάλη γραφειοκρατία θα προκαλέσει παρά θα λύσει το πρόβλημα. Σαφής ο υπαιτιγμός, για μη ορθή εφαρμογή των ισχυόντων κανόνων, που θεωρούνται ικανοί να προβλέψουν προβλήματα και να προστατεύσουν τους εμπλεκόμενους σε μια εταιρική χρεοκοπία από περιπέτειες.¹

Η ατομική και στη συλλογική απληστία γεννώνται και αναπτύσσονται σε ατμόσφαιρα ευφορίας των αγορών και επιχειρηματικής υπεροψίας. Αυτό ήταν το περιβάλλον που εξέθρεψε το φαινόμενο της Επγον και των εταιριών υψηλής τεχνολογίας του χρηματιστηρίου του Nasdaq. Χωρίς αμφιβολία πάντως, το ισχυρότερο χτύπημα στην αξιοπιστία των λογιστών και των ελεγκτών στην ιστορία των ΗΠΑ, έδωσε η χρεοκοπία της Επγον. Κριτικές στα ΜΜΕ, στο Κογκρέσο και οπουδήποτε αλλού, έθεταν ερωτηματικά όχι μόνο για την επάρκεια των κανόνων και των πρακτικών αποκάλυψης τέτοιων φαινομένων

¹“Corporate Collapse: Regulatory, Accounting and Ethical Failure”

F. L. Clarke – G. W. Dean – K. G. Oliver, Cambridge University Press, 1997.

Από το συγκεκριμένο βιβλίο αντλήθηκαν και οι σημειώσεις της σελ 31

στις ΗΠΑ, αλλά και για την ακεραιότητα των ανεξάρτητων ελεγκτών. Το κοινό αναρωπιέται ακόμα, πώς είναι δυνατόν να υπάρχει ελεγκτική ανεξαρτησία, όταν η ίδια εταιρία ασκεί τον έλεγχο και παράλληλα τα καθήκοντα επενδυτικού συμβούλου, καθώς μάλιστα οι αμοιβές για το συμβουλευτικό ρόλο επισκιάζουν αυτές του ελεγκτή. Στην περίπτωση της Enron, ο «συνένοχος» ελεγκτής και παράλληλα υψηλά αμειβόμενος επενδυτικός σύμβουλος ήταν η εταιρία Arthur Andersen, η οποία φυσικά συμπαρασύρθηκε στην καταστροφή και διαλύθηκε.

Βέβαια, προβλήματα υπάρχουν και στο σύστημα απεικόνισης των λογιστικών καταστάσεων. Ο πρόεδρος της SEC, κύριος Harvey Pitt, σε μια επιφυλλίδα στη Wall Street Journal της 11 Δεκεμβρίου 2001, αναφέρει χαρακτηριστικά: «...με το ισχύον σύστημα απεικόνισης των ετήσιων και τριμηνιαίων οικονομικών καταστάσεων, οι πληροφορίες που περιλαμβάνονται είναι ξεπερασμένες (stale = μπαγιάτικες) όταν ανακοινώνονται και οι υποχρεωτικές αποκαλύψεις – πληροφορίες, είναι ουσιαστικά μυστηριώδεις και αδιαπέραστες». Αλλά αν λάβει κανείς υπόψη του τις διατάξεις που υπήρχαν στις ΗΠΑ από τα τέλη της δεκαετίας του 1980 για την αποκάλυψη της επιχειρηματικής απάτης και τις συγκρίνει με την περίπτωση της Enron, θα διαπιστώσει ότι η εταιρία εφαρμόζε ακριβώς ότι θεωρείται παραβίαση των κανόνων, όπως:

- ❖ Υπερβολικά επιθετικοί στόχοι για κέρδη και ανάλογα υψηλά bonus για τα στελέχη.
- ❖ Έντονο ενδιαφέρον της διοίκησης για διατήρηση της τιμής της μετοχής και της τάσης των κερδών, μέσα από τη χρήση ασυνήθιστων λογιστικών πρακτικών.
- ❖ Η διοίκηση έθετε υπερβολικούς οικονομικούς στόχους και προσδοκίες για αμοιβές στο προσωπικό παραγωγής.
- ❖ Αδυναμία να υπάρχουν (να γεννώνται) ικανοποιητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, ενώ εμφανιζόταν κέρδη και μάλιστα αύξηση κερδών.
- ❖ Τα κεφάλαια, οι υποχρεώσεις, τα έσοδα ή τα έξοδα βασιζόνταν σε εκτιμήσεις που εμπεριείχαν ασυνήθιστα υποκειμενικές κρίσεις, όπως πχ ...η φερεγγυότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- ❖ Σημαντικές συναλλαγές με συγγενικές και θυγατρικές επιχειρήσεις.

Τα παραπάνω, θεωρούνται συνήθειες απειλές στην καταγραφή των παραγόντων – αιτίων που οδηγούν σε απάτες. Η ελεγκτική εταιρία κλήθηκε να απαντήσει, πότε και πώς ανιλήφθηκε αυτούς τους παράγοντες, πώς η ίδια αντέδρασε και τι διαμείφθηκε στην επικοινωνία της με τους διοικούντες την Enron. Κυρίως όμως να εξηγήσει γιατί καθυστέρησε να ενημερώσει τις αρχές για τα ευρήματα.

Οι απαντήσεις (που δεν δόθηκαν) για τα παραπάνω και οι συνέπειες της κατάληξης είναι πλέον γνωστές. Πολλοί εργαζόμενοι και στις δύο εταιρίες έχασαν τη δουλειά τους, εκατομμύρια μικροεπενδυτών τα χρήματα που επένδυσαν στις μετοχές των εταιριών και κυρίως τρώθηκε έντονα η ήδη πληγωμένη αξιοπιστία όσων ασχολούνται με απεικονίσεις και ελέγχους λογιστικών καταστάσεων.¹

Πώς όμως οι εταιρίες και γιατί παραποιούν τις λογιστικές τους καταστάσεις; Το γιατί είναι εύκολο να απαντηθεί:

- ❖ Οι επιχειρήσεις αλλάζουν τις μεθόδους λογιστικής τους για να διατηρήσουν ή να «κατασκευάσουν» τεχνητά κέρδη ή έστω να ελαχιστοποιήσουν τις ζημιές τους.
- ❖ Η προσπάθειά τους αυτή επιτείνεται από την επιθυμία στήριξης ή και ανεβήσματος της τιμής της μετοχής τους, ενόψει κάποιας εξαγοράς ή συγχώνευσης αλλά και για διατηρηθεί η καλή εικόνα της εταιρίας στην αγορά και να αποφευχθεί κατάρρευση της τιμής, που θα προκαλούσε η γνωστοποίηση των πραγματικών αποτελεσμάτων.
- ❖ Ακόμα η προσπάθεια των διευθυνόντων να χτίσουν τη δική τους εικόνα, που θα τους δώσει τη δυνατότητα καλύτερης σταδιοδρομίας οδηγεί στο να δημιουργήσουν θετικά ή να αποκρύψουν αρνητικά στοιχεία, που πιθανώς θα βλάψουν την εικόνα τους προς τα έξω. Αυτό μπορεί να γίνει ακόμα και σε βάρος της ίδιας της εταιρίας και των φορέων – μετόχων της, κυρίως στην περίπτωση που οι αμοιβές των στελεχών εξαρτώνται από επίτευξη στόχων και εμφάνιση αποτελεσμάτων. Τότε τα στελέχη δρουν για ίδιον όφελος και όχι για το όφελος του εργοδότη τους.²

Όσον αφορά το πώς, η δημιουργική λογιστική «χειρίζεται»:

- ❖ Λογαριασμούς εσόδων και κυρίως κερδών.
 - Οι πωλήσεις σε θυγατρικές, εμφανίζονται στο σύνολό τους ως κέρδη.
 - Εγγράφοντας άμεσα ως κέρδη, έσοδα, τα οποία λόγω συμβολαίων που έχουν συναφθεί, θα εισρεύσουν στο ταμείο της εταιρίας τα επόμενα χρόνια.
 - Μεταφέροντας πληρωμές υποχρεώσεων σε θυγατρικές.

¹ **“The Rise and Fall of Enron; When a company looks too good to be true, it usually is”**
By: C. William Thomas, April 2002, Περιοδικό: Journal Of Accountancy, www.findarticles.com

² **“America’s biggest corporate collapse” ENRON: virtual company, virtual profits**
By: Andrew Hill, Joshua Chaffin and Stephen Fiddler – 3.2.2002 & updated 13.2.2002, www.findarticles.com

- ❖ Το κόστος των αποθεμάτων.
 - Αποτιμά τα αποθέματα σύμφωνα με το κόστος τους και όχι στην τρέχουσα αγοραία αξία ή την αξία εκποίησης, έστω και αν είναι απαξιωμένα.
 - Με διαφοροποίηση της τιμολόγησης αποθεμάτων αρχής και τέλους χρήσης.
 - Με εμφάνιση ανύπαρκτων ποσοτήτων στις οικονομικές καταστάσεις.

- ❖ Τις αποσβέσεις, μεταβάλλοντας αυθαίρετα τα ποσοστά και τη μέθοδο, ανάλογα αν θέλει να εμφανίσει μειωμένα κέρδη για αποφυγή φορολογίας, ή να ωραιοποιήσει τα αποτελέσματα εμφανίζοντας μικρότερες ζημίες.

- ❖ Τις αποπληρωμές δανείων εμφανίζοντας μέρος των βραχυπρόθεσμων δανείων ως μακροπρόθεσμα με σκοπό την καλύτερη «εικόνα» του ισολογισμού, όσον αφορά την ορθολογική κάλυψη των στοιχείων του ενεργητικού.

- ❖ Λογαριασμούς συμμετοχών, διαθεσίμων και χρεογράφων.
 - Υπερτιμώντας την αξία μιας υποτιμημένης ή και ανύπαρκτης συμμετοχής.
 - Εμφανίζοντας μεγάλα ποσά στο λογαριασμό «ταμείο», χωρίς αντίκρισμα.
 - Εμφανίζοντας υποτιμημένα χρεόγραφα στην αξία κτήσης ή και μεγαλύτερη.
 - Εμφανίζοντας λογαριασμούς και συμμετοχές σε off-shore εταιρίες ή καταθέσεις σε φορολογικούς και ελεγκτικούς «παράδεισους».

Οι ενέργειες αυτές επηρεάζουν το σύνολο της εικόνας των λογιστικών καταστάσεων. Αν μια εταιρία εμφανίσει τεχνητά διογκωμένα κέρδη, αυτό θα επηρεάσει αλυσιδωτά αν είναι εισηγμένη στο χρηματιστήριο τη μερισματική της πολιτική, την τιμή της μετοχής της, την χρηματιστηριακή της αξία κλπ. Αλλά και αν δεν είναι εισηγμένη, θα παρακρατήσει πιθανότατα σημαντικό ύψους αποθεματικά από τα πλασματικά κέρδη, δημιουργώντας υψηλή μεν, ανύπαρκτη όμως καθαρή θέση εξαπατώντας τους συναλλασσόμενους μ' αυτήν. Ακόμα, διανέμοντας μέρος των ανύπαρκτων κερδών, ουσιαστικά διανέμει την περιουσία της στους μετόχους, απομένοντας «κέρυφος» εύκολα παρασυρόμενο στις πρώτες δυσκολίες.

Ενώ αυτά τα σημάδια αντιπροσωπεύουν έναν χρήσιμο πίνακα ελέγχου, στερούνται την απαραίτητη δυνατότητα να προβλέπουν με κάποιο συγκεκριμένο τρόπο – μοντέλο, τις εταιρικές καταρρεύσεις με έναν αποδεκτό βαθμό εμπιστοσύνης.

Έτσι, συχνά οι ασχολούμενοι με λογιστικές καταστάσεις, ενώ ανακαλύπτουν ή αισιάνονται την ύπαρξη προβλημάτων, δεν έχουν τη δυνατότητα μαθηματικής (μοντελοποιημένης) απόδειξης, από την ανάλυση των δημοσιεύσιμων λογιστικών καταστάσεων. Συνηγορούντων και των εκβιασμών από πλευράς διοίκησης του ελεγχόμενου (πχ Enron) προς τα μεσαία στελέχη του ελεγκτικού οργανισμού (πχ Arthur Andersen), αλλά και τη διοίκηση της ελεγκτικής εταιρίας με διακοπή συνεργασίας, οι λογιστικοί χειρισμοί καλύπτονται για σειρά ετών, διογκώνοντας τα προβλήματα.

Κέρδη που δεν υπάρχουν εμφανίζονται και διανέμονται, η προσφυγή σε νέο δανεισμό είναι αναγκαία προκειμένου να πληρωθούν τα ανύπαρακτα μερίσματα και κυρίως, διορθωτικά μέτρα δεν λαμβάνονται. Έτσι η συνήθης κατάληξη τέτοιων περιπτώσεων είναι η χρεοκοπία.

Η πρόσφατη περίπτωση χρεοκοπίας της Parmalat, δείχνει ίσως μια κατεύθυνση που θα μπορούσε να οδηγηθεί η νομοθεσία, προκειμένου να προβλέπονται τέτοιου είδους απάτες. Να υποχρεώσει τις εταιρίες που εμφανίζουν υψηλά διαθέσιμα, χρεόγραφα και συμμετοχές, να δημοσιοποιούν λεπτομέρειες τήρησης των λογαριασμών, έτσι ώστε να ανηδρούν εγκαίρως οι τράπεζες όταν δηλώνονται δέκτες καταθέσεων. Σε περίπτωση που δηλώνονται καταθέσεις σε ή εισροές κεφαλαίων από off-shore εταιρίες, τότε η ευθύνη θα ανήκει αποκλειστικά σ' εκείνους που επέλεξαν τη μετοχή της εταιρίας για επένδυση. Άλλωστε κάθε οικονομική τοποθέτηση εμπεριέχει ρίσκο. Τουλάχιστον θα είναι ενήμεροι για τον κίνδυνο που εμπεριέχει το εγχείρημά τους.

Από τη συγκεκριμένη όμως κατηγορία των εξαπατημένων, θα πρέπει να εξαιρεθούν τα τραπεζικά ιδρύματα και κάθε είδους επενδυτικοί σύμβουλοι. Το να επιδεικνύουν υπερβολική σιγουριά για τις τοποθετήσεις τους σε μεγάλες εταιρίες και να μη ζητούν, ενώ μπορούν να απαιτήσουν, πρόσθετη πληροφόρηση είναι αν μη τι άλλο απλοϊκό. Φαντάζουν αφελείς οι δικαιολογίες που ψελλίζουν, όταν μάλιστα όλος ο κόσμος αναγνωρίζει ενδείξεις κακής διαχείρισης και χρήσης κεφαλαίων από τους ιδιοκτήτες και τα στελέχη των επιχειρήσεων. Δεν είναι δυνατόν να θέλει κάποιος χρηματοοικονομικός οργανισμός, συχνά μάλιστα διεθνής, να δικαιολογήσει μια λανθασμένη τοποθέτησή του και την απώλεια των κεφαλαίων που δάνεισε ή των κεφαλαίων μικροεπενδυτών που διαχειρίστηκε, με το πρόσχημα ότι δεν μπορούσε να ελέγξει τα πιστοποιητικά καταθέσεων, που εμφάνιζε στο παρελθόν κάποια χρεοκοπημένη επιχείρηση. Από τη στιγμή που αυτά προέρχονταν, όπως στην περίπτωση της Parmalat, από φορολογικούς

και ελεγκτικούς παράδεισους θα έπρεπε να είχαν τεταμένη την προσοχή τους. Σε τέτοιους παράδεισους συνήθως βασιλεύουν οι δαίμονες της απάτης.

Πολλοί επιστήμονες, ακόμα και νομπελίστες, διαρρηγνύουν τα ιμάτιά τους για τα δικαιώματα των φτωχών χωρών και των λαών τους. Κανένας όμως, δεν καταδικάζει τις δήθεν φτωχές χώρες που προσφέρουν ασυλία σε οικονομικές απάτες και κατατρώνουν το υστέρημα των φτωχότερων πληθυσμιακών ομάδων των αναπτυσσόμενων χωρών. Για τον γράφοντα, το γεγονός ότι οι «νήσι Cayman» είναι φορολογικός παράδεισος και το «Cayman» είναι είδος κροκοδείλου, δημιουργεί συνειρμούς.

Συμπέρασμα: κεφάλαια από / σε φορολογικό παράδεισο = σημείο συναγερμού.

3.3.3 Ελλιπής οικονομική πληροφόρηση.

Οι οικονομικές μονάδες, υποχρεούνται εκ του νόμου ανάλογα με τη μορφή τους και την κατηγορία των τηρουμένων βιβλίων, να υποβάλουν τις οικονομικές τους καταστάσεις για φορολογικό έλεγχο και πολλές από αυτές, να δημοσιεύουν ορισμένες οικονομικές καταστάσεις, για ενημέρωση του κοινού. Αλλά υπάρχει σκοπιμότητα να ενημερώνονται τακτικά και οι φορείς της. Μια επιχείρηση που σκόπιμα ή από αδυναμία, δεν παρέχει τακτική οικονομική ενημέρωση, τόσο των εσωτερικών (διοικητικό συμβούλιο, μέτοχοι, εργαζόμενοι), όσο και των εξωτερικών (διοίκηση κεφαλαιαγοράς, επενδυτές, πιστωτές κλπ) χρηστών των οικονομικών της καταστάσεων, συνήθως αντιμετωπίζει εκτός των άλλων και οικονομικές δυσκολίες.

Η τακτική οικονομική ενημέρωση, τουλάχιστον των ιδιοκτητών και διοικούντων την εταιρία, θα πρέπει να περιλαμβάνει:

- ❖ Περιοδικές οικονομικές καταστάσεις
 - Ετήσιοι ισολογισμοί και αποτελέσματα χρήσης
 - Προσάρτημα ισολογισμού
 - Πιστοποιητικό ελέγχου
 - Τριμηνιαίες συνοπτικές οικονομικές καταστάσεις
- ❖ Καταστάσεις ταμειακών ροών.
- ❖ Σύγκριση της πραγματικής απόδοσης της επιχείρησης (πραγματικά αποτελέσματα χρήσης) σε σχέση με τον προϋπολογισμό χρήσης και το γενικό Business Plan.

- ❖ Σύγκριση των πραγματικών ταμειακών ροών και των πραγματικών αναγκών σε κεφάλαια κίνησης, σε σχέση με τον προϋπολογισμό.
- ❖ Ανάλυση των ληγόντων (ή ληγμένων) λογαριασμών εισπρακτέων.
- ❖ Ανάλυση των ληγόντων (ή ληγμένων) λογαριασμών πληρωτέων.
- ❖ Ανάλυση της χρήσης των αντληθέντων κεφαλαίων (σε περιπτώσεις εισηγμένων), σε σχέση με τους σκοπούς για τους οποίους αντλήθηκαν.
- ❖ Κατάσταση και δυνατότητα διάθεσης των αποθεμάτων που περιλαμβάνονται στις απογραφές.

Ορισμένα από τα παραπάνω στοιχεία οι ΑΕ και ΕΠΕ και κυρίως οι εισηγμένες επιχειρήσεις υποχρεούνται εκ του νόμου να τα δημοσιεύουν, ενώ τα υπόλοιπα οι καλά οργανωμένες τα παραχωρούν στους ενδιαφερόμενους, χωρίς ανηρρήσεις. Επιχειρήσεις, που σέβονται τον εαυτό τους και τους συνεργάτες τους, έχουν τα παραπάνω στοιχεία διαθέσιμα σε πρώτη ζήτηση.

Πολλές φορές οι επιχειρήσεις κάνουν «λάθη», ενδεικτικά όμως σε αρκετές περιπτώσεις δυσχερειών και προάγγελοι οικονομικής δυσπραγίας.

Ακόμα και μεγάλες επιχειρήσεις στερούνται έμπειρων στελεχών χρηματοοικονομικής διοίκησης, αναθέτοντας την παρακολούθηση του λογιστηρίου τους, σε εξωτερικούς συνεργάτες, αποσκοπώντας πολλές φορές στην εξοικονόμηση της αμοιβής ενός καταρτισμένου στελέχους. Οι επιχειρηματίες συχνά, δεν εκτιμούν την ανάγκη για οικονομική πληροφόρηση, προτιμώντας να βασίζονται στη διαίσθησή τους.

Επιπλέον όταν κάποια επιχείρηση βρίσκεται σε δύσκολη κατάσταση «αφήνει» να της φύγουν έμπειρα στελέχη για να περικόψει τα έξοδα από τους υψηλούς, ίσως, μισθούς τους. Τότε εμφανίζονται αδυναμίες στο να ελέγξει τις πραγματικές αιτίες – αιμορραγίες εξόδων. Αδυνατεί να ελέγξει τα γενικά (βιομηχανικά) έξοδα, δεδομένου ότι, τα νέα στελέχη όσο καλή θεωρητική κατάρτιση και αν έχουν, αδυνατούν να μπουν άμεσα στο πνεύμα της εταιρίας και των διαδικασιών της. Σπάνια τα απολυμένα στελέχη ενημερώνουν τους διαδόχους τους για την πραγματική κατάσταση, αν δεν τους παραπλανήσουν για λόγους εκδίκησης και ανταπόδοσης, δεδομένου ότι μια τέτοια εξέλιξη βλάπτει την εικόνα τους ως στελεχών. Επακόλουθο αυτής της κατάστασης είναι να οδηγείται η εταιρία σε προβλήματα και στην άρνηση παροχής πληροφοριών στους ελεγκτές και στους πιστωτές της ή ακόμα χειρότερα στην εσκεμμένη παραπλάνησή τους.

Ένα άλλο βασικό πρόβλημα που πηγάζει από την κακή ενημέρωση των ενδιαφερομένων, είναι ότι λόγω άγνοιας ή απόκρυψης των προβλημάτων δεν έχουν τη δυνατότητα να στηρίξουν την επιχείρηση στις δύσκολες στιγμές. Αν πχ οι κάθε είδους πιστωτές γνωρίζουν ότι μια επιχείρηση έχει εποχικές πωλήσεις, προσαρμόζουν και εκείνοι το ταμειακό τους πρόγραμμα ή τη ληκτότητα των απαιτήσεών τους, ανάλογα με τον κύκλο της. Ακόμα και στην περίπτωση, που αντιμετωπίζει κάποιο συγκεκριμένο πρόβλημα, το πιθανότερο είναι να προσπαθήσουν να στηρίξουν το συνεργάτη τους, προσδοκώντας στη συνέχιση της συνεργασίας τους και την αποκόμιση κερδών και από τις δύο πλευρές. Με τον τρόπο αυτόν, ο κύκλος των συνεργατών δημιουργεί μια ασπίδα, που προστατεύει την επιχείρηση.¹

Όταν όμως, τα προβλήματα αποκρύπτονται μέσα από καθυστερήσεις στη δημοσίευση των οικονομικών πληροφοριών και να θέλει κάποιος (πχ προμηθευτής, τράπεζα, κλπ) να στηρίξει την επιχείρηση, δε μπορεί.

Επιπλέον, αυτό είναι ένδειξη απροθυμίας της διοίκησης να ανακοινωθούν δυσμενή αποτελέσματα, ενώ σε μερικές περιπτώσεις υποκρύπτονται διαφωνίες μεταξύ της διοίκησης της εταιρίας και των ελεγκτών της στην παρουσίαση των οικονομικών καταστάσεων, γεγονός που σημαίνει ότι υφίστανται σημαντικά ή και αξεπέραστα προβλήματα.

Στην περίπτωση αυτή, θα πρέπει οι συναλλασσόμενοι με την επιχείρηση να λάβουν μέτρα για την εξασφάλιση και ομαλή ρευστοποίηση των απαιτήσεών τους ή τουλάχιστον να αποφύγουν περαιτέρω έκθεση, αναλαμβάνοντας νέους κινδύνους.

¹ "Moves that firms in financial turmoil must avoid" (Brief article)

By: Alan G. Tippie, 17 Jan. 2000, Los Angeles Business Journal, www.findarticles.com

3.3.4 Αριθμοδείκτες ή Χρηματοοικονομικοί δείκτες

3.3.4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Οι αριθμοδείκτες είναι η ευρύτερα χρησιμοποιούμενη μέθοδος ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και μέσω αυτής της ανάλυσης – μελέτης, η πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες είναι χρήσιμα εργαλεία για τη στάθμιση της πορείας μιας επιχείρησης, αλλά δεν είναι αλάνθαστα. Όταν τους χρησιμοποιούμε, πρέπει ταυτόχρονα να εξετάζουμε τις γενικότερες συνθήκες της αγοράς και κυρίως τον κλάδο στον οποίο η επιχείρηση δραστηριοποιείται. Αποδεκτοί δείκτες για έναν κλάδο, μπορεί να είναι καταστρεπτικοί για έναν άλλο. Επιπλέον ένας καλός αριθμοδείκτης δεν παρέχει καμία εγγύηση για την πιστοληπτική ικανότητα μιας εταιρίας. Μπορεί οι δείκτες της να «ευημερούν» αλλά η ίδια η εταιρία να βρίσκεται στο χείλος της καταστροφής.

Ένα άλλο στοιχείο, που στερεί αξιοπιστία από τους δείκτες, είναι το γεγονός ότι βασίζονται σε τελεσμένα γεγονότα – οικονομικές καταστάσεις της περιόδου ή της χρήσης που έκλεισε – και όχι σε τρέχοντα. Έχουν δηλαδή στατικό και όχι δυναμικό χαρακτήρα. Μια προσέγγιση του θέματος μέσα από τις προϋπολογιστικές οικονομικές καταστάσεις, που συντάσσονται με βάση το στρατηγικό σχεδιασμό της επιχείρησης, θα μπορούσε να δώσει πιο καλά αποτελέσματα, εμπεριέχει όμως τον κίνδυνο μιας αποτυχημένης πρόβλεψης.

Βασική προϋπόθεση για την αξιοποίηση των αριθμοδεικτών είναι αυτοί να βασίζονται σε πλήρη, ακριβή και πραγματικά στοιχεία. Ανακριβής πληροφόρηση εσκεμμένη ή όχι, παραποιεί τους αριθμοδείκτες και οδηγεί σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Έμπειρα στελέχη έχουν τη δυνατότητα να «χτίζουν» ισολογισμούς με τέτοιο τρόπο ώστε να παρουσιάζουν μια βελτιωμένη εικόνα της εταιρίας τους, που δεν απεικονίζει όμως την πραγματικότητα. Θα πρέπει λοιπόν η όποια αξιολόγηση με βάση τους αριθμοδείκτες, είτε αυτοί προέρχονται από οικονομικές καταστάσεις χρήσεων που έκλεισαν, είτε από προϋπολογισμούς, να συγκρίνονται διαρκώς με τα πραγματικά δεδομένα. Σημαντικά στοιχεία για τυχόν αποκλίσεις των προβλέψεων από την πραγματικότητα, μπορεί να μας δώσει η πρόβλεψη των ταμειακών ροών της επιχείρησης.

Ένα κρίσιμο στοιχείο, που πρέπει να λαμβάνεται υπόψη κυρίως όσον αφορά την κατάταξη των εταιριών από ελεγκτικούς οίκους, είναι η αμεροληψία του ελεγκτή. Είναι συχνό το φαινόμενο μια εταιρία ή και χώρα, να κατατάσσεται σε διαφορετικό επίπεδο πιστοληπτικής ικανότητας από διαφορετικούς οίκους, είτε γιατί χρησιμοποιούνται διαφορετικά μοντέλα, είτε κυρίως γιατί κατ' αυτόν τον τρόπο «εκβιάζουν» την εταιρία ή τη

χώρα, να τους αναθέσει προσοδοφόρα έργα, όπως πώληση κλάδου της εταιρίας, εισαγωγή της σε χρηματαγορές, διεθνείς μειοδοτικοί ή πλειοδοτικοί διαγωνισμοί κλπ.

Άλλωστε τα πρόσφατα παραδείγματα της Enron, της World Telecom, της Parmalat, κλπ, δείχνει το μέγεθος των συμβιβασμών που μπορεί να προκύψουν μεταξύ ελεγκτών και ελεγχόμενων, με δραματικές συνέπειες για πιστωτές και μικροεπενδυτές.

Στη συνέχεια θα παρατεθούν ορισμένα γενικά στοιχεία για τους αριθμοδείκτες και ακολούθως η χρήση τους ως εργαλείου πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

3.3.4.2 Ορισμός και Γενικά Σχόλια

Κατά το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο (ΕΓΛΣ): «αριθμοδείκτες είναι σχέσεις μεταξύ μεγεθών, λογιστικής ή στατιστικής προελεύσεως, που καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διαφόρων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων της οικονομικής μονάδας και, σε τελική ανάλυση, της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας, ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίον ανήκει η μονάδα αυτή».

Με πιο απλά λόγια, αριθμοδείκτης είναι η σχέση μεταξύ δύο ή περισσότερων στοιχείων των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων. Δείκτες που αναφέρονται σε χρονικό διάστημα μικρότερο των δώδεκα μηνών η καλύτερα σε μία πλήρη οικονομική χρήση, δεν είναι ενδεικτικοί της όλης καταστάσεως της οικονομικής μονάδας και κρίνονται πάντοτε σε συσχέτιση με δείκτες αντίστοιχων χρονικών περιόδων προηγούμενων ετών.

Η ανάλυση με τη βοήθεια αριθμοδεικτών, αποσκοπεί στο να μειώσει το μεγάλο αριθμό των δεδομένων, που εμφανίζονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, σε ένα σχετικά μικρότερο αριθμό σχέσεων, ενδεικτικών της πορείας της επιχείρησης.

Ειδικότερα οι αριθμοδείκτες που καταρτίζονται με βάση τα λογιστικά μεγέθη, που προσδιορίζονται με την εφαρμογή του ΕΓΛΣ έχουν τους ακόλουθους βασικούς στόχους:

1. Την εξασφάλιση των μέσων διαγνώσεως και εκτιμήσεως των όρων ή συνθηκών κάτω από τις οποίες λειτουργούν οι οικονομικές μονάδες.
2. Την κατάρτιση των δεικτών με τρόπο ενιαίο, ώστε να είναι δυνατή η σύγκρισή τους με τους αντίστοιχους αριθμοδείκτες ομοειδών οικονομικών μονάδων.

3. Την καλύτερη αξιοποίηση του λογιστικού και στατιστικού υλικού των οικονομικών μονάδων, για την εξυπηρέτηση, όχι μόνο των αναγκών τους και πλατύτερα εκείνων που ασχολούνται με την έρευνα των διαφόρων τομέων της επιχειρηματικής δραστηριότητας, αλλά και γενικότερα, πχ των Οργανισμών ή Υπηρεσιών που ασχολούνται με οικονομικές και κοινωφελείς μελέτες σε υψηλότερο επίπεδο.¹

Συχνό όμως, είναι το φαινόμενο να προσπαθούν διάφοροι μελετητές – αναλυτές, προκειμένου να εντυπωσιάσουν το ακροατήριο ή τους αναγνώστες τους, να χρησιμοποιούν μια πληθώρα δεικτών αμφίβολης χρησιμότητας. Γι' αυτό κατά το σχηματισμό των αριθμοδεικτών, υποστηρίζεται γενικά ότι, μεταξύ των μεγεθών του αριθμητή και του παρονομαστή θα πρέπει να υπάρχει κάποια λογική σχέση. Στη βιβλιογραφία, προτείνονται τρία είδη λογικών σχέσεων, που διέπουν την επιλογή των μεγεθών για το σχηματισμό αριθμοδεικτών:

1. Τα μεγέθη να είναι συγκρίσιμα μεταξύ τους (πχ κέρδη προς επενδυθέντα κεφάλαια). Γενικά υποστηρίζεται ότι, δύο μεγέθη είναι συγκρίσιμα, μόνο αν από τη συσχέπισή τους προκύπτει μια οικονομική σχέση.
2. Τα μεγέθη να βασίζονται σε κοινές αξίες (πχ κόστος πωληθέντων προς την αξία των αποθεμάτων).
3. Θα πρέπει να σχηματίζονται μόνο από μεγέθη που βρίσκονται σε συνάρτηση μεταξύ τους, δηλαδή από μεγέθη τα οποία μεταβάλλονται κατά τρόπο που μπορεί να προσδιοριστεί.

Οι αριθμοδείκτες λαμβάνονται ως ενδείξεις των αδυναμιών της επιχείρησης. Στη βιβλιογραφία τονίζεται η αρνητική πλευρά τους. Η ευνοϊκή τιμή ενός δεδομένου αριθμοδείκτη είναι δυνατόν να είναι άνευ σημασίας. Μια δυσμενής όμως τιμή, πιθανότατα αποτελεί ένδειξη προβλημάτων και να είναι σημείο συναγερμού για τους εσωτερικούς ή τους εξωτερικούς χρήστες των οικονομικών καταστάσεων.

Η αξία των αριθμοδεικτών έγκειται στα ερωτήματα που δημιουργεί η παρατήρησή τους και όχι στις απαντήσεις που δίνουν. Δεν έχει αξία η απάντηση στο ερώτημα: τι τιμή έχει, για κάποιο δείκτη, αλλά να θέτουμε ερωτήματα της μορφής: «γιατί είναι χαμηλή η αποδοτικότητα της επιχείρησης;» ή «τι προκάλεσε τη μειωμένη ρευστότητά της;». Η

¹ “Πρακτικό Εγχειρίδιο Ελληνικού Γενικού Λογιστικού Σχεδίου”
Εμμανουήλ Ι. Σακέλλη, Εκδόσεις «Γάμμος», Αθήνα 1990.

προσπάθεια απαντήσεων σε τέτοια ερωτήματα, κυρίως από την πλευρά των φορέων της επιχείρησης, θα επιτρέψει να γίνουν ανιληπτά τα αίτια των προβλημάτων και να δραστηριοποιηθούν για την επίλυσή τους ή να κατανοήσουν όλοι, ότι μια ένδειξη είναι περιστασιακή και δεν αποτελεί σημάδι κακής πορείας.

Οι αριθμοδείκτες μπορούν να ομαδοποιηθούν σε διάφορες κατηγορίες, ανάλογα με το χρησιμοποιούμενο κριτήριο. Η ομαδοποίηση που τυγχάνει της γενικής αποδοχής στη βιβλιογραφία είναι αυτή, που γίνεται με βάση το κριτήριο των διαφόρων οικονομικών πτυχών της δραστηριότητας της επιχείρησης. Η συνηθέστερη κατηγοριοποίηση των αριθμοδεικτών είναι η ακόλουθη:

- ❖ **Αριθμοδείκτες Ρευστότητας (*Liquidity Ratios*)**, οι οποίοι μετρούν την ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκριθεί θετικά στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της, κατά το χρόνο λήξης τους. Ικανοποιητικοί δείκτες ρευστότητας, δείχνουν ότι η επιχείρηση έχει τον έλεγχο της κατάστασης και δύσκολα επηρεάζεται από δυσμενείς συγκυρίες και τυχαία γεγονότα.
- ❖ **Αριθμοδείκτες Κυκλοφοριακής Ταχύτητας (*Activity or Turnover Ratios*)**, οι οποίοι μετρούν την αποτελεσματική χρησιμοποίηση των απασχολούμενων από την επιχείρηση περιουσιακών στοιχείων. Όσο περισσότερο αξιοποιούνται τα περιουσιακά στοιχεία, εγκαταστάσεις, αποθέματα κλπ, τόσο καλύτερα αποτελέσματα θα επιτυγχάνει η οικονομική μονάδα.
- ❖ **Αριθμοδείκτες Δανειακής Επιβάρυνσης (*Leverage Ratios*)**, οι οποίοι μετρούν τη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στη συνολική χρηματοδότηση της επιχείρησης. Είναι οι δείκτες που δείχνουν το αξιόχρεο της επιχείρησης, δηλαδή τη δυνατότητά της να ικανοποιεί τους πιστωτές της. Όσο μεγαλύτερη είναι η δανειακή επιβάρυνση της επιχείρησης, τόσο μεγαλύτερος και ο κίνδυνος που διατρέχει να καταστεί αναξιόχρεη, ενώ όσο μικρότερος τόσο ασφαλέστερη είναι η τοποθέτηση κεφαλαίων στην επιχείρηση.
- ❖ **Αριθμοδείκτες Αποδοκότητας (*Profitability Ratios*)**, οι οποίοι μετρούν την ικανότητα της διοίκησης να επιτυγχάνει – δημιουργεί ικανοποιητικά ποσοστά απόδοσης σε σχέση τόσο με τις πωλήσεις, όσο και με τα κεφάλαια που επένδυσαν στην επιχείρηση οι ιδιοκτήτες της.

Ο υπολογισμός της τιμής ενός αριθμοδείκτη μέσα στα πλαίσια της ανάλυσης, είναι άνευ σημασίας, αν δεν επακολουθήσει **σύγκριση** αυτού του μεγέθους, **με κάποιο εξωγενές πρότυπο**. Δηλαδή να συγκρίνουμε τους χρηματοοικονομικούς δείκτες της υπό εξέταση μονάδας, με τις αντίστοιχες τιμές των δεικτών του παραγωγικού κλάδου στον οποίο ανήκει. Αυτό το πρότυπο θα μπορούσε να βελιωθεί ακόμα περισσότερο, αν ήταν δυνατή η σύγκριση των δεικτών της μονάδας που μας ενδιαφέρει, με τις ανταγωνιστικές της επιχειρήσεις, (πχ όσες ανταγωνίζονται για το ίδιο γεωγραφικό μερίδιο αγοράς) ή με τις επιχειρήσεις ίδιου μεγέθους, αποκλείοντας έτσι τις στρεβλώσεις που προκαλούν συνήθως στους κλαδικούς δείκτες τα μεγέθη των 5 – 10 εταιριών που ηγούνται στον κλάδο. ¹

3.3.4.3 Οι Αριθμοδείκτες ως εργαλεία πρόβλεψης δυσπραγίας

3.3.4.3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Εξετάζοντας αναλυτικά τις προαναφερθείσες κατηγορίες αριθμοδεικτών και ουσιαστικά τους κυριότερους από αυτούς, μπορεί να οδηγηθούμε σε χρήσιμα συμπεράσματα για την πορεία μιας επιχείρησης και να προβλέψουμε με αρκετά καλή προσέγγιση, κατά πόσο θα είναι καλή ή κακή η μελλοντική της πορεία. Όπως προαναφέρθηκε σημαντικός είναι ο κίνδυνος που διατρέχει ο μελετητής – αναλυτής οικονομικών καταστάσεων, να εμπλακεί σε μια ατελείωτη σειρά αριθμοδεικτών, η εξέταση των οποίων μικρή σημασία έχει. Θα πρέπει δηλαδή η όποια ανάλυση να είναι όσο το δυνατόν περιεκτική και αποτελεσματική. Έτσι στη συνέχεια θα παρατεθούν οι σημαντικότεροι δείκτες κάθε κατηγορίας και σε ορισμένες περιπτώσεις μόνο ο κυριότερος.

¹ “Χρηματοοικονομική Διοίκηση” Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής – Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης”.

Γιάννης Τ. Λαζαρίδης – Δημήτρης Λ. Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη 2001, Τεύχος Α

3.3.4.3.2 Ρευστότητα

Η εξέταση της συγκεκριμένης ομάδας αριθμοδεικτών, θα μπορούσε να περιοριστεί στο δείκτη κυκλοφοριακής ρευστότητας (current ratio) και το δείκτη άμεσης ρευστότητας (quick or acid-test ratio), οι οποίοι δείχνουν πόσες χρηματικές μονάδες διαθέτει ή μπορεί να διαθέσει ρευστοποιώντας αποθέματα και απαιτήσεις η επιχείρηση, για κάθε χρηματική μονάδα υποχρεώσεων που λήγουν – ωριμάζουν.

$$\text{Κυκλοφοριακή ρευστότητα} = \frac{\text{Κυκλοφορούντα Περιουσιακά Στοιχεία}}{\text{Βραχυπρόθεσμο Παθητικό}}$$

$$\text{Άμεση ρευστότητα} = \frac{\text{Διαθέσιμα + Χρεόγραφα + Απαιτήσεις}}{\text{Βραχυπρόθεσμο Παθητικό}}$$

Και στις δύο περιπτώσεις παρατηρούμε ότι ο παρονομαστής παραμένει ο ίδιος, δηλαδή και οι δύο δείκτες εξετάζουν τη δυνατότητα της επιχείρησης να καλύπτει εμπρόθεσμα, τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Η συγκεκριμένη ανάλυση θα μπορούσε να λάβει μια γενικότερη προσέγγιση, αυτήν του χρονικού κύκλου των κεφαλαίων κίνησης της επιχείρησης (cash-flow cycle) η αλλιώς του παραγωγικού-συναλλακτικού κυκλώματος της επιχείρησης. Σημαντικός στη συγκεκριμένη προσέγγιση είναι ο παράγοντας χρόνος.¹ Αν παρατηρήσουμε τον κύκλο μιας επιχείρησης μπορούμε να διακρίνουμε ορισμένα στάδια, που προσδιορίζουν τη διάρκειά του. Τα στάδια αυτά (όχι περιοριστικά) ξεκινούν με την προμήθεια – παραλαβή των πρώτων υλών και ολοκληρώνονται με την είσπραξη των απαιτήσεων της επιχείρησης από τους πελάτες της, οπότε θεωρητικά ξαναρχίζει ο κύκλος. Βέβαια στην πράξη κάτι τέτοιο δεν ισχύει απόλυτα, αφού η επιχείρηση αφενός δε σταματάει ποτέ τη δραστηριότητά της και αφετέρου, έχει διαφορετική πιστωτική πολιτική για κάθε πελάτη της ή απολαμβάνει διαφορετική αντιμετώπιση από καθέναν από τους προμηθευτές της.

¹ **‘Why Companies Fail’**

Strategies for detecting, avoiding, and profiting from bankruptcy
Harlan D. Platt, Lexington Books, 1985

Τα στάδια αυτά με υποθετικές χρονικές διάρκειες, θα μπορούσαν να είναι:

Αγορά α΄ υλών - Δημιουργία υποχρεώσεων	1
Παραγωγική διαδικασία – Αποθήκευση ετοιμών προϊόντων	2 – 60
Πώληση προϊόντων – Δημιουργία απαιτήσεων	61 – 90
Είσπραξη απαιτήσεων	90 – 150

Το κρίσιμο και καθοριστικό σημείο στη διαδικασία είναι το πότε θα κληθεί να πληρώσει η επιχείρηση τις υποχρεώσεις της προς τους προμηθευτές της, αλλά και τα υπόλοιπα έξοδα παραγωγής, διάθεσης και διοίκησης. Το διάστημα μεταξύ της πώλησης των αγαθών που παράγει η επιχείρηση και της είσπραξης των απαιτήσεών της, σε συνδυασμό με την υποχρέωση εξόφλησης των απαιτήσεων των προμηθευτών, δημιουργούν ένα έλλειμμα σε κεφάλαιο κίνησης. Στην καλύτερη των περιπτώσεων, τα ίδια κεφάλαια ή ο μακροπρόθεσμος δανεισμός της επιχείρησης καλύπτουν ένα μέρος αυτών των αναγκών, ενώ το υπόλοιπο καλύπτεται με βραχυπρόθεσμο τραπεζικό δανεισμό. Οι τράπεζες δηλαδή καλύπτουν (έναντι αμοιβής = τόκος), το κενό σε κεφάλαια κίνησης και με τη σειρά τους εξοφλούνται όταν η επιχείρηση εισπράττει τις απαιτήσεις της. Μπορούμε να πούμε ότι ο τραπεζικός λογαριασμός της επιχείρησης κυμαίνεται μεταξύ ελλείμματος (\Rightarrow αύξηση δανειακών λογαριασμών) και πλεονάσματος (\Rightarrow μείωση δανειακών λογαριασμών και αύξηση καταθέσεων), ανάλογα με την περίοδο του κύκλου κεφαλαίου κίνησης της επιχείρησης.

Όταν ολοκληρώνεται ο κύκλος, θα πρέπει τα κέρδη του να χρηματοδοτήσουν μέρος των αναγκών σε κεφάλαια κίνησης του επόμενου, γεγονός που θεωρητικά σημαίνει ότι μετά από ορισμένες επιτυχείς επαναλήψεις του κύκλου η επιχείρηση δεν θα χρειάζεται πλέον ξένα κεφάλαια. Στην πράξη όμως αυτό συμβαίνει σπάνια. Η επιχείρηση προσπαθώντας να αναπτυχθεί συνεχώς, προσπαθεί να διευρύνει τις εργασίες της και αυτό σημαίνει ανάγκες σε περισσότερα κεφάλαια κίνησης από εκείνα που χρειάστηκε στον προηγούμενο κύκλο. Παράλληλα όμως, υφίσταται και απώλειες κεφαλαίων τόσο από πελάτες που χρεοκοπούν και αδυνατούν να εξοφλήσουν την υποχρέωσή τους, όσο και από αποθέματα τα οποία απαξιώνονται.

Υπάρχουν όμως και άλλες χοάνες απορρόφησης κεφαλαίων. Η διεύρυνση των εργασιών καθιστά απαραίτητη την ύπαρξη στις αποθήκες της επιχείρησης, αποθεμάτων ασφαλείας, τα οποία θα τροφοδοτήσουν την παραγωγή και τις πωλήσεις της σε περιόδους

απρόβλεπτων γεγονότων. Ακόμη όσο διευρύνεται οι συνεργασία με κάποιους πελάτες, εκείνοι ζητούν μεγαλύτερη διάρκεια και ποσό πιστώσεων, ενώ στην προσπάθεια απόσπασης πελατών από ανταγωνιστές, η επιχείρηση ως κίνητρο συνεργασίας παρέχει μόνη της μεγαλύτερης διάρκειας πιστώσεις.

Οι αυξημένες αυτές ανάγκες σε κεφάλαια κίνησης, ιδίως όταν η επιχείρηση είναι σε αναπτυξιακή τροχιά, καλύπτονται σχετικά εύκολα με διεύρυνση του τραπεζικού δανεισμού. Προβλήματα δημιουργούνται όταν οι ανάγκες προκύπτουν από εκτεταμένες απώλειες κεφαλαίων από επισφαλείς απαιτήσεις, απαξίωση αποθεμάτων ή ακόμα και άστοχες τοποθετήσεις των μετόχων (πχ σε μετοχές που υποτιμήθηκαν). Ουσιαστικά στην περίπτωση αυτή, η οικονομική μονάδα έχει απολέσει κεφάλαια τα οποία, φυσιολογικά ανιδρώντας, θα πρέπει να καλύψουν εξ ιδίων οι μέτοχοί της. Δυστυχώς όμως οι επιχειρήσεις προσφεύγουν σε διεύρυνση του τραπεζικού δανεισμού και μάλιστα του βραχυπρόθεσμου. Αυτό συμβαίνει επειδή αποκρύπτουν από τις τράπεζες την πραγματική αιτία των αναγκών σε κεφάλαια κίνησης. Αποτέλεσμα αυτής της τακτικής είναι να μπαίνουν σε ένα φαύλο κύκλο προσπάθειας διεύρυνσης των πωλήσεων χωρίς την αναγκαία πληροφόρηση και λήψη μέτρων, τη δημιουργία νέων επισφαλειών και του διαρκώς αυξανόμενου δανεισμού. Ο δανεισμός εκτός της δημιουργίας υποχρέωσης επιστροφής του, διαβρώνει και την κερδοφορία της επιχείρησης, καθιστώντας την επιβίωσή της αμφίβολη. Πέραν της εισφοράς κεφαλαίων από τους ιδιοκτήτες, πιο σωστή κίνηση θα ήταν να ενημερώσουν τις συνεργαζόμενες τράπεζες για το πρόβλημά τους και να αντιμετωπίσουν από κοινού το πρόβλημα με μετατροπή μέρους του δανεισμού τους σε μεσο-μακροπρόθεσμο. Έτσι, αφενός η ανάγκη αποπληρωμής του να μετατεθεί χρονικά, αλλά θα συνειδητοποιήσουν και οι φορείς, ότι το συγκεκριμένο κεφάλαιο με τις τακτές του λήξεις, υποκαθιστά στην ουσία ίδιο κεφάλαιο και δίνεται η δυνατότητα στην επιχείρηση να το συγκεντρώσει σταδιακά. Παράδειγμα τέτοιας ορθολογικής αντιμετώπισης είχαμε στις περιπτώσεις των ελληνικών εισηγμένων που απώλεσαν κεφάλαια την τριετία 1998 – 2001 και μετά από συνεννόηση με τις τράπεζες, παρέτειναν τις υποχρεώσεις τους και οι περισσότερες έχουν ήδη ξεπεράσει τη δυσκολία.

Πολλοί, αναφερόμενοι στους δείκτες ρευστότητας, αναφέρουν μεγέθη για την αξιολόγησή τους. Πχ αν ο δείκτης κυκλοφοριακής ρευστότητας είναι μεγαλύτερος του 2 θεωρείται ότι η επιχείρηση δεν αντιμετωπίζει προβλήματα ρευστότητας, ενώ αν υπολείπεται της μονάδας αποτελεί σοβαρή ένδειξη προβλημάτων. Σε φυσιολογικές καταστάσεις, μια τέτοια προσέγγιση θεωρείται αποδεκτή.

Προσοχή όμως! Υπενθυμίζεται η στατικότητα των οικονομικών καταστάσεων από όπου εξάγονται οι χρηματοοικονομικοί δείκτες, καθώς και ο παράγοντας χρόνος.

Ως παράδειγμα αναφέρεται ότι πιθανώς μια επιχείρηση με δείκτη 3 πιθανώς αντιμετωπίζει προβλήματα αν ο κύκλος της είναι 8 μηνών και καλείται να πληρώνει τους προμηθευτές της σε 3 μήνες και τα υπόλοιπα έξοδά της κάθε μήνα, ενώ αντίθετα μια επιχείρηση που από τον ισολογισμό της προκύπτει ρευστότητα 1, εισπράττει τις απαιτήσεις της ανά δίμηνο και απολαμβάνει πιστώσεις 6 μηνών είναι σαφώς υγιέστερη της προηγούμενης.

Πιο κοντά στην πραγματικότητα είναι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας, ο οποίος δε λαμβάνει υπόψη του τα αποθέματα, απορροφώντας έτσι εξ ορισμού πιθανά προβλήματα ρευστοποίησης και εξισορροπώντας τις ενδεχόμενες επισφάλειες με τις πωλήσεις που θα γίνουν. Ένας τέτοιος δείκτης μεγαλύτερος της μονάδας, δείχνει ότι η επιχείρηση έχει περιθώρια για την ευχερή αποπληρωμή των υποχρεώσεών της, παράλληλα όμως θα μπορούσε να ανπιείνει κάποιος, ότι η επιχείρηση διατηρεί στο χαρτοφυλάκιο της υπερβολική ποσότητα αδρανών διαθεσίμων ασφαλείας, τα οποία θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν περισσότερο προσοδοφόρα.

Πάντως σε οποιαδήποτε περίπτωση, κατά τη χρήση των συγκεκριμένων δεικτών θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη ποιοτικά στοιχεία των λογαριασμών και συγκεκριμένα:

- ❖ Η κατάσταση των αποθεμάτων (ευχέρεια ρευστοποίησης, ύπαρξη απαξιωμένων, ανάγκες για αποθέματα ασφαλείας, κλπ).
- ❖ Η ληκτότητα και κυρίως η «υγεία» των λογαριασμών εισπρακτέων (μακράς διάρκειας απαιτήσεις, επισφάλειες, οφειλόμενο για μεγάλο χρονικό διάστημα μετοχικό κεφάλαιο, απαιτήσεις από φόρους λόγω προσφυγής σε δικαστήριο, κλπ).
- ❖ Η πραγματική ύπαρξη αντικρίσματος σε λογαριασμούς όπως χρεόγραφα και καταθέσεις, κυρίως όταν δηλώνεται ότι τηρούνται σε φορολογικούς παράδεισους (Βλέπε Parmalat).
- ❖ Ο υψηλός λογαριασμός «ταμείο», συνήθως υποκρύπτει απολήψεις μετόχων, πληρωμές χωρίς παραστατικά και γενικά ανυπαρξία των εμφανιζόμενων κεφαλαίων.
- ❖ Η ληκτότητα των πληρωτέων λογαριασμών και κυρίως αν οι τράπεζες είναι διατεθειμένες να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν την επιχείρηση, ή προτίθενται να ζητήσουν εξόφληση των απαιτήσεών τους.

Επειδή πολλά προβλήματα προκύπτουν όταν οι επιχειρήσεις δεν κάνουν ορθολογική εκμετάλλευση του παραγωγικού-συναλλακτικού τους κυκλώματος, (cash-flow cycle), οι φορείς της επιχείρησης, σχετικά με τη ρευστότητα και κυρίως με τη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης (cash-flow management), θα πρέπει:

- ❖ Να ανηλεφθούν τη φύση και τη σημαντικότητα του προβλήματος και να μη βασίζονται στη μέχρι τώρα εμπειρία και πρακτική. Υπάρχουν σύγχρονα τεχνολογικά εργαλεία και τεχνογνωσία που βοηθούν τα μέγιστα στην εισροή, αξιολόγηση και αξιοποίηση των απαραίτητων πληροφοριών για τα προϊόντα που ζητάει η αγορά, τον τόπο και τον τρόπο διάθεσής τους από τους ανταγωνιστές και κυρίως πληροφορίες για το προϊόν των υποψήφιων πελατών μας και συχνά ακόμα και για το ήθος των φορέων τους.
- ❖ Να αναπτύξουν σχέδιο για την αντιμετώπιση των προβλημάτων που δημιουργεί στη διοίκηση του κεφαλαίου κίνησης η δραστηριότητα της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη την πηγή δημιουργίας τους, η οποία μπορεί να είναι το:
 - *Διαρκώς θετικό κεφάλαιο κίνησης.* Είναι το πιο ευχάριστο πρόβλημα για οποιαδήποτε διοίκηση. Μόνη περαιτέρω ενασχόληση των διοικούντων, η καλύτερη αξιοποίηση του πλεονάσματος.
 - *Κυμαινόμενο κεφάλαιο κίνησης.* Αυτό συνήθως οφείλεται και είναι χαρακτηριστικό γνώρισμα εποχικότητας των εργασιών τόσο της επιχείρησης, όσο και των πελατών της. Και εδώ τα πράγματα είναι σχετικά εύκολα, δεδομένου ότι ένας καλός προγραμματισμός και συνεννόηση με τους πιστωτές της (κυρίως προμηθευτές και τράπεζες), εφοδιάζει την επιχείρηση με τα αναγκαία κεφάλαια όταν έχει αρνητικό ισοζύγιο και επιπλέον της δίνει τη δυνατότητα να κάνει σωστές επενδύσεις μειώνοντας τα χρηματοοικονομικά της έξοδα, όταν έχει θετικό ισοζύγιο.
 - *Διαρκώς αρνητικό κεφάλαιο κίνησης.* Στην περίπτωση αυτή υπάρχει πρόβλημα και μια τέτοια ένδειξη αποτελεί **σημείο συναγερμού**. Απαιτούνται εισφορές νέων κεφαλαίων από τους φορείς για πραγματοποίηση επενδύσεων και τόνωση της δραστηριότητας της επιχείρησης, προκειμένου να λυθεί το πρόβλημα. Αν διαπιστωθεί ότι, από την πλευρά των φορέων υπάρχει αμέλεια ή αποφυγή ενίσχυσης της επένδυσής τους ή ακόμα χειρότερα προσπάθεια αποεπένδυσης και απόσυρσης, θα πρέπει και οι πιστωτές να λάβουν μέτρα για διασφάλιση των απαιτήσεών τους.

3.3.4.3.3 *Κυκλοφοριακή Ταχύτητα.*

Μετρά το μέσο ρυθμό ταχύτητας, με τον οποίο τα στοιχεία κυκλοφορούντος ενεργητικού ανακυκλώνονται (εισέρχονται στην ή εξέρχονται από την επιχείρηση) μέσα στη χρήση.

Τα κεφάλαια της επιχείρησης είναι το μέτρο της αξίας της και πρέπει να επενδύονται σε στοιχεία ενεργητικού λαμβάνοντας πάντα υπόψη ότι:

1. Οι επενδύσεις γίνονται επειδή έχουν τη δυνατότητα να δημιουργούν πωλήσεις και τη δυναμική να αποφέρουν κέρδη.
2. Τα κεφάλαια δεν πρέπει να παραμένουν ποτέ αδρανή ή να χρησιμοποιούνται με λάθος τρόπο και η διαχείρισή τους αποτελεί για τη διοίκηση καθήκον πλήρους απασχόλησης
3. Η επιχείρηση πρέπει να επιλέξει το κατάλληλο γι' αυτή μίγμα βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων κεφαλαίων και συνεπώς παγίων και κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού.

Η επιχείρηση μπορεί να συγκεντρώσει κεφάλαια με δύο τρόπους: Εκδίδοντας μετοχές και αυξάνοντας το μετοχικό της κεφάλαιο ή δημιουργώντας χρέη. Οι μέτοχοι επενδύουν σε μια επιχείρηση προκειμένου να αποκομίσουν κέρδη, οι δε πιστωτές της προσδοκούν να αποκομίσουν τα δικά τους μέσω της είσπραξης των απαιτήσεών τους, όπου ενσωματώνονται συνήθως τα δανεισμένα κεφάλαια και η αμοιβή τους (κεφάλαια + τόκοι τραπεζών, κόστος πωληθέντων + κέρδη προμηθευτών, κλπ).

Προκειμένου λοιπόν η επιχείρηση να φανεί συνεπής στις υποχρεώσεις της προς τους μετόχους και τους πιστωτές της, αξιοποιεί τα κεφάλαια αναπτύσσοντας δραστηριότητα, αποκομίζει έσοδα και μ' αυτά αποπληρώνει τους δανειστές της. Όσο καλύτερη είναι η αξιοποίηση των κεφαλαίων, τόσο καλύτερη θα είναι και η επίδοση της επιχείρησης και κατά συνέπεια η αύξηση της αξίας της, μέσα από τη συσσώρευση κερδών.

Εδώ θα πρέπει να σημειωθεί ότι κακή αξιοποίηση των κεφαλαίων αναφέρεται κυρίως σε λανθασμένες επιλογές σύνθεσης του ενεργητικού της επιχείρησης και όχι σε μια επιτυχή ή ανεπιτυχή εμπορική συμφωνία. Εδώ θα πρέπει να συνυπολογίζεται και ο αναλαμβανόμενος κίνδυνος.

Οι μακροπρόθεσμες επενδύσεις μπορεί να αποφέρουν στην επιχείρηση μεγαλύτερα κέρδη και για μακρό χρονικό διάστημα, ενσωματώνουν όμως λόγω της μακροχρόνιας τοποθέτησης κεφαλαίων μεγαλύτερο κίνδυνο, σε αντίθεση με τα στοιχεία του

κυκλοφορούντος ενεργητικού που ναι μεν αποδίδουν λιγότερο, αλλά μετατρέπονται σχεδόν άμεσα σε ρευστό μειώνοντας στο ελάχιστο τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

Τοποθετήσεις σε σύγχρονο εξοπλισμό και εγκαταστάσεις θα δώσουν στην επιχείρηση ανταγωνιστικά πλεονεκτήματα και μερίδιο αγοράς για πολλά χρόνια. Ωστόσο, πάντα υπάρχει ο κίνδυνος να εισαχθεί στην αγορά νέα τεχνολογία ή προϊόντα και από τη μια στιγμή στην άλλη μια σημαντικού ύψους και αποδοτική επένδυση να καταστεί απαξιωμένη και αναποτελεσματική. Λόγω του ύψους των επενδύσεων σε πάγια στοιχεία, είναι δυσχερής και επώδυνη η αντικατάστασή τους. Αν όμως η εταιρία καταστεί ξεπερασμένη τεχνολογικά, θα χάσει τα μερίδια αγοράς της και θα καταστεί αναξόχρηη. Αντίθετα, επενδύσεις σε κυκλοφορούντα στοιχεία ενεργητικού εμπεριέχουν μεν κίνδυνο, αυτός όμως είναι σχετικά μικρότερος και προβλέψιμος λόγω της βραχυχρόνιας διάρκειάς τους. Στην περίπτωση όμως αυτή θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη στοιχεία, όπως η ποιότητα των αποθεμάτων, η φερεγγυότητα των πελατών μας, η αξιοπιστία των χρεογράφων που προμηθευθήκαμε, κλπ. Ακόμα θα πρέπει να συνυπολογίζεται ότι μία υποεπένδυση σε περιορισμένου κινδύνου κυκλοφορούντα στοιχεία δημιουργεί απώλεια ευκαιριών για ανάπτυξη και κέρδη, των οποίων η απώλεια δεν αναπληρώνεται. Αντίθετα μια υποεπένδυση σε πάγια στοιχεία, μπορεί να αναπληρωθεί με ανάθεση εργασιών σε τρίτους (outsourcing), μειώνοντας ίσως τα κέρδη, περιορίζοντας όμως και τον κίνδυνο.

Στοιχεία που συνηγορούν στην διεύρυνση των κυκλοφορούντων στοιχείων είναι:

- ❖ Μια συνεχιζόμενη για χρόνια αναπτυξιακή πορεία, οπότε τα αποθέματα ασφαλείας και οι πιστώσεις σε καλούς κυρίως πελάτες διευρύνονται.
- ❖ Οικονομίες κλίμακος στην παραγωγή, που ενθαρρύνουν την διόγκωση πριν την επέκταση (πχ αύξηση αποθεμάτων και επιθετική είσοδος σε νέες αγορές).
- ❖ Πιο φιλελεύθερη – ανοικτή πιστωτική πολιτική.
- ❖ Οικονομική ύφεση που αναγκάζει τους πελάτες, να ζητούν παρατάσεις στην αποπληρωμή των υποχρεώσεών τους προς την επιχείρηση.

Συνήθεις δείκτες που χρησιμοποιούνται στην κατηγορία αυτή είναι:

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων} = \frac{\text{Κόστος πωληθέντων}}{\text{Μέσος όρος αποθεμάτων (αρχής-τέλους χρήσης)}}$$

$$\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων} = \frac{\text{Κύκλος εργασιών}}{\text{Μέσος όρος απαιτήσεων (αρχής-τέλους χρήσης)}}$$

Ο μεν πρώτος δείχνει πόσες φορές τα αποθέματα ανακυκλώθηκαν στη χρήση, ο δε δεύτερος δίνει ανάλογη πληροφόρηση για τις απαιτήσεις. Για να κάνουμε πιο απλή και κατανοητή την ανάλυση, υπολογίζουμε τους μέσους χρόνους παραμονής των αποθεμάτων και είσπραξης των απαιτήσεων, βρίσκοντας έτσι πόσες μέρες παραμένουν κατά μέσο όρο τα αποθέματα στις αποθήκες και την παραγωγική διαδικασία, καθώς και τη μέση διάρκεια παρεχομένων πιστώσεων στην πελατεία μας:

$$\text{Μέσος χρόνος αποθεμάτων} = \frac{360 \text{ ή } 365}{\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα αποθεμάτων}}$$

$$\text{Μέσος χρόνος απαιτήσεων} = \frac{360 \text{ ή } 365}{\text{Κυκλοφοριακή ταχύτητα απαιτήσεων}}$$

Ανάλογα με τον κλάδο που ανήκει η επιχείρηση, υπάρχουν ορισμένα πρότυπα αποδεκτής διάρκειας αποθεμάτων και λογαριασμών εισπρακτέων. Συγκρίσεις των παραπάνω δεικτών σε σχέση με προηγούμενες χρήσεις της επιχείρησης ή τους ανταγωνιστές της δίνουν ενδείξεις καλής η κακής πορείας.

Λαμβανομένου υπόψη του παραγωγικού-συναλλακτικού κυκλώματος, η μεγάλη και κυρίως η αυξανόμενη διαχρονικά διάρκεια αποθεμάτων ίσως υποκρύπτει απαξιωμένες α' ύλες και προϊόντα, κακή διαδικασία παραγωγής ή ακόμα και ελλιπές δίκτυο διανομής, οπότε θα πρέπει να εκλαμβάνεται ως σημείο συναγερμού. Σε περίπτωση όμως που παρατηρείται αύξηση της διάρκειας σε μια χρήση, θα πρέπει να εξετάζεται μήπως οφείλεται σε προβλέψεις της επιχείρησης για έλλειψη α' υλών με παράλληλη αύξηση ζήτησης των προϊόντων της στο προσεχές μέλλον, οπότε θα πρέπει να σταθμιστεί διαφορετικά.

Ανάλογο χειρισμό θα πρέπει να υφίστανται και οι απαιτήσεις. Μεγάλη και αυξανόμενη διάρκεια λογαριασμών εισπρακτέων συνήθως υποκρύπτει επισφάλειες ή εξαναγκασμό της επιχείρησης από τους πελάτες της για παροχή μεγαλύτερης διάρκειας πιστώσεων, οπότε αυτό αποτελεί τρωτό σημείο. Θα πρέπει όμως και εδώ να ερευνηθεί το ενδεχόμενο να αποτελεί στρατηγική επιλογή της διοίκησης για διεύρυνση του μεριδίου της στην αγορά, μέσα από παροχή πιστώσεων.

3.3.4.3.4 Δανειακή Επιβάρυνση.

Θα μπορούσε κάποιος να ενστερνιστεί απόλυτα την άποψη των Franco Montigliani και Merton Miller και να στραφεί στη χρήση όσων γίνεται περισσότερων ξένων κεφαλαίων. Παρά το γεγονός ότι υπάρχουν πολλοί καλοί λόγοι να ενεργήσει κάποιος κατ' αυτόν τον τρόπο, υπάρχουν και σημαντικά μειονεκτήματα, όπως:

- ❖ η επιχείρηση γίνεται δέσμια του χρέους της,
- ❖ περιορίζει τις εναλλακτικές λύσεις της και
- ❖ διακυβεύει το μέλλον της

Μικρότερος τραπεζικός δανεισμός σημαίνει ότι οι φορείς της επιχείρησης έχουν συνεισφέρει μεγάλο μέρος των απαιτούμενων για τη δραστηριότητά της κεφαλαίων. Αυτό με τη σειρά του σημαίνει μικρότερο χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Απλοϊκά σκεπτόμενος κάποιος, θα αναρωπιόταν γιατί να μην δανείζεται η επιχείρηση, ιδίως όταν το κόστος των ιδίων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο από αυτό του δανεισμού; Απαντώντας στο ερώτημα, θα αναφέρουμε τις βασικές διαφορές της αμοιβής των μετόχων από εκείνη των τραπεζών:

- ❖ Οι μέτοχοι απολαμβάνουν μερίσματα, μόνον όταν υπάρχουν κέρδη και μάλιστα όταν οι ίδιοι αποφασίσουν να τα διανεμούν. Σε περίπτωση ανάγκης ή μακρόπνων στρατηγικών, τα κέρδη συνήθως αυτοχρηματοδοτούν την επιχείρηση.
- ❖ Οι τράπεζες απαιτούν την πληρωμή τουλάχιστον των τόκων, και μέρος αν όχι όλο το κεφάλαιο που δάνεισαν στην επιχείρηση ενώ οι μέτοχοι, πλην σπανίων εξαιρέσεων, δε ζητούν να πάρουν πίσω τα χρήματα που επένδυσαν στην επιχείρηση.

Ακόμα πρέπει να σημειωθεί ότι, τα εισφερθέντα από τους μετόχους κεφάλαια, καλύπτουν ορθολογικά τις πιο επικίνδυνες επενδύσεις της επιχείρησης, δηλαδή τις μακροπρόθεσμες (πάγια στοιχεία ενεργητικού και συμμετοχές). Σε ορισμένες, ιδανικές ίσως, περιπτώσεις τα ίδια κεφάλαια καλύπτουν και μέρος των αναγκαίων κεφαλαίων κίνησης. Πιο συχνά τα παρακρατηθέντα κέρδη παρελθουσών χρήσεων έχουν συσσωρεύσει ικανοποιητικό κεφάλαιο για τη χρηματοδότηση της δραστηριότητας.

Σε περίπτωση που η επιχείρηση αποφασίσει να στραφεί σε οποιαδήποτε μορφής χρηματοδότηση από πιστωτικά ιδρύματα, (ομολογιακό, κοινοπρακτικό, απλό δάνειο, χρηματοδοτική μίσθωση ή άλλη μορφή χρηματοδότησης) για κάλυψη των αναγκών της

σε κεφάλαια, μεσο-μακροπρόθεσμα ή βραχυπρόθεσμα, θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη της ότι:

- ❖ το κόστος κεφαλαίων, αυξάνει ανάλογα με τη διάρκεια αποπληρωμής του δανείου (όσο μακρύτερη η διάρκεια, τόσο υψηλότερο το κόστος)
- ❖ υπάρχει υποχρέωση επιστροφής των δανειακών κεφαλαίων σε κάποια στιγμή στο άμεσο ή το απώτερο μέλλον, τμηματικά ή εφάπαξ
- ❖ τα δανειακά κεφάλαια πρέπει να καλύπτουν άμεσες και υπαρκτές ανάγκες της δραστηριότητας της επιχείρησης και όχι κερδοσκοπικούς σκοπούς
- ❖ η επιχείρηση έχει τη δυνατότητα αποπληρωμής ή τουλάχιστον αναδιαπραγμάτευσης και παράτασης μέρους ή του συνόλου του χρέους της σε περίπτωση οικονομικής ύφεσης.

Κακή κατάληξη έχουν συνήθως τα δάνεια που γίνονται χωρίς καλό προγραμματισμό ή για κερδοσκοπικούς λόγους. Συχνά οι διοικούντες κρίνουν ότι παρά τα υψηλά επιτόκια πρέπει να προχωρήσουν σε μια επένδυση με τραπεζικό δανεισμό και όχι με αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, προβλέποντας ότι τα επιτόκια θα πέσουν. Αν όμως παραμείνουν σταθερά ή αυξηθούν, η επιχείρηση καλείται να επωμιστεί υψηλές χρηματοοικονομικές δαπάνες. Όταν η συγκεκριμένη επιλογή συμπέσει με περίοδο ύφεσης, η επιχείρηση λόγω μείωσης πωλήσεων στερείται εσόδων ενώ καλείται να αποπληρώνει δάνεια και τόκους, με συνέπεια την απώλεια της πιστοληπτικής της ικανότητας και τελικά τη δυσπραγία. Ακόμα χειρότερα είναι τα πράγματα αν τα δανειακά χρήματα επενδυθούν σε κερδοσκοπικές τοποθετήσεις (πχ μετοχές, junk bonds, συνάλλαγμα, κλπ). Η παραμικρή ύφεση οδηγεί τις επιχειρήσεις σε αδιέξοδα, τις εξαναγκάζει σε συρρίκνωση και οδηγεί τις πλέον αδύναμες σε χρεοκοπία. Χαρακτηριστικό παράδειγμα κερδοσκοπικού δανεισμού ήταν την τριετία 1998 – 2000, ο δανεισμός των ελληνικών επιχειρήσεων στο ιαπωνικό YEN, χωρίς κανένα λόγο πλην της ελπίδας ότι το YEN θα υποτιμηθεί και του μικρού του επιτοκίου. Η επί τριετία όμως ανοδική διαδρομή της ισοτιμίας του YEN, από 100 YEN = 215 δραχμές στην ισοτιμία των περίπου 380 δραχμών εξανέμισε το επιτοκιακό όφελος, ενώ παράλληλα η απληστία οδήγησε τους περισσότερους να μην ασφαλισουν μέσω swaps ή άλλων εργαλείων την τοποθέτησή τους. Έτσι το αποτέλεσμα ήταν υγιείς, κατά τα άλλα, επιχειρήσεις να οδηγηθούν σε μαρασμό και χρεοκοπία, όταν κλήθηκαν από τις τράπεζες να αποπληρώσουν τις οφειλές τους. Αξίζει εδώ να σημειωθεί, η ανευθυνότητα πολλών στελεχών των τραπεζών, που με την υπόσχεση του εύκολου κέρδους, παρέσυραν σε δανεισμό ακόμα και συντηρητικούς επιχειρηματίες.

Τέλος, ένας σημαντικός κίνδυνος που ελλοχεύει, είναι η πίστη της αέναης ανάπτυξης της επιχείρησης. Οι φορείς θεωρούν ότι η ανάπτυξη που παρουσιάζει η επιχείρησή τους, ίσως και για σειρά ετών, αποτελεί πρόκριμα για την ανάπτυξή της και στο μέλλον. Δεν λαμβάνουν υπόψη τους την αντίδραση των ανταγωνιστών και δεν σταθμίζουν κανένα κίνδυνο. Πιστεύοντας ότι η ανάπτυξη είναι δεδομένη, δανείζονται όλο και περισσότερο, αναμένοντας αύξηση πωλήσεων και κερδών. Η αντιστροφή όμως της κατάστασης, που συνήθως συμβαίνει, αποβαίνει επώδυνη, αν όχι μοιραία, για τη μέχρι πρόσφατα ευημερούσα εταιρία.

Τρεις κυρίως είναι οι δείκτες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από την κατηγορία αυτή: ο δείκτης δανειακής επιβάρυνσης, ο δείκτης κάλυψης των ετήσιων τόκων και χρηματοοικονομικών εξόδων και οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις ως ποσοστό του κύκλου εργασιών.

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Μακρ/θεσμες} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

Μας δείχνει τη συμμετοχή των ξένων κεφαλαίων στη χρηματοδότηση της επιχείρησης. Καλύτερη εικόνα πάντως δίνει ο δείκτης όταν αντί των συνολικών κεφαλαίων στον παρονομαστή, τεθούν τα ίδια κεφάλαια :

$$\text{Δείκτης Δανειακής Επιβάρυνσης} = \frac{\text{Μακρ/θεσμες} + \text{Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

Οπότε ο δείκτης δείχνει πόσα ξένα κεφάλαια χρησιμοποιεί η επιχείρηση, για κάθε χρηματική μονάδα που έχουν εισφέρει οι μέτοχοι.

Σημειώνεται προς αποφυγήν παρεξηγήσεων, ότι παρά τον όρο «δανειακή», αναφερόμαστε στις υποχρεώσεις της επιχείρησης σε όλους (προμηθευτές, τράπεζες, πιστωτές, κλπ), πλην των μετόχων της. Όσο αυξάνουν οι τιμές του συγκεκριμένου αριθμοδείκτη, σημαίνει ότι τα ξένα κεφάλαια χρηματοδοτούν όλο και μεγαλύτερο μέρος των δραστηριοτήτων και τόσο περισσότερο κινδυνεύει η επιχείρηση να οδηγηθεί σε προβλήματα – να καταστεί αναξιόχρηη. Ανάλογα και με τον κλάδο που δραστηριοποιείται η επιχείρηση, γενικά αποδεκτές θεωρούνται οι μικρότερες του 4 τιμές του δείκτη.

$$\text{Δείκτης Κάλυψης Τόκων} = \frac{\text{Κέρδη προ φόρων, Τόκων \& χρηματοοικονομικών εξόδων}}{\text{Τόκοι και συναφή έξοδα}}$$

Ο δείκτης αυτός δείχνει τη δυνατότητα της επιχείρησης να πληρώνει από τα κέρδη της το κόστος δανεισμού της. Δείχνει για κάθε χρηματική μονάδα τόκων που πρέπει να πληρώσει η επιχείρηση, πόσα λειτουργικά κέρδη αποκομίζει από τη δραστηριότητά της. Θα μπορούσαμε να πούμε ακόμα ότι, μετρά το βαθμό που μπορούν τα κέρδη να μειωθούν και η επιχείρηση να έχει τη δυνατότητα να πληρώνει τους ετήσιους τόκους και τα λοιπά χρηματοοικονομικά της έξοδα.

Όπως και σε κάθε άλλη κατηγορία αριθμοδεικτών, οι δύο συγκεκριμένοι δείκτες θα πρέπει να συγκρίνονται με τους αντίστοιχους κλαδικούς για να διαπιστωθεί η κατάσταση της εξεταζόμενης σχετικά με τις ομοειδείς – ανταγωνιστικές της επιχειρήσεις. Χρήσιμη είναι επίσης η σύγκρισή τους, με τους δείκτες που εμφάνιζε η επιχείρηση τα προηγούμενα χρόνια, έτσι ώστε να διακρίνουμε αν η κατάσταση παρουσιάζει βελτίωση ή χειροτερεύει. Μια έντονη μεταβολή των δεικτών προς το χειρότερο, αποτελεί σαφές σημείο συναγερμού για τους συναλλασσόμενους με την επιχείρηση.

Τέλος, θα πρέπει να λαμβάνεται υπόψη η ποσοστιαία αναλογία των συνολικών βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ως προς τις ετήσιες πωλήσεις της εταιρίας, δηλαδή:

$$\frac{\text{Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις}}{\text{X 100}}$$

Κύκλος Εργασιών

Όσο περισσότερο οι υποχρεώσεις αυξάνουν ως ποσοστό των ετήσιων ακαθάριστων εσόδων, τόσο αυξάνει ο κίνδυνος που εμπεριέχει η συγκεκριμένη οικονομική μονάδα. Ως όριο υγιούς επιχείρησης θα μπορούσε να θεωρηθεί ένα ποσοστό μεταξύ του 50 και 60%. Θα πρέπει δηλαδή ο ετήσιος κύκλος εργασιών της επιχείρησης να μπορεί να καλύπτει ευχερώς το σύνολο των γεγεννημένων κατά το παρελθόν βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων.

Σε περίπτωση που ο δείκτης είναι μεγαλύτερος των προαναφερθέντων ποσοστών, δε σημαίνει οπωσδήποτε προβλήματα δυσπραγίας που θα οδηγήσουν σε κατάρρευση της επιχείρησης. Υπάρχει η πιθανότητα να αποτελεί συνειδητή επιλογή της διοίκησης για κάποιο χρονικό διάστημα να επιβαρυνθεί το κόστος υψηλότερης χρηματοδότησης, προκειμένου να επιτύχει συγκεκριμένους στόχους (πχ είσοδος σε νέα αγορά, ανάπτυξη νέων προϊόντων, κλπ). Ιδίως όταν υπάρχει η διαπραγματευτική ισχύς – δυνατότητα από την πλευρά της επιχείρησης, να παρατείνει τις ληφθείσες πιστώσεις κατά το παρελθόν ή να επιτυγχάνει οι νέες πιστώσεις να έχουν μεγαλύτερη διάρκεια αποπληρωμής, τότε το πρόβλημα εξομαλύνεται σημαντικά.

Αν όμως παρατηρείται διαρκής επιδείνωση του δείκτη χωρίς ουσιαστικό λόγο και η αγορά περιορίζει την πιστωτική πολιτική της έναντι της επιχείρησης, τότε ο κίνδυνος είναι υπαρκτός και πρέπει να ληφθούν διορθωτικά μέτρα από τους διοικούντες για αναστροφή της δυσμενούς κατάστασης, ενώ από τους πιστωτές μέτρα για τη διασφάλιση των απαιτήσεών τους.

3.3.4.3.5 Αποδοτικότητα

Συνοφασμένη με τον όρο «επιχείρηση» είναι η αποδοτικότητα, δηλαδή η ικανότητα πραγματοποίησης κερδών. Σε έναν από τους ορισμούς, ως επιχείρηση ορίζεται:

«ο ορθολογικός και αποτελεσματικός συνδυασμός των συντελεστών παραγωγής με σκοπό, μέσα από την παραγωγή και διάθεση αγαθών και υπηρεσιών που συμβάλλουν στην ικανοποίηση των ανθρώπινων αναγκών, να πραγματοποιήσουν κέρδος, που περιέρχεται στους φορείς».

Η διοίκηση οποιασδήποτε επιχείρησης έχει τελικό στόχο τη μεγιστοποίηση της αξίας και της αποδοτικότητάς της. Αυτό επιτυγχάνεται μέσα από την επιτυχή άσκηση της δραστηριότητας της οικονομικής μονάδας που έχει συνεπακόλουθο την αύξηση της περιουσίας των μετόχων και της απόδοσης των κεφαλαίων που επένδυσαν.

Η ανάλυση της αποδοτικότητας μιας επιχείρησης μπορεί να γίνει με τους παρακάτω τρόπους:

1. Η αποδοτικότητα σε σχέση με τη δραστηριότητα της επιχείρησης, αξιολογεί τα περιθώρια κέρδους από λειτουργικά έσοδα.
2. Η αποδοτικότητα σε σχέση με τα επενδυμένα κεφάλαια, αξιολογεί την ανταμοιβή που έλαβαν τα κεφάλαια που χρηματοδότησαν την επιχείρηση.
3. Η ορθολογική χρήση και αξιοποίηση των κεφαλαίων, μετρά τη δυνατότητα των επενδυμένων κεφαλαίων να παράγουν πωλήσεις.¹

1. Αποδοτικότητα σε σχέση με τη δραστηριότητα της επιχείρησης

Η δραστηριότητα της επιχείρησης αξιολογείται με τα ποσοστά των κερδών, σε σχέση με τις πωλήσεις. Οι συγκεκριμένοι δείκτες αποκαλούνται συνήθως «περιθώρια» κέρδους:

$$\text{Περιθώριο Μικτού Κέρδους} = \frac{\text{Πωλήσεις} - \text{Κόστος Πωληθέντων} = \text{Μικτά κέρδη}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Αποτελεί ένδειξη της αποτελεσματικότητας των λειτουργιών της επιχείρησης και της ημολογιακής της πολιτικής. Με το περιθώριο μικτού κέρδους η επιχείρηση καλύπτει τις

¹“Financial Statement Analysis”

John J. Wild – Leopold A. Bernstein – K. R. Subramanyam
McGraw – Hill International Editions, 7th edition 2001.

λειτουργίες διοίκησης και διάθεσης, την έρευνα και ανάπτυξη, καθώς και τους τόκους των δανειακών κεφαλαίων. Συνήθως είναι θετικός αριθμός. Σε περίπτωση που εμφανιστούν αρνητικές τιμές, σημαίνει ότι η επιχείρηση αντιμετωπίζει προβλήματα:

- ❖ Στην πμολόγηση των προϊόντων της (σπανιότερη περίπτωση), οπότε θα πρέπει να αλλάξει τις μεθόδους κοστολόγησης.
- ❖ Ρευστότητας, οπότε εκποιεί με ζημία τα αποθέματά της.
- ❖ Απαξίωσης αποθεμάτων, οπότε μάλλον έχει υπερκεραστεί από τους ανταγωνιστές της και τα προϊόντα της εκποιούνται, πριν καταστούν τελείως άχρηστα.

Και οι τρεις περιπτώσεις είναι ενδείξεις προβλημάτων στη λειτουργία της επιχείρησης.

$$\text{Περιθώριο Οργανικών Αποτελεσμάτων} = \frac{\text{Κέρδη προ τόκων και φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Τα κέρδη προ τόκων και φόρων προκύπτουν αν από τα μικτά κέρδη αφαιρέσουμε τα έξοδα λειτουργίας, όπου περιλαμβάνονται οι δαπάνες για τις λειτουργίες διοίκησης, διάθεσης και έρευνας και ανάπτυξης. Από τις τιμές αυτού του δείκτη καθίσταται φανερή η αποτελεσματικότητα των εκτός παραγωγής λειτουργιών της επιχείρησης. Σε περίπτωση θετικού δείκτη μικτού περιθωρίου και αρνητικού δείκτη οργανικών αποτελεσμάτων, θα πρέπει να ληφθούν μέτρα για την περικοπή άσκοπων δαπανών και εξορθολογισμού των λοιπών λειτουργιών ή να επανεξετάσουμε μήπως η παραγωγική διαδικασία ενώ εμφανίζεται κερδοφόρα, δεν επαρκεί η κερδοφορία της να καλύψει τις λοιπές ανάγκες της επιχείρησης. Θα πρέπει να δοθεί προσοχή επειδή συνήθως στα μικτά αποτελέσματα συμπεριλαμβάνονται οι αποσβέσεις που βαρύνουν τη χρήση, μήπως οι αρνητικοί δείκτες προκύπτουν από αυξημένες αποσβέσεις, που προκύπτουν από κάποιο έκτακτο γεγονός ή από αλλαγή μεθόδου υπολογισμού τους. Ακόμη θα πρέπει να εξεταστεί μήπως η επιχείρηση άλλαξε στη χρήση τρόπο αποτίμησης των αποθεμάτων της.

$$\text{Περιθώριο Κέρδους προ Αποσβέσεων} = \frac{\text{Κέρδη προ αποσβέσεων και φόρων}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Ο συγκεκριμένος δείκτης προκύπτει αν από το κόστος πωληθέντων και τα λοιπά λειτουργικά έξοδα αφαιρεθούν οι αποσβέσεις που λογίστηκαν στη χρήση. Ο συγκεκριμένος δείκτης απεικονίζει – προσεγγίζει ορθότερα την έννοια των πραγματικών εσόδων (εισροές μείον εκροές), δεδομένου ότι οι αποσβέσεις είναι λογιστικό και όχι πραγματικό έξοδο. Χρησιμοποιείται κυρίως, όταν θέλουμε να διαπιστώσουμε την ικανότητα της επιχείρησης να καλύπτει μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, μέσα από το παραγωγικό – συναλλακτικό της κύκλωμα και τις προκύπτουσες καθαρές ταμειακές ροές.

$$\text{Καθαρό Περιθώριο Κέρδους} = \frac{\text{Αποτελέσματα χρήσης μετά από φόρους}}{\text{Πωλήσεις}}$$

Απεικονίζει την τελική αποδοτικότητα της επιχείρησης σε σχέση με τα συνολικά της έσοδα (οργανικά + ανόργανα).

Πιθανή εμφάνιση ζημιών δεν υποκρύπτει πάντα προβλήματα λειτουργίας, δεδομένου ότι στο τελικό αποτέλεσμα, συνυπολογίζονται τόσο οι αποσβέσεις (λογιστικό έξοδο), καθώς και οι ανόργανες δαπάνες που επιβάρυναν τη χρήση και πιθανώς δεν θα επαναληφθούν. Αντίστοιχα όμως, μπορεί να επηρεαστεί και θετικά από μια σημαντική εισροή ανόργανων εσόδων, η οποία επίσης δεν θα επαναληφθεί.

Όπως και σε κάθε άλλη κατηγορία αριθμοδεικτών, έτσι και στην ανάλυση των περιθωρίων κέρδους, υπάρχουν πολλοί δείκτες που προτείνονται από μελετητές για την εξέταση επί μέρους στοιχείων της επιχείρησης (πχ Λειτουργικά κέρδη προς αμοιβές προσωπικού ή κέρδη ανά μετοχή, κλπ). Οι πιο χρήσιμοι και κρίσιμοι κατά την άποψή μας δείκτες για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, είναι εκείνοι που προαναφέρθηκαν και δείχνουν σχετικά άμεσα, την αποδοτικότητα των πωλήσεων. Όλοι οι άλλοι λειτουργούν συμπληρωματικά και σε πολλές περιπτώσεις επεξηγούν τις χαμηλές ή και αρνητικές τιμές που εμφανίζει κάποιος από τους σημαντικότερους δείκτες.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι, όποιον δείκτη και αν χρησιμοποιήσουμε θα πρέπει να έχουμε πάντα υπόψη μας ότι, οι **επαναλαμβανόμενες ζημιογόνες χρήσεις**, και κυρίως όταν αυτές εμφανίζονται ως αποτέλεσμα της οργανικής λειτουργίας της επιχείρησης, είναι όπως προαναφέραμε και στα λειτουργικά ή ποιοτικά σημεία συναγερμού, **προπομπός χρηματοοικονομικής δυσπραγίας**.

2. Αποδοτικότητα σε σχέση με τα επενδυμένα κεφάλαια.

Η μέτρηση της επίδοσης της επιχείρησης απαιτεί σύνθετη ανάλυση, όπου εκτιμώνται διάφορα μέτρα σε μεταξύ τους συνδυασμό. Η πιο χρήσιμη σχέση και η ευρύτερα διαδεδομένη στις μέρες μας, θεωρείται ο συνδυασμός των εσόδων με τα επενδυμένα κεφάλαια και αναφέρεται ως «αποδοτικότητα επενδυμένου κεφαλαίου». Ο διεθνής όρος "Return On Investment" και τα αρχικά του "ROI" επικρατούν στη σύγχρονη βιβλιογραφία.

Η συγκεκριμένη σχέση επιτρέπει τη σύγκριση εταιριών ακόμα και διαφορετικών κλάδων, δεδομένου ότι για τον ουδέτερο επενδυτή, δείχνει την αποδοτικότητα της ενδεχόμενης επένδυσής του, οπότε γνωρίζοντας και τον κίνδυνο που εμπεριέχει κάθε επενδυτική επιλογή καλείται να τοποθετήσει τα χρήματά του. Αναμενόμενη είναι δηλαδή η χαμηλότερη απόδοση των πολύ ασφαλών επενδύσεων σε κρατικά ομόλογα, από τις επενδύσεις σε επιχειρήσεις που αποδίδουν μεν περισσότερο, ενέχουν όμως και τον κίνδυνο της χρεοκοπίας σε μικρό ή μεγάλο βαθμό, ανάλογα με την οικονομική μονάδα.

Ο δείκτης ROI θα μπορούσε να αποδοθεί στην απλουστευμένη του μορφή ως ακολούθως:

$$R.O.I. = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Μέσος όρος Επενδυμένου Ενεργητικού}}$$

Από τη συγκεκριμένη απεικόνιση όμως, λείπει ένας πολύ σημαντικός παράγοντας για τη λειτουργία της επιχείρησης και μάλιστα εκείνος που δίνει ουσιαστικά αποτελέσματα και είναι οι πωλήσεις. Θα μπορούσε δηλαδή η παραπάνω σχέση να εμφανίζεται με την πιο σύνθετη μορφή της,

$$R.O.I. = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Πωλήσεις}} \times \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Μέσος όρος Επενδυμένου Ενεργητικού}}$$

σαν γινόμενο δηλαδή του περιθωρίου οργανικής κερδοφορίας με την αποδοτικότητα του επενδυμένου ενεργητικού. Οι λόγοι για τους οποίους η σχέση θα πρέπει να χρησιμοποιείται με τη σύνθετη μορφή της είναι ότι η απλοποιημένη:

- ❖ Θα αποσπούσε την προσοχή του αναλυτή από το γεγονός ότι το ROI είναι συνδυασμός των δύο παραγόντων (του περιθωρίου οργανικής κερδοφορίας και της αποδοτικότητας του επενδυμένου ενεργητικού).
- ❖ Θα κάλυπτε – επισκίαζε – απέκρυπτε το γεγονός ότι, μια αλλαγή στις πωλήσεις μπορεί να επηρεάσει τόσο το περιθώριο κέρδους, όσο και την αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων.

Από τα παραπάνω, σε συνδυασμό και με τα προαναφερθέντα σε προηγούμενες παραγράφους, προκύπτει ότι η διοίκηση της επιχείρησης μπορεί να επηρεάσει τον δείκτη ROI και συνεπώς την επίδοση της επιχείρησης, επεμβαίνοντας στα στοιχεία του ενεργητικού με πολλούς τρόπους, ενδεικτικά αναφέρονται:

❖ Πάγιο Ενεργητικό

- Μείωση των στοιχείων του με πώληση των ανενεργών παγίων (κτίρια, εξοπλισμός, κλπ)
- Με Sale and Lease Back.

❖ Κυκλοφορούν Ενεργητικό

- Μειώνοντας τα αποθέματα με:
 - Με εφαρμογή σύγχρονων συστημάτων διαχείρισης (πχ Just in Time)
 - Με αλλαγή μεθόδου αποτίμησης (LIFO, FIFO, κλπ)
 - Με απαλλαγή από τα απαξιωμένα (take a big bath), που θα επηρεάσει αρνητικά μόνο τη χρήση που θα γίνει, επιδρώντας ευεργετικά στις επόμενες.
- Μειώνοντας τις απαιτήσεις με:
 - Προβλέψεις και διαγραφές επισφαλειών.
 - Αλλαγή πιστωτικής πολιτικής.
 - Κίνητρα σε πωλητές για εισπράξεις και σε πελάτες μέσω εκπτώσεων σε αγορές μετρητοίς.
 - Factoring
- Ταμείο με καλό προγραμματισμό των ταμειακών ροών.

Η αποδοτικότητα επενδυμένων κεφαλαίων είναι ένας ενδιαφέρων δείκτης μέτρησης της μακροχρόνιας χρηματοοικονομικής ισχύος της επιχείρησης, επειδή χρησιμοποιεί στοιχεία τόσο του ισολογισμού, όσο και των αποτελεσμάτων χρήσης για να αξιολογήσει την κερδοφορία της επιχείρησης. Έχει σαφή πλεονεκτήματα έναντι των δεικτών που προκύπτουν μόνο από στοιχεία του ισολογισμού (πχ ίδια προς ξένα κεφάλαια). Μπορεί αποτελεσματικά να απεικονίσει την αποδοτικότητα των επενδυμένων κεφαλαίων, εκπιμώντας τις διαφορετικές πηγές άντλησής τους (μέτοχοι, δανεισμός) και να δώσει εναύσματα στους διοικούντες να προβούν στις απαραίτητες ενέργειες προκειμένου να διαφοροποιήσουν την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησής τους και να επιτύχουν καλύτερα αποτελέσματα, να την καταστήσουν δηλαδή πιο αποδοτική.

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί ένας ακόμα δείκτης που μετρά την αποδοτικότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με τα ίδια και τα ξένα κεφάλαια, ο δείκτης χρηματοοικονομικής μόχλευσης.

$$\text{Δείκτης Χρηματοοικονομικής μόχλευσης} = \frac{\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων}}$$

Γνωρίζοντας ότι η αποδοτικότητα ιδίων και συνολικών κεφαλαίων ισούνται με:

$$\text{Αποδοτικότητα Ιδίων Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Ίδια Κεφάλαια}}$$

$$\text{Αποδοτικότητα Συνολικών Κεφαλαίων} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προ Φόρων}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

καταλήγουμε εύκολα σε συμπεράσματα για την κεφαλαιακή διάρθρωση της επιχείρησης. σε περίπτωση που η τιμή του αριθμοδείκτη χρηματοοικονομικής μόχλευσης είναι μεγαλύτερη της μονάδας, δηλαδή όταν η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων υπερτερεί της αποδοτικότητας των συνολικών κεφαλαίων, η επίδραση των ξένων κεφαλαίων στα κέρδη της επιχείρησης είναι επωφελής, αφού η αποδοτικότητα των δανειακών κεφαλαίων είναι μεγαλύτερη από τους τόκους δανείων που καταβάλλει η επιχείρηση.

Αν όμως η τιμή του δείκτη είναι μικρότερη της μονάδας, η επίδραση των ξένων κεφαλαίων είναι αρνητική και συνεπώς η επιχείρηση δανείζεται με ασύμφορους όρους. Όταν διαπιστώνεται ότι η επιχείρηση παρά τη δυσμενή επίδραση του δανεισμού στα αποτελέσματά της, εξακολουθεί να διατηρεί αμείωτη ή να αυξάνει την εξάρτησή της από τα ξένα κεφάλαια, αυτό σημαίνει ότι έχει καταστεί δέσμια του χρέους της, δεν μπορεί να απαλλαγεί (= αποπληρώσει) τους δανειστές της και ήδη αντιμετωπίζει ή οδηγείται σε προβλήματα.

Αλλά ακόμα και στην περίπτωση της ευεργετικής επίδρασης του δανεισμού στα αποτελέσματα, θα πρέπει να γίνεται ενδελεχής έρευνα από τους διοικούντες με τη χρήση πχ σεναρίων για την πρόβλεψη της πορείας των επομένων χρήσεων, προκειμένου να αποφευχθούν προβλήματα από την αλλαγή της οικονομικής συγκυρίας προς το χειρότερο.

3. Ορθολογική χρήση και αξιοποίηση των κεφαλαίων.

Βασικός παράγοντας υγιούς κερδοφορίας, είναι αυτή να προέρχεται από τη δραστηριότητα της επιχείρησης και όχι από έκτακτα γεγονότα. Πέραν των λογιστικών χειρισμών που προαναφέρθηκαν με τις αλλαγές τρόπου αποτίμησης αποθεμάτων και λογισμού αποσβέσεων, υπάρχουν και άλλες πηγές εσόδων από τις οποίες περιστασιακά μπορεί να επωφεληθεί η επιχείρηση.

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτέλεσε η περίοδος της χρηματιστηριακής ευφορίας των ετών 1998 – 2000, οπότε πολλές επιχειρήσεις και κυρίως πιστωτικά ιδρύματα, ενέγραψαν σημαντικά κέρδη από επενδύσεις και υπεραξίες σε μετοχικούς τίτλους. Η κατάρρευση όμως των χρηματιστηριακών αγορών διεθνώς, δημιούργησε προβλήματα με αποκορύφωμα τη χρεοκοπία, ιδίως στις ΗΠΑ, πολλών αμοιβαίων κεφαλαίων στα οποία δυστυχώς πολλοί είχαν επενδύσει ακόμα και το συνταξιοδοτικό τους μέλλον.

Θα πρέπει οι φορείς και οι διοικήσεις των επιχειρήσεων, να επωφελούνται των ευκαιριών να αποκομίζουν υπερβάλλοντα κέρδη, αλλά να μη λησμονούν το βασικό σκοπό της επιχείρησής τους, ο οποίος θα αποφέρει κέρδη στο διηνεκές μέσα από τη λειτουργία τους και όχι τις περιστασιακές ευκαιρίες.

Θα μπορούσε εδώ να αναφερθεί η συνετή συμπεριφορά των ελληνικών τραπεζών, οι οποίες δεν παραμέλησαν μέσα στη χρηματιστηριακή δίνη, την πραγματική αποστολή τους. Αποκόμισαν υπερκέρδη τη συγκεκριμένη περίοδο, προνοώντας παράλληλα να αναπτύξουν διάφορα τραπεζικά προϊόντα και να προβούν σε επέκταση των δικτύων τους διεθνώς. Έτσι, παρά την κάμψη των συνολικών κερδών τους, η οργανική κερδοφορία τους ως ποσοστό σημείωνε διαρκή αύξηση και στην περσινή χρήση να εμφανίσουν σχεδόν όλες βελτιωμένα αποτελέσματα. Κυρίως όμως έχουν δημιουργήσει βάση υγιούς κερδοφορίας από τη δραστηριότητά τους. Όταν θα ανακάμψουν οι χρηματιστηριακές αγορές σίγουρα θα επωφεληθούν και πάλι, αλλά δεν διακύβευσαν τη δομή τους για κερδοσκοπικούς λόγους.

Σε περίπτωση πάντως που από τα στοιχεία κάποιας επιχείρησης, προκύπτει ότι αυτή αποκομίζει κέρδη από άλλες πηγές και όχι τη λειτουργία της, (πχ χρεόγραφα, συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις, κλπ), θα πρέπει μάλλον να αλλάξει σκοπό, να εκποιήσει πάγια και αποθέματα και να στρέψει το σύνολο των κεφαλαίων της στις πιο κερδοφόρες επενδύσεις. Αν πάντως οι φορείς επιμένουν να εμφανίζουν τον αρχικό σκοπό ως κύρια δραστηριότητα – που πιθανώς είναι ζημιογόνα ή οριακά κερδοφόρα – και να εμφανίζουν κέρδη από άλλες πηγές, θα πρέπει να είμαστε επιφυλακτικοί στη συνεργασία μας, μήπως βοηθήσουμε άθελά μας ξέπλυμα χρήματος ή πέσουμε θύματα απάτης.

3.3.5 Έλλειψη πρόβλεψης ταμειακών ροών

Όπως τονίστηκε και στην προηγούμενη ενότητα, η ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης με τη χρήση αριθμοδεικτών, δίνει μια καλή πληροφόρηση, αλλά έχει το σοβαρό μειονέκτημα ότι, αντλεί στοιχεία από το παρελθόν της επιχείρησης. Στο σημείο αυτό, πρέπει να διαχωρίσουμε τις έννοιες «ρευστότητα» και «ταμειακή ροή». Η ρευστότητα, αναφέρεται σε συγκεκριμένη χρονική στιγμή (ημερομηνία κλεισίματος του ισολογισμού) και δείχνει την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της.

Η ταμειακή ροή, αναφέρεται σε ολόκληρη τη διαχειριστική χρήση και απεικονίζει τη διαφορά των ταμειακών εισροών μείον τις ταμειακές εκροές, που σχετίζονται με τη δραστηριότητα της επιχείρησης. Η θετική ταμειακή ροή είναι τελικά το κρίσιμο μέγεθος, το οποίο αντικατοπτρίζει την ικανότητα της επιχείρησης να αποπληρώνει τις υποχρεώσεις της στη διάρκεια του έτους, καθώς επίσης και τη δυνατότητά της να καταβάλει μερίσματα στους μετόχους, κρίσιμο στοιχείο για όποιον θέλει να επενδύσει σε μετοχικούς τίτλους.

Μια άλλη σημαντική διαφορά είναι ότι η ρευστότητα περιλαμβάνει στοιχεία τα οποία *μπορούν να γίνουν μετρητά*, με όλους τους κινδύνους που εμπεριέχουν η απαξίωση αποθεμάτων και οι επισφάλειες, ενώ η κατάσταση ταμειακών ροών αναφέρεται σε μετρητά. Θεωρητικά, τα μετρητά είναι η αρχή και το τέλος κάθε λειτουργικού κύκλου της επιχείρησης: Με τα κεφάλαια των μετόχων ξεκινάει η επιχείρηση και αφού δραστηριοποιηθεί επί ένα έτος, αν ήταν επιτυχής η δραστηριότητα θα κατέχει τα κεφάλαια των μετόχων + κάποια υπεραξία από τη δραστηριότητά της. Σε αντίθετη περίπτωση οι ζημιές της χρήσης θα μειώσουν ισόποσα το μετοχικό της κεφάλαιο.

Στη μέτρηση της ταμειακής ροής, βοηθούν οι «Καταστάσεις Ταμειακών Ροών», οι οποίες στη χώρα μας είναι προς το παρόν υποχρεωτικές μόνο για τις εισηγμένες εταιρίες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών.

Συνοπτικά μια τέτοια κατάσταση, περιλαμβάνει τα ακόλουθα:

Υπόλοιπο μετρητών σε μεταφορά από την προηγούμενη χρήση.

- +Ταμειακές ροές από Λειτουργικές Δραστηριότητες (εισροές μείον εκροές)
- +Ταμειακές ροές από Επενδυτικές Δραστηριότητες (εισροές μείον εκροές)

+Ταμειακές ροές από Χρηματοδοτικές Δραστηριότητες (εισροές μείον εκροές)

+Επίδραση συναλλαγματικών ισοτιμιών στις ταμειακές ροές

(=Καθαρή αύξηση ή μείωση μετρητών στη χρήση)

=Υπόλοιπο μετρητών στο τέλος της Χρήσης.¹

Η κατάσταση ταμειακών ροών βοηθάει τους χρήστες να αναλύουν τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης και να θέτουν ερωτήματα όπως τα ακόλουθα (και όχι μόνο):

- ❖ Πόσα μετρητά παρήγαγαν ή ανάλωσαν οι δραστηριότητες της επιχείρησης;
- ❖ Ποιες δαπάνες καλύφθηκαν από τα μετρητά που προέκυψαν από τις δραστηριότητες;
- ❖ Ποιες είναι οι πηγές μετρητών για την πληρωμή των δανείων και των μερισμάτων;
- ❖ Πώς χρηματοδοτήθηκαν οι επενδύσεις;
- ❖ Από πού βρέθηκαν τα κεφάλαια κίνησης για τη χρηματοδότηση της δραστηριότητας των νέων επενδύσεων;
- ❖ Γιατί μειώνονται τα ρευστά διαθέσιμα, ενώ αυξάνονται τα έσοδα;
- ❖ Πώς χρησιμοποιήθηκαν τα κεφάλαια από τις νέες χρηματοδοτήσεις;²

Μια επιχείρηση, που αδυνατεί να κάνει σωστές προβλέψεις ταμειακών ροών κατευθύνεται αναπόφευκτα προς τα προβλήματα. Η αδυναμία προσδιορισμού των αναγκών σε μετρητά, είναι «κόκκινη σημαία» σε όλα τα μοντέλα αξιολόγησης επιχειρήσεων, που χρησιμοποιούνται από πιστωτικά ιδρύματα και εταιρίες αξιολόγησης. Δείχνει ότι η διοίκηση της εταιρίας δε μπορεί να προβλέψει τις μελλοντικές χρηματορές, δεν γνωρίζει τις ανάγκες που θα προκύψουν σε μετρητά και εντέλει δε γνωρίζει που κατευθύνεται η επιχείρηση.

Τα ενδεχόμενα ταμειακά ελλείμματα θα πρέπει να προβλεφθούν από τα στάδια του σχεδιασμού, ώστε να υπάρχει η δυνατότητα εξεύρεσης των ανάλογων πηγών χρηματοδότησης, πριν την εμφάνιση του προβλήματος. Ακόμα τα προβλεπόμενα ποσά, θα πρέπει να συγκρίνονται σε τακτά διαστήματα με τα πραγματικά, έτσι ώστε να ελέγχεται

¹ “Χρηματοοικονομική Διοίκηση” Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής – Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης”.

Γιάννης Τ. Λαζαρίδης – Δημήτρης Α. Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη 2001, Τεύχος Α

²“Financial Statement Analysis”

John J. Wild – Leopold A. Bernstein – K. R. Subramanyam
McGraw – Hill International Editions, 7th edition 2001.

η πορεία της επιχείρησης και σε περίπτωση εμφάνισης προβλημάτων η αντίδραση να είναι έγκαιρη, τόσο από τη διοίκηση της εταιρίας, όσο και από τους πιστωτές της. Οι πιστωτές αρχικά θα πρέπει να συμβάλουν στην επαναφορά σε ομαλή πορεία και τη σωτηρία της επιχείρησης, αλλά από ένα σημείο και μετά θα πρέπει να λάβουν τα απαραίτητα μέτρα για να διασφαλιστούν.

Δεν είναι σπάνιο όμως, ακόμα και κολοσσοί με σημαντικά επιτελεία χρηματοοικονομικού σχεδιασμού και διοίκησης να αποτυγχάνουν σε τέτοιου είδους προβλέψεις. Όταν μια περίοδος ύφεσης επιδρά έντονα σε κάποιον κλάδο, όπως σ' αυτόν των Ευρωπαϊκών χημικών βιομηχανιών, που δεν είχαν τις αναμενόμενες ροές από τις εξαγωγές και συγχωνεύσεις που έκαναν την περίοδο 1997 – 1999, οι καταστάσεις ταμειακών ροών τους εμφανίζονται με σημαντικά ελλείμματα. Τα έντονα προβλήματα ταμειακών ροών οδηγούν συχνά σε υποβαθμίσεις μεγάλων εταιριών από τους αξιολογικούς οίκους.¹

¹ “Eye on Europe; European chemical sector: Industry in distress”

By: Colin Isaac – 18 March 2002 – Περιοδικό: CHEMICAL MARKET REPORTER, www.findarticles.com

4 ΜΟΝΤΕΛΑ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ ΔΥΣΠΡΑΓΙΑΣ

4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Στην περίοδο ύφεσης που διανύουμε, περισσότερο από ποτέ, οι αναλυτές, οι λογιστές και ακόμα όσοι ασχολούνται με την εκπαίδευση στελεχών, χρειάζονται μια απλή, αξιόπιστη, βασισμένη σε μαθηματικά μοντέλα τεχνική που θα τους βοηθήσει να αξιολογήσουν την απόδοση της επιχείρησης και να προβλέψουν την εταιρική κατάρρευση αρκετό χρονικό διάστημα, πριν την επέλευσή της.

Η έγκαιρη πρόβλεψη δίνει τη δυνατότητα με τη συμβολή όλων (εταιρίας, τραπεζών πιστωτών, κλπ), να γίνουν από τη διοίκηση της επιχείρησης τα ενδεδειγμένα βήματα προς τη σωτηρία του οργανισμού ή τουλάχιστον να επιτευχθεί η λύση του με όσο το δυνατόν μικρότερες επιπτώσεις για τους εμπλεκόμενους.

Οι πιστωτές της εταιρίας από την πλευρά τους, έχοντας σαφείς ενδείξεις της κακής πορείας, μπορούν αρχικά να στηρίζουν το συνεργάτη τους, εφόσον προσπαθεί να ανακάμψει, παράλληλα όμως έχουν το χρόνο να αποσυρθούν ή να λάβουν μέτρα διασφάλισης των απαιτήσεών τους, αν ο προβληματικός συνεργάτης τους δυσανασχετεί στη λήψη μέτρων ή τα μέτρα δεν αποδίδουν τα προσδοκώμενα αποτελέσματα.

Το πιο αξιόπιστο εργαλείο πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων και με διαρκώς διευρυνόμενη χρήση είναι τα μοντέλα πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, ή μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων.

Αυτά κατασκευάστηκαν αρχικά από ακαδημαϊκούς ερευνητές και στη συνέχεια η ανάπτυξη της τεχνολογίας, η μείωση του κόστους και η διεύρυνση της χρήσης των ηλεκτρονικών υπολογιστών, ώθησαν αξιολογικούς οίκους και μεγάλα πιστωτικά ιδρύματα στην ανάπτυξη όλο και πιο ευέλικτων και «έξυπνων» μοντέλων που αξιοποιούν με τον καλύτερο τρόπο τα ιστορικά στοιχεία οικονομικών κλάδων και εταιριών, τη συσσωρευμένη ακαδημαϊκή εμπειρία επιστημόνων, την πρακτική εμπειρία τραπεζικών στελεχών και οικονομικών συμβούλων και τις τεράστιες υπολογιστικές δυνατότητες των σύγχρονων δικτύων ηλεκτρονικών υπολογιστών.

Στη συνέχεια του κεφαλαίου παρατίθενται:

- Οι κυριότεροι λόγοι που κατέστησαν απαραίτητη τη χρήση των μοντέλων πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (§ 4.2),
- Η ορολογία των χρηματοοικονομικών κινδύνων (§ 4.3),
- Ο «τρόπος σκέψης» των μοντέλων πρόβλεψης (§ 4.4),
- Η σύνδεση των μοντέλων με την πρόβλεψη της δυσπραγίας (§ 4.5), γενικά για τα ποσοπικά μοντέλα (§ 4.5.1), την παραδοσιακή προσέγγιση αξιολόγησης επιχειρήσεων (§ 4.5.2) και τα πολύπλοκα μοντέλα (§ 4.5.3)
- Οι εξωτερικοί κίνδυνοι που συνδέονται με την επιχείρηση και επηρεάζουν τα αποτελέσματα των μοντέλων (§ 4.6),
- Η νέα αντίληψη για τα μοντέλα: “Data Mining Techniques” (§ 4.7) και τις εφαρμογές: Discriminant Analysis – Διακριτή Ανάλυση (§ 4.7.1), Decision Trees – Δέντρα Αποφάσεων (§ 4.7.2), Neural Networks – Νευρωνικά Δίκτυα (§ 4.7.3) και Genetic Algorithms – Γενετικοί Αλγόριθμοι (§ 4.7.4)
- Τα ευρύτερα διαδεδομένα μοντέλα (§ 4.8), Altman’s Z-score (§ 4.8.1) με τις αναθεωρήσεις του (§ 4.8.1.1 και 4.8.1.2), το μοντέλο της McKinsey (§ 4.8.2) και το μοντέλο Moody’s Risk Advisor (§ 4.8.3), καθώς και τα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματά τους
- Και τέλος μια γενική κριτική των μοντέλων αξιολόγησης επιχειρήσεων (§ 4.9)

4.2 Λόγοι που οδήγησαν στη Χρήση των Μοντέλων

Στο γύρισμα του αιώνα μας, δόθηκε μια άνευ προηγουμένου σημασία στα μοντέλα πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας (ή αλλιώς μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων) για πολλούς λόγους. Δύο από αυτούς είναι:

- ❖ Ο πρώτος είναι η νέα **Συνθήκη της Βασιλείας**, γνωστή ως Basel II, για την **κεφαλαιακή επάρκεια** των τραπεζικών ιδρυμάτων, που υποχρεώνει τις τράπεζες να χρησιμοποιούν κοινό για όλο τον οργανισμό και αποδεκτό από διεθνείς οίκους σύστημα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών τους. Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παγκοσμίως, έχουν πρόσφατα είτε βελτιώσει τα εσωτερικά συστήματα αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου που είχαν, είτε υιοθέτησαν – ανέπτυξαν νέες μεθόδους αξιολόγησης για ενδεχόμενη αθέτηση υποχρεώσεων των πελατών τους (απαιτήσεις σε προσωρινή καθυστέρηση) και πιθανώς για οριστική αθέτηση (απαιτήσεις σε οριστική καθυστέρηση και απώλειες κεφαλαίων). Αυτό αφορά τα δανειακά κεφάλαια κάθε είδους.
- ❖ Ταυτόχρονα, το **κύμα** επιχειρηματικών αποτυχιών και **πτωχεύσεων** που έλαβε πρωτόγνωρες διαστάσεις την τριετία 2000 – 2002 στις ΗΠΑ, καθώς και τον υπόλοιπο κόσμο, ήταν ο δεύτερος λόγος που τα μοντέλα πρόβλεψης άρχισαν να χρησιμοποιούνται όλο και περισσότερο.¹

Από την άλλη πλευρά, όπως υποστηρίζει η θεωρία για τους κανόνες των χρηματαγορών: «το πιστωτικό σύστημα και η κεφαλαιαγορά αντιμετωπίζουν δύο απειλές - προβλήματα, που δε μπορούν από μόνα τους να λυθούν:

1. Δεν υπάρχει αξιόπιστη πληροφόρηση από τις εταιρίες, τέτοια που να επιτρέπει στους επενδυτές – δανειστές κεφαλαίων, να αξιολογήσουν την πιστοληπτική ικανότητα των μελλοντικών χρεωστών και
2. Οι κεφαλαιαγορές είναι επιρρεπείς στο «συστηματικό κίνδυνο», όπου το κοινό γενικά, χάνει την εμπιστοσύνη του στην κεφαλαιαγορά, αντίδραση που συχνά πυροδοτείται από μια κρίση ρευστότητας στην αγορά (κυρίως αν η κρίση αφορά κάποια τράπεζα).

¹ “Corporate Distress Prediction Models in a Turbulent Economic and Basel II Environment”
By: Edward I. Altman, September 2002, www.yahoo.com

Δύο εξίσου σημαντικές τάσεις, έχουν οδηγήσει παγκοσμίως τους επενδυτές να προσπαθούν να αντλήσουν περισσότερη και κυρίως εγκυρότερη πληροφόρηση:

1. Παραδοσιακά οι τράπεζες έπαιζαν βασικό ρόλο στην κατανομή των κεφαλαίων. Δεχόταν καταθέσεις από ο κοινό (πλεονασματικές οικονομικές μονάδες) και δάνειζαν τις επιχειρήσεις (ελλειμματικές οικονομικές μονάδες). Με βάση την αξιολόγηση του κινδύνου που εμπεριείχαν οι επιχειρήσεις που ζητούσαν χρηματοδότηση, αποφάσιζαν ποιες είχαν τις προδιαγραφές να χρηματοδοτηθούν και με τι επιτόκιο. Μ' άλλα λόγια, διαμεσολαβούσαν μεταξύ των καταθετών και των δανειζομένων, παρέχοντας ασφαλή τοποθέτηση χρημάτων στους πρώτους και δανειακά κεφάλαια στους δεύτερους. Από τις αρχές της δεκαετίας του 1980 όμως, ο ρόλος των τραπεζών ως διαμεσολαβητή *αμφισβητείται* από την επέκταση – ανάπτυξη των κεφαλαιαγορών. Οι πλεονασματικές μονάδες έχουν πλέον τη δυνατότητα να επιλέξουν αμοιβαία κεφάλαια (τα οποία στη συνέχεια επενδύουν σε μετοχές), αντί των τραπεζικών καταθέσεων. Οι επιχειρήσεις από την πλευρά τους, προτιμούν να εκδώσουν μετοχές και ομολογίες, αντί να δανειστούν από τράπεζες. Η ισχυρών δεσμών σχέση μεταξύ δανειζομένων και τραπεζών, έχει αντικατασταθεί από μια αφηρημένη σχέση μεταξύ του πλήθους των εκδοτών και του αντίστοιχου των αγοραστών τίτλων ή αξιογράφων. Αυτή η μετατόπιση από τις τράπεζες στις χρηματιστηριακές αγορές οδήγησε σε μια αύξηση της ανάγκης αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων, που εκδίδουν τις μετοχές και τα ομόλογα.

2. Η παγκοσμιοποίηση είναι η δεύτερη τάση που αυξάνει την ανάγκη έγκυρης αξιολόγησης των οικονομικών μονάδων. Στη διάρκεια του ψυχρού πολέμου, οι κυβερνήσεις έπαιζαν πολύ σημαντικό ρόλο στη διεθνή κατανομή της πιστοδότησης. Ο *κεντρικός ρόλος των κυβερνήσεων έχει υποβαθμιστεί* από την τάση της ένταξης των κεφαλαιαγορών και χρηματαγορών στον παγκόσμιο ιστό. Τα επενδυτικά κεφάλαια τοποθετούνται σήμερα, οπουδήποτε στον κόσμο. Οι εταιρίες αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου, παρέχουν πληροφόρηση όχι μόνο για τον κίνδυνο της επιχείρησης η οποία ζητά επενδυτικά κεφάλαια, αλλά και για τον κίνδυνο που εμπεριέχει η χώρα, όπου πρόκειται να γίνει η επένδυση.

Συμπερασματικά, η υποβάθμιση του ρόλου των τραπεζών ως διαμεσολαβητών στην αγορά χρήματος και των κυβερνήσεων λόγω της παγκοσμιοποίησης, είναι άλλοι δύο σημαντικοί λόγοι για τους οποίους η αξιολόγηση επιχειρήσεων, έγινε επιτακτική ανάγκη. Όλο και περισσότερο ζητείται η συνδρομή αξιόπιστων συνεργατών που θα παράσχουν, έναντι αμοιβής φυσικά, την αναγκαία πληροφόρηση για τον κίνδυνο που αναλαμβάνει κάποιος επενδύοντας τα χρήματά του, αλλά και τη δίκαιη αμοιβή των κεφαλαίων του.¹

Για το σκοπό αυτό διάφοροι κρατικοί οργανισμοί, ακαδημαϊκοί και κυρίως ιδιωτικές εταιρίες έχουν κάνει έρευνες και έχουν αναπτύξει μοντέλα πρόβλεψης, προκειμένου να διαγνώσουν έγκαιρα τις πιθανότητες να αντιμετωπίσει μια εταιρία στο μέλλον προβλήματα οικονομικής δυσπραγίας.

Η διάγνωση μπορεί να γίνει αρκετόν καιρό νωρίτερα, (μερικοί διατείνονται ότι προβλέπουν από δύο μέχρι και πέντε χρόνια πριν το γεγονός), δίνοντας έτσι επαρκή χρόνο σε όλους για διορθωτικές ενέργειες.

Κυρίως όμως σταθμίζεται και τιμολογείται ο κίνδυνος που πρόκειται να αναλάβει κάποιος, τοποθετώντας τα χρήματά του σε ομόλογα αναπτυγμένων κρατών ή πολύ ισχυρών εταιριών, σε τίτλους υπό ανάπτυξη χωρών, σε μεσαίου μεγέθους εταιρίες, ακόμα και σε εταιρίες που δεν πήγαν καλά και αναδιαρθρώνονται ή σε προσπάθειες ανάπτυξης νέων προϊόντων και τεχνολογιών. Η τελική επιλογή είναι αποκλειστική ευθύνη του επενδυτή ή της τράπεζας.

Οι τεχνικές βασίζονται στη συλλογή ποσοτικών και ποιοτικών στοιχείων σχετικά με την επιχείρηση και τους φορείς της και μέσω μαθηματικών μοντέλων, που επεξεργάζονται ηλεκτρονικοί υπολογιστές, καταλήγουν σε μια βαθμολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων. Πολλά μοντέλα χρησιμοποιώντας μια αριθμητική κλίμακα, ορίζουν έναν αριθμό ως κρίσιμο σημείο (cut-off point ή score), πέραν του οποίου συνιστούν αποφυγή δανεισμού ή γενικότερα επένδυσης στη συγκεκριμένη οικονομική μονάδα. Άλλα πάλι, δίνουν την κλίμακα βαθμολόγησης και αφήνουν τον επενδυτή ή το χρηματοδοτικό οίκο να αποφασίσουν για την επένδυση ή τη χρηματοδότηση, με βάση και την προσωπική ή την από τον οργανισμό αποκτηθείσα εμπειρία. Άλλωστε όλες οι εταιρίες που αξιολογούν επιχειρήσεις, κράτη ή κατασκευάζουν μοντέλα για χρήση από άλλους τονίζουν: η αξιολόγηση από οποιοδήποτε μοντέλο και απονομή κάποιας βαθμολογίας

¹ "Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets"

By: Dieter Kerwer, Max Planck Project Group, July 1999, Outline of a Research Project, www.yahoo.com

πιστοληπτικής ικανότητας σε οργανισμό ή αξιοπιστίας σε ομόλογο, δεν αποτελούν προτροπές χρηματοδότησης ή αγοράς του ομολόγου. Ο επενδυτής ή δανειστής, πρέπει να σταθμίσει και άλλους παράγοντες πριν την τελική του απόφαση.

Πολλές μεγάλες τράπεζες, αξιοποιώντας τις βάσεις δεδομένων που έχουν και την τεράστια εμπειρία των στελεχών τους, έχουν δημιουργήσει δικά τους μοντέλα αξιολόγησης των υπαρχόντων και των υποψήφιων πελατών τους.

Εκτός της απορρέουσας από τη Συνθήκη της Βασιλείας υποχρέωσης των τραπεζών για αξιόπιστη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου, επιτακτική είναι η ανάγκη που επιβάλλει ο ανταγωνισμός για τη σωστή αξιολόγηση των πελατών τους και την ορθή τιμολογιακή πολιτική απέναντί τους.

Τα μοντέλα λοιπόν, άλλα γνωστά και χρησιμοποιήσιμα από όλους και άλλα μυστικά, αποκλειστικά φτιαγμένα για το χρήση τους, προσπαθούν να προσφέρουν διαφοροποιημένες προσεγγίσεις στη μέτρηση του κινδύνου από ένα δάνειο ή ένα χαρτοφυλάκιο δανείων.

4.3 Η Ορολογία των Χρηματοοικονομικών Κινδύνων

4.3.1 Γενικά Σχόλια

Στο σημείο αυτό θα ήταν χρήσιμο να αναφερθούμε στην ουσία κάποιων από τους όρους που χρησιμοποιούνται στην ορολογία της πρόβλεψης χρηματοοικονομικών κινδύνων.

Στη συνέχεια γίνεται μια συνοπτική περιγραφή των χρηματοοικονομικών κινδύνων που επηρεάζουν τη χρηματοδοτική λειτουργία και κυρίως τα αποτελέσματα των τραπεζών: τον πιστωτικό κίνδυνο, τις αναμενόμενες απώλειες και τις μη αναμενόμενες απώλειες.

4.3.2 Πιστωτικός Κίνδυνος

Όλες οι μεγάλες τράπεζες και τα πιστωτικά ιδρύματα (Financial Institutions – FI), έχουν αναπτύξει τα τελευταία χρόνια συστήματα μέτρησης του πιστωτικού κινδύνου, που προκύπτει από τις δραστηριότητές τους. Έχουν αναπτύξει ή υιοθετήσει μοντέλα τόσο για τον πιστωτικό κίνδυνο – Credit Risk Capital (CRC), όσο και για την πιμολογιακή τους πολιτική ανάλογα με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο – Risk Adjusted Return On Capital (RAROC).

Πιστωτικός κίνδυνος είναι αυτός που διατρέχει μια δανείστρια τράπεζα, να αθετήσει ο δανειζόμενος ή αντισυμβαλλόμενος την υποχρέωσή του απέναντί της (πχ να αθετήσει την υποχρέωσή του να πληρώσει ένα δάνειο, που οφείλει στην τράπεζα).

Ο ορισμός αυτός της αθέτησης μπορεί να διαφοροποιηθεί, κάνοντας χρήση, είτε του (αθροιστικού - cumulative) ποσού που έχει καταστεί ληξιπρόθεσμη η οφειλή, είτε του χρονικού διαστήματος της καθυστέρησης αποπληρωμής της, συνήθως σε μήνες.

Τέτοια λεπτομερειακή μέτρηση είναι σύνηθες να χρησιμοποιείται εσωτερικά σε μια τράπεζα αν και οι διαθέσιμες για δημοσίευση πληροφορίες για τη μέτρηση των απωλειών, περιλαμβάνουν μόνο τις απώλειες από πτωχευμένες επιχειρήσεις, βάσει δικαστικών αποφάσεων.

Στον πιστωτικό κίνδυνο συμπεριλαμβάνονται όλοι οι αντισυμβαλλόμενοι της τράπεζας και όλες οι αιτίες, που ενδεχομένως θα τους οδηγήσουν στην αθέτηση της υποχρέωσής τους.

Ο πιστωτικός κίνδυνος φυσιολογικά οδηγεί σε απώλειες κεφαλαίων που δανείστηκαν και αφορούν τα χρηματικά ποσά που οι οφειλέτες δεν επέστρεψαν στην τράπεζα, συμπεριλαμβανομένων των εξόδων χρηματοδότησης και διαχείρισης κινδύνου.

Για όλα τα συγκριτικά μοντέλα CRC, ο πιστωτικός κίνδυνος περιγράφεται από δύο χωριστές μετρήσεις: των αναμενόμενων και των μη αναμενόμενων απωλειών.

4.3.3 Αναμενόμενες απώλειες (Expected Loss – EL)

Είναι το προβλεπόμενο επίπεδο ετήσιων απωλειών κεφαλαίων από χρηματοδοτήσεις και είναι απόρροια τριών παραγόντων:

1. Αναμενόμενη Συχνότητα Αθετήσεων (Expected Default Frequency – EDF) , η οποία είναι μια μελλοντική πιθανότητα αθέτησης υποχρεώσεων από τους δανειζόμενους στη διάρκεια του επόμενου έτους.
2. Ισοδύναμο Δανειακής Έκθεσης σε Κίνδυνο (Loan Equivalent Exposure – LEE), που είναι μια πρόβλεψη του ποσού που θα είναι σε εκκρεμότητα, τη στιγμή που ο δανειζόμενος θα αθετήσει την υποχρέωσή του.
3. Σοβαρότητα Αθετήσεων (Severity), που είναι μια εκτίμηση των τελικών απωλειών ως ποσοστό του ισοδυνάμου δανειακής έκθεσης σε κίνδυνο, βασισμένη στις εγγυήσεις που έχουν ληφθεί και την παλαιότητα (όχι ωρίμανση) του οφειλομένου δανείου.

4.3.4 Μη Αναμενόμενες Απώλειες (Unexpected Loss – UL)

Είναι η ετήσια μεταβλητότητα – αστάθεια των απωλειών στη διάρκεια του κύκλου πιστοδότησης των επιχειρήσεων και είναι ένα μέτρο της αστάθειας των ζημιών από πιστοδοτήσεις. Στο επίπεδο του χαρτοφυλακίου μιας τράπεζας οι μη αναμενόμενες απώλειες μπορεί να υπολογιστούν, από τη στατιστική συσχέτιση των απωλειών μεταξύ των πελατών που λαμβάνονται υπόψη.

Πολλά και διαφορετικά μοντέλα κάνουν υποθέσεις και προτείνουν τρόπους υπολογισμού των συσχετίσεων και συνδέσεων των πιστωτικών κινδύνων. Κατ' αυτόν τον τρόπο, τα CRC μοντέλα προσδιορίζονται ως ένα πολλαπλάσιο, των μη αναμενόμενων ανά πελάτη απωλειών, σε επίπεδο χαρτοφυλακίου.¹

¹ “Default Probabilities in a Corporate Bank Portfolio: A Logistic Model Approach”.

By: Sjur Westgaard & Nico van der Wjst, European Journal of Operational Research, December 2000, www.yahoo.com

4.4 Ο «Τρόπος Σκέψης» των Μοντέλων Πρόβλεψης

Βασική προϋπόθεση (και ίσως μειονέκτημα), είναι το γεγονός ότι τα στοιχεία που θα τροφοδοτήσουν ένα μοντέλο πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας ή αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης ή κράτους, θα πρέπει να αντληθούν από την αξιολογούμενη εταιρία ή την προς αξιολόγηση χώρα. Αναφερθήκαμε στην αξία της ορθότητας των παραπάνω στοιχείων και τον κίνδυνο εξαπάτησης του αξιολογητή από τους ελεγχόμενους. Εδώ θα πρέπει να τονιστεί η δυσκολία άντλησης των απαραίτητων στοιχείων, από κάποιον εξωτερικό χρήστη, που δεν έχει πρόσβαση στα μη δημοσιεύσιμα στοιχεία της εταιρίας που θέλει να ελέγξει. Το να βασιστεί κανείς στα (στατικά) στοιχεία των ετήσιων ή τριμηνιαίων λογιστικών καταστάσεων, πιθανώς θα οδηγηθεί σε εσφαλμένα συμπεράσματα. Αξίζει να σημειωθεί ότι, ακόμα και συγκριτικά στοιχεία πρωτοβάθμιων ισοζυγίων όταν λαμβάνονται υπόψη από τα μοντέλα αξιολόγησης, διαφοροποιούν σημαντικά τα αποτελέσματά τους. Αδικαιολόγητη όμως είναι η πρακτική – συμπεριφορά τραπεζών και άλλων μεγάλων πιστωτών των επιχειρήσεων, που δεν ζητούν επιπλέον πληροφόρηση πέραν των υποχρεωτικά δημοσιεύσιμων στοιχείων. Η άποψη ότι αφορούν απόρρητα στοιχεία της εταιρίας και πιθανώς θα διαρρεύσουν στον ανταγωνισμό, δε μπορεί να γίνει παραδεκτή. Κατ' αρχήν θα πρέπει να διασφαλίσουν το απόρρητο των πληροφοριών που διαχειρίζονται και κατά δεύτερον θα πρέπει να συνειδητοποιήσουν ότι, σε πολλές περιπτώσεις διακυβεύουν σημαντικά υψηλότερα κεφάλαια από ό,τι οι φορείς της επιχείρησης και τις περισσότερες φορές έναντι χαμηλότερης αμοιβής.

Σήμερα διατίθενται στην αγορά πολλά και σχετικά αξιόπιστα πακέτα μοντέλων αξιολόγησης επιχειρήσεων, τα οποία προβλέπουν με σημαντική ακρίβεια ενδεχόμενους κινδύνους. Τα περισσότερα βασίζονται σε συνδυασμό ποιοτικών και ποσοτικών στοιχείων, ενώ όλα προσπαθούν να συμπεριλάβουν στους υπολογισμούς τους, τη δυναμική ή τα προβλήματα του κλάδου στον οποίο ανήκει η εταιρία, καθώς και στη χώρα ή το ευρύτερο γεωγραφικό περιβάλλον που δραστηριοποιείται.

Σημείο προσοχής για τους χρήστες θα πρέπει να είναι και η χώρα προέλευσης του μοντέλου, δεδομένου ότι ορισμένοι κλάδοι ενώ θεωρούνται προβληματικοί σε μια χώρα, σε κάποια άλλη θεωρούνται δυναμικά αναπτυσσόμενοι (πχ η κλωστοϋφαντουργία στις Η.Π.Α. θεωρείται δυναμικά αναπτυσσόμενος κλάδος και βαθμολογείται θετικά, στη χώρα μας είναι προβληματικός κλάδος και χρήζει ανάλογης μεταχείρισης). Όταν διαπιστώνονται

προβλήματα αυτής της μορφής, είναι απαραίτητες οι προσαρμογές του μοντέλου στο περιβάλλον της χώρας, όπου θα χρησιμοποιηθεί.

Η περιγραφή της τυπικής διαδικασίας rating, προκαλεί το αβίαστο ερώτημα: Πώς η εταιρία αξιολόγησης κατέληξε σε μια απόφαση σχετικά με τον κίνδυνο που εμπεριέχει μια επένδυση, εφόσον ο κίνδυνος δεν οφείλεται μόνο στην ίδια την επιχείρηση;

Η κατασκευή και κατ' επέκταση αξιολόγηση (the rating procedure) και απονομή βαθμολογίας (rating) από ένα μοντέλο αξιολόγησης, είναι μια μακρά διαδικασία. Λαμβάνει υπόψη της οικονομικά και ποιοτικά κριτήρια παγκοσμίως αποδεκτά, αλλά προσπαθεί να προσαρμόσει και τα χαρακτηριστικά της γεωγραφικής περιοχής (πχ διαφορετικά αντιμετωπίζεται η Ευρώπη από την ΝΑ Ασία), της χώρας, του βιομηχανικού κλάδου, κλπ. Δεν παραλείπονται αναπροσαρμογές των δεδομένων ανάλογα και με την παγκόσμια οικονομική συγκυρία.

Όταν ένας αξιολογικός οίκος εκδώσει rating για κάποιον φορέα, εθνικό ή ιδιωτικό, το αποτέλεσμα δημοσιοποιείται και σε πολλές περιπτώσεις κρατών ή μεγάλων επιχειρήσεων, η ανακοίνωση γίνεται θέμα ειδήσεων και δημόσιου σχολιασμού. Βέβαια, κατά πάγια τακτική, δεν ανακοινώνεται η μέθοδος αξιολόγησης ή σε περίπτωση που η μέθοδος είναι γνωστή, οι συντελεστές στάθμισης των δεδομένων τηρούνται απόρρητοι. Η βασική ιδιότητα των credit ratings που απονέμονται είναι η απλότητά τους. Σπάνια συνοδεύονται από σχόλια ή παρατηρήσεις και κυρίως δεν αποκαλύπτονται οι παράγοντες που έδωσαν στοιχεία και φυσικά πώς αυτά αξιολογήθηκαν.

Παγκοσμίως, στον τομέα αξιολόγησης οικονομικών μονάδων και τίτλων, δραστηριοποιούνται σχετικά λίγες επιχειρήσεις. Το κόστος εισόδου είναι υπερβολικά υψηλό για τους νέους ενδιαφερόμενους αλλά το κυριότερο πρόβλημα είναι άλλο:

Πρέπει να παρέλθουν αρκετά χρόνια με επιτυχείς αξιολογήσεις, πριν αρχίσει η αγορά να εμπιστεύεται μια εταιρία και να της αναθέτει την αξιολόγηση κρατών, τίτλων ή εταιριών. Πρέπει δηλαδή οι ίδιες οι εταιρίες να περάσουν από εμπειρική αξιολόγηση της αγοράς για να αρχίσουν να έχουν τα κάποια έσοδα. Έτσι όλοι αρκούνται στις ήδη υπάρχουσες.

Οι πλέον αναγνωρισμένες από αυτές παρατίθενται στον πίνακα 1.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΕΤΑΙΡΙΑ	ΕΤΟΣ 1 ^{ης} ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ	ΧΩΡΑ ΠΡΟΕΛΕΥΣΗΣ	ΑΠΑΣΧΟΛ. ΠΡΟΣΩΠΙΚΟ
Moody's Investor Service	1909	ΗΠΑ	600
Fitch IBCA	1922	ΗΠΑ	200
Standard & Poor's Corp.	1923	ΗΠΑ	700
Thomson Bank Watch	1971	ΗΠΑ	40
Canadian Bond Rating Service	1972	Καναδάς	26
Japanese Bond Rating Institute	1975	Ιαπωνία	91
Dominion Bond Rating Institute	1977	Καναδάς	20
Duff & Phelps	1980	ΗΠΑ	50
Japan Credit Rating Agency (JCR)	1985	Ιαπωνία	61
Nippon Investor Service	1985	Ιαπωνία	70

(Cantor / Parker 1994 : 2)¹

Σήμερα δραστηριοποιούνται και ευρωπαϊκοί αξιολογικοί οίκοι, συνήθως θυγατρικές εταιρίες μεγάλων τραπεζών (πχ Credit Swiss).

Ωστόσο, προκειμένου να επιτύχει κάποιος φορέας παγκόσμια αναγνώριση, απευθύνεται στις τρεις πρώτες του πίνακα 1, ενώ ως προς την αξιολόγηση έχουν καθιερωθεί δύο παγκόσμια αποδεκτές και αναγνωρίσιμες κλίμακες από τις Moody's και Standard & Poor's, οι οποίες διαφέρουν μεν στα σύμβολα, δεν διαφέρουν όμως στην ουσία, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2 που παρατίθεται στην επόμενη σελίδα.

¹ "Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets"

By: Dieter Kerwer, Max Planck Project Group, July 1999, Outline of a Research Project, www.yahoo.com

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

<u>ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ</u>		
<u>(DEBT RATING)</u>		
<u>Moody's</u>		<u>Standard & Poor's</u>
Aaa	ΠΡΟΤΑΣΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ (Investment Grade)	AAA
Aa1		AA+
Aa2		AA
Aa3		AA-
A1		A+
A2		A
A3		A-
Baa1		BBB+
Baa2		BBB
Baa3		BBB-
Ba1	<u>ΑΠΟΦΥΓΗ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ</u> <u>ΥΨΗΛΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ</u> <u>High Yield</u>	BB+
Ba2		BB
Ba3		BB-
B1		B+
B2		B
B3		B-
Caa1		CCC+
Caa2		CCC
Caa3		CCC-
Ca		CC
	C	
C	D	

Στον παραπάνω πίνακα, οι κατηγορίες που ανήκουν στο "Investment Grade" απολαμβάνουν την εμπιστοσύνη των επενδυτών και μάλιστα όσο αναβαίνουμε την κλίμακα, τόσο μικρότερη απόδοση προσφέρουν.

Στην κατηγορία “High Yield” περιλαμβάνονται οι επενδύσεις υψηλού κινδύνου, οι οποίες όμως αποφέρουν και υψηλότερες αποδόσεις. Αυτός είναι ο λόγος, που ο κάθε επενδυτής είναι ο μόνος υπεύθυνος για την επιλογή του, δεδομένων του χαρακτήρα του (περισσότερο ή λιγότερο συντηρητικός ή ριψοκίνδυνος) και των ιδιαίτερων προτιμήσεών του για την επιθυμητή σχέση ρίσκου – απόδοσης.

Η πρώτη προσπάθεια αξιολόγησης του πιστωτικού κινδύνου και κυρίως του ενδεχόμενου χρεοκοπίας των επιχειρήσεων, άρχισε λίγο μετά το οικονομικό κραχ του 1929. Οι δυσμενείς οικονομικές συνέπειές του και κυρίως το κύμα χρεοκοπιών που επακολούθησε, ώθησαν τον Fitzpatrick το 1932 να κάνει την αρχή. Έμεινε όμως για περισσότερο από τρεις δεκαετίες χωρίς συνέχεια. Από τα μέσα της δεκαετίας του 1960 άρχισαν διάφοροι μελετητές να ασχολούνται με το θέμα των χρεοκοπιών των οικονομικών μονάδων, με πρωτοστάτη και έκτοτε μέχρι σήμερα ασχολούμενο με τη μελέτη της πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας Dr. Edward I. Altman.

Χαρακτηριστικό όλων των μέχρι το 2000 τουλάχιστον προταθέντων μοντέλων πρόβλεψης, τουλάχιστον στον ακαδημαϊκό τομέα, ήταν η εμπειρική εργασία. Δεν υπήρχαν μεγάλοι αριθμού και τυχαίας διασποράς δείγματα, από τα οποία να προέκυπτε κάποιο συμπέρασμα που να μπορούσε να εφαρμοστεί στη συνέχεια. Όλοι οι ερευνητές, επέλεγαν ένα δείγμα από πτωχευμένες επιχειρήσεις, το αντιστοίχιζαν με ένα ίσου σχεδόν αριθμού δείγμα ομοειδών επιχειρήσεων ανάλογου μεγέθους με τις πτωχευμένες και προσπαθούσαν κάνοντας υποθέσεις, να εφεύρουν ένα μοντέλο για τη μελλοντική αξιολόγηση των επιχειρήσεων και των οργανισμών.

Στην αρχή, όσο δηλαδή ήταν κοντά στην εποχή που είχαν στηθεί, οπότε οι επιχειρήσεις δε διέφεραν σημαντικά από το δείγμα που είχε χρησιμοποιηθεί, τα μοντέλα αυτά είχαν αξιόλογες επιδόσεις. Η πάροδος του χρόνου όμως τα απαξίωνε και εφόσον ο δημιουργός τους δεν τα ανανέωνε, έπαυαν να είναι αξιόπιστα. Ένα ακόμα βασικό τους μειονέκτημα, ήταν ο μικρός αριθμός των επιχειρήσεων που χρησιμοποιούσαν ως δείγμα για τη μελέτη και τα επακόλουθα συμπεράσματα.

Τέλος, η κύρια πηγή πληροφόρησης των μελετητών ήταν οι ετήσιες οικονομικές καταστάσεις και οι από αυτές προκύπτοντες αριθμοδείκτες. Αυτός ήταν και ο βασικός λόγος που όλα βασιζόταν μόνο σε λογιστικά – οικονομικά δεδομένα και καθόλου σε ποιοτικά στοιχεία κλάδων και επιχειρήσεων.

Ο παρακάτω Πίνακας 3 αναφέρεται στις προστάθειες που έγιναν μέχρι το 2000 για την εκπόνηση μοντέλων πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

ΕΜΠΕΙΡΙΚΕΣ ΜΕΛΕΤΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΤΥΧΙΑΣ (ΠΤΩΧΕΥΣΗΣ)			
ΜΕΛΕΤΗΤΗΣ / ΕΣ	ΕΤΟΣ	ΠΤΩΧΕΥΜΕΝΕΣ	ΜΗ ΠΤΩΧΕΥΜΕΝΕΣ
Fitzpatrick	1932	19	19
Beaver	1967	79	79
Altman	1968	33	33
Lev	1971	37	37
Wilcox	1971	52	52
Deakin	1972	32	32
Edmister	1972	42	42
Blum	1974	115	115
Taffler	1974	23	45
Libby	1975	30	30
Diamond	1976	75	75
Altman, Haldeman and Narayanan	1977	53	58
Marais	1979	38	53
Dambolena and Khoury	1980	23	23
Ohlson	1980	105	2000
Taffler	1982-1983	46	46
El Hennawy and Morris	1983	22	22
Moyer	1984	35	35
Taffler	1984	22	49
Zmijewski	1984	40	800
Zavgren	1985	45	45
Casey and Bartczak	1985	60	230
Peel and Peel	1988	35	44
Barniv and Raveh	1989	58	142
Booth and Hutchinson	1989	33	33
Cupta, Rao and Bagchi	1990	60	60
Keasey and McGuinness	1990	43	43
Keasey, McGuinness and Short	1990	40	40
Shumway	1996	300	1.822
Moody's Risk Calc for Public Companies	2000	1.406	13.041
Moody's Risk Calc for Private Companies	2000	1.621	23.089

Moody's Risk Calc™ for Private Companies, May 2000

4.5 Τα Μοντέλα Πιστοληπτικής Ικανότητας και η Πρόβλεψη της Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας

4.5.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Στην κλασσική χρηματοοικονομική ανάλυση για τη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων, βασικό ρόλο έπαιζε ο παράγοντας «άνθρωπος». Σήμερα η παγκόσμια τραπεζική αγορά, τουλάχιστον στις ανεπτυγμένες χώρες, κυριαρχείται από την ανάλυση μέσω μοντέλων.

Η κλασσική ποσοτική ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων και σήμερα χρησιμοποιείται, αλλά η δυνατότητα εισαγωγής πληθώρας στοιχείων στους ηλεκτρονικούς υπολογιστές και η αξιολόγησή τους με διάφορα προγράμματα που συνθέτουν την εικόνα της επιχείρησης, είναι σαφώς προτιμότερη από την εμπειρική ανάλυση ενός ανθρώπου ή μιας ομάδας. Το «πρόβλημα» στην προκείμενη περίπτωση είναι ο τρόπος αξιολόγησης αυτών των στοιχείων. Οποιοσδήποτε οργανισμός εφοδιασμένος με τον κατάλληλο εξοπλισμό και προσωπικό με ικανότητες χειρισμού, θα μπορούσε να καταχωρήσει τεράστιο αριθμό δεδομένων για τις εταιρίες όλου του κόσμου: από τη διακύμανση της τιμής της μετοχής από συστάσεως της εταιρίας μέχρι σήμερα, τις οικονομικές της καταστάσεις για σειρά ετών, τον αριθμό των εργαζομένων σ' αυτήν, τις εισαγωγές και τις εξαγωγές της και ότι άλλο ποσοπικό και δημοσιεύσιμο υπάρχει. Θα μπορούσε ακόμα να επεξεργαστεί αυτά τα στοιχεία, και να βγάλει συμπεράσματα για τη διακύμανση των πωλήσεων, τους αριθμοδείκτες της εταιρίας κλπ.

Τα αποτελέσματα όμως αυτά, θα έχουν μόνο ιστορική αξία, επειδή θα λείπει ένας κρίσιμος παράγοντας: Μια μέθοδος που θα συνδυάζει και θα συνδέει αυτά τα αποτελέσματα και με κάποια στάθμιση θα απαντάει στο κρίσιμο ερώτημα: είναι φερέγγυα η επιχείρηση; Και αν ναι μέχρι ποιο βαθμό μπορούμε να την εμπιστευόμαστε, πριν αρχίσει να αντιμετωπίζει προβλήματα;

Θα ήταν εύκολο για τον καθένα, να καταχωρίσει ορισμένους δείκτες και κυρίως μια βάση (cut-off point), κάτω από την οποία θα απέφευγε τη συνεργασία με επιχειρήσεις. Πιθανότατα έτσι άρχισαν όλα τα μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας. Δεν είναι όμως λίγες οι επιχειρήσεις, οι οποίες παρά τα δυσμενή σκορ που επιτυγχάνουν, ευημερούν και αποφέρουν κέρδη στις δανείστριες τράπεζες. Λαμβάνοντας αυτό το

γεγονός υπόψη, όλα τα μοντέλα περιλαμβάνουν άλλα λιγότερο και άλλα περισσότερο, τις λεγόμενες «γκρίζες ζώνες».

- ❖ Πάνω από τη γκρίζα ζώνη οι επιχειρήσεις θεωρούνται επιθυμητές για συνεργασία.
- ❖ Κάτω από τη γκρίζα ζώνη θεωρούνται ανεπιθύμητες και οι τράπεζες δεν ξεκινούν συνεργασία και εφόσον έχουν ήδη ανειλημμένους κινδύνους φροντίζουν για απεμπλοκή ή τουλάχιστον λήψη εξασφαλίσεων.
- ❖ Στη γκρίζα ζώνη και πάλι καλείται να λάβει θέση ο παράγοντας άνθρωπος.

Άλλωστε όσο εκτεταμένη πληροφόρηση και αν εισάγεται σε ένα μοντέλο για έκδοση αξιολόγησης, δεν είναι δυνατόν να περιληφθούν όλες οι πληροφορίες που υπάρχουν για την επιχείρηση. Ιδιαιτερότητες των φορέων, κατάσταση της τοπικής αγοράς, επενδυτικά προγράμματα σε εξέλιξη και πολλά άλλα παρεμφερή στοιχεία αποτελούν κριτήρια, που μόνο ο ανθρώπινος παράγοντας μπορεί να σταθμίσει.

Η συνεργασία έμπειρων στελεχών και αξιόπιστων μοντέλων αξιολόγησης είναι ο επιθυμητός συνδυασμός για τους διοικούντες τις τράπεζες, προκειμένου να αποφεύγονται επισφαλείς τοποθετήσεις, αλλά και να μην χάνονται οι πολύ προσοδοφόρες επιχειρήσεις της γκρίζας ζώνης. Υπενθυμίζεται και πάλι η σύνδεση κινδύνου και απόδοσης. Οι επιχειρηματίες που ανήκουν σ' αυτήν την κατηγορία, γνωρίζουν το πρόβλημά τους και αποδέχονται αγόγγυστα υψηλότερη τιμολόγηση.

Υπάρχει η άποψη, ότι σημαντικός αριθμός αναλυτών αξιολογούν καλύτερα από μερικά μοντέλα και ορισμένοι αναλυτές αξιολογούν καλύτερα από οποιοδήποτε μοντέλο. *Το κρίσιμο όμως για ένα μοντέλο είναι το κατά πόσο αξιολογεί καλύτερα από το μέσο αναλυτή.* Οι άνθρωποι έχουν όρα (σκέψης, υπολογισμών, αντοχής, κλπ), τα οποία τους περιορίζουν και προκαταλήψεις, οι οποίες καθιστούν τις αποφάσεις τους αμφισβητήσιμες. Οι προκαταλήψεις αυτές περιλαμβάνουν μεταξύ άλλων τα εξής:

- ❖ Οι άνθρωποι τείνουν να υπερεκτιμούν την ακρίβεια των γνώσεών τους (Alpert & Raiffa 1982).
- ❖ Η υπερβολική εμπιστοσύνη στον εαυτό τους αυξάνει με τη σημασία της αποστολής τους. Επίσης οι άνθρωποι ανακαλούν πιο εύκολα πληροφορίες που σχετίζονται με επιτυχίες τους στο παρελθόν, σε αντίθεση με τις πληροφορίες από τις αποτυχίες τους (Barber & Odean 1999).

Γεγονός είναι πάντως ότι όλοι καταλήγουν ότι δεν είναι δυνατή η προτυποποίηση των αποφάσεων που παίρνουν οι άνθρωποι. Ενώ τα στελέχη δείχνουν αξιοσημείωτη ικανότητα στο να αντλούν πληροφορίες και να βρίσκουν ενδιαφέρουσες μεταβλητές και παραμέτρους για την αξιολόγησή τους, εντούτοις δεν έχουν ανάλογη ικανότητα να συνθέτουν αυτήν την πληροφόρηση, ιδίως όταν προέρχεται από διαφορετικές πηγές. Ακόμα, οι προσωπικές αντιλήψεις, η ψυχολογική κατάσταση, οι επεμβάσεις προϊσταμένων ή οι παραινήσεις συνεργατών επηρεάζουν την κρίση των ατόμων.

Σημαντικότερο όμως πρόβλημα είναι ότι, δεν είναι δυνατόν περισσότεροι του ενός άνθρωποι να κρίνουν με τον ίδιο τρόπο παρεμφερείς καταστάσεις. Έτσι παρατηρήθηκε στο παρελθόν το φαινόμενο, στελέχη της ίδιας τράπεζας, με ίδια εκπαίδευση και ανάλογες εμπειρίες, να δίνουν αντικρουόμενες απόψεις σε συμβούλια λήψης αποφάσεων ή όντας αποφασιστικά όργανα, να αντιμετωπίζουν διαφορετικά ομοειδείς περιπτώσεις.

4.5.2 Ποσοτικά Μοντέλα

4.5.2.1 Ορισμός

Ποσοτικά ονομάζονται τα μοντέλα αξιολόγησης των επιχειρήσεων, που λαμβάνουν υπόψη τους μόνο οικονομικά μεγέθη που εμφανίζει μια επιχείρηση στις ετήσιες οικονομικές της καταστάσεις. Σε ορισμένες περιπτώσεις, όταν είναι εφικτό, ποσοτικοποιούνται και εισάγονται ως αριθμητικά δεδομένα ορισμένα ποιοτικά στοιχεία (πχ καλός = 2, μέτριος = 1, κακός = 0 κλπ).

4.5.2.2 Γενικά Σχόλια

Όπως προαναφέραμε, για τη σταδιακή μετάβαση από την ανθρώπινη αξιολόγηση των χρηματοδοτικών κινδύνων στη χρήση μοντέλων, σημαντικό ρόλο έπαιξε η παρατηρούμενη προκατάληψη (bias) των στελεχών απέναντι στις επιχειρήσεις, καθώς και τα όρια των ανθρώπινων δυνατοτήτων.

Ανάλογα όρια και προκαταλήψεις όμως, έχουν και τα μοντέλα δεδομένου ότι σχεδιάστηκαν από ανθρώπους και λαμβάνουν υπόψη τους συγκεκριμένο αριθμό συντελεστών.

Ιδιαίτερα τα **ποσοτικά μοντέλα (quantitative models)**, που λαμβάνουν υπόψη τους μόνο ποσοτικά χαρακτηριστικά, είναι υποκείμενα στρεβλώσεων και αμφιλεγόμενων αποτελεσμάτων. Αξιολογώντας μόνο τα νούμερα που εμφανίζονται στις οικονομικές καταστάσεις και τους προκύπτοντες από αυτά αριθμοδείκτες, είναι ευπρόσβλητα ακόμα και από μικρές μεταβολές, κυρίως όταν αυτές συμβαίνουν στα όρια αποδοχής ως θετικών ή χαρακτηρισμού ως αρνητικών των δεικτών.

Προκειμένου να εξομαλυνθούν οι στρεβλώσεις, λαμβάνεται πάντα υπόψη και γίνονται συγκρίσεις με τους δείκτες του κλάδου (peer group), που ανήκει η επιχείρηση.

Και στο σημείο όμως αυτό υπάρχουν αξεπέραστες δυσκολίες, που παρατίθενται με τα ακόλουθα ερωτήματα:

- ❖ Πόσες είναι οι επιχειρήσεις που απαρτίζουν τον κλάδο;
- ❖ Μήπως οι δείκτες του κλάδου επηρεάζονται πολύ από τους δείκτες των 5 – 10 μεγαλύτερων εταιριών;
- ❖ Με ποιες από τις επιχειρήσεις πρέπει να συγκριθεί αυτή που μας ενδιαφέρει;

- ❖ Μήπως η εξεταζόμενη δραστηριοποιείται σε περισσότερους του ενός κλάδους και δεν είναι δυνατός ο διαχωρισμός των δραστηριοτήτων της; Οι δείκτες ποιου κλάδου θα πρέπει να ληφθούν υπόψη;

Η προβληματικότερες περιπτώσεις είναι εκείνων των μοντέλων που δίνουν στοιχεία ανεξάρτητα για κάθε δείκτη ή ομάδα δεικτών. Αυτά καταλήγουν στα ίδια προβλήματα που αντιμετωπίζει και ο άνθρωπος – αναλυτής. Πώς πχ θα αξιολογηθεί μια επιχείρηση που εμφανίζει αποτελέσματα Αα στη ρευστότητα, Βαα στην κερδοφορία και Β στη χρηματοοικονομική μόχλευση; Το πρόβλημα έρχονται να εξομαλύνουν το μοντέλα πολλαπλών μεταβλητών (multivariate models), που δίνουν αποτελέσματα συνδυάζοντας τις μεταβλητές.

Εκείνο πάντως που τονίζουν όλοι, ακόμα και οι πιο ένθερμοι υποστηρικτές των ποσοτικών μοντέλων, είναι ότι: *τα ποσοτικά μοντέλα είναι εργαλεία που υποστηρίζουν τη λήψη μιας απόφασης και σε καμία περίπτωση εργαλεία λήψης αποφάσεων.*

Στελέχη που βασιζόμενα μόνο στα αποτελέσματα ποσοτικών μοντέλων απέρριψαν συνεργασία με πελάτες, στέρησαν τον οργανισμό που υπηρετούσαν από έσοδα ή αντίθετα αν δέχτηκαν συνεργασίες, επιβάρυναν τον οργανισμό με ζημίες από επισφάλειες.

Μια διαδικασία λήψης αποφάσεων θα πρέπει να χρησιμοποιεί τα αποτελέσματα της ποσοτικής αξιολόγησης σε συνδυασμό με την κρίση του αποφασίζοντος.

Η διαδικασία λήψης απόφασης σε τέτοιες περιπτώσεις διέπεται από τα ακόλουθα χαρακτηριστικά:

1. Η χρησιμοποιούμενη ποσοτική πληροφόρηση δεν είναι ένας «μπουφές» από αριθμοδείκτες και παράγοντες κινδύνου, αλλά στοχεύει στη σύνθεση ενός αποτελέσματος (αριθμού, σκορ, rating). Όταν όμως οι αναλυτές βασίζονται σε πολλά νούμερα (αριθμοδείκτες), για την τελική κρίση τους, τότε υπάρχει μεγάλη πιθανότητα η σύνθεση αυτών των πληροφοριών να διαφέρει σημαντικά από άτομο σε άτομο. Επειδή ο υποκειμενικός παράγοντας που παίζει σημαντικό ρόλο δεν είναι ξεκάθαρο πως επηρεάζει την απόφαση, δεν είναι δυνατή η σύγκριση των αποτελεσμάτων.
2. Η αξιολόγηση στοχεύει να εντοπίσει εξαιρέσεις (κακές επιχειρήσεις), όπου τα ποσοτικά μεγέθη που προκύπτουν είναι ακραία, αλλά και εδώ υπάρχουν τρόποι αιτιολόγησης. Όταν η σκοπός είναι να βγει ένα τελικό rating, τότε είναι σχετικά εύκολο να εντοπιστούν

οι παράγοντες που επέδρασαν δυσμενώς στο αποτέλεσμα. Παράδειγμα αποτελεί η τεχνογνωσία των φορέων ή μια σημαντική πληροφόρηση όπως το γεγονός ότι ένας σημαντικός ανταγωνιστής αποσύρθηκε από την αγορά, που δεν περιλαμβάνονται στα μοντέλα, είναι παράγοντες που θα μπορούσαν να στρέψουν τον ανθρώπινο παράγοντα να διαφοροποιηθεί σημαντικά από την ένδειξη του μοντέλου.

Συμπερασματικά θα μπορούσαμε να πούμε ότι τα ποσοτικά μοντέλα συνδυαζόμενα με μια βασισμένη σε κανόνες διαδικασία λήψης αποφάσεων, μπορούν να βοηθήσουν σημαντικά τα στελέχη των πιστοδοτικών ιδρυμάτων στη λήψη σταθμισμένων και γενικά αποδεκτών αποφάσεων.

Οι παρεμβάσεις των στελεχών όταν γίνονται κατά το δυνατόν αντικειμενικά και πειθαρχημένα σε ένα γενικότερο πλαίσιο λήψης αποφάσεων, μπορούν να επιφέρουν τις κατάλληλες εξομαλύνσεις σε ακραίες εκτιμήσεις του μοντέλου.

Ωστόσο από στατιστική άποψη, οι αξιολογήσεις της μεθόδου των ποσοτικών μοντέλων σε συνδυασμό με τη βάση κανόνων και θεσμών χρήση των ικανοτήτων των στελεχών, καταλήγουν στο ότι: η χρήση του αστάθμητου ανθρώπινου παράγοντα καθιστά τα αποτελέσματά της μεθόδου αμφισβητήσιμα και μάλλον κατώτερης ποιότητας, σε σχέση με άλλες μεθόδους που χρησιμοποιούν συστήματα παραδεκτά από την επιστήμη της στατιστικής.¹

¹ "RiskCalc™ For Private Companies: Moody's Default Model"
Moody's Investor Service, Global Credit Research, May 2000, www.yahoo.com

4.5.3 Παραδοσιακή Προσέγγιση

4.5.3.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Είναι δύσκολη η διαχωριστική γραμμή μεταξύ παραδοσιακής και νέας προσέγγισης στη μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου. Ο λόγος είναι ότι πολλές από τις «καλές ιδέες» των παραδοσιακών μοντέλων, χρησιμοποιούνται στα νέα.

Την παραδοσιακή προσέγγιση απαρτίζουν τρεις κατηγορίες μοντέλων, που περιγράφονται στη συνέχεια:

- ❖ Expert Systems
- ❖ Rating Systems
- ❖ Credit-Scoring Systems

4.5.3.2 Expert Systems

Είναι συστήματα που βασίζονται στους εμπειρογνώμονες, δηλαδή στα στελέχη των επιχειρήσεων. Η πιστοδοτική απόφαση, λαμβάνεται από τα στελέχη του τοπικού καταστήματος ή ανάλογα με το ύψος της ανεβαίνει και το επίπεδο απόφασης. Αυτή η βασισμένη στην ικανότητα και εμπειρία των στελεχών, υποκειμενική απόφαση, ήταν το πιο συνηθισμένο σύστημα που χρησιμοποιούσαν οι πιστωτικοί οργανισμοί, για την αξιολόγηση των αναλαμβανομένων κινδύνων. Εν πολλοίς το σύστημα, ήταν πετυχημένο. Τουλάχιστον στη χώρα μας και ευρύτερα στην Ευρώπη, δεν έκλεισε κάποια τράπεζα από κακές τοποθετήσεις στελεχών τους. Αντίθετα εμφάνιζαν για πολλά χρόνια υπερκέρδη, κυρίως από τον δανεισμό των επιχειρήσεων.

Τα βασικά σημεία όπου στηριζόταν / στηρίζονται τα στελέχη για να κάνουν την αξιολόγησή τους, ήταν / είναι:

❖ Χαρακτήρας (Character)

Αποτελεί μέτρο της φήμης που είχε η εταιρία στην αγορά, της διάθεσής της να αποπληρώνει τις οφειλές της, το ιστορικό της από προηγούμενες αποπληρωμές δανείων. Είχε θεσμοθετηθεί εμπειρικά, ότι η ηλικία μιας επιχείρησης (όσο παλαιότερη, τόσο καλύτερα), αποτελούσε καλό δείγμα της καλής εξέλιξης του δανείου. Στην αξιολόγηση λαμβάνεται υπόψη και η προσωπικότητα των φορέων και διοικούντων.

❖ Κεφαλαιακή Διάρθρωση (Capital)

Η συνεισφορά των μετόχων στα κεφάλαια της επιχείρησης, η διάθεσή τους να συνεισφέρουν κι' άλλα αν χρειαστεί, καθώς και η χρηματοοικονομική της μόχλευση, χρησιμοποιούνται ως ενδείξεις για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Η υψηλή μόχλευση καθιστά επιρρεπή την επιχείρηση στο ενδεχόμενο της χρεοκοπίας. Είναι άλλωστε αποδεκτό από όλους ότι, όσο λιγότερα δικά του κεφάλαια έχει επενδύσει ο επιχειρηματίας, τόσο περισσότερο έχει την τάση να στρέφεται σε υψηλού ρίσκου επενδύσεις (risk shifting).

❖ Ικανότητα Κερδοφορίας (Capacity)

Εξετάζει την σταθερότητα των κερδών του δανειζόμενου. Εάν οι πληρωμές των δανειακών υποχρεώσεων είναι σταθερές, αλλά τα κέρδη της επιχείρησης παρουσιάζουν διακυμάνσεις, (ή έχουν υψηλές αποκλίσεις), τότε πιθανότατα η επιχείρηση θα αντιμετωπίζει χρονικές περιόδους με προβλήματα αποπληρωμής υποχρεώσεων.

❖ Εγγυήσεις (Collateral)

Στο ενδεχόμενο χρεοκοπίας, εφόσον έχουν δοθεί εγγυήσεις, η τράπεζα έχει απαιτήσεις από τα περιουσιακά στοιχεία που δεσμεύτηκαν. Όσο περισσότερο προηγείται των άλλων πιστωτών και όσο υψηλότερη η αξία της υποκείμενης εγγύησης, τόσο μικρότερη είναι η έκθεσή της στον κίνδυνο.

❖ Οικονομικός Κύκλος ή Οικονομικές Συνθήκες (Cycle or (Economic) Conditions)

Ένα σημαντικό στοιχείο στον προσδιορισμό του πιστωτικού κινδύνου, είναι η εποχικότητα των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων. Οι παραγωγοί διαρκών αγαθών είναι πιο ευπρόσβλητοι από ότι των καταναλωτικών αγαθών. Επίσης, μεγαλύτερο κίνδυνο διατρέχουν επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν ανταγωνισμό από εισαγόμενα προϊόντα.

Μαζί με τα προαναφερθέντα 5 C's ένα έμπειρο στέλεχος θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του το επίπεδο των επιτοκίων και την τάση τους, δεδομένου ότι ασκούν σημαντική επίδραση στα κέρδη της επιχείρησης.

Ωστόσο, όσο καλά και αν είναι τα στελέχη, πάντα είναι επιρρεπή σε δύο κινδύνους:

Συνέπεια. Ποιοί είναι οι κοινοί – σταθεροί παράγοντες που πρέπει να λαμβάνει υπόψη του, όταν εξετάζει διαφορετικές επιχειρήσεις;

Υποκειμενικότητα. Ποιες είναι οι βέλπτες βαρύτητες που πρέπει να αποδώσει στους επιλεγέντες για εξέταση παράγοντες;

Τα πιστωτικά ιδρύματα εξομαλύνουν τα προβλήματα ως ένα βαθμό, με τη συνυπογραφή των εγκρίσεων από προσωπικό που ανήκει σε διαφορετικές ιεραρχικές βαθμίδες. Αμφισβητείται όμως ότι κατορθώνουν να έχουν κοινή γραμμή απόφασης σε όλες τις μονάδες τους.

4.5.3.3 Rating Systems

Ένα από τα παλιότερα rating systems για δάνεια, είχε αναπτυχθεί από το γραφείο νομισματικού ελέγχου των ΗΠΑ (Office of the Comptroller of the Currency – OCC). Το σύστημα χρησιμοποιήθηκε στις ΗΠΑ αλλά και σε άλλες χώρες από θεσμικούς ελεγκτές και τραπεζίτες, για να εκτιμούν την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών έναντι απωλειών κεφαλαίων από πιστοδοτήσεις. Το συγκεκριμένο σύστημα το οποίο σταδιακά εξελισσόταν και αναπροσαρμοζόταν για τον έλεγχο των τραπεζών, δεν συμβάδιζε με την αξιολόγηση των ομολόγων και των λοιπών τίτλων που εξέδιδαν οι επιχειρήσεις. Αυτό συνέβαινε επειδή αξιολογούσε κάθε δάνειο χωριστά ενώ στην αξιολόγηση των τίτλων, η επιχείρηση αξιολογείται ως ενιαίο σύνολο.

Με την πάροδο των ετών έγιναν προσπάθειες για βελτίωση των συστημάτων αξιολόγησης, έτσι ώστε να υπάρχει σύμπτωση ή τουλάχιστον προσέγγιση κατά τις αξιολογήσεις.

Χαρακτηριστικά παραδείγματα κλίμακας αξιολόγησης από rating system, είναι ο παρατεθείς Πίνακας 2, στην παράγραφο 4.4 «Τρόπος Σκέψης των Μοντέλων Πρόβλεψης», που περιλαμβάνει τις διαβαθμίσεις των δύο γνωστότερων παγκοσμίως αξιολογικών οίκων.

4.5.3.4 Credit-Scoring Systems

Αυτού του είδους τα συστήματα αξιολόγησης είναι σήμερα ευρύτατα διαδεδομένα και καλύπτουν ανάγκες αξιολόγησης από καταναλωτικά μέχρι μεγάλα επιχειρηματικά και κοινοπρακτικά δάνεια.

Προσδιορίζονται εκ των προτέρων ορισμένοι παράγοντες «κλειδιά», οι οποίοι προσδιορίζουν το ενδεχόμενο χρεοκοπίας ή αντίθετα την ικανότητα του δανειολήπτη να φανεί συνεπείς στις υποχρεώσεις του. Οι παράγοντες αυτοί συνδυάζονται και θα λέγαμε ότι συμποσούνται σε ένα συγκεκριμένο αριθμό: το credit score.

Σε μερικές περιπτώσεις το credit score απεικονίζεται ως πιθανότητα πτώχευσης ή όχι. Σε άλλες χρησιμοποιείται σε σύστημα κατάταξης, τοποθετώντας τον δανειζόμενο σε μία ομάδα (καλή ή κακή), με βάση το credit score που έχει επιτύχει και μία διαβάθμιση (cut-off point), που διαχωρίζει τις καλές από τις επικίνδυνες για χρεοκοπία επιχειρήσεις.¹

Στην παράγραφο 4.8 «Παρουσίαση Μοντέλων», γίνεται εκτενής αναφορά στα τρία δημοφιλέστερα και ευρύτατα χρησιμοποιούμενα σήμερα Credit-Scoring Systems:

- ❖ Το Z-score του Edward I. Altman με τις αναθεωρήσεις του.
- ❖ Το μοντέλο της McKinsey για χρήση από τις εμπορικές τράπεζες και
- ❖ Το ανάλογης χρήσης μοντέλο Moody's Risk Advisor.

¹ "Credit Risk Measurement: New approaches to Value At Risk and Other Paradigms"
Author: Anthony Saunders, 1999, Editor: John Wiley and Sons, Inc.

4.5.4 Πολύπλοκα Μοντέλα (Structural Models)

4.5.4.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Ο παραπάνω όρος, που θα χρησιμοποιηθεί και στη συνέχεια είναι η, κατά την άποψη του γράφοντος, καλύτερη μεταφορά του όρου structural model, στα ελληνικά. Θα μπορούσε επίσης να ερμηνευθεί ως αναλυτικά, δομημένα ή πιο περιγραφικά ως μοντέλα εμπιρεύοντα πολυπλοκότητα. Ο πολύς κόσμος, προτιμάει τα πολύπλοκα μοντέλα. Ένα τέτοιο μοντέλο συνήθως παρουσιάζεται με τρόπο, που να είναι λογικά σύμφωνος και απόλυτα αποσαφηνισμένος έτσι ώστε ο χρήστης να ξέρει τι συμβαίνει.

Οι χρήστες αρέσκονται να γνωρίζουν τι συμβαίνει πίσω από το μοντέλο. Και βοηθάει σημαντικά το να μπορεί το μοντέλο να ερμηνεύεται και να «επιβάλει» τη χρήση του λογικά και όχι μόνο από στατιστικά δεδομένα. Αυτό σημαίνει ότι δίνει αποτελέσματα ανεξάρτητα από την εμφάνιση των στοιχείων. Μπορεί δηλαδή εκ πρώτης όψεως τα στοιχεία να εμφανίζονται ευνοϊκά ή δυσμενή, αλλά το τελικό αποτέλεσμα να είναι διαφοροποιημένο.

Τα πλέον δημοφιλή και ευρύτερα χρησιμοποιούμενα μέχρι και σήμερα μοντέλα της κατηγορίας αυτής είναι : το Merton Model και το Gambler's Ruin Model, που περιγράφονται στη συνέχεια.

4.5.4.2 Merton Model

Το πιο γνωστό μοντέλο αυτής της κατηγορίας είναι το Merton Model (1973). Αυτό ταιριάζει πολύ στην καλά αναπτυγμένη θεωρία για την τιμολόγηση των δικαιωμάτων επί αγορών τίτλων. Λαμβάνει υπόψη του τις κοινές μετοχές ως δικαιώματα αγοράς επί των κεφαλαίων και ως πιμή άσκησης του δικαιώματος, την αξία των υποχρεώσεων.

Στην πρώτη του έκδοση, το μοντέλο θεωρούσε ότι όλες οι υποχρεώσεις είχαν μια συγκεκριμένη ημερομηνία λήξης και αυτή λάμβανε ως καθοριστική για να υπολογίσει την αξία των δικαιωμάτων. Όταν η αξία των κεφαλαίων της επιχείρησης έπεφτε κάτω από ένα ορισμένο επίπεδο, η επιχείρηση θεωρείτο ότι θα πτώχευε. Σε περίπτωση υπεραξίας των κεφαλαίων, οι φορείς καρπώνονταν την υπεραξία (όπως στα δικαιώματα).

Με την οπτική του Merton Model, όσο μεγαλύτερη ήταν η αξία της επιχείρησης και μικρότερη η αστάθεια, τόσο μικρότερες ήταν οι πιθανότητες χρεοκοπίας.

Η KIMV, η εταιρία που εκμεταλλεύεται το μοντέλο, έχει κάνει αρκετές αναπροσαρμογές, προκειμένου να εξαλείψει ασυμβατότητές του, να δώσει πιο επαρκείς ερμηνείες στα αποτελέσματα και να φέρει το μοντέλο πιο κοντά στην πραγματικότητα. Πχ αντί των συνολικών υποχρεώσεων που λάμβανε υπόψη του το αρχικό μοντέλο, η προσαρμογή του λαμβάνει υπόψη τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις και το 1/2 των μακροπρόθεσμων. Ακόμα σε περίπτωση που η επιχείρηση δεν είναι εισηγμένη σε χρηματιστηριακή αγορά, προτείνει να λαμβάνεται υπόψη η αγοραία αξία που προσδιορίζει ο αναλυτής.

4.5.4.3 Gambler's Ruin Model

Ωστόσο, προηγούμενο του Merton Model ήταν το Gambler's Ruin Model (1971), που προτάθηκε από τον Wilcox και εξακολουθεί μέχρι σήμερα να χρησιμοποιείται. Στο μοντέλο αυτό η αξία των κοινών μετοχών και το μέσο κεφάλαιο κίνησης είναι το απόθεμα και θεωρεί ότι με μια σταθερή πιθανότητα, διάφορα τυχαία γεγονότα θα εξαντλήσουν αυτό το απόθεμα, αφαιρώντας από την επιχείρηση αυτή την ασπίδα ασφαλείας.

Η βασική ιδέα του μοντέλου είναι ότι συγκρίνει την επιχείρηση με έναν παίκτη του καζίνο, ο οποίος έχει κεφάλαιο N χρηματικές μονάδες και ποντάρει στη ρουλέτα με πιθανότητες κέρδους 50%, μία χρηματική μονάδα κάθε φορά. Δηλαδή κάθε ποντάρισμα θα του αποφέρει δύο ή καμία χρηματικές μονάδες. Πόσες είναι η πιθανότητες ο παίκτης να μείνει χωρίς χρήματα μετά από X πονταρίσματα;

Το στατιστικό αυτό πρόβλημα από παλιά γνωστό, διαισθητικά κυριαρχεί στα σενάρια πρόβλεψης της χρεοκοπίας των επιχειρήσεων.

Μια παραλλαγή του Gambler's Ruin Model, που το φέρνει πιο κοντά στο Merton Model είναι η πρόταση του Scott το 1981, που λέει ότι: Οι επιχειρήσεις δεν πτωχεύουν όταν χάσουν τα κεφάλαια κίνησής τους, αλλά όταν ο κόσμος χάνει την εμπιστοσύνη τους σ' αυτές. Δηλαδή ακόμα και αν χάσει η επιχείρηση το απόθεμα ασφαλείας, δεν πτωχεύει

εφόσον το κοινό την περιβάλλει με την εμπιστοσύνη του, οπότε οι βασικοί μέτοχοι και οι μικροεπενδυτές έχουν κίνητρο να συνεισφέρουν νέα κεφάλαια για τη χρηματοδότηση της δραστηριότητάς της.

Και στα δύο μοντέλα η χαμηλότερη αστάθεια σε συνδυασμό με το ύψος των κεφαλαίων που προστατεύουν την επιχείρηση, σημαίνει χαμηλότερες πιθανότητες χρεοκοπίας και το αντίθετο.

Το χαρακτηριστικό γνώρισμα που διαφοροποιεί το Merton Model είναι ότι θεωρεί την αστάθεια της αγοραίας αξίας της τιμής της μετοχής και συνεπώς της αξίας της επιχείρησης σαν καθοριστικό παράγοντα, ενώ το Gambler's Ruin Model επικεντρώνεται στο κεφάλαιο κίνησης.

Ο σχεδιασμός τελικά ενός μοντέλου, είναι καθοριστικός παράγοντας της αξιοπιστίας και της αποδοχής του από την αγορά. Και λέγεται ότι όσο πιο σύνθετο, τόσο πιο αξιόπιστο. Ποιοι είναι όμως οι παράγοντες που λαμβάνει υπόψη του ένα σύνθετο - μοντέρνο μοντέλο για την αξιολόγηση των επιχειρήσεων και των τίτλων που προσφέρονται στο κοινό;

4.6 Κίνδυνοι που Επηρεάζουν τα Αποτελέσματα των Μοντέλων

4.6.1 Γενικά Σχόλια

Οι κυριότεροι παράγοντες (rating criteria), που λαμβάνονται υπόψη κατά την κατασκευή ενός μοντέλου και συμμετέχουν στη διαδικασία αξιολόγησης επιχειρήσεων, (αλλά και δημοσίων οργανισμών, κρατικών ομολόγων, κλπ) είναι οι κίνδυνοι που εγκυμονεί η χώρα προέλευσης τίτλων ή της επιχείρησης, ο βιομηχανικός κλάδος και φυσικά τα στοιχεία της ίδιας της επιχείρησης, όπως συνοπτικά περιγράφονται στη συνέχεια.

4.6.2 Κίνδυνος Χώρας

Η ανάλυση του πιστωτικού κινδύνου μιας χώρας (country risk), περιλαμβάνει κυρίως:

- ❖ Την πιθανότητα αθέτησης των υποχρεώσεών της, έναντι του εξωτερικού της χρέους. Η προσοχή εστιάζεται στην περίπτωση που το εθνικό νόμισμα μιας χώρας, δε μπορεί να ανταλλαγεί με συνάλλαγμα (με κάποιο άλλο νόμισμα), για την εξόφληση των χρεών της. Στην περίπτωση αυτή, ένας μεμονωμένος οφειλέτης που προέρχεται από τη χώρα, δε μπορεί επίσης να αποπληρώσει τις οφειλές του σε συνάλλαγμα.
- ❖ Την ευρύτερη γεωγραφική περιοχή, το συνασπισμό κρατών, ή την οικονομική ένωση στην οποία ανήκει η υπό εξέταση χώρα.
- ❖ Την πρόβλεψη μελλοντικών οικονομικών πολιτικών, λαμβάνοντας υπόψη γενικές απόψεις του πολιτικού συστήματος της χώρας. Δυναμικά εργατικά συνδικάτα, δε συμβάλλουν θετικά στην αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου της χώρας.
- ❖ Την πολυπλοκότητα των παραγόντων που υπεισέρχονται στον προσδιορισμό του κινδύνου της χώρας και καθιστούν το έργο του προβλέποντος κινδύνους αυτής της μορφής να μοιάζει με σύνθεση μαγικής εικόνας.

Εξυπακούεται ότι, καμία μεμονωμένη επιχείρηση μιας χώρας, δε μπορεί να καταταγεί σε καλύτερη βαθμίδα πιστοληπτικής ικανότητας (credit rating) από την ίδια τη χώρα, από όπου κατάγεται.

4.6.3 Κίνδυνος Βιομηχανικού Κλάδου

Η βασική ιδέα στην οποία στηρίζεται η κατά την ανάλυση διαφορετική αντιμετώπιση των βιομηχανικών κλάδων, είναι ότι ο ανταγωνισμός στα πλαίσια ενός κλάδου, επηρεάζει την πιθανότητα αποτυχίας – χρεοκοπίας των επιχειρήσεων.

Ακόμα η εξάρτηση των επιχειρήσεων του κλάδου από παράγοντες που επηρεάζουν τη λειτουργία τους (πχ επικρατούσα στον κλάδο πιστωτική πολιτική) ή ίσως τη δυσχεραίνουν σε σχέση με άλλους κλάδους, (πχ καιρικές συνθήκες, εξάρτηση από πρώτες ύλες, κλπ) είναι στοιχεία που σταθμίζονται από τα μοντέλα και επηρεάζουν το τελικό τους αποτέλεσμα.

Καλές πάντως προϋποθέσεις για έναν κλάδο είναι:

- ❖ Να έχει ευχερή πρόσβαση σε διαφορετικές μορφές χρηματοδότησης.
- ❖ Ο υφιστάμενος εθνικός και διεθνής ανταγωνισμός, να μην είναι οξύς.
- ❖ Να μην υπάρχει κρατικός παρεμβατισμός.

4.6.4 Κίνδυνος Επιχειρηματικής Μονάδας

Στο επίπεδο της επιχειρηματικής μονάδας, ο κίνδυνος της χρεοκοπίας είναι συνυφασμένος με τους κινδύνους που εμπεριέχονται στις στρατηγικές της και τον χρηματοοικονομικό κίνδυνο.

Σύμφωνα με μια παλιά εργασία του Steven Kaplan (του τμήματος χρηματοοικονομικής του Harvard), οι κυριότεροι παράγοντες που θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη είναι:

- ❖ Το μέγεθος της επιχείρησης.
- ❖ Οι υποχρεώσεις της επιχείρησης να ελέγχονται απόλυτα.
- ❖ Η χρηματοοικονομική μόχλευση.
- ❖ Συστηματικοί και μη συστηματικοί κίνδυνοι.
- ❖ Κερδοφορία.
- ❖ Κίνδυνος να σταματήσει η κερδοφορία (profit stream).
- ❖ Κάλυψη των επτοκιακών υποχρεώσεων.

Σ' αυτούς θα μπορούσαν να προστεθούν στοιχεία της SWOT και της STEP ανάλυσης της επιχείρησης όπως:

- ❖ Οι δυνάμεις και οι αδυναμίες της
- ❖ Οι ευκαιρίες και οι απειλές του περιβάλλοντος που δραστηριοποιείται
- ❖ Η διαπραγματευτική της ισχύς έναντι πελατών και προμηθευτών
- ❖ Η κατάσταση του υπάρχοντος και του ενδεχόμενου ανταγωνισμού
- ❖ Η ευχερής ενσωμάτωση νέων τεχνολογιών ή οι αδυναμίες παρακολούθησής τους
- ❖ Η αφοσίωση των φορέων και η πρόθεσή τους να συνδράμουν οικονομικά ή να παράσχουν εγγυήσεις για την επιχείρηση
- ❖ Η εμπειρία και η επιστημονική κατάρτιση του στελεχικού δυναμικού της
- ❖ Οι καλές σχέσεις και η αφοσίωση των εργαζομένων της
- ❖ Η ευχέρεια επιλογής πηγών και εργαλείων χρηματοδότησης κλπ.

Τα παραπάνω κατάλληλα σταθμισμένα και συνδεδεμένα μεταξύ τους, καθώς και με την ανάλυση των χρηματοοικονομικών της επιχείρησης, συνθέτουν σήμερα την εικόνα του τρόπου σκέψης και λειτουργίας των μοντέλων αξιολόγησης.

Εικόνα πολύπλοκη, που ελάχιστες είναι οι γνώσεις για τον τρόπο σύνθεσής της, αλλά με ικανοποιητικά τελικά αποτελέσματα.

4.7 Η Νέα Αντίληψη: Data Mining Techniques

4.7.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

Σήμερα τα μοντέλα που χρησιμοποιούνται από αξιολογικούς οίκους, τράπεζες και άλλα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, δεν αποκαλύπτουν τη μεθοδολογία τους. Σχεδιάζονται από ομάδες εργασίας, ανάλογα με τις ανάγκες του παραγγέλλοντος – χρήστη και πωλούνται έναντι αδρότατης αμοιβής. Αναβαθμίζονται κατά διαστήματα, ενώ οι αγοραστές τους εκπαιδεύονται μόνο στη χρήση τους, η οποία είναι σχετικά απλή για κάποιον που γνωρίζει να χειρίζεται προσωπικό ηλεκτρονικό υπολογιστή. Το μόνο που «ζητούν» από το χρήστη, είναι να εισάγει τα ποσοτικά στοιχεία και τα ποιοτικά χαρακτηριστικά της υπό εξέταση επιχείρησης και απαντούν με ένα συνήθως αριθμητικό αποτέλεσμα.

Εδώ πρέπει να επισημανθεί η κρισιμότητα της εμπειρίας των χειριστών, ώστε τα ποιοτικά στοιχεία που θα εισαχθούν, να είναι αντικειμενικά και να μην υπεισέρχονται υποκειμενικοί παράγοντες (πχ φιλία με τους φορείς, σημαντική μονάδα για την οικονομία και ευημερία της περιοχής, κλπ), οι οποίοι θα εμποδίσουν το μοντέλο να αξιοποιήσει τις δυνατότητές του.

Η βασική δυνατότητα που θα μπορούσε να χαρακτηριστεί και ως το όπλο των μοντέλων αξιολόγησης, είναι η δυνατότητά τους να «αντλούν κρυμμένη πληροφορηση» μέσω του σχεδιασμού τους, (**data mining techniques**). Αυτό σημαίνει ότι, παρά την προσπάθεια των φορέων μιας επιχείρησης να αποκρύψουν δυσμενείς οικονομικές παραμέτρους από τα στοιχεία τους, το μοντέλο έχει την ικανότητα να «ξετρυπώσει» το πρόβλημα, συνδυάζοντας όλα τα υπόλοιπα στοιχεία. Άλλωστε, κάποιος μπορεί να αλλοιώσει μέχρι ένα βαθμό τις οικονομικές καταστάσεις και όχι να παρουσιάσει μια εικονική πραγματικότητα. Αυτή η αλλοίωση δεν στέκεται ικανή να επηρεάσει σημαντικά το μοντέλο στην αξιολόγησή του.

Πέραν του σχεδιασμού τους να περιλαμβάνουν παραμέτρους του γενικότερου περιβάλλοντος της επιχείρησης (χώρα, κλάδος, κλπ), βασική άμυνα των μοντέλων απέναντι σε προσπάθειες εξαπάτησής τους, είναι η νοημοσύνη, η κρίση και η εμπειρία των χειριστών τους, που θα τα τροφοδοτήσουν με όλα τα άλλα ποιοτικά στοιχεία που προαναφέρθηκαν. Τακτικές αναθεωρήσεις των μεταβλητών και των παραμέτρων τους,

σπερεί τη δυνατότητα από τους χρήστες να διαγνώσουν τη μέθοδο αξιολόγησής τους, αλλά και τα προσαρμόζουν στις εκάστοτε οικονομικές και επιχειρηματικές συνθήκες.

Στην ομάδα των data mining techniques ανήκουν οι παρακάτω μέθοδοι αξιολόγησης:

- ❖ Discriminant Analysis (Διακριτή Ανάλυση)
- ❖ Decision Trees (Δέντρα Αποφάσεων)
- ❖ Neural Networks (Νευρωνικά Δίκτυα)
- ❖ Genetic Algorithms (Γενετικοί Αλγόριθμοι)

4.7.2 Discriminant Analysis (Διακριτή Ανάλυση)

Από τις παλαιότερες μεθόδους ανάλυσης δεδομένων για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Σημαντικότερο έργο της ομάδας αυτής αποτελεί η από τον Edward I. Altman προταθείσα μέθοδος Multiple Discriminant Analysis, η οποία κατέληξε στην πρόταση του Z-score και των παραγώγων του, (βλέπε παράγραφο 4.8.1).

Είναι μια στατιστική τεχνική που χρησιμοποιείται για να κατατάξει μια επιχείρηση, σε μια εκ των προτέρων καθορισμένη ομάδα με βάση τα χαρακτηριστικά που εμφανίζει. Η κατάταξη γίνεται μεν αριθμητικά, δηλαδή το αποτέλεσμα είναι κάποιος αριθμός με βάση τον οποίο κατατάσσεται η επιχείρηση, αλλά ο χαρακτηρισμός είναι ποιοτικός, της μορφής: πτωχευμένη – γκρίζα ζώνη – μη πτωχευμένη.

Σκοπός της διακριτής ανάλυσης στην απλή μορφή της, είναι να δημιουργήσει γραμμικούς συνδυασμούς των χαρακτηριστικών, τέτοιους που θα καθιστούν δυνατό το διαχωρισμό των ομάδων. Η διακριτική ανάλυση έχει προϋπολογίσει συντελεστές, τους οποίους όταν εφαρμόζει στους χρηματοοικονομικούς δείκτες μιας οικονομικής μονάδας, (ποσοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης), καταλήγει στο να κατατάξει ανάλογα την εταιρία.

Το βασικότερο πλεονέκτημα της μεθόδου είναι η ταυτόχρονη χρησιμοποίηση – ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών μιας επιχείρησης, ενώ σαν μειονεκτήματα επισημαίνονται οι παραβιάσεις της ομαλότητας και της ανεξαρτησίας των μεταβλητών.

4.7.3 Decision Trees (Δέντρα Αποφάσεων)

Η γνωστή μέθοδος των πολλαπλών επιλογών, όπου «χτίζονται» διάφορα σενάρια για τα ενδεχόμενα να συμβεί ή να μη συμβεί κάποιο γεγονός, εν προκειμένω η χρεοκοπία της επιχείρησης. Δεδομένων όμως των πολλών οικονομικών μεταβλητών που πιθανώς θα επιλέξει ο αναλυτής να χρησιμοποιήσει, σε συνδυασμό με ποιοτικά χαρακτηριστικά της οικονομικής μονάδας, καταλήγει σε μια πληθώρα υποπεριπτώσεων και σταθμίσεων. Αποτέλεσμα της πολλαπλότητας αυτής είναι να καθίσταται η μέθοδος εξαιρετικά πολύπλοκη και επιρρεπής σε σφάλματα, γεγονός που αποτελεί και το σημαντικότερο μειονέκτημά της. Στα πλεονεκτήματά της θα αναφέρουμε την ευκολία των υπολογισμών, όταν κατασκευάζεται το «δέντρο».

Η μέθοδος, πολύ χρήσιμη σε άλλους κλάδους, έχει σημαντικά υποχωρήσει στην πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, λόγω των πολλών εύχρηστων και πολύ περισσότερο αξιόπιστων μεθόδων που έχουν αναπτυχθεί – προταθεί τα τελευταία χρόνια.

4.7.4 Neural Networks (Νευρωνικά Δίκτυα)

Στην τεχνολογία της πληροφορικής, νευρωνικό δίκτυο είναι ένα σύστημα από προγράμματα και δομές πληροφοριών, το οποίο προσεγγίζει τη λειτουργία του ανθρώπινου εγκεφάλου. Ένα νευρωνικό δίκτυο περιέχει ένα μεγάλο αριθμό επεξεργαστών, που λειτουργούν παράλληλα, ο καθένας από τους οποίους διαθέτει τη δική του σφαίρα γνώσεων και δυνατότητα πρόσβασης σε πληροφορίες της τοπικής μνήμης.

Τυπικά, ένα νευρωνικό δίκτυο, έχει «εκπαιδευτεί» ή αλλιώς έχει «φορτωθεί» με μεγάλο αριθμό πληροφοριών και κανόνες σχέσεων μεταξύ των πληροφοριών (πχ ο παππούς ενός ατόμου, είναι μεγαλύτερος σε ηλικία από τον πατέρα του ατόμου). Ένα πρόγραμμα μπορεί να υποδείξει στο δίκτυο πώς να συμπεριφέρεται, ανταποκρινόμενο στα ερεθίσματα του περιβάλλοντος (πχ να δέχεται εισαγωγή στοιχείων από ένα χρήστη του συστήματος), ή να εισάγει νέες δραστηριότητες από μόνο του (μέσα στα όρια των δυνατοτήτων πρόσβασής του στον εξωτερικό κόσμο).

Σε αυτοτροφοδοτούμενα συστήματα, η γνώση των σχέσεων για τις εισαγόμενες πληροφορίες, μπορεί να αυτό - τροφοδοτήσει το σύστημα σε πιο προηγμένα επίπεδα γνώσης. Τα νευρωνικά δίκτυα μπορούν ακόμα να «μάθουν» χρονικές έννοιες και χρησιμοποιούνται ευρύτατα στην ανάλυση χρονολογικών σειρών.¹

Βασικό μειονέκτημά τους γενικά, είναι η εισαγωγή στοιχείων σε μορφή [0,1], ενώ για την πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας το γεγονός ότι, μια μικρή μεταβολή σε κάποια πληροφορία (πχ σε έναν αριθμοδείκτη), μπορεί να προκαλέσει ανεξήγητα μεγάλη μεταβολή στο αποτέλεσμα του μοντέλου.

Ο κάθε επεξεργαστής πληροφοριών λειτουργεί όπως οι νευρώνες του νευρικού μας συστήματος (εξ ου και το όνομα). Όπως ακριβώς μια ασήμαντη πληροφορία όταν μας έρχεται σε μια δύσκολη στιγμή, προκαλεί πανικό, ο πανικός ταχυκαρδία, η ταχυκαρδία επιτρέπει τον πανικό και ο οργανισμός μας μπαίνει σε ανεξέλεγκτο φαύλο κύκλο αυτό-τροφοδοτούμενων πανικού και ταχυκαρδίας, έτσι ανηδρά μερικές φορές το νευρωνικό δίκτυο σε μικρή διακύμανση της πληροφόρησης που δέχεται. Το αποτέλεσμα είναι να χαρακτηρίσει την ίδια επιχείρηση αρχικά ως προβληματική και στη συνέχεια ως ασφαλή ή το αντίστροφο, γεγονός που προκαλεί αμηχανία στους χρήστες του ενόψει κρίσιμων αποφάσεων, επειδή δεν ερμηνεύεται η αιτία που προκάλεσε τη σημαντική μεταβολή και δεν γνωρίζουν ποιο από τα δύο αποτελέσματα, βρίσκεται πλησιέστερα στην πραγματικότητα.

¹ Ο ορισμός και οι επεξηγήσεις αντλήθηκαν από το www.searchnetworking.techtarget.com

4.7.5 Genetic Algorithms (Γενετικοί Αλγόριθμοι)

Είναι εξελικτικοί αλγόριθμοι, οι οποίοι αναπαράγουν από το κάθε νέο άτομο, ένα κωδικοποιημένο τύπο που αποκαλείται «χρωμόσωμα». Τα χρωμοσώματα συνδυάζονται ή μεταλλάσσονται για να αναπαραχθούν νέα άτομα. Όπως συμβαίνει στη φυσική αναπαραγωγή, η διασταύρωση των ειδών με συνδυασμό των χρωμοσωμάτων, η ίδια διαδικασία χρησιμοποιείται και στους γενετικούς αλγόριθμους. Εδώ, το χρωμόσωμα ενός «απογόνου», έχει δημιουργηθεί από ένωση επιλεγμένων τμημάτων από τα χρωμοσώματα των δύο γονέων τα οποία έχουν σταθερό μήκος.

Οι γενετικοί αλγόριθμοι είναι χρήσιμοι για πολυδιάστατα προβλήματα βελτιστοποίησης, όπου τα χρωμοσώματα μπορεί να είναι οι κωδικοποιημένες αξίες των διαφόρων μεταβλητών που θέλουμε να βελτιώσουμε.¹

Αποτέλεσαν τη βάση ανάπτυξης των νευρωνικών δικτύων, με τα οποία συνεργάζονται πολύ ικανοποιητικά. Πλεονέκτημά τους είναι ότι, τα αποτελέσματά τους είναι ερμηνεύσιμα και εφαρμόσιμα. Στα μειονεκτήματά τους κυριότερο είναι η δυσκολία στην κωδικοποίηση, δεδομένου ότι περιλαμβάνουν πέντε συνεργαζόμενες παραμέτρους.

Τόσο τα προαναφερθέντα νευρωνικά δίκτυα, όσο και οι γενετικοί αλγόριθμοι, λόγω της ανάγκης πολύπλοκων υπολογισμών και συνεπώς της απαραίτητης χρήσης ηλεκτρονικών υπολογιστών, άρχισαν να αναπτύσσονται πολύ μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1980. Ακόμα πάντως τα αποτελέσματά τους στην πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων, συγκρίνονται με εκείνα παλαιότερων μεθόδων και μάλιστα σε πολλές περιπτώσεις οι παλιές μέθοδοι υπερτερούν.

Υπάρχουν προοπτικές περαιτέρω βελτίωσής τους, αν και περισσότερο πιθανή είναι η ενσωμάτωσή των πλεονεκτημάτων τους σε άλλα μοντέλα, παρά η ανεξάρτητη ανάπτυξή τους.

Η κάθε μία από τις προαναφερθείσες μεθόδους παρουσιάζει σε σύγκριση με τις υπόλοιπες, πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα, τα οποία έχουν συνοψιστεί στον ακόλουθο Πίνακα 4:

¹ Ο ορισμός και οι επεξηγήσεις αντλήθηκαν από το Illinois Genetic Algorithms Laboratory, www.nightflight.com

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΚΑΙ ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ ΜΕΘΟΔΩΝ Data Mining Techniques

ΤΕΧΝΙΚΗ	ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ	ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ
Discriminant Analysis (Διακριτή Ανάλυση)	Ικανότητα ενσωμάτωσης πολλαπλών αριθμοδεικτών ταυτόχρονα	Παραβιάσεις της ομαλότητας και της ανεξαρτησίας των μεταβλητών.
	Ικανότητα να συνδυάζει ανεξάρτητες μεταβλητές.	Δυσκολία στο να εξηγήσει τη σημασία των συγκρίσεων.
	Εύκολη στην εφαρμογή του, μετά την αρχική ανάπτυξη του μοντέλου.	Δυσκολία στον προσδιορισμό του αλγορίθμου κατάταξης. Δυσκολία να εξηγήσει το τεστ πρόβλεψης με χρονολογικές σειρές.
Decision Trees (Δέντρα Αποφάσεων)	Ικανότητα να δημιουργεί εύκολα κατανοητούς κανόνες.	Επιρρεπής σε λάθη λόγω των πολλαπλών επιλογών.
	Ικανότητα να εκτελείται σε «πεδία» με συγκεκριμένους κανόνες.	Απαιτεί υψηλού κόστους εκπαίδευση προσωπικού για το χειρισμό των υπολογισμών του.
	Ευκολία υπολογισμών κατά το χρόνο κατάταξης των επιλογών.	Προβλήματα χειρισμού των περιοχών, που δεν είναι απόλυτα οριοθετημένες.
	Χειρίζεται συνεχείς και κατηγοριοποιημένες μεταβλητές.	
Ικανότητα να επισημαίνει ξεκάθαρα τις καλύτερες επιλογές		
Neural Networks (Νευρωνικά Δίκτυα)	Ευπροσάρμοστα στο χειρισμό προβλημάτων ευρέως φάσματος.	Ζητούν εισαγωγή δεδομένων στην κλίμακα [0, 1]
	Παράγουν καλά αποτελέσματα σε σύνθετα πεδία εφαρμογής.	Αδυναμία επεξήγησης αποτελεσμάτων και των μεταβολών τους.
	Χειρίζονται συνεχείς και κατηγοριοποιημένες μεταβλητές.	Τείνουν να συμπίσουν σε προτάσεις κατώτερης – υποδεέστερης ποιότητας – σημασίας.
	Διαθέσιμα σε πολλά «έτοιμα» πακέτα.	
Genetic Algorithms (Γενετικοί Αλγόριθμοι)	Παράγουν ερμηνεύσιμα αποτελέσματα, εύκολα εφαρμόσιμα..	Δυσκολία κωδικοποίησης.
	Χειρίζονται με ευκολία μεγάλη ποικιλία και τύπους δεδομένων.	Δεν υπάρχει εγγύηση για βελτίωση.
	Δεκτικοί βελτιστοποίησης.	Δύσκολα στους υπολογισμούς.
	«Συνεργάζονται» με Νευρωνικά Δίκτυα.	Διαθέσιμα σε περιορισμένα εμπορικά «πακέτα».

4.8 Παρουσίαση Μοντέλων

4.8.1 Γενικά Σχόλια

Στη συνέχεια γίνεται αναφορά σε τρία μοντέλα αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών ή πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, δεδομένου ότι οι δύο έννοιες ουσιαστικά αναφέρονται στο ίδιο πράγμα: αν έχει τη δυνατότητα ο δανειολήπτης μέσα από τη δραστηριότητά του να επιστρέψει τα ποσά που δανείστηκε από το πιστωτικό ίδρυμα. Με άλλα λόγια αν οι προοπτικές της επιχείρησης είναι ευοίωνες και πρόκειται να ευημερήσει ή αν πρέπει να ληφθούν κατάλληλα διορθωτικά μέτρα (και σε ποιους τομείς), προκειμένου να ανακοπεί και αναστραφεί μια κακή πορεία.

Τα μοντέλα αυτά είναι το Altman's Z-score και οι αναθεωρήσεις του, το μοντέλο της McKinsey και το μοντέλο Moody's Risk Advisor.

4.8.2 Altman's Z-score

4.8.2.1 Το Αρχικό Μοντέλο

Η προσπάθεια πρόβλεψης του ενδεχόμενου χρεοκοπίας των οικονομικών μονάδων, άρχισε στις ΗΠΑ κυρίως μεταξύ των ακαδημαϊκών, από τη δεκαετία του 1930. Βασικό αίτιο ήταν το κύμα πτωχεύσεων που επακολούθησε το κραχ της Wall Street το 1929. Οι δραματικές συνέπειες που έπληξαν την οικονομία και ευρύτερα τον κοινωνικό ιστό της χώρας, ώθησαν την προσπάθεια των ερευνητών. Ωστόσο τα πρώτα ουσιαστικά αποτελέσματα εμφανίζονται μετά τα μέσα της δεκαετίας του 1960, με σημαντικότερο όλων το Z-score του Altman.¹

Η προσπάθεια βασίστηκε στη στατιστική τεχνική – μέθοδο της Πολλαπλής Διακριτής Ανάλυσης ή Διακριτή Ανάλυση Πολλαπλών Μεταβλητών, όπως θα μπορούσαμε να μεταφράσουμε τους όρους: "Multiple Discriminant Analysis".

Επιλέχθηκε μια ομάδα 33 χρεοκοπημένων επιχειρήσεων, που πτώχευσαν με δικαστικές αποφάσεις την περίοδο 1946 – 1965 και μια ισάριθμη ομάδα επιχειρήσεων που εξακολουθούσαν να λειτουργούν το 1966 και είχαν ίδια σχεδόν στοιχεία με τις

¹ "Corporate Financial Distress and Bankruptcy"

A complete guide to predicting and avoiding distress and profiting from bankruptcy
Edward I. Altman 2nd Edition, Wiley 1993

πτώχευμένες. Οι οικονομικές καταστάσεις που επιλέχθηκαν ήταν μέχρι ένα έτος πριν την πτώχευση. Φυσικά επιλέχθηκαν οικονομικές καταστάσεις των ίδιων χρήσεων και για τις υγιείς επιχειρήσεις. Στην επιλογή αποκλείστηκαν οι μικρές επιχειρήσεις (συνολικά κεφάλαια κάτω από \$1 εκατομμύριο) και οι πολύ μεγάλες (κεφάλαια πάνω \$25 εκατομμύρια). Οι μικρές αποκλείστηκαν για να έχει το δείγμα κάποια, έστω περιορισμένη, εμβέλεια σε όλη τη χώρα, ενώ οι μεγάλες επειδή την εποχή της μελέτης οι πολύ μεγάλες επιχειρήσεις θεωρούνταν απρόσβλητες από οικονομικές κρίσεις και σπανίως πτώχευαν. Ακολούθησε η επιλογή των πλέον κατάλληλων αριθμοδεικτών, που θα συντελούσαν στην πρόβλεψη της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας.

Από ένα σύνολο είκοσι δύο (22) αρχικά επιλεγέντων αριθμοδεικτών, η ερευνητική ομάδα κατασκεύασε πέντε (5) δικές της σχέσεις αριθμοδεικτών, οι οποίες θεωρήθηκαν ως οι καταλληλότερες για τους σκοπούς της πρόβλεψης. Μετά από μια διαδικασία παρατήρησης της στατιστικής τους συμπεριφοράς, των αλληλεπιδράσεων των μεταβλητών, της ικανότητάς τους να προβλέπουν την πτώχευση και βασιζόμενοι στην κρίση τους ως αναλυτών, κατέληξαν στον προσδιορισμό των σταθερών συντελεστών της ακόλουθης σχέσης:

$$Z = 0,012X_1 + 0,014X_2 + 0,033X_3 + 0,006 X_4 + 0,999X_5$$

Όπου:

$$X_1 = \frac{\text{Κεφάλαιο Κινήσεως}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

$$X_2 = \frac{\text{Παρακρατηθέντα Κέρδη}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

$$X_3 = \frac{\text{Κέρδη προ Τόκων και Φόρων}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

$$X_4 = \frac{\text{Χρηματοποιητική Αξία της Επιχείρησης}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικών Υποχρεώσεων}}$$

$$X_5 = \frac{\text{Πωλήσεις}}{\text{Συνολικά Κεφάλαια}}$$

και Z = Το τελικό αποτέλεσμα = **Z-score**

Ανάλογα με την επίδοση που επιτυγχάνει η κάθε εξεταζόμενη επιχείρηση και με βάση ζώνες που καθορίστηκαν εκ των προτέρων, κατατάσσονται οι επιχειρήσεις σε επικίνδυνες να πτωχεύσουν, σε αμφισβητούμενη θέση (γκρίζα ζώνη) και σε υγιείς, χωρίς προβλήματα και ορατούς κινδύνους για πτώχευση.

Z-score < 1,81 ⇒ Επιχείρηση στην επικίνδυνη ζώνη ή υπό Πτώχευση.

1,81 < Z-score < 2,99 ⇒ Αμφισβητούμενη περιοχή ή γκρίζα ζώνη.

Z-score > 2,99 ⇒ Ασφαλής επιχείρηση.

X₁: Κεφάλαιο Κίνησης προς Συνολικά Κεφάλαια

(Working Capital / Total Assets = WC / TA)

Η σχέση αυτή συναντάται συχνά στις μελέτες επιχειρηματικών προβλημάτων και είναι μέτρο των καθαρών ρευστών κεφαλαίων της επιχείρησης σε σχέση με τη συνολική της κεφαλαιοποίηση. Το κεφάλαιο κίνησης προσδιορίζεται ως η διαφορά των κυκλοφορούντων στοιχείων ενεργητικού μείον τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις. Η ρευστότητα των στοιχείων και το μέγεθος είναι χαρακτηριστικά που λαμβάνονται σοβαρά υπόψη. Συνήθως, μια επιχείρηση που αντιμετωπίζει επίμονες οργανικές ζημιές, θα αντιμετωπίσει συρρίκνωση των κεφαλαίων κίνησής της σε σχέση με τα συνολικά κεφάλαια.

Από τους τρεις δείκτες ρευστότητας που εξετάστηκαν, αυτός ήταν ο πιο κατάλληλος για την πρόβλεψη. Οι άλλοι δύο ήταν ο δείκτης ρευστότητας και εκείνος της άμεσης ρευστότητας.

X₂: Παρακρατηθέντα Κέρδη προς Συνολικά Κεφάλαια

(Retained Earnings / Total Assets = RE / TA).

Τα παρακρατηθέντα κέρδη είναι ο λογαριασμός που δείχνει τα επανεπενδυμένα κέρδη ή τις συσσωρευμένες ζημιές σε όλη τη ζωή της επιχείρησης. Θα πρέπει να σημειωθεί ότι, ο λογαριασμός παρακρατηθέντων κερδών είναι υποκείμενος αλλαγών (μειώσεων) εφόσον γίνει από την επιχείρηση διανομή αποθεματικών με τη μορφή μερίσματος. Αν υπάρχει τέτοια υπόνοια ή το γεγονός συνέβη κατά το παρελθόν, θα πρέπει να είμαστε

επιφυλακτικοί και αν χρειάζεται να αναμορφώσουμε (μειώσουμε) τα παρακρατηθέντα κέρδη κατά το ποσό που υποθέτουμε ότι θα διανεμηθεί.

Αυτός ο δείκτης είναι ένας «νέος», που υιοθετήθηκε για τη συγκεκριμένη πρόταση. Η «ηλικία» της επιχείρησης ενσωματώνεται σε μεγάλο βαθμό στο συγκεκριμένο δείκτη. Για μια σχετικά καινούργια επιχείρηση δεν έχει το χρόνο να αθροίσει παρακρατηθέντα κέρδη και συνεπώς ο δείκτης της θα είναι σαφώς μικρότερος από μία παλαιότερη. Γίνεται δηλαδή μια διάκριση σε βάρος των νεότερων επιχειρήσεων. Με βάση τη συγκεκριμένη συνάρτηση, των άλλων παραγόντων παραμενόντων σταθερών, μια νέα επιχείρηση θα βαθμολογηθεί χαμηλότερα, οπότε έχει περισσότερες πιθανότητες να καταταγεί στις επικίνδυνες για πτώχευση.

Όπως αποδεικνύουν μελέτες και γεγονότα, το γεγονός της χρεοκοπίας συμβαίνει συχνότερα στα πρώτα χρόνια μιας επιχείρησης. Το 1990 στις ΗΠΑ το 47% των πτωχεύσεων αφορούσε επιχειρήσεις στην πρώτη πενταετία από την ίδρυσή τους.

X₃: Κέρδη προ Τόκων και Φόρων προς Συνολικά Κεφάλαια

(Earnings Before Interest and Taxes / Total Assets = EBIT / TA)

Αυτός ο δείκτης είναι μέτρο της παραγωγικότητας των κεφαλαίων της επιχείρησης, αφαιρουμένων των επιτοκιακών και φορολογικών επιβαρύνσεων. Από τη στιγμή που όλη η ύπαρξη μιας επιχείρησης στηρίζεται στην ικανότητα κερδοφορίας των κεφαλαίων της, αυτός ο δείκτης είναι μεταξύ των καταλληλότερων για χρήση σε μελέτες που ασχολούνται με την πρόβλεψη της επιχειρηματικής δυσπραγίας.

Επιπλέον, το αναξιόχρεο με την έννοια της πτώχευσης συμβαίνει όταν οι συνολικές υποχρεώσεις ξεπερνούν τη λογική αποτίμηση των συνολικών κεφαλαίων της επιχείρησης. Μέτρο της λογικής αυτής αποτίμησης είναι η ικανότητα των κεφαλαίων να παράγουν κέρδη.

X₄: Χρηματιστηριακή Αξία της εταιρίας προς Λογιστική Αξία Συνολικών Υποχρεώσεων

(Market Value of Equity / Book Value of Total Liabilities = MVE / TL)

Η χρηματιστηριακή αξία υπολογίζεται από το άθροισμα των αξιών των κοινών και των προνομιούχων μετοχών, ενώ οι υποχρεώσεις περιλαμβάνουν τόσο τις μακροπρόθεσμες, όσο και τις βραχυπρόθεσμες.

Η σχέση αυτή μας δείχνει πόσο μπορεί να μειωθούν τα πάγια και κυκλοφορούντα στοιχεία της επιχείρησης (μετρούμενα ως χρηματιστηριακή αξία + υποχρεώσεις), πριν οι υποχρεώσεις της ξεπεράσουν τα κεφάλαια και καταστεί αναξιόχρηη.

Πχ μια επιχείρηση με χρηματιστηριακή αξία 1.000 και χρέη 500, μπορεί να υποστεί μείωση της αξίας των κεφαλαίων της πριν καταστεί αναξιόχρηη κατά τα 2/3, δηλαδή 1.000. Ωστόσο, η ίδια εταιρία με κεφάλαια όμως 250 και χρέη 500 η μείωση της αξίας των κεφαλαίων δε μπορεί να υπερβεί το 1/3, δηλαδή τις 250 χρηματικές μονάδες.

Αυτός ο δείκτης προσθέτει τη διάσταση της χρηματιστηριακής αξίας της επιχείρησης. Ο ανάλογος δείκτης που χρησιμοποιείται σε ομοειδείς μελέτες, είναι ο γνωστός της δανειακής επιβάρυνσης: Συνολικές Υποχρεώσεις / Ίδια Κεφάλαια. Επίσης χρησιμοποιείται και ο άλλος ανάλογος δείκτης: Καθαρή Θέση / Ξένα Κεφάλαια, (σε λογιστικές αξίες). Και από τους δύο όμως, ο προτεινόμενος έχει καλύτερα αποτελέσματα στην πρόβλεψη της δυσπραγίας, για εισηγμένες σε χρημαστήριο επιχειρήσεις.

Στη συνέχεια και προκειμένου να καταστεί δυνατός ο υπολογισμός Z-score και για μη εισηγμένες επιχειρήσεις, θα παρουσιαστεί τροποποιημένη η συνάρτηση με την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της επιχείρησης, αντί της χρηματιστηριακής της αξίας.

X₅: Πωλήσεις προς Συνολικά Κεφάλαια

(Sales / Total Assets = S / TA)

Η δυνατότητα των επενδυμένων κεφαλαίων να δημιουργούν πωλήσεις, είναι μια κρίσιμη παράμετρος για κάθε επιχείρηση. [Τη συγκεκριμένη σχέση έχουμε συναντήσει και κατά την εξέταση της αποδοτικότητας των επενδυμένων κεφαλαίων ως συστατικό του Return on Investment (ROI), με τη μορφή: Πωλήσεις / Μέσος όρος Επενδυμένου Ενεργητικού].

Είναι ένα μέτρο της ικανότητας των διοικούντων να αντεπεξέρχονται με επιτυχία τον ανταγωνισμό των ομοειδών επιχειρήσεων. Αυτός ο τελευταίος δείκτης της συνάρτησης έχει σχετική σημασία για κάθε επιχείρηση. Στην πράξη και λαμβάνοντας υπόψη τη στατιστική μέτρηση των αποτελεσμάτων, θα μπορούσε να μην συμπεριλαμβάνεται καθόλου στη συνάρτηση. Ένας πρόσθετος λόγος για την αφαίρεσή του από τη συνάρτηση είναι το γεγονός ότι κάθε βιομηχανικός κλάδος, έχει δικές του σχέσεις πωλήσεων προς τα συνολικά κεφάλαια και ο πολλαπλασιασμός της με μια σταθερή μεταβλητή, δε απεικονίζει την πραγματικότητα. Ωστόσο, λόγω της μεγάλης του σχέσης με άλλες μεταβλητές του μοντέλου λαμβάνεται σημαντικά υπόψη: Προσοχή όμως στις παρακάτω διευκρινίσεις.

ΔΙΕΥΚΡΙΝΙΣΕΙΣ

Η χρήση του μοντέλου με την αρχική του μορφή, πρέπει να γίνεται προσεκτικά.

Οι τέσσερις πρώτες μεταβλητές X_1 , X_2 , X_3 και X_4 , πρέπει να εισάγονται ως ποσοστά και όχι με δεκαδική μορφή. Δηλαδή, ένας δείκτης πχ $X_1 = 10\%$, θα πρέπει να εισάγεται στη συνάρτηση ως 10 και όχι ως 0,1.

Αντίθετα ο δείκτης X_5 , θα πρέπει να εισάγεται με δεκαδική μορφή. Δηλαδή αν $X_5 = 200\%$, αυτό θα εισαχθεί ως 2,0. Με απλά λόγια, η τελευταία μεταβλητή θα πρέπει να υπολογίζεται ως «οι φορές που γυρνάνε τα κεφάλαια της επιχείρησής μέσα στη χρήση».

Θέλοντας να απλουστεύσουν τη μορφή του μοντέλου και να αποφεύγονται παρερμηνείες και λάθη, προτάθηκε και χρησιμοποιείται η παρακάτω συνάρτηση, όπου εισάγονται όλες οι μεταβλητές με δεκαδική μορφή:

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6 X_4 + 1,0X_5$$

Στη μορφή αυτή έγιναν και οι επακολουθήσασες αναθεωρήσεις.

4.8.2.2 Αναθεωρημένο Z – score: Z' – score

Για όσους θα ήθελαν να χρησιμοποιήσουν το μοντέλο για επιχειρήσεις που δεν είναι εισηγμένες σε χρηματιστηριακή αγορά, ο Altman και οι συνεργάτες του, πρότειναν το αναθεωρημένο μοντέλο με τίτλο Z' – score, και την ακόλουθη συνάρτηση:

$$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420 X_4 + 0,998X_5$$

Ανάλογα διαφοροποιήθηκαν και οι συντελεστές κατάταξης των επιχειρήσεων:

Z' – score < 1,23 ⇒ Επιχείρηση στην επικίνδυνη ζώνη ή υπό Πτώχευση.

1,23 < Z' – score < 2,90 ⇒ Αμφισβητούμενη περιοχή ή γκριζα ζώνη.

Z' – score > 2,90 ⇒ Ασφαλής επιχείρηση.

Στη μορφή αυτή πλέον στη μεταβλητή X_4 έχει αντικατασταθεί η χρηματοπιστηριακή αξία της επιχείρησης από την λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων της.

$$X_4 = \frac{\text{Λογιστική Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων της Επιχείρησης}}{\text{Λογιστική Αξία Συνολικών Υποχρεώσεων}}$$

Όλες οι υπόλοιπες μεταβλητές είναι ίδιες με εκείνες του αρχικού Z – score.

4.8.2.3 Νέα Αναθεώρηση του Z –score: Z'' – score

Αυτή η αναθεώρηση όπου εξαλείφεται η μεταβλητή X_5 : Πωλήσεις / Συνολικά Κεφάλαια, είναι ιδιαίτερα χρήσιμη σε βιομηχανικούς κλάδους όπου ο τρόπος χρηματοδότησης των στοιχείων του ενεργητικού, διαφέρει σημαντικά μεταξύ των εταιριών, καθώς και σημαντικές προσαρμογές, όπως η κεφαλαιοποίηση των μισθωμάτων leasing δεν έχουν γίνει.

$$Z'' = 6,56 X_1 + 3,26 X_2 + 6,72 X_3 + 1,05 X_4$$

Όλες οι μεταβλητές υπολογίζονται σε δεκαδική μορφή αντί ποσοστών και η κατάταξη διαφοροποιείται ως εξής:

$Z''\text{-score} < 1,10$	⇒ Επιχείρηση στην επικίνδυνη ζώνη ή υπό Πτώχευση.
$1,10 < Z''\text{-score} < 2,60$	⇒ Αμφισβητούμενη περιοχή ή γκριζα ζώνη.
$Z''\text{-score} > 2,60$	⇒ Ασφαλής επιχείρηση.

4.8.2.4 Πλεονεκτήματα και Μειονεκτήματα του Z-score Μοντέλου

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Το βασικότερο ίσως πλεονέκτημα του Z-score και των παραλλαγών του, είναι η σημαντική αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του περισσότερο από τρεις δεκαετίες. Οικονομικοί αναλυτές επιχειρήσεων, δημόσιων οργανισμών, τραπεζών, ασφαλιστικών εταιριών και

κάθε ενδιαφερόμενος για την πρόβλεψη της οικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων, έχει κάποια στιγμή χρησιμοποιήσει ένα από τα μοντέλα του Altman.

Εξίσου σημαντικό το γεγονός ότι διατίθεται ουσιαστικά ελεύθερα σε όποιον ενδιαφέρεται, χωρίς αρχικό κόστος και ανάλογες επιβαρύνσεις αναβαθμίσεων, γεγονός που ο καθιστά ακόμα πιο δημοφιλές. Εδώ ίσως βρίσκεται και ένα από τα μυστικά της επιτυχίας του: πολλοί αναλυτές βρίσκονται σε διαρκή διάλογο με τον εκδότη του και από κοινού προσπαθούν για τη βελτίωσή του. Τα στατιστικά αποτελέσματα, αποδεικνύουν την αξιοπιστία του μέχρι και σήμερα, παρά το ότι η αρχική έκδοση χρονολογείται από το 1968.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Το κύριο μειονέκτημα του αρχικού τουλάχιστον μοντέλου ήταν (όπως ομολογεί συχνά και ο εκδότης του), ο μικρός αριθμός επιχειρήσεων που χρησιμοποιήθηκαν ως δείγμα και η μεγάλη χρονική διασπορά του δείγματος. Επίσης, όπως κάθε χρηματοοικονομική ανάλυση βασισμένη σε οικονομικές καταστάσεις τέλους χρήσεως, είναι ευάλωτο τόσο από τη στατικότητα των στοιχείων που χρησιμοποιεί, όσο και από τη χρήση λογιστικών χειρισμών από τους συντάκτες ή και δημιουργικής λογιστικής, προκειμένου να «χτιστεί» καλή εικόνα για την επιχείρηση. Πολλοί λογιστές προσπαθούν να ωραιοποιήσουν τους ισολογισμούς των εταιριών τους, ώστε όταν αξιολογηθούν με τη μέθοδο αυτή να δίνουν την εικόνα αξιόχρεης επιχείρησης. Εξίσου σημαντικό μειονέκτημα είναι η παντελής έλλειψη ποιοτικών στοιχείων και στοιχείων του βιομηχανικού κλάδου.

Ο ίδιος ο εκδότης του μοντέλου, γνωρίζοντας τις αδυναμίες του, επισημαίνει:

«... Η ανάλυση περιέλαβε μόνο βιομηχανικές επιχειρήσεις...Ο αναλυτής λοιπόν, που ενδιαφέρεται κάνει πρακτική χρήση του Z-score, πρέπει να είναι προσεκτικός»... και σε άλλο σημείο του βιβλίου του γράφει, δίνοντας το στίγμα για τη σωστή χρήση του μοντέλου: «...Ένα ενδιαφέρον γνώρισμα αυτής της μελέτης είναι ότι οι πληροφορίες και οι υποσημειώσεις (των ισολογισμών που χρησιμοποιήθηκαν), αναλύθηκαν σχολαστικά να διαπιστωθεί αν περιείχαν τις τελευταίες αναπροσαρμογές των λογιστικών προτύπων και των αποδεκτών λογιστικών πρακτικών...».

Η ανάλυση λοιπόν των οποιονδήποτε οικονομικών καταστάσεων, θα πρέπει να γίνεται πάντα με προσοχή και ποτέ με πλήρη – βλέπε: αφελή – αποδοχή όσων περιλαμβάνουν.

4.8.3 Το Μοντέλο της McKinsey

Από το 1997 στην Ευρωπαϊκή Ένωση και από το 1998 στις ΗΠΑ, οι μεγάλες τράπεζες είχαν τη δυνατότητα να χρησιμοποιήσουν δικά τους εσωτερικά συστήματα για να μετρήσουν την αξία των κεφαλαίων σε κίνδυνο. Αναπτύχθηκαν έτσι μέθοδοι για την προσέγγιση αυτών των μεγεθών και η δημοφιλέστερη ήταν η Value At Risk Approach (VAR), η οποία προσπαθεί να μετρήσει τη μέγιστη απώλεια αξίας για ένα δεδομένο ποσό κεφαλαίων ή υποχρεώσεων, σε μια δεδομένη χρονική περίοδο και για ένα δεδομένο επίπεδο εμπιστοσύνης (πχ 95%, 97,5%, 99% κλπ).

Αρχικά η μέθοδος αναπτύχθηκε κυρίως για την αξιολόγηση εμπορεύσιμων αξιών δηλαδή ομολόγων (κρατικών και εταιρικών) και μετοχών. Η χώρα ή η εταιρία που εξέδιδε τους τίτλους, αξιολογείται συνολικά και ακολούθως γίνεται η αξιολόγηση του επιμέρους τίτλου. Υπενθυμίζεται ότι σε καμία περίπτωση η αξιολόγηση μεμονωμένου τίτλου, δεν μπορεί να υπερβαίνει την αξιολόγηση της χώρας και συνεπώς και της εταιρίας που τον εκδίδει (βλέπε παράγραφο 4.6.1 «Κίνδυνος Χώρας»).

Τα περισσότερα μοντέλα αναφέρονται μόνο στις μικροοικονομικές παραμέτρους. Το μοντέλο της McKinsey, με τον τίτλο: McKinsey's Credit Portfolio View, είναι ένα πολυπαραγοντικό μοντέλο και περιλαμβάνει στοιχεία της χώρας, του βιομηχανικού κλάδου και κυρίως μακροοικονομικά δεδομένα. Ωστόσο, η εταιρία δεν αποκαλύπτει τις παραμέτρους που χρησιμοποιεί, τη στάθμιση που αποδίδει σε καθεμία απ' αυτές, καθώς και άλλες ιδιότητες του μοντέλου.¹

Μια κρίσιμη παρατήρηση που ώθησε την εταιρία στην υιοθέτηση χρήσης μακροοικονομικών παραγόντων ήταν το γεγονός ότι ενώ ανά ένα τα αξιολογούμενα δάνεια ή τίτλοι εμφάνιζαν μια συγκεκριμένη εικόνα απωλειών, η συνολική αξιολόγησή τους ήταν τελικά δυσμενέστερη, τα ratings υποβαθμιζόταν. Αιτία του φαινομένου παρατήρησαν ότι ήταν οι οικονομικοί κύκλοι και οι από αυτούς προκαλούμενη ευαισθησία στο επιχειρηματικό περιβάλλον. Οι παρατηρήσεις οδηγούσαν ακόμα στο αυτονόητο συμπέρασμα ότι, σε ανοδική τροχιά του οικονομικού κύκλου οι υποβαθμίσεις ήταν σαφώς λιγότερες από ότι σε καθοδική τροχιά.

Η διαχείριση των οικονομικών κύκλων από τα μοντέλα έλαβε δύο μορφές:

¹ "Capital Charges under Basel II: Corporate Credit Risk Modeling and the Macro Economy"
By: Kenneth Carling – Tor Jacobson – Jesper Linde – Kasper Roszbach, September 2002
Sveriges Riskbank Working Paper Series, www.yahoo.com

Σύμφωνα με την πρώτη χωρίζεται η περίοδος που αξιολογείται σε χρονιές ύφεσης και χρονιές σταθερότητας ή ανάκαμψης και υπολογίζονται δύο διαφορετικοί πίνακες με ιστορικά στοιχεία που απεικονίζουν την δυσμενή και την ευμενή περίοδο. Έτσι λαμβάνονται δύο αποτιμήσεις του ενδεχόμενου κινδύνου.

Η δεύτερη μέθοδος μοντελοποιεί τη σχέση μεταξύ όλων των πιθανοτήτων και των μακροοικονομικών παραγόντων και όταν το μοντέλο οριστικοποιείται, προσομοιάζει την εξέλιξη των διαφόρων ενδεχομένων στο χρόνο, προκαλώντας μακροοικονομικά σοκ στο μοντέλο. Αυτή η μέθοδος υιοθετήθηκε από την McKinsey για την κατασκευή μοντέλων.

Η εξέλιξη του μοντέλου Credit Portfolio View, που αφορούσε ουσιαστικά αξιολόγηση για έκδοση τίτλων, ακολουθήθηκε από την ανάλογη έκδοση για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας των πελατών ενός πιστωτικού ιδρύματος.

Το μοντέλο τροφοδοτείται και λαμβάνει υπόψη του στοιχεία από τέσσερις πηγές:

1. Οικονομικά στοιχεία της επιχείρησης, που αφορούν ισολογισμούς των δύο τελευταίων χρήσεων και τις πωλήσεις της τρέχουσας περιόδου με τις αντίστοιχες της προηγούμενης χρήσης.
2. Ποιοτικά στοιχεία της επιχείρησης και των φορέων της, που αφορούν την ηλικία και την αξιοπιστία της επιχείρησης, την ενσωμάτωση τεχνολογιών, την ποιότητα του εξοπλισμού και των προϊόντων της, την εμπειρία και την αξιοπιστία των φορέων, την ποιότητα των οικονομικών της καταστάσεων (αν δηλαδή υπάρχουν υποψίες λογιστικών χειρισμών), την ύπαρξη νομικών κινδύνων κλπ.
3. Τις χρηματοδοτικές ανάγκες όπως διατυπώνονται από το υποβληθέν αίτημα χρηματοδότησης της επιχείρησης.
4. Τον κλάδο όπου ανήκει η επιχείρηση.

Για τις τρεις πρώτες πηγές εισαγωγή των στοιχείων κάνει ο χρήστης του μοντέλου.

Στα οικονομικά στοιχεία μπορεί να εισαγάγει απευθείας τα δημοσιευμένα ή αν έχει τη δυνατότητα εσωτερικής πληροφόρησης τα διερευνημένα και αναμορφωμένα.

Κρίσιμη είναι η στάθμιση του χρήστη στα ποιοτικά στοιχεία. Πέραν κάποιων δεδομένων, όπως πχ η ημερομηνία ίδρυσης της επιχείρησης, καλείται να εισάγει ποιοτικά στοιχεία κατά τη δική του κρίση. Οι ποιοτικοί χαρακτηρισμοί περιλαμβάνουν τρία συνήθως επίπεδα (Υψηλό – Μέσο – Χαμηλό) και είναι στη διακριτική του ευχέρεια να επιλέξει. Μία λάθος στάθμιση σε ένα επιμέρους στοιχείο ίσως να μην επηρεάσει σημαντικά το αποτέλεσμα, αλλά αν είναι προκατειλημμένος ευμενώς ή δυσμενώς, η κρίση του μπορεί να επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό το αποτέλεσμα.

Οι χρηματοδοτικές ανάγκες εισάγονται σύμφωνα με τα αιτούμενα από την επιχείρηση κεφάλαια.

Η τέταρτη πηγή εισάγεται απευθείας από το μοντέλο, αφού ο χρήστης εισάγει όσο μπορεί σωστότερα τη δραστηριότητα της επιχείρησης.

Όπως προαναφέρθηκε η εταιρία δεν αποκαλύπτει τους συνδυασμούς που χρησιμοποιεί, ούτε τις σταθμίσεις των διαφόρων παραγόντων. Τα στοιχεία που εμφανίζονται στο χρήστη είναι ορισμένες «κόκκινες σημαίες» (red flags), που υποδηλώνουν προβληματικές τιμές όπως: έντονη αύξηση αποθεμάτων, μείωση πωλήσεων ή/και κερδών, κακή σχέση ιδίων προς ξένα κεφάλαια, αύξηση δανεισμού σε σχέση με τον κύκλο εργασιών κλπ. Ακόμη εμφανίζονται ορισμένοι αριθμοδείκτες, οι οποίοι βοηθούν μάλλον στην περαιτέρω επεξεργασία και αιπολόγηση της χρηματοδοτικής απόφασης, παρά στην αντίληψη του τρόπου λειτουργίας του μοντέλου.

Στο τέλος αφού ο χρήστης εισάγει το κατά την κρίση του rating της επιχείρησης, το μοντέλο καλείται να εκδώσει τη δική του άποψη. Συνήθως μετά από μικρό χρονικό διάστημα, ο χρήστης λόγω εμπειρίας, γνωρίζει μετά την εισαγωγή των στοιχείων το rating της επιχείρησης και οι δύο απόψεις, μοντέλου και χρήστη είναι ταυτόσημες.

Οι διαβαθμίσεις που εκδίδει το μοντέλο για την κατάταξη μιας επιχείρησης είναι από το 1 για τις άριστες μέχρι το 9 για τις ευρισκόμενες στα πρόθυρα χρεοκοπίας ή τις χρεοκοπημένες. Οι διαβαθμίσεις του μοντέλου, βρίσκονται σε συσχέτισμό με την κατάταξη πιστωτικού κινδύνου, που απαιτεί πλέον από τις εμπορικές τράπεζες η Επιτροπή της Βασιλείας, για τον προσδιορισμό της κεφαλαιακής τους επάρκειας.

Στη συγκεκριμένη κατάταξη, ως cut-off point είναι η κατάταξη 6. Μέχρι την διαβάθμιση 5 το μοντέλο απαντά ΝΑΙ στο αίτημα χρηματοδότησης της επιχείρησης. Από το 6 και μετά η απάντησή του είναι ΟΧΙ.

Πάντως η ακέραια κατάταξη των επιχειρήσεων δεν είναι απόλυτα δίκαιη, δεδομένου ότι πιθανότατα κατατάσσονται στην ίδια βαθμίδα πχ με 3, όλες οι επιχειρήσεις μεταξύ 2,55 και 3,54 (ή κάτι ανάλογο), γεγονός που έχει άμεσο αντίκτυπο και στην κεφαλαιακή επάρκεια της τράπεζας. Αλλιώς σταθμίζεται ο πιστωτικός κίνδυνος 2 (στον οποίο αντιστοιχεί το rating 2) και αλλιώς ο πιστωτικός κίνδυνος 3 που προκύπτει από τα rating 3 και 4.

Τα αποτελέσματα πάντως από τη μέχρι σήμερα χρήση του από εμπορικές τράπεζες παγκοσμίως, είναι θετικά και μικρές βελτιώσεις του κυρίως ως προς το χρονολογικό βάθος των ιστορικών στοιχείων που λαμβάνει υπόψη του σε συνδυασμό με την προβολή τους στο μέλλον, θα το καθιστούσαν σαφώς πιο χρήσιμο εργαλείο στη λήψη χρηματοδοτικών αποφάσεων.

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Το κυριότερο πλεονέκτημα του μοντέλου είναι η αξιοπιστία του στην αξιολόγηση τόσο κατά την έκδοση τίτλων, όσο και της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων. Η επιτυχής αξιολόγηση του το κατέστησαν διεθνώς αποδεκτό ως εργαλείο ενιαίου τρόπου στη λήψη χρηματοδοτικών αποφάσεων.

Η ενσωμάτωση των ποιοτικών και των στοιχείων του βιομηχανικού κλάδου στη διαδικασία αξιολόγησης, βελτώνει πολύ προηγούμενα μοντέλα.

Η σαφής βαθμολόγηση που απονέμει και το cut-off point που δίνει, το καθιστούν χρήσιμο εργαλείο ιδίως για τα λιγότερο έμπειρα στελέχη χρηματοδοτήσεων, τα οποία θεωρώντας δεδομένη την αξιοπιστία του, το χρησιμοποιούν ως εργαλείο απόφασης και όχι ως εργαλείο αξιολόγησης.

Η ευκολία στην εισαγωγή στοιχείων και ο μικρός όγκος των ποιοτικών στοιχείων που ζητούνται για εισαγωγή.

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Αξιοποιεί στοιχεία σε βάθος χρόνου διετίας. Έτσι σημαντικές αλλαγές στην πορεία της εταιρίας περνούν απαρατήρητες και μάλιστα βελτώνει τα στοιχεία από το δεύτερο έτος της ανάκαμψης, έστω και αν είναι μικρής έκτασης σε σχέση με την προηγούμενη πτώση.

Παρά τη χρήση data mining techniques που κάνει, δεν έχει τόσο μεγάλη διεισδυτική ικανότητα που να αναγνωρίζει τις παραποιήσεις των στοιχείων.

Τα ποιοτικά στοιχεία που εισάγονται έχουν την υποκειμενική σφραγίδα του στελέχους που τα εισάγει και η όποια προκατάληψη είναι δυνατόν να διαφοροποιήσει τα αποτελέσματα.

Η απόκρυψη των συντελεστών βαρύτητας κατά την αξιολόγηση, δημιουργεί ως ένα περιβάλλον αδιάβλητης εφαρμογής του. Μετά όμως από σχετικά μικρό διάστημα είναι εύκολο για έμπειρα στελέχη να το τροφοδοτούν με ποιοτικά στοιχεία ανάλογα με το rating που θέλουν να «επιτύχουν». Για το λόγο αυτό είναι απαραίτητος ο έλεγχος από δεύτερο και ενδεχομένως τρίτο άτομο.

Η ακέραια βαθμολόγηση, διευκολύνει μεν ορισμένους χρήστες, αλλά στους ευθυνόφοβους λειτουργεί ως ασπίδα πίσω από την οποία «κρύβονται», μερικές φορές τροποποιώντας προς το δυσμενέστερο τα ποιοτικά στοιχεία, προκειμένου να μην αναλάβουν πιστωτικούς κινδύνους, στερώνοντας έτσι την τράπεζα από επιθυμητά έσοδα.

Οι λίγοι βιομηχανικοί κλάδοι που περιλαμβάνονται συνήθως στις βάσεις δεδομένων των μοντέλων και κυρίως το γεγονός ότι κατατάσσεται μια επιχείρηση σε έναν κλάδο ενώ δραστηριοποιείται σε περισσότερους, δημιουργεί στρεβλώσεις στα αποτελέσματα.

4.8.4 Το μοντέλο Moody's Risk Advisor

Η εταιρία Moody's έχει κατασκευάσει ένα ευέλικτο και «έξυπνο» μοντέλο πρόβλεψης του πιστωτικού κινδύνου. Το Moody's Risk Advisor αποτελεί ένα πολύ ισχυρό και χρήσιμο εργαλείο, που διευκολύνει το έργο των ασχολούμενων με τις πιστοδοτήσεις στελεχών. Διαχειρίζεται διαφόρων ειδών πληροφορίες, όπως οικονομικές, ποιοτικές, κλαδικές, αλλά και υποκειμενική πληροφόρηση που θα εισάγει ο χρήστης κατά την κρίση του.

Τα οικονομικά στοιχεία που αξιοποιεί το μοντέλο εισάγονται από το χρήστη ή μπορεί να αντλούνται απευθείας από διασύνδεση με βάσεις δεδομένων (πχ ICAP, Εθνικό Τυπογραφείο κλπ). Η αξιοποίησή τους γίνεται με αναλύσεις δεικτών, ταμειακών ροών και άλλων κρίσιμων για την αξιολόγηση δεδομένων, σε σύγκριση με τον κλάδο όπου ανήκει η επιχείρηση, στοιχεία και χαρακτηριστικά του οποίου όχι μόνο έχουν εξαρχής εισαχθεί στο μοντέλο, αλλά αντλούνται και αναπροσαρμόζονται από όλες τις διαθέσιμες πηγές.

Μεταξύ των πολλών δυνατοτήτων του, είναι και αυτή της μελλοντικής προβολής της κατάστασης της επιχείρησης, μετά από εισαγωγή ορισμένων προβλέψεων απόλυτων μεγεθών ή ποσοστών. Τα ποσά αυτά εισάγονται από το χρήστη του μοντέλου, μετά από συνεννόησή του με τους φορείς της επιχείρησης για τα προβλεπόμενα μεγέθη της χρήσης που τρέχει και της επόμενης. Η σύγκριση του Business Plan της επιχείρησης με την πραγματική κατάσταση, παρέχουν ένα καλό μέτρο των προβλέψεων της επιχείρησης σε σχέση με την πραγματικότητα και η μέσα από το μοντέλο προβολή τους στο μέλλον, μπορεί να οδηγήσει σε πολύ χρήσιμα συμπεράσματα τον αναλυτή αλλά και τους φορείς της επιχείρησης. Το πρόγραμμα διαχείρισης των οικονομικών στοιχείων είναι συμβατό και συνεργάζεται με παλαιότερα προγράμματα (πχ Famas Encore) και το MS Excel.

Εφοδιασμένο με τεχνητή νοημοσύνη και τεχνολογίες βάσεων δεδομένων, το μοντέλο αντλεί τις ποιοτικές πληροφορίες για την επιχείρηση που εισάγει ο χρήστης και τις συνδυάζει με τα οικονομικά της στοιχεία και τα στοιχεία του κλάδου. Συνδυάζοντας τα πραγματικά (οικονομικά και κλαδικά) στοιχεία, με τα υποκειμενικά του χρήστη (ποιοτικά στοιχεία κατά την κρίση του στελέχους που αναλύει την επιχείρηση), μπορεί να εκτιμήσει και να αξιολογήσει όλες τις απόψεις μιας επιχείρησης και να καταλήξει σε ένα τελικό συμπέρασμα για τη βιωσιμότητα και την αξιοπιστία της. Κατά την αξιολόγησή του το μοντέλο χρησιμοποιεί πάνω από 80 αριθμοδείκτες, πάνω από 50 ποιοτικά (υποκειμενικά) στοιχεία και πορίζεται πάνω από 75 συμπεράσματα (βαθμολογίες επί μέρους επιδόσεων), που αγγίζουν κάθε πτυχή της επιχείρησης. Συνδυάζοντας τις επί μέρους

επιδόσεις, καταλήγει σε ένα τελικό αποτέλεσμα, που ονομάζει *Borrower Rating*, δηλαδή εκδίδει την τελική αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας της επιχείρησης.

Η ανάλυση είναι δυναμική και μπορεί να αλλάξει όταν υπάρξει διαθέσιμη νέα οικονομική πληροφόρηση από τις διασυνδεμένες πηγές. Ενδιάμεση αξιολόγηση των οικονομικών καταστάσεων μπορεί να διαγνώσει αλλαγές στην πιστοληπτική ικανότητα, ακόμα και αν αυτή συγκαλύπτεται από εποχικούς παράγοντες. Ομοίως, αλλαγές στα ποιοτικά στοιχεία ή τα στοιχεία του κλάδου, μπορούν να προκαλέσουν μεταβολές στις επί μέρους και την τελική αξιολόγηση.

Οι αλλαγές αυτές μπορεί να είναι σημαντικές ή ανεπαίσθητες, αλλά το *Moody's Risk Advisor* είναι σχεδιασμένο έτσι, ώστε να ανακαλύπτει αναφερόμενα προβλήματα, τα οποία σε άλλη περίπτωση θα ήταν δύσκολο να διαγνωστούν.

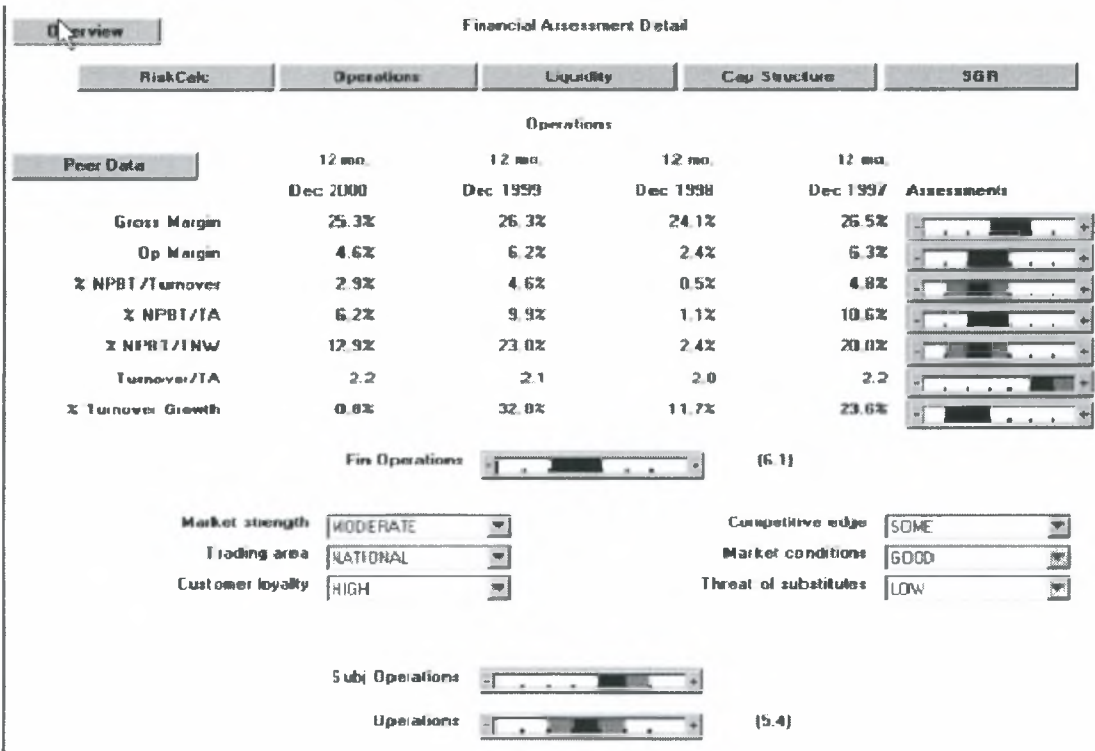
Το *Moody's Risk Advisor* είναι δομημένο ως σειρά ενοτήτων (συναρτησιακών στοιχείων) και εύκολο στη χρήση του. Ο χειριστής του μοντέλου μπορεί όπως προαναφέρθηκε να εισάγει ο ίδιος τα οικονομικά στοιχεία, να τα βρει έτοιμα από διασυνδεμένες πηγές και ακόμα να εισάγει αν θέλει, παράλληλα με τα δημοσιευμένα στοιχεία και τα διερευνημένα δικά του. Οι υπόλοιπες πληροφορίες που εισάγει και τα αποτελέσματα που λαμβάνει απεικονίζονται στους ακόλουθους πίνακες, όπου απεικονίζεται μέρος της πολλαπλότητας των ποιοτικών στοιχείων, οι διαβαθμίσεις της αξιολόγησης και η βεβαιότητα ή η αβεβαιότητα των συμπερασμάτων:

Bank Scales

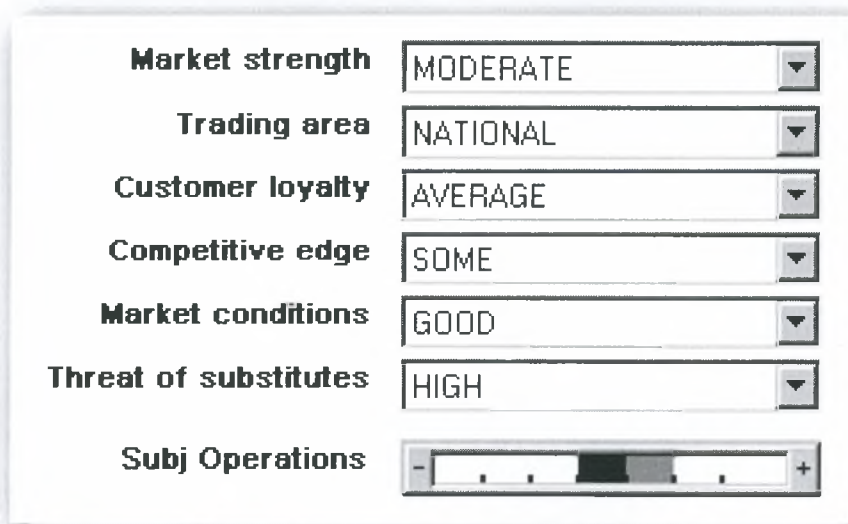
For display purposes, the internal 0-100 representation of assessments can be mapped to any scale according to the preferences of the client. If, for example, it is bank policy to show UNACCEPTABLE as 6 and EXCELLENT as 1, the numeric display that accompanies meters can be adjusted to map to this, the Bank Scale, as shown:



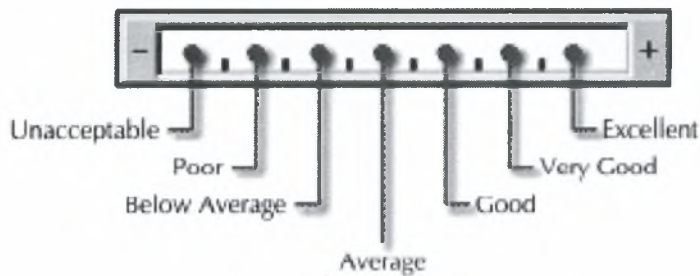
(1.2)



Using meters, an assessment of combinations of factors can easily be shown, even if the nature of the elements of the assessment is radically different, as shown in the example here.



Meters represent internal assessments in a range from 0 (Unacceptable) to 100 (Excellent).



Meters also display the system's analysis of the certainty attached to any given assessment.

Uncertainty can be introduced as a result of:

- missing data
- contradictory information
- the inherent imprecision of the items under assessment, particularly where these are subjective analyses

Meters use coloured bands to indicate the level of certainty attached to an analysis. The black band indicates at least 50% certainty. Add to this the grey band and the system's analysis is at least 90% certain. Where there is only a black band visible the assessment is at least 90% certain.



Το Moody's Risk Advisor, κατά τους σχεδιαστές του προσφέρει:

- ❖ Ένα συνεπές πλαίσιο αξιολόγησης επιχειρήσεων δοκιμασμένο πέραν της δεκαετίας.
- ❖ Δίνει τη δυνατότητα συγκρίσεων (benchmarking) μέσω κλαδικών δεδομένων.
- ❖ Ομαδοποιεί πληροφορίες «κλειδιά»σε βάση δεδομένων για ανάλυση χαρτοφυλακίου.
- ❖ Βοηθάει στον εντοπισμό των αρχικών σταδίων της καθοδικής πορείας.
- ❖ Διευκολύνει το στρατηγικό σχεδιασμό και τη διασπορά του χαρτοφυλακίου της τράπεζας και την πιμολογιακή της πολιτική.
- ❖ Διευκολύνει την προσαρμογή του μοντέλου στον κάθε πελάτη.
- ❖ Παρέχει ένα εύκολο στη χρήση εργαλείο πρόβλεψης.
- ❖ Παρουσιάζει αναλυτική χρηματοοικονομική πληροφόρηση.
- ❖ Αποκαλύπτει δυνάμεις και αδυναμίες των επιχειρήσεων που αξιολογεί.
- ❖ Συγκεντρώνει όλα τα αποτελέσματα της ανάλυσης σε ένα ηλεκτρονικό αρχείο.
- ❖ Διενεργεί ελέγχους μέσα από διασταυρώσεις οικονομικών και ποιοτικών στοιχείων για να εντοπίσει ασυμβατότητες και προβληματικές περιοχές.¹

ΠΛΕΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Το Moody's Risk Advisor, ως ένα από τα πιο εξελιγμένα μοντέλα της αγοράς, προσφέρει όπως είδαμε, πέραν της κλασσικής οικονομικής ανάλυσης και της πρόβλεψης του πιστωτικού κινδύνου μια πιο ολοκληρωμένη εικόνα της πορείας της επιχείρησης, κάνοντας προβλέψεις για το μέλλον, οι οποίες μπορούν να συγκριθούν με το Business Plan της εταιρίας και την πραγματική κατάσταση. Έτσι συμβάλει αποτελεσματικά στην προειδοποίηση φορέων και πιστωτών ότι, πρέπει να ληφθούν διορθωτικά μέτρα.

Διαχειρίζεται και αξιοποιεί στοιχεία σε βάθος χρόνου 5 ετών.

Η δυνατότητα συνεργασίας του με άλλες βάσεις δεδομένων και προγράμματα επεξεργασίας στοιχείων, απαλλάσσει τους χειριστές του από την επίπονη εργασία της εισαγωγής των ίδιων στοιχείων σε ομοειδή προγράμματα.

Η δυνατότητα έκδοσης αποτελεσμάτων με προσέγγιση πρώτου δεκαδικού ψηφίου, αποτελεί για τους χρήστες σημαντική βοήθεια στην ορθότερη κατάταξη των επιχειρήσεων.

¹ "Moody's Risk Advisor: A Judgmental Credit Rating System"
www.moodyskmv.com

ΜΕΙΟΝΕΚΤΗΜΑΤΑ

Η μη εμφάνιση cut-off point αποτελεί για ορισμένους μειονέκτημα, δεδομένου ότι είναι εργαλείο λήψης αποφάσεων.

Η πολυπλοκότητά του το κάνει μερικές δύσχρηστο, ιδίως όταν ο χρήστης βιάζεται να εκδώσει απόφαση.

4.9 Γενική Κριτική των Μοντέλων Πρόβλεψης Χρηματοοικονομικής Δυσπραγίας των Επιχειρήσεων

Κάνοντας ένα απάνθισμα σχολίων για τα μοντέλα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, σημειώνουμε:

«...τα ratings είναι εκτιμήσεις της πιθανότητας να μην εξυπηρετηθεί (εμπρόθεσμα) ένα χρέος...η αβεβαιότητα των πιστοδοτήσεων είναι ένας μετρήσιμος κίνδυνος... Οι εταιρίες αξιολόγησης έχουν αναπτύξει περίπλοκες τεχνικές που βοηθούν στη μετατροπή της αβεβαιότητας σε κίνδυνο που παρακολουθείται εύκολα... Οι εταιρίες αξιολόγησης δημοσιεύουν ratings που παίζουν σημαντικό ρόλο στην κατανομή και τη ροή των πιστοδοτήσεων και θεωρούνται ότι κυβερνούν τις κεφαλαιαγορές».¹

«...υπάρχουν μερικά σημαντικά μειονεκτήματα στη συγκεκριμένη μέθοδο (των αξιολογήσεων με βάση μοντέλα): Ενοούν ότι όλα τα δάνεια που έχουν αξιολογηθεί με το ίδιο rating, εμπεριέχουν τον ίδιο κίνδυνο... Επιπρόσθετα, εφόσον εξ ορισμού είναι δυνατή η εμφάνιση διαφορετικών ποσοστών χρεοκοπίας για δάνεια του ίδιου rating, μπορεί να εξελιχθούν σε ένα όργανο επιζήμιας επιλογής. Παραβιάζουν τη χρησιμότητα της τιμολόγησης ανάλογα με τον κίνδυνο...».²

«... είναι αξιοσημείωτο πάντως ότι, όλα τα μοντέλα πρόβλεψης χρεοκοπίας λαμβάνουν ως δεδομένο τις ομαλές οικονομικές συνθήκες. Η παρούσα οικονομική κρίση της Ανατολικής Ασίας ωστόσο, εγείρει ένα ενδιαφέρον θέμα: Μπορούμε αποτελεσματικά να εφαρμόσουμε τα μοντέλα πρόβλεψης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας, που προϋποθέτουν ομαλές οικονομικές συνθήκες, σε συνθήκες κρίσης; Ίσως όλα αυτά τα επιμελώς κατασκευασμένα μοντέλα πρόβλεψης καταστούν σχεδόν άχρηστα όσον αφορά την ικανότητά τους να προβλέπουν με ακρίβεια, όταν επικρατούν συνθήκες κρίσης».³

¹ “Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets”

By: Dieter Kerwer, Max Planck Project Group, July 1999, Outline of a Research Project, www.yahoo.com

² “Default Probabilities in a Corporate Bank Portfolio: A Logistic Model Approach”.

By: Sjur Westgaard & Nico van der Wjst, European Journal of Operational Research, December 2000, www.yahoo.com

³ “Dynamics of Modeling in Data Mining: Interpretive Approach to Bankruptcy Prediction”

T. K. Sung – N. Chang – G. Lee, Journal of Management Information Systems, Summer 1999

«... οι εταιρίες αξιολόγησης διατείνονται ότι τα ratings δεν αντανakλούν μόνο δημοσιεύσιμη πληροφόρηση, αλλά περιέχουν και εμπιστευτικές πληροφορίες που αντλούνται από το δανειζόμενο κατά τη διαδικασία της αξιολόγησης. Πραγματικά, οι εταιρίες αξιολόγησης, έχουν πρόσβαση στις εσωτερικές προβλέψεις της επιχείρησης για την κερδοφορία, το κεφάλαιο κίνησης, καθώς και για προϋπολογισμούς και σχέδια των επί μέρους κλάδων της... και στην πράξη έχουν εσωτερική πληροφόρηση (insiders)...οι εταιρίες υποστηρίζουν ότι η διαδικασία αξιολόγησης περιλαμβάνει και ποιοτικούς χαρακτηρισμούς. Κατηγορούν τους ακαδημαϊκούς ότι κάνουν προβλέψεις χρησιμοποιώντας μια χούφτα αριθμοδεικτών...» και καταλήγει: «Βρήκαμε αρκετές αποδείξεις ότι οι αξιολογήσεις των τραπεζικών δανείων έχουν πρακτική αξία από πολλές απόψεις...». ¹

Αν προστεθούν και οι παρακάτω επισημάνσεις του Edward I. Altman σε συνδυασμό με τα προαναφερθέντα «Λόγοι που οδήγησαν στη Χρήση των Μοντέλων» (βλέπε 4.2), θα έχουμε μια πληρέστερη εικόνα για τα μοντέλα αξιολόγησης πιστωτικού κινδύνου και πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας. Από σημειώσεις του σε παρουσίαση με θέμα:

“Risk Management of Credit Assets: The Next Great Challenge in the new Millennium”

www.yahoo.com ανηγράφουμε:

Η Σημασία των Credit Ratings

- ❖ Είναι γενικά χρήσιμα στη διαχείριση κινδύνων.
- ❖ Καλλιεργούν κλίμα καλύτερης κατανόησης δανειστών και δανειζομένων.
- ❖ Αποτελούν ενδιάμεσο σύνδεσμο μεταξύ εσωτερικών συστημάτων αξιολόγησης και Bond Ratings.
- ❖ Δημιουργούνται βάσεις δεδομένων για τις χρεοκοπίες και τις μετακινήσεις επιχειρήσεων.
- ❖ Δημιουργούν υπόβαθρο για παράγωγα προϊόντα από πιστωτικούς κινδύνους.
- ❖ Χρησιμοποιούνται από εταιρίες έκδοσης, διαχείρισης και ασφάλισης τίτλων.

¹ “Are Bank Loan Ratings Relevant?”

By: Donald J. Mullineaux, University of Kentucky and Ha-Chin Yi, Southwest Texas State University
www.yahoo.com

5 ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΤΟΥ ΘΕΜΑΤΟΣ

5.1 Γενικά Σχόλια

Η πρόβλεψη των κινδύνων που εγκυμονεί μια επένδυση χρημάτων σε επιχείρηση που αντιμετωπίζει προβλήματα, είναι κρίσιμος παράγοντας για όλο το περιβάλλον της. Οι φορείς που επένδυσαν χρήματα και όνειρα, οι εργαζόμενοι που βρήκαν μια σταθερή πηγή εσόδων, οι προμηθευτές, οι πελάτες, οι τράπεζες που συναλλάσσονται, όλοι έχουν το δικό τους ενδιαφέρον για την καλή πορεία των επιχειρήσεων.

Συχνά και οι ίδιοι οι φορείς, πνιγμένοι από την καθημερινότητα, δεν αντιλαμβάνονται ότι «κάτι δεν πάει καλά». Όσο πιο γρήγορα αντιληφθούν το πρόβλημα και λάβουν διορθωτικά μέτρα, τόσο πιο σύντομα και εύκολα θα αναστραφεί μια κακή πορεία. Οποιοσδήποτε λοιπόν, τρόπος μπορεί να χρησιμοποιηθεί για την έγκαιρη κατανόηση των προβλημάτων και τη λύση τους, είναι χρήσιμος και πρέπει να αναζητείται.

Οι τράπεζες από την πλευρά τους σε συνεργασία με αξιολογικούς οίκους, έχουν αναπτύξει συστήματα την πρόβλεψη της κακής πορείας μιας επιχείρησης ή ακόμα και της επικινδυνότητας ενός συγκεκριμένου δανείου. Αυτό τους δίνει τη δυνατότητα διάγνωσης του πιστωτικού κινδύνου που εμπεριέχει το χαρτοφυλάκιο τους, οπότε σταθμίζεται με ακρίβεια η κεφαλαιακή τους επάρκεια, αλλά παράλληλα τιμολογούν ορθότερα τα πιστοδοτικά προϊόντα τους. Χρησιμοποιήθηκαν κατά το παρελθόν διάφορα συστήματα και μέθοδοι, λιγότερο για την πρόβλεψη και περισσότερο για την πρόληψη των πιστωτικών κινδύνων. Οι τράπεζες παλιότερα βασιζόταν περισσότερο στις εγγυήσεις που παρείχε ο επιχειρηματίας, προκειμένου να προχωρήσουν σε χρηματοδότηση.

Σήμερα η κατάσταση έχει αλλάξει. Η παγκοσμιοποίηση των αγορών δημιούργησε ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις να επεκταθούν και να επιτύχουν υψηλές κερδοφορίες, παράλληλα όμως δημιούργησε και ανάγκες σε κεφάλαια για επενδύσεις και χρηματοδότηση της δραστηριότητάς τους. Από την άλλη, ο ανταγωνισμός των τραπεζών για κατάκτηση μεριδίων στα κερδοφόρα τμήματα της αγοράς, σε συνδυασμό με την προσπάθειά τους να επιτύχουν όσο γίνεται υψηλότερη και σταθερότερη οργανική κερδοφορία, τις ώθησε να αλλάξουν τρόπο αντιμετώπισης των επιχειρήσεων. Στις μέρες μας αυτό που μετράει είναι η ικανότητα των επιχειρήσεων να αποκομίζουν κέρδη από τη

δραστηριότητά τους και η μέσα από αυτά δυνατότητα αποπληρωμής των όποιων υποχρεώσεών τους. Έτσι, κατέληξαν στη χρήση εργαλείων για την αξιολόγηση πελατών και κινδύνων, τα οποία με προσεκτική χρήση, παρέχουν υψηλού επιπέδου αξιολογήσεις και ασφάλεια πιστοδοτήσεων.

Η ορθολογική χρήση των μοντέλων μπορεί να δώσει αξιοθαύμαστα αποτελέσματα. Ο ανθρώπινος παράγοντας, η τεχνολογία και η τεχνογνωσία δημιουργούν έναν ακαταμάχητο συνδυασμό, που μπορεί να διαγνώσει τη μεγάλη πλειονότητα των προβλημάτων που πιθανώς θα αντιμετωπίσει μια επιχείρηση. Αρκεί να θυμούνται οι χρήστες των μοντέλων ότι:

Ο σχεδιασμός των μοντέρνων μοντέλων, έχει γίνει ώστε να τα καταστήσει **εργαλεία λήψης αποφάσεων**. Ωστόσο, ακόμα και οι εταιρίες που τα κατασκευάζουν συνιστούν να λαμβάνονται υπόψη ως υποστηρικτικά εργαλεία στη λήψη της απόφασης και να μην παραμερίζεται ο ανθρώπινος παράγων. Άλλωστε ομολογούν ότι ένα πολύ καλό στέλεχος είναι καλύτερος αξιολογητής κινδύνου από οποιοδήποτε μοντέλο. Τα στελέχη πρέπει να χρησιμοποιούν σωστά τα μοντέλα ως εργαλεία στη λήψη αποφάσεων και **όχι ως εργαλεία αποφυγής ευθυνών** για ανάληψη κινδύνων.

Όσο καλά και αν σχεδιάστηκε ένα μοντέλο, είναι **ευάλωτο από λογιστικούς χειρισμούς**, ιδίως αν δεν έχει στη διάθεσή του ιστορικά στοιχεί πολλών χρήσεων. Θα πρέπει δηλαδή, οι οικονομικές καταστάσεις που εισάγονται να είναι κατάλληλα διερευνημένες, ώστε να αποφεύγονται οι ωραιοποιήσεις στις οποίες καταφεύγουν συχνά οι επιχειρήσεις, προκειμένου να πείσουν τους συνεργάτες τους για την καλή τους πορεία.

Μερικές φορές αυτό γίνεται εκ του πονηρού, προκειμένου η επιχείρηση να οδηγηθεί σε εσκεμμένη χρεοκοπία και οι φορείς να καρπωθούν τα κεφάλαια των πιστώσεων και των δανείων, αφήνοντας το σύνδικο να κατανείμει τα απομένοντα υπολείμματα στους διεκδικητές. Η πρόγνωση τέτοιων κινδύνων μπορεί να γίνει μόνο μέσα από την εμπειρία και τη διαίσθηση του στελέχους, που θα ανιληφθεί τους λογιστικούς χειρισμούς και τις παραποιήσεις και θα τροφοδοτήσει ανάλογα το μοντέλο.

Οι περισσότερες όμως ωραιοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων, γίνονται για να μπορέσει να συνεχίσει η επιχείρηση τη δραστηριότητά της. Τότε μπορεί να εμπλακεί σε λάθη χρηματοδότησης, παραβιάζοντας τους κανόνες χρονικής συσχέτισης. Η συνεργασία στελεχών της επιχείρησης με το χρήστη του μοντέλου και την εκμετάλλευση των

δυνατοτήτων της τεχνολογίας και τεχνογνωσίας, μπορεί να υποδείξει τα λάθη και τον ορθό τρόπο αντιμετώπισης της κατάστασης. Θα πρέπει δηλαδή ο χρήστης του μοντέλου **να μην επαιτεί αλλά να απαιτεί την εσωτερική πληροφόρηση** από την επιχείρηση.

Όσον αφορά τέλος, τα στοιχεία του κλάδου και τα ποιοτικά στοιχεία της επιχείρησης που θα εισαχθούν στο μοντέλο, ο χρήστης πρέπει να αποφύγει την παγίδα της υποκειμενικής κρίσης και κυρίως της προκατάληψης αλλά και να επλέξει σωστά τον κλάδο, όπου θα κατατάξει την επιχείρηση.

Αλλιώς αξιολογείται η ρευστότητα και οι κυκλοφορικές ταχύτητες μιας παραγωγικής επιχείρησης από την αντίστοιχη εμπορική επιχείρηση του ίδιου κλάδου. Άλλα κεφάλαια χρειάζεται η δραστηριότητα της παραγωγής και του συναλλακτικού κυκλώματος μιας βιομηχανίας, από τα κεφάλαια που χρειάζεται ο μεσάζοντας βιομηχανικών προϊόντων.

Ως προς τα ποιοτικά στοιχεία, αλίμονο αν επιτρέψει κάποιο στέλεχος στα συναισθήματά του να λάβουν μέρος στην απόφαση. Είτε θα εμπλακεί χωρίς λόγο σε κινδύνους με αβέβαια αποτελέσματα, είτε θα διώξει από τις θυρίδες της τράπεζας επιθυμητούς και προσοδοφόρους πελάτες.

Η νηφάλια κρίση και οι αμερόληπτοι χαρακτηρισμοί δε δυσχεραίνουν τους συνεργαζόμενους με την τράπεζα. Οι αξιολογούμενοι γνωρίζουν καλύτερα από τους αξιολογητές τους – τραπεζικούς το εύρος των προβλημάτων τους και οι όποιες διαπιστώσεις δεν πρόκειται να τους ενοχλήσουν.

Συμπερασματικά θα λέγαμε ότι, τα μοντέλα πρόβλεψης της χρηματοοικονομικής δυσπραγίας των επιχειρήσεων και του πιστωτικού κινδύνου που κυκλοφορούν σήμερα είναι πολύ αξιόπιστα αλλά και ευαίσθητα εργαλεία. Και όπως κάθε τι ευαίσθητο πρέπει **να χειριζόμαστε με την αρμόζουσα προσοχή.**

5.2 Με το βλέμμα στο μέλλον...

Τα μοντέλα αξιολόγησης, που χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό της πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων ή με άλλα λόγια για την πρόβλεψη της ενδεχόμενης χρηματοοικονομικής δυσπραγίας τους, αποδεικνύονται καθημερινά από την πράξη, αξιολογότερα εργαλεία. Ο λεπτομερής σχεδιασμός τους και οι διαρκείς βελτιώσεις τους, που προκύπτουν από συμπεράσματα της καθημερινής εμπειρίας και τις παρατηρήσεις των στελεχών που τα χρησιμοποιούν, τα κάνουν ολοένα και πιο αξιόπιστα.

Η αξιοπιστία όμως αυτή, έχει ορισμένα τρωτά σημεία, τα οποία θα μπορούσαν να συνοψιστούν στα παρακάτω:

- ❖ Σχεδιάστηκαν για αξιολόγηση επιχειρήσεων στο οικονομικό περιβάλλον μεγάλων και πολύ ανεπτυγμένων χωρών και κατά κύριο λόγο αυτό των Η.Π.Α. Άμεση συνέπεια του γεγονότος αυτού είναι ότι, οι χαρακτηρισμοί και η αξιολόγηση των κλαδικών στοιχείων να αναφέρονται κυρίως σε επιχειρήσεις των Η.Π.Α. και οι όποιες προσαρμογές τους δεν ανταποκρίνονται απόλυτα στην πραγματικότητα των άλλων χωρών, όπου εφαρμόζονται. Πχ ο κλάδος της κλωστοϋφαντουργίας που όσον αφορά την ανάπτυξη, έχει χαρακτηρισμό “aggressive” με την έννοια του δυναμικά αναπτυσσόμενου. Είναι πασιφανές ότι κάτι τέτοιο δεν ισχύει για τον ανάλογο ευρωπαϊκό κλάδο, πόσο μάλλον για τον ελληνικό, που αντιμετωπίζει έντονα διαρθρωτικά και άλλα προβλήματα και συνήθως χαρακτηρίζεται προβληματικός.
- ❖ Αναφέρονται συνήθως σε ομαλές οικονομικές συνθήκες και όχι σε συνθήκες κρίσης. Δίδονται μεν δυνατότητες να κάνει ο χρήστης τους σενάρια δυσμενών συνθηκών, αλλά κάτι τέτοιο απαιτεί άνεση χρόνου, γεγονός που με την εντατικοποίηση των συνθηκών εργασίας αποτελεί πολυτέλεια.
- ❖ Οι κίνδυνοι της χώρας και του κλάδου, που εμπεριέχονται στους αλγόριθμους των υπολογισμών τους, βασίζεται σε κάποια μελέτη και αξιολόγηση της χώρας και των κλάδων την περίοδο που σχεδιαζόταν το μοντέλο για την πώλησή του σε κάποιο πιστωτικό ίδρυμα. Οι συνθήκες όμως αλλάζουν και η αξιολόγηση αυτή μπορεί να μεταβληθεί σημαντικά.

5.3 Περαιτέρω Διερεύνηση του Θέματος

Λαμβάνοντας υπόψη τα προεκτεθέντα τρωτά σημεία, χρήσιμο θα ήταν, σε συνεργασία με τις διοικήσεις και τα στελέχη των τραπεζών, καθώς και ακαδημαϊκών φορέων, να γίνουν μελέτες πάνω στις δυνατότητες αξιολόγησης των μοντέλων.

Αυτές οι μελέτες θα μπορούσαν να περιλάβουν στοιχεία όπως:

- ❖ Σύγκριση αποτελεσμάτων αξιολογήσεων από δημοσιευμένα οικονομικά στοιχεία, με αποτελέσματα από διερευνημένα. Η παρακολούθηση των αποκλίσεων και ο συνδυασμός τους με περιπτώσεις χρεοκοπιών που προβλέφθηκαν και από τις δύο αξιολογήσεις ή προβλέφθηκαν μόνο από τη μία, θα δώσει χρήσιμα συμπεράσματα για τη στάθμιση λογαριασμών, αριθμοδεικτών, ροών κεφαλαίων κλπ.
- ❖ Παρακολούθηση των επιτυχών και των αποτυχημένων προβλέψεων από διαφορετικά μοντέλα, θα δώσει τη δυνατότητα βελτίωσης των αποτελεσμάτων τους.
- ❖ Παρατήρηση της επίδρασης των κλαδικών στοιχείων στις προβλέψεις και διαρκής αναπροσαρμογή των δεδομένων των κλάδων, εφόσον αυτά:
 - διαφέρουν από τη χώρα προέλευσης του μοντέλου,
 - διαφοροποιούνται με τις μεταβολές των μακροοικονομικών μεγεθών και
 - επηρεάζονται έντονα από έκτακτα γεγονότα (πχ κατασκευαστικός κλάδος και ολυμπιακοί αγώνες).
- ❖ Τακτική αναθεώρηση των σταθμίσεων χώρας και κλάδου για αποφυγή στρεβλώσεων
- ❖ Προσπάθεια δημιουργίας και νέων κλάδων ή υποκλάδων, δεδομένου ότι η στάθμιση του κλάδου επηρεάζει ευμενώς ή δυσμενώς το αποτέλεσμα της αξιολόγησης. Δεν είναι λογικό να συνυπάρχουν και να αξιολογούνται στα πλαίσια του ίδιου κλάδου κατασκευαστικές εταιρίες που ασχολούνται με μεγάλα δημόσια έργα ή ιδιωτικά με μακροχρόνιες συνεκμεταλλεύσεις οπότε οι περίοδοι είσπραξης των απαιτήσεών τους είναι πολυετείς, με άλλες που εξειδικεύονται σε μικρότερα ιδιωτικά έργα και πληρώνονται στη διάρκεια μιας χρήσεως.
- ❖ Συνδυασμοί στην ίδια αξιολόγηση στοιχείων από περισσότερους κλάδους, εφόσον η επιχείρηση αναπτύσσει πολυσχιδή δραστηριότητα.

Εξίσου χρήσιμη θα ήταν η παρακολούθηση ομοειδών επιχειρήσεων ίδιου μεγέθους, οι οποίες:

- ❖ δρουν σε διαφορετικά γεωγραφικά περιβάλλοντα μέσα στην ίδια χώρα (πχ εγγύτητα στις χώρες της Βαλκανικής),
- ❖ αντιμετωπίζουν διαφορετικές συνθήκες επιδοτήσεων,
- ❖ έχουν μεγάλη ή περιορισμένη πρόσβαση σε κέντρα αποκάσεων,
- ❖ επηρεάζουν με τη λειτουργία τους το περιβάλλον σε συνδυασμό με το αναπτυσσόμενο οικολογικό κίνημα,
- ❖ εφαρμόζουν σύγχρονες μεθόδους παραγωγής (Just-In-Time, Time Based Competition, κλπ) ή διαχείρισης αποθεμάτων (logistics),
- ❖ διαθέτουν πιστοποιήσεις ISO, HACCP ή εφαρμόζουν συστήματα ολικής ποιότητας.

Η σχετικά πρόσφατη υιοθέτηση των μοντέλων αξιολόγησης επιχειρήσεων από τα πιστωτικά ιδρύματα της χώρας μας (και μάλιστα προς το παρόν από μικρό αριθμό τους), έχει ως συνέπεια την ελάχιστη μέχρι σήμερα μελέτη των αποτελεσμάτων τους. Η όποια μέχρι σήμερα μελέτη ήταν εμπειρική, με βασικό σκοπό την πιο ομαλή προσαρμογή των μοντέλων στα ελληνικά δεδομένα.

Η διεύρυνση της χρήσης τους, σε συνδυασμό με τη συσσώρευση εμπειριών και παρατηρήσεων, δημιουργεί την πρόκληση και δίνει τη δυνατότητα στους ενδιαφερόμενους να ασχοληθούν βαθύτερα με το θέμα, με δεδομένο το πρόσφορο έδαφος για εκπόνηση μελετών και τη βελτίωση των υφισταμένων εφαρμογών.

Θεσσαλονίκη, Φεβρουάριος 2004

Ιωάννης Αντωνιάδης

6 ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

Ελληνική

Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Βασικές Έννοιες Χρηματοοικονομικής, Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Διοίκηση Κεφαλαίου Κίνησης.

Γιάννης Τ. Λαζαρίδης – Δημήτρης Λ. Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη 2001, Τεύχος Α

Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Μακροχρόνιος Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Χρηματοοικονομική Ανάλυση Επενδύσεων Παγίου Κεφαλαίου της Επιχείρησης.

Γιάννης Τ. Λαζαρίδης – Δημήτρης Λ. Παπαδόπουλος, Θεσσαλονίκη 2002, Τεύχος Β

Πρακτικό Εγχειρίδιο Ελληνικού Γενικού Λογισπικού Σχεδίου

Εμμανουήλ Ι. Σακέλλη, Εκδόσεις «Πάμισος», Αθήνα 1990.

Χρηματοοικονομική Ανάλυση Λογισπικών Καταστάσεων

Πρόδρομος Γ. Ευθύμογλου – Ιωάννης Τ. Λαζαρίδης, Πειραιάς 2000, Τεύχος Α

Στρατηγική των Επιχειρήσεων: Ελληνική και Διεθνής Εμπειρία

Βασίλης Μ. Παπαδάκης, Αθήνα, Φεβρουάριος 2002, Τόμος Α: Θεωρία.

Διοίκηση Ανθρώπινων Πόρων

Στέλα Ξηροτύρη – Κουφίδου, Θεσσαλονίκη 2001

Χρηματοδοτήσεις–Καθυστερήσεις: Νομικές Εφαρμογές στην Τραπεζική Πρακτική

Μιχάλης Ε. Αγγελάκης, Υπόδ/ση Εκπ/σεως Προσ/κού Εθνικής Τράπεζας, Αθήνα 1996

Γενικές Αρχές Λογιστικής και Τραπεζική Επιχείρηση

Ξενοφών Ε. Ζέρβας, Υπόδ/ση Εκπ/σεως Προσ/κού Εθνικής Τράπεζας, Αθήνα 1992

Νέα Χρηματοοικονομικά Προϊόντα

Π. Μαλακός–Χαρ. Δεμίρης, Υπ/ση Εκπ/σεως Προσ/κού Εθνικής Τράπεζας, Αθήνα 1992

Ξενόγλωσση

Financial Management: Theory and Practice

Eugene F. Brigham–Louis C. Gapenski–Michael C. Ehrhardt, 9th Ed. Harcourt Inc. 1999

Financial Statements Analysis

John J. Wild – Leopold A. Bernstein – K. R. Subramanyam, 7th edition 2001 McGraw–Hill

Corporate Financial Distress and Bankruptcy

A complete guide to predicting & avoiding distress & profiting from bankruptcy

Edward I. Altman 2nd Edition, Published by: Wiley 1993

Bankruptcy, Credit Risk, and High Yield Junk Bonds

Edward I. Altman, Blackwell Publishers, First Published 2002

Managing Credit Risk: The next great Financial Challenge

John B. Caouette – Edward I. Altman – Paul Narayanan, 1998, John Wiley & Sons Inc.

Why Companies Fail: Strategies for detecting, avoiding & profiting from bankruptcy

Harlan D. Platt, Lexington Books, 1985

Corporate Failure By Design: Why organizations are built to fail

Jonathan I. Klein, Quorum Books, London, First published in 2000.

Corporate Collapse: Regulatory, Accounting and Ethical Failure

F. L. Clarke – G. W. Dean – K. G. Oliver, Cambridge University Press, 1997.

Credit Risk Measurement: New approaches to Value At Risk and Other Paradigms

Anthony Saunders, 1999, Editor: John Wiley and Sons, Inc.

Corporations in Crisis: Behavioral Observations for Bankruptcy Policy

Philip B. Nelson, Praeger Publishers, 1981

Managerial Accounting

R. Garrison & E. Noreen, 9th edition, Irwin 1999

7 ΑΡΘΡΟΓΡΑΦΙΑ

Γενική

After the Revolution

Dun Gifford, July 1998, CFO Magazine for Senior Finance Exec, www.findarticles.com

Ailing NTL Now Faces Delisting

Mike Farrell, Feb. 11, 2002, Gale Group, www.findarticles.com

BA Quits Greek Venture

4 June 2000 – AIRWISE.COM, www.findarticles.com

Britain Found a Better Way to Rein in Rogue Managements

Deborah Orr, 09.02.2002, www.forbes.com

Corporate Governance and Financial Distress: When Structures Have to Change

Michael J. Mumford, Δημοσιευμένο απόσπασμα από βιβλίο, www.yahoo.com

Eye on Europe; European chemical sector: Industry in distress

Colin Isaac, March 2002, CHEMICAL MARKET REPORTER, www.findarticles.com

Fields Aircraft Spares emerges from bankruptcy

Simi Valley – 29 Nov. 2001 – Περιοδικό: BUSINESS WIRE, www.findarticles.com

How to Avoid Another ENRON

Shirley Kemp, 24.10.2002, CFOweb, www.findarticles.com

Investors Promise a Crystal Ball

August 24, 2002 www.smh.com.au/articles

Lessons learned from research on restructured firms

David L. Auchterlonie, Ιούνιος 2002, The R.M.A. Journal, www.findarticles.com

Lessons of a Liquidator

PriceWaterhouseCoopers, Practical Guidance, www.findarticles.com

Little Caesars shuts 'hundreds' of locations but denies it's in distress

Amy Zuber, 2 August 1999, NATION'S RESTAURANT NEWS, www.findarticles.com

Looking for Answers After the Failure of a Large Local co-op.

Dan Looker, Περιοδικό: Successful Farming, 15.02.2002, www.findarticles.com

Low employee turnover may signal financial distress

25 Oct 2000 – Περιοδικό: BUSINESS WIRE, www.findarticles.com

Moves that firms in financial turmoil must avoid

Alan G. Tippie, 17 Jan. 2000, Los Angeles Business Journal, www.findarticles.com

Organizational Decline. A stimulus for Innovation

George C. Mueller, Business Horizon, Nov – Dec 2001, www.findarticles.com

Poor Management Brings Firms Down"

Grant Thomton, 17.11.2002, Sunday Business Post, www.findarticles.com

Predicting Potential Failure, Taking Correcting Action Are Keys to Success

Zheng Gu, June 1999, Lebhar – Friedman Inc. Gale Group, www.findarticles.com

Scenario Planning: Creating Strategy for Uncertain Times"

Joe Wilmore, Περιοδικό: Information Outlook, September 2001, www.findarticles.com

The Effect of Bank Debt on Optimal Capital Structure

Shane A. Johnson, Spring 1998, Financial Management, www.findarticles.com

There's Usually Something Fishy Behind a collapse

Mark Lawson, Financial Review, Investors Education, Oct 2002, www.findarticles.com

To hell and back"

Meg Whittemore – Jan, 1998 – SUCCESS (MAGAZINE.COM) www.findarticles.com

Αγωγή Έξι Ασφαλιστικών, οι Ευχές για την Parmalat.

«Κυριακάτικη Ελευθεροτυπία» 27.12.2003.

Βόμβα στη Γιουρπνή Ευφορία των Αγορών το Σκάνδαλο της Parmalat.

Γ. Τσιάρας, «Το Βήμα της Κυριακής» 4.1.2004

Από την Enron και την Parmalat στην Adecco.

Δημήτρης Λαζαρόπουλος, «Ημερησία» Σαββατοκύριακο 17 – 18.1.2004.

Σημεία Συναγερμού (Warning Signs)

A Note on Selecting a Response Measure for Financial Distress

Tery J. Ward & Benjamin P. Foster, 1997, Journal of Business Finance, www.yahoo.com

Corporate Early Warning Systems

EANPC Working Party, March 1982, www.yahoo.com

Corporate Insolvency Indicators

Stuart Sworn, Senior Risk Underwriter for Royal & Sun Alliance's Credit & Surety Bonds Department
www.yahoo.com

Deep in Debt

Department of Financial Institutions, Consumer Credit Division, www.dfi.state.in.us

Early Warning Signs

Melvin Zwaig & Michelle Pickett, Zwaig Consulting Inc. www.yahoo.com

Harris Tate Warning Signs

Harris Tate, 2000 – 2001, www.yahoo.com

Non – Financial Warning Signs

Melvin Zwaig & Michelle Pickett, Zwaig Consulting Inc. Insolvency Group News, www.yahoo.com

Signs that the Bottom is Near

Robert Frick, Dec 1998, Kiplinger's Personal Finance Magazine

Small Business Development

Strategic Business Services Corporation, www.yahoo.com

The Causes of Corporate Collapse"

R.S. Norgard, Magazine: Australian Accountant, April 1997.

The Rise and Fall of Enron; When a company looks too good to be true, it usually is

C. William Thomas, April 2002, Journal Of Accountancy, www.findarticles.com

Why do Small Business Fail? Review of Existing Studies

Juha Ojala, Seminar in Business Strategy and International Business, 8.4.2002, www.yahoo.com

Αριθμοδείκτες (Financial Ratios)

Financial Health or Insolvency? Watch Trends and Interaction in Cash Flows

Benjamin P. Foster, Univ. of Louisville & Terry J. Ward Middle Tennessee Univ. www.yahoo.com

Key Stats and Ratios

Madeline Thomas, Multex Investor Europe, 2001, www.yahoo.com

Managing Cash Flow

Matt H. Evans, Excellence in Financial Management, www.yahoo.com

The Effects of Debt on Business Valuation

Jamsed Gandi, May 2003, "Understanding Value" Newsletter, www.yahoo.com

The Power of Cash Flow Ratios

John R. Mills, Jeanne H. Yamamura Oct 1998, Journal of Accountancy, www.yahoo.com

Δημιουργική Λογιστική (Creative Accounting)

Accounting «Accidents»: More Remain to Be Seen!

Nicolas Veron, Former CEO of Lycos France, 4th July 2002, www.findarticles.com

America's biggest corporate collapse" ENRON: virtual company, virtual profits

Andrew Hill, Joshua Chaffin & Stephen Fiddler, 3.2.2002 & 13.2.2002, www.findarticles.com

Creative Accounting and Corporate Collapse: An Insight into Enron

Xue Tao, Macquarie University, 2002, CPA Australia Ethics Essay Award, www.yahoo.com

Creative Accounting and Things "Off Balance Sheet"

Neil Cooper, partner at Kroll Buchler Phillips, 2003, www.business-money.com

Detecting False Financial Statements Using Published Data: Some Evidence from Greece

Charalambos T. Spathis, Aristotle University of Thessaloniki, Managerial Auditing Journal, www.yahoo.com

The Cure for Creative Accounting

Jay Lorsch, Financial Times, London, Apr 2002 www.yahoo.com

Value in the Aftermath of Enron (Risk in Focus)

Lori Widmer, March 2002, Gale Group, www.findarticles.com

Μοντέλα Πρόβλεψης

A Fuzzy Knowledge – Based Division Aiding Method for the Assessment of Financial Risks: The Case of Corporate Bankruptcy Prediction

M. Spanos, G. Dounias, N. Matsanidis & C. Zopounidis, Technical University of Crete, www.yahoo.com

A Multicriteria Discrimination Method for the Prediction of Financial Distress: The Case of Greece

Michael Doumpos & Constantin Zopounidis, www.yahoo.com

Are Bank Loan Ratings Relevant?

Donald J. Mullineaux, University of Kentucky and Ha-Chin Yi, Southwest Texas State Univ. www.yahoo.com

A Review of the Recent Literature on Financial Crises: Some empirical Observations of Malaysia and Neighbors

Jennifer Piesse, Birkbeck Univ. of London & Yougesh Khatri, Int. Monetary Fund www.yahoo.com

Assessing the Commercial Viability of New Ventures

Thomas Astebro, Canadian Investment Review, Spring 2003, www.yahoo.com

Capital Charges under Basel II: Corporate Credit Risk Modeling and the Macro Economy'

Kenneth Carling – Tor Jacobson – Jesper Linde – Kasper Roszbach, September 2002
Sveriges Riskbank Working Paper Series, www.yahoo.com

Commercial Bank Lending: Process, Credit Scoring & Costs of Errors in Lending

Edward I. Altman, Journal of Financial & Quantitative Analysis, November 1980

Corporate Distress Prediction Models in a Turbulent Economic and Basel II Environment'

Edward I. Altman, September 2002, www.yahoo.com

Credit Rating Agencies and the Governance of Financial Markets''

Dieter Kerwer, Max Planck Project Group, July 1999, Outline of a Research Project, www.yahoo.com

Credit Risk Modeling: Current Practices and Applications

Basle Committee on Banking Supervision, Basle April 1999, www.yahoo.com

Default Probabilities in a Corporate Bank Portfolio: A Logistic Model Approach

Sjur Westgaard & Nico van der Wijst, European Journal of Operational Research, December 2000,
www.yahoo.com

Description, Explanation, Prediction – The Evolution of Bankruptcy Studies

Patti Cybinski, School of Economics, Griffith University, Brisbane, Nov 2001, www.yahoo.com

Distress Prediction Models and Some Applications: Revisiting The Z-score

Edward I. Altman, www.yahoo.com

Dynamics of Modeling in Data Mining:**Interpretive Approach to Bankruptcy Prediction**

T. K. Sung, N. Chang, G. Lee, Journal of Mgt Info Systems, Summer 1999, www.yahoo.com

Failures in B2C Companies; Two Examples and Lessons for New Players

Sian Owen, School of Finance and Economics, Sydney Australia, Nov 2001, www.yahoo.com

Going, Going, Gone – Four Factors which Predict

Richard Taffler & Howard Tisshaw, Accountancy, March 1977

HIH Collapse Could Have Been Predicted as Early as December 1996

Rapid Ratings, Media Release, June 2001, www.findarticles.com

Managing Credit Risk: A challenge for the New Millennium

Edward I. Altman, December 2001, www.yahoo.com

Measuring Changes in Corporate Credit Quality

Moody's Special Report, November 1993, www.yahoo.com

Moody's Financial Analyst

www.moodyskmv.com

Moody's Risk Advisor: A Judgmental Credit Rating System

www.moodyskmv.com

Moody's Investors Service: Risk Calc™ For Private Companies: Moody's Default Model

www.moodyskmv.com

NERA Introduces "Cash Flow-at-Risk" C-far

Business Wire, January 2001, www.findarticles.com

Off-Site Surveillance Systems: An Examination of the Banking Crisis of the 1980's and Early 1990's

Απόσπασμα από βιβλίο (στο δικτυακό τόπο δεν αναφέρονται στοιχεία του συγγραφέα), www.yahoo.com

Political Risk, Economic Risk and Financial Risk

Claude Erb, Campbell Harvey and Tadas Viscanta, Financial Analysts Journal, Dec 1996, www.yahoo.com

Problems in Applying Discriminant Analysis in Credit Scoring Models

Robert W. Eisenbeis, Associate Research Division Officer of the Federal Reserve System, www.yahoo.com

Risk Management of Credit Assets: The Next Great Financial Challenge in the New Millennium

Edward I. Altman, (απόσπασμα παρουσίασης)www.yahoo.com

The Follow-up of Financial Value Creation Indicators to Prevent Bankruptcy in Belgian SME's:**An Empirical Multivariate Approach**

Didier Van Gaillie & Sophie Amould, School of Business Administration of Liege, www.yahoo.com

The Identification of Corporate Distress: A Conditional Analysis Approach

Lin Lin, Imperial College, University of London and Jennifer Piesse, Birkbeck Univ. of London www.yahoo.com

Using Financial Information to Differentiate Failed vs. Surviving Finance Companies in Thailand: An Implication for Emerging Economies

By: Obeua S. Persons, Rider University, U.S.A., www.yahoo.com

Validation Methodologies for Default Risk Models

J. Sobehart, S. Keenan & R. Stein of Moody's Investors Service, May 2000, www.yahoo.com