

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

ΚΕΦ 1: ΕΙΣΑΓΩΓΗ	σελ.
1.1 Αντικειμενικός σκοπός	1
1.2 Μεθοδολογία	3
1.2 Διάρθρωση	4
ΚΕΦ 2: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΣΤΗΝ ΕΝΝΟΙΑ ΤΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	
2.1 Ορισμός	6
2.2 Κατηγοριοποίηση κινδύνων	7
2.3 Διοίκηση Κινδύνων	9
2.4 Αξιολόγηση κινδύνου	12
ΚΕΦ 3: ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΣ ΚΙΝΔΥΝΟΣ	
3.1 Ορισμός	14
3.2 Πιστωτική κουλτούρα	16
3.3 Πάροχοι πιστώσεων	23
3.4 Πηγές Πίστωσης	33
3.5 Αρχές διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου	37
3.6 Πιστωτικός κίνδυνος & κίνδυνος αγοράς	42
3.7 Κύκλος ζωής πιστωτικού κινδύνου	45
ΚΕΦ 4: ΘΕΩΡΗΤΙΚΗ ΠΡΟΣΕΓΓΙΣΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ	
4.1 Πηγές χρηματοδότησης	54
4.2 Αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων	55
ΚΕΦ. 5: ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΙ ΔΙΑΒΑΘΜΙΣΗΣ ΤΗΣ ΠΙΣΤΟΛΗΠΤΙΚΗΣ ΙΚΑΝΟΤΗΤΑΣ	
5.1 Αντικείμενο	60
5.2 Ιστορική αναδρομή	63
5.3 Δείκτες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	63
5.4 Διακρίσεις δεικτών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	68
5.5 Βασικές αρχές λειτουργίας των εταιριών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	76

5.6	Διαδικασία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	78
5.7	Μεθοδολογία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας	82

ΚΕΦ.6: ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ

6.1	Περιληπτική παρουσίαση εταιριών	85
I.	ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.	85
II.	ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ	87
III.	ΕΥΡΟΜΕΔΙΣΑ Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ	88
IV.	ΙΑΣΩ Α.Ε.	90
V.	ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.	91
VII.	ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.	93

ΚΕΦ.7: ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΕΔΟΜΕΝΩΝ

7.1	Σκοπός κεφαλαίου	96
7.2	Χρηματοδότηση εταιριών	97

ΚΕΦ.8: ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΚΑΙ ΚΑΤΕΥΘΥΝΣΕΙΣ ΓΙΑ ΠΕΡΑΙΤΕΡΩ ΕΡΕΥΝΑ

8.1	Συμπεράσματα	110
8.2	Κατευθύνσεις	114

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1^ο: Εισαγωγή

1.1 Αντικειμενικός σκοπός

Η παρούσα εργασία έχει ως σκοπό να παρουσιάσει το βαθμό στον οποίο οι εισηγμένες εταιρίες του κλάδου υγείας επιτυγχάνουν χρηματοδοτική ισορροπία. Προκειμένου να επιτευχθεί ο σκοπός αυτός θα επιχειρηθεί θεωρητική προσέγγιση αρχικά σε βασικές έννοιες που αφορούν τον κίνδυνο, τα είδη του και τη διαχείρισή του.

Είναι γεγονός ότι η πρακτική της διαχείρισης κινδύνων¹ εξελίχθηκε από το 1970 έως σήμερα. Παράγοντες που έδωσαν ώθηση σε αυτήν την εξέλιξη είναι η απελευθέρωση των αγορών, η αύξηση της ταχύτητας κυκλοφορίας των κεφαλαίων, η αυξανόμενη πολυπλοκότητα των χρηματοοικονομικών εργαλείων με την εισαγωγή των παραγώγων και η χρήση της τεχνολογίας σε επίπεδο συναλλακτικών πρακτικών όσο και σε επίπεδο διαχείρισης κεφαλαίων.

Στις μέρες μας ζούμε μία από τις μεγαλύτερες και πιο εκτεταμένες κρίσεις των τελευταίων εκατό χρόνων. Μεγάλοι διεθνείς χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί κατέρρευσαν, κρατικοποιήθηκαν ή εξαγοράστηκαν. Από την άλλη πλευρά οι κυβερνήσεις παρεμβαίνουν εγγυώμενες τις καταθέσεις², παρέχοντας ρευστότητα και συνεισφέροντας κεφάλαια μέσω εγγυήσεων για τη θωράκιση του τραπεζικού συστήματος και την ενίσχυση των οικονομιών.

¹ Μιχάλης Οράτης, Διευθυντής Διαχείρισης κινδύνων Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος «Κεφαλαιακές απαιτήσεις & Διαχείριση κινδύνων», περιοδική έκδοση Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002, σελ. 32

² Νικόλαος Καραμούζης, Αναπληρωτής διευθύνων σύμβουλος της EFG Eurobank Ergasias, άρθρο «Νέες Ισορροπίες», περιοδικό Τάσεις 2009, σελ. 76

Καθώς η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται στα πρόθυρα μεγάλης και εκτεταμένης ύφεσης με ουσιαστικές συνέπειες στις πραγματικές οικονομίες των χωρών, γινόμαστε όλοι μάρτυρες των σφοδρών επιπτώσεων αυτής της κρίσης. Οι επιπτώσεις εντοπίζονται στην τραπεζική χρηματοδότηση επιχειρήσεων και νοικοκυριών, του διεθνούς εμπορίου και των επενδύσεων. Η άντληση κεφαλαίων γίνεται όλο και πιο δύσκολη, καθώς οι παγκόσμιες αγορές έχουν στερέψει. Επιπροσθέτως το κόστος χρήματος και δανεισμού προσεγγίζει πολύ υψηλά επίπεδα, πλήττοντας έτσι τις πραγματικές οικονομίες.

Υπό το πρίσμα αυτό είναι εξαιρετικά ενδιαφέρον να εξεταστεί πως οι εταιρίες του ευαίσθητου χώρου της υγείας πετυχαίνουν το έτος 2008, και εφόσον η χρηματοοικονομική κρίση βρίσκεται σε εξέλιξη, να έχουν σωστή χρηματοοικονομική διάρθρωση με απώτερο σκοπό να επιτύχουν χρηματοδοτική ισορροπία.

Είναι γεγονός ότι ο κλάδος υγείας χαρακτηρίζεται από ανελαστική ζήτηση, καθώς η υγεία είναι το πολυτιμότερο αγαθό για τον άνθρωπο και επίσης συνταγματικό δικαίωμα. «Καθένας έχει δικαίωμα στην προστασία της υγείας», όπως ορίζεται στο άρθρο 5 του Συντάγματος της Ελλάδας. Η κατανάλωση υπηρεσιών υγείας για να εξασφαλιστεί η αποκατάστασή της σε περίπτωση που διαταραχθεί, είναι αυτονόητη και αναφαίρετο δικαίωμα από κάθε πολίτη αυτής της χώρας.

1.2 Μεθοδολογία

Για την παρούσα εργασία χρησιμοποιήθηκε βιβλιογραφικό υλικό βασισμένο σε εξειδικευμένα βιβλία όσο και σε σχετική με το θέμα βιβλιογραφία που καλύπτει χρονικά την περίοδο 1997-2009. Επίσης καθοριστικής σημασίας για την ολοκλήρωση της εργασίας ήταν και το υλικό από το διαδίκτυο με τις σχετικές ιστοσελίδες που αναφέρονται στη βιβλιογραφία.

Η βασική αρχή ανάπτυξης του υλικού ήταν από την ανάπτυξη των γενικών ορισμών να καταλήξουμε σε συμπεράσματα που αφορούν ειδικότερα τις εταιρίες του κλάδου υγείας. Η μέθοδος αυτή από το γενικό στο ειδικό έχει επαγωγικό χαρακτήρα και βασίζεται στην top-down ανάλυση.

Σε συνδυασμό με την προαναφερθείσα μεθοδολογία χρησιμοποιήθηκαν και δείκτες βάση στους οποίους αναλύθηκε η χρηματοοικονομική διάρθρωση των εισηγμένων εταιριών του κλάδου υγείας. Οι δείκτες αυτοί εξάγονται από τις τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων, όπως αναλύονται στο κεφάλαιο 4 της παρούσας εργασίας. Η ανάλυση της χρηματοοικονομικής διάρθρωσης πραγματοποιήθηκε για το έτος 2008 και βασίστηκε σε στοιχεία του ισολογισμού των εταιριών για το έτος 2008.

1.3 Διάρθρωση

Η διάρθρωση του υλικού της εργασίας έχει την ακόλουθη σειρά. Στο κεφάλαιο 2 επιχειρείται θεωρητική προσέγγιση της έννοιας του κινδύνου. Δίνεται ο ορισμός του κινδύνου, τα είδη του, οι μεθοδολογίες διοίκησης κινδύνων και οι έννοιες πάνω στις οποίες στηρίζεται η αξιολόγηση κινδύνων.

Στο τρίτο κεφάλαιο αναλύεται η έννοια του πιστωτικού κινδύνου και συγκεκριμένα η πιστωτική συμπεριφορά ατόμων και εταιριών. Παρουσιάζονται επίσης οι πάροχοι των πιστώσεων, οι πηγές από όπου προέρχεται μία πίστωση. Ακολουθούν οι βασικές αρχές διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου, όπως εκδόθηκαν από την Basel Committee και επίσης σύγκριση μεταξύ πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου αγοράς. Ιδιαίτερο σημείο της ανάλυσης του πιστωτικού κινδύνου είναι ο κύκλος ζωής του πιστωτικού κινδύνου, όπου δίδεται η διαδικασία με την οποία ένα πιστωτικό ίδρυμα αξιολογεί, εγκρίνει και επαναξιολογεί στοιχεία και δεδομένα τόσο του πελάτη, όσο και της αγοράς.

Στο επόμενο κεφάλαιο γίνεται θεωρητική προσέγγιση στη χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και παρατίθενται οι πηγές χρηματοδότησης και οι τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στο πέμπτο κεφάλαιο γίνεται αναφορά στους οργανισμούς διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας και αναλύεται το αντικείμενό τους, οι δείκτες που χρησιμοποιούν για την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας, οι βασικές αρχές

λειτουργίας τους, η διαδικασία αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας και αντίστοιχη μεθοδολογία που χρησιμοποιούν.

Στο έκτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζεται το δείγμα των εταιριών του κλάδου υγείας στο οποίο θα εφαρμοστούν οι αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων. Το δείγμα αυτό περιλαμβάνει τις εταιρίες ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε., ΑΧΟΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, EUROMEDICA Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ, ΙΑΣΩ Α.Ε., ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε. και ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.

Στο έβδομο κεφάλαιο λαμβάνει χώρα η ανάλυση δεδομένων για τις προαναφερθείσες εταιρίες. Με βάση τα στοιχεία του ισολογισμού τους για το 2008 αξιολογείται αν εφαρμόζουν τις τρεις αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων και εάν επιτυγχάνουν χρηματοδοτική ισορροπία.

Στο τελευταίο κεφάλαιο παρατίθενται τα βασικά συμπεράσματα της εργασίας και δίνονται κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2^ο: Θεωρητική προσέγγιση στην έννοια του κινδύνου

2.1 Ορισμός

Σχεδόν κάθε ανθρώπινη δραστηριότητα εμπεριέχει την έννοια του κινδύνου. Ο κίνδυνος αυτός μπορεί να υφίσταται σε μία ή περισσότερες μορφές. Γενικά μπορούμε να συνδέσουμε τον κίνδυνο με τη μεταβολή της οικονομικής κατάστασης ενός ατόμου, είτε αυτή είναι θετική, είτε αρνητική³. Αν επιχειρήσουμε να αναζητήσουμε την αιτία του κινδύνου θα δούμε ότι ο κίνδυνος οφείλεται στην τυχαιότητα. Πιο συγκεκριμένα «κίνδυνος είναι έκθεση σε τυχαιότητα⁴».

Ένας γενικότερος ορισμός του κινδύνου θα μπορούσε να είναι ο ακόλουθος:

Κίνδυνος (Risk) είναι το είδος αβεβαιότητας⁵ στο οποίο οι διαθέσιμες πληροφορίες επιτρέπουν την κατάσταση της κατανομής πιθανότητας των τυχαίων μεταβλητών που υπεισέρχονται στη διαδικασία λήψης αποφάσεων.

Από την άποψη της αξιολόγησης μιας επένδυσης κίνδυνος είναι το ενδεχόμενο οι πραγματικές καθαρές ταμιακές ροές (αποδόσεις) της επένδυσης να είναι διαφορετικές από τις προβλεπόμενες καθαρές ταμιακές ροές (αποδόσεις)⁶.

³ Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002 σελ.3

⁴ “Subjective Value at Risk”, Financial Engineering News 1997,
www.contingencyanalysis.com/research/framesvar.htm

⁵ «Αβεβαιότητα είναι η κατάσταση κατά την οποία ένα άτομο ή ένα σύστημα δε μπορεί να προσδιορίσει με σιγουριά (βεβαιότητα) το σύνολο των μελλοντικών ενδεχόμενων γεγονότων ή και τους αντίστοιχους νόμους πιθανοτήτων που συνδέονται με αυτά». Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002, σελ.6

⁶ Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Interbooks 2002 σελ.384

Ένας πιο ποσοτικός ορισμός του κινδύνου μιας επένδυσης είναι ο εξής:

Κίνδυνος μιας επένδυσης είναι η μεταβλητότητα (variability) των δυνατικών αποτελεσμάτων (αποδόσεων) της επένδυσης γύρω από την αναμενόμενη τιμή τους ή τον αριθμητικό τους μέσο⁷.

2.2 Είδη κινδύνων

Η ταξινόμηση των κινδύνων γίνεται με βάση διάφορα κριτήρια⁸. Οι κίνδυνοι ανάλογα με το αντίστοιχο ύψος της οικονομικής μεταβολής διακρίνονται σε πέντε κατηγορίες, δηλαδή στους αμελητέους κινδύνους, στους αρνητικούς κινδύνους, στους θετικούς κινδύνους, στους κερδοσκοπικούς και στους ανεκτίμητους κινδύνους.

Αμελητέος είναι ο κίνδυνος που βρίσκεται σε μια περιοχή (-ε, +ε) πολύ κοντά στο μηδέν και πρακτικά θεωρούμε ότι δεν υφίσταται αφού το ύψος της οικονομικής απώλειας είναι πολύ μικρό. **Αρνητικός** είναι ο κίνδυνος που συνεπάγεται κέρδος μεγαλύτερο από ε, ενώ **θετικός** είναι ο κίνδυνος που συνεπάγεται απώλεια μεγαλύτερη από ε. **Κερδοσκοπικός** είναι ο κίνδυνος που συνεπάγεται πιθανή απώλεια ή κέρδος, ενώ **ανεκτίμητος** είναι ο κίνδυνος που προκαλεί απώλεια άπειρης τιμής.

⁷ Δημήτρης Βασιλείου «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα 1999

⁸ Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002, σελ.4

Ειδικότερα τα βασικά είδη κινδύνων που αναλαμβάνουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από την εμπορία και την επένδυση σε χρηματοοικονομικά προϊόντα είναι τα εξής⁹:

A) Πιστωτικός κίνδυνος (Credit risk) που αφορά στην πιθανότητα (μη βεβαιότητα) κάποιος δανειολήπτης του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος να μην πληρώσει όλο ή μέρος του δανείου που έχει πάρει. Χωρίζεται στον γενικό πιστωτικό κίνδυνο (General) και στον ειδικό πιστωτικό κίνδυνο (Specific).

Ο γενικός πιστωτικός κίνδυνος έχει την έννοια ότι όσο πιο πολλά χρήματα έχει δανείσει ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα, τόσο αυξάνει και το ποσό των χρημάτων που είναι πιθανό να μην εισπράξει.

Ο ειδικός πιστωτικός κίνδυνος προέρχεται από το γεγονός ότι εάν ένας πελάτης δανειστεί ένα πολύ μεγάλο ποσό, τότε αυξάνει η πιθανότητα να μην το επιστρέψει.

B) Κίνδυνος αγοράς (Market risk). Σχετίζεται με τη μεταβολή των τιμών των διαφόρων χρηματοοικονομικών προϊόντων που διαπραγματεύονται στις αγορές.

Ο κίνδυνος αγοράς χωρίζεται επιμέρους σε κίνδυνο θέσης (Position), κίνδυνο συναλλάγματος (Exchange Rate) και κίνδυνο διακανονισμού και αντισυμβαλλομένου (Settlement & Delivery).

Ο κίνδυνος θέσης σχετίζεται με τη θέση που έχει πάρει το χρηματοπιστωτικό ίδρυμα σε ότι αφορά στους χρεωστικούς τίτλους, στις μετοχές, στα παράγωγα και στην

⁹ Κ. Γαλιάτσος «Τραπεζική Διοίκηση» Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική, Αθήνα 1999

αναδοχή. Ο κίνδυνος συναλλάγματος σχετίζεται με τη θέση του ιδρύματος στο συναλλάγμα.

Ο κίνδυνος διακανονισμού και αντισυμβαλλομένου περιλαμβάνει τον κίνδυνο εκκαθάρισης και παράδοσης που αφορά σε συναλλαγές που έχουν συνομολογηθεί αλλά δεν έχουν παραδοθεί ούτε οι τίτλοι, ούτε τα χρήματα από την άλλη πλευρά. Επίσης περιλαμβάνει τον κίνδυνο αντισυμβαλλομένου (Counterparty risk) που αναφέρεται σε περιπτώσεις κατά τις οποίες έχουν συναφθεί συναλλαγές, οι οποίες συνιστούν μελλοντική απαίτηση του χρηματοπιστωτικού ιδρύματος και άλλους κινδύνους που απορρέουν από την ίδια τη λειτουργία της επιχείρησης (Operational risk).

Γ) Κίνδυνος Ρευστότητας (Liquidity risk) που σχετίζεται με την πιθανότητα ένα χρηματοπιστωτικό ίδρυμα να μην έχει τη δυνατότητα να καλύψει τις τρέχουσες ταμειακές του υποχρεώσεις και να αναγκαστεί να ρευστοποιήσει τίτλους, καταγράφοντας ζημίες.

2.3 Διοίκηση Κινδύνων

Τυπικά, η διοίκηση κινδύνων (Risk Management) προέρχεται από τη θεωρία κινδύνων, η οποία είναι απόρροια της θεωρίας πιθανοτήτων. Σχηματικά έχουμε την παρακάτω διάταξη¹⁰:

¹⁰ Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002, σελ.2



Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως κάθε ανθρώπινη δραστηριότητα εμπεριέχει κάποια μορφή κινδύνου και συνεπώς καλούνται οι άνθρωποι να αναπτύξουν μέτρα για την αποτελεσματική αντιμετώπιση του κινδύνου.

Η επιστήμη της διοίκησης του κινδύνου έρχεται να δώσει απάντηση στο πως οι άνθρωποι θα αντιμετωπίσουν μεθοδικά και αποτελεσματικά τον κίνδυνο, χρησιμοποιώντας μια σειρά από επίπεδα προσέγγισης.

Αρχικά λοιπόν συνιστάται καθορισμός του τελικού στόχου. Έπειτα περιγραφή και ανάλυση του κινδύνου και της αβεβαιότητας. Στη συνέχεια ακολουθεί έλεγχος και τροποποίηση των κινδύνων. Επόμενο επίπεδο είναι η χρηματοδότηση κινδύνων και τέλος η διαχείριση κινδύνων.

Όσον αφορά στη μεθοδολογία διαχείρισης κινδύνων αναφέρονται τρεις βασικές μεθοδολογίες – διαδικασίες διαχείρισης κινδύνων, οι οποίες είναι η **αδιαφορία**, ο **έλεγχος** και τέλος η **χρηματοδότηση**¹¹.

Η πρώτη μεθοδολογία που αναφέρεται στην αδιαφορία περιλαμβάνει δύο πιθανές περιπτώσεις. Στην πρώτη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο αδιαφορεί πλήρως για αυτόν γιατί οι οικονομικές του συνέπειες θα είναι πολύ μικρές.

¹¹ Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002, σελ.224

Στη δεύτερη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στην ολική απαλοιφή του γιατί η επέλευση του κινδύνου θα προκαλέσει σημαντικές οικονομικές και άλλες απώλειες.

Η δεύτερη μεθοδολογία του ελέγχου έχει τρεις πιθανές περιπτώσεις. Στην πρώτη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στη μείωσή του. Στη δεύτερη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στην οχύρωση και προστασία του κινδύνου, ώστε να μειώσει την πιθανότητα επέλευσής του. Στην τρίτη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στην τροποποίηση του κινδύνου, ώστε να μειώσει ταυτόχρονα την πιθανότητα επέλευσης του καθώς και το ύψος της αποζημίωσης.

Η τρίτη μεθοδολογία αναφέρεται στη χρηματοδότηση, όπου διακρίνουμε τρεις περιπτώσεις. Στην πρώτη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στη μεταφορά του σε μια ασφαλιστική ή αντασφαλιστική εταιρία. Στη δεύτερη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στη σταδιακή συσσώρευση κεφαλαίων προκειμένου να είναι σε θέση να αντιμετωπίσει τις οικονομικές συνέπειες του κινδύνου όποτε αυτός συμβεί. Στην τρίτη περίπτωση αυτός που κατέχει τον κίνδυνο προχωρεί στη διαδικασία της αντιστάθμισης. Δηλαδή προχωρεί στη δημιουργία ή αγορά ενός αρνητικά συσχετισμένου στοιχείου που θα προκαλέσει κέρδη στην περίπτωση επέλευσης του κινδύνου.

2.4 Αξιολόγηση κινδύνου

Η αξιολόγηση των κινδύνων συνδέεται με δύο βασικές έννοιες, τις διαστάσεις του κινδύνου και την αξία του κινδύνου.

- Διαστάσεις κινδύνου

Οι διαστάσεις του κινδύνου αποτελούν τις παραμέτρους με τις οποίες προσδιορίζουμε τον κίνδυνο και πρόκειται για τις εξής δύο, τη **συχνότητα** και τη **σφοδρότητα**. Η συχνότητα αναφέρεται στο πόσο συχνά εμφανίζεται ο συγκεκριμένος κίνδυνος και η σφοδρότητα στο μέγεθος της απώλειας που προκαλεί σε ένα άτομο ή σύστημα.

Αυτές οι δύο διαστάσεις μπορούν να απεικονιστούν ως δύο τυχαίες μεταβλητές. Η πρώτη συνδέεται με το πλήθος των μονάδων το κινδύνου που θα συμβούν, ενώ η δεύτερη με το ύψος της απώλειας.

- Αξία του κινδύνου “Value at Risk” (VaR)

Η έννοια της αξίας του κινδύνου έχει ιδιαίτερη σημασία στην ανάλυση και στην αντιμετώπιση των χρηματοοικονομικών κινδύνων. Η αξία του κινδύνου μπορεί να οριστεί ως «το ύψος της μέγιστης πιθανής απώλειας που μπορεί να προκύψει από έναν κίνδυνο εντός συγκεκριμένης χρονικής περιόδου και για προκαθορισμένο επίπεδο εμπιστοσύνης».

Η αξία του κινδύνου είναι ένα εργαλείο μέτρησης του κινδύνου και για να υπολογιστεί απαιτούνται μια σειρά από βήματα. Αρχικά γίνεται συλλογή ιστορικών στοιχείων των αποδόσεων μιας επένδυσης. Έπειτα δημιουργία των αποδόσεων της επένδυσης για συγκεκριμένο χρονικό ορίζοντα. Τέλος χρησιμοποιούμε την κατανομή των αποδόσεων της επένδυσης και την αξία της επένδυσης για τον υπολογισμό του VaR που αντιστοιχεί στο επίπεδο εμπιστοσύνης που επιθυμούμε.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3^ο: Πιστωτικός κίνδυνος

3.1 Ορισμός

Πιστωτικός κίνδυνος (credit risk) ορίζεται ως ο κίνδυνος αδυναμίας πληρωμής τόκων και κεφαλαίου από την πλευρά του εκδότη ενός αξιογράφου (default risk) ο οποίος επηρεάζει το επιτόκιο του αξιογράφου. Όσο μεγαλύτερος είναι ο κίνδυνος αυτός, τόσο μεγαλύτερο είναι το επιτόκιο που απαιτούν οι δανειστές (default risk premium)¹².

Ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί την αρχαιότερη μορφή κινδύνου στις χρηματοοικονομικές αγορές. Εάν η πίστωση θα μπορούσε να οριστεί ως «η προσδοκία ενός ποσού χρημάτων μέσα σε ένα ορισμένο χρονικό διάστημα», τότε πιστωτικός κίνδυνος είναι η πιθανότητα αυτή η προσδοκία να μην εκπληρωθεί. Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι τόσο παλιός όσο και ο ίδιος ο δανεισμός, κάτι το οποίο σημαίνει πως χρονολογείται τουλάχιστον από το 1800 π.Χ. συγκεκριμένα ο κώδικας του Χαμουραμί, περίπου το 1800 π.Χ., λέγεται πως περιελάμβανε πολλές ενότητες σχετικά με τη ρύθμιση των πιστώσεων στη Βαβυλώνα¹³.

Το στοιχείο του πιστωτικού κινδύνου υπάρχει κάθε φορά που ένα πρόσωπο αγοράζει ένα προϊόν ή μια υπηρεσία χωρίς να πληρώνει άμεσα για αυτό. Οι εταιρίες τηλεπικοινωνιών και παροχής ηλεκτρικού ρεύματος δέχονται τον πιστωτικό κίνδυνο

¹² Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Interbooks 2002 σελ.386

¹³ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.1

από όλους τους συνδρομητές τους. Το ίδιο συμβαίνει μεταξύ εκδοτών και κατόχων πιστωτικών καρτών, καθώς και μεταξύ δανειοδοτών και δανειοληπτών.

Σε επιχειρησιακό επίπεδο, οι εταιρίες στην πραγματικότητα πουλάνε στους πελάτες τους κάποιου είδους προθεσμία. Κάθε φορά που το κάνουν αυτό, αναλαμβάνουν πιστωτικό κίνδυνο. Αυτός ο υποτιθέμενος πιστωτικός κίνδυνος, μπορεί να υπάρξει για μερικές ώρες ή για εκατοντάδες χρόνια. Ένα παράδειγμα για την πρώτη περίπτωση είναι ο ημερήσιος κίνδυνος άλλων τραπεζών που αναλαμβάνουν οι τράπεζες που εκτελούν συμψηφισμούς στο σύστημα πληρωμών CHIPS. Ένα παράδειγμα για τη δεύτερη περίπτωση είναι το ομολογιακό δάνειο της IBM, το Δεκέμβριο του 1996 που είχε διάρκεια 100 χρόνων¹⁴.

Στις αναπτυγμένες χώρες η παροχή πιστώσεων χρησιμοποιείται ευρύτατα και λαμβάνει διάφορες μορφές. Η βασική διάκριση των πιστώσεων περιλαμβάνει τις δημόσιες και ιδιωτικές πιστώσεις. Δημόσιες πιστώσεις (public credit) είναι τα δάνεια που συνάπτουν οι κυβερνήσεις και οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης για την επιδίωξη των αντικειμενικών σκοπών τους. Ιδιωτικές πιστώσεις (private credit) είναι τα δάνεια που συνάπτουν οι επιχειρήσεις και οι ιδιώτες. Οι ιδιωτικές πιστώσεις διακρίνονται σε καταναλωτικές και εμπορικές. Οι καταναλωτικές πιστώσεις (consumer credit) χορηγούνται σε ιδιώτες για την αγορά εμπορευμάτων και υπηρεσιών και δεν πρέπει να συγχέονται με τις πιστώσεις για αγορά ή βελτίωση ακινήτων (real estate credit). Οι εμπορικές πιστώσεις (trade credit) χορηγούνται από μία επιχείρηση σε μία άλλη για την αγορά εμπορευμάτων ή υπηρεσιών¹⁵.

¹⁴ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.10

¹⁵ Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Interbooks 2002 σελ.282

3.2 Πιστωτική συμπεριφορά

Χωρίς αμφιβολία¹⁶ η παροχή και η αποδοχή πιστώσεων είναι η κινητήρια δύναμη για την σύγχρονη κοινωνία. Οι πιστώσεις δίνουν την δυνατότητα στους ιδιώτες ακόμα και μετρίου εισοδήματος να αγοράσουν σπίτια, αυτοκίνητα και να καταναλώσουν αγαθά και από αυτό το γεγονός δημιουργούνται θέσεις εργασίας και αυξάνονται οι ευκαιρίες επένδυσης. Οι πιστώσεις δίνουν επίσης την δυνατότητα στις επιχειρήσεις να αυξήσουν το μέγεθός τους και τα κέρδη τους. Επίσης επιτρέπει σε πολιτείες, χώρες και μικρές πόλεις και στις δημόσιες υπηρεσίες που υπάρχουν σε αυτές να καλύψουν τις δημόσιες ανάγκες σε σχολεία, νοσοκομεία και δρόμους.

Τόσο οι ιδιώτες όσο και οι επιχειρήσεις γνωρίζουν ότι η πρόσβασή τους σε πιστώσεις εξαρτάται από την απόδοσή τους στην κάλυψη των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους. Από τη στιγμή που η πίστωση είναι ζωτικής σημασίας για αυτές, θα κάνουν κάθε δυνατή προσπάθεια ώστε να ξεπληρώσουν τα χρέη τους.

Παρά ταύτα κάθε επιχείρηση που αποδέχεται πίστωση στις καθημερινές συναλλαγές της, έχει και κάποιες απώλειες. Οι περισσότερες επιχειρήσεις υπολογίζουν το δείκτη για τις κανονικές τους απώλειες και προσπαθούν να διαχειριστούν την πίστωση ως διαδικασία (credit process) σύμφωνα με αυτό το δείκτη. Οι απώλειες σε αυτό το επίπεδο δεν αποτελούν απειλή και συνήθως ενσωματώνονται στην τιμή που χρεώνουν οι επιχειρήσεις για τα αγαθά και τις υπηρεσίες τους.

¹⁶ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.12

Όταν η οικονομία είναι σε άνθηση η διάχυση της πίστωσης μπορεί να είναι ήπια. Σε οικονομική ύφεση, ωστόσο, αυτό το φαινόμενο μπορεί να είναι ανησυχητικό. Οι ιδιώτες χάνουν τις δουλειές τους, αδυνατούν να εξοφλήσουν τα δάνειά τους και τις πιστωτικές τους κάρτες. Οι επιχειρήσεις αντίστοιχα χάνουν δουλειές και οι πιστωτές τους είναι υποχρεωμένοι να ξεγράψουν τα χρέη τους. Εάν η ύφεση είναι βαθιά και μεγάλης χρονικής διάρκειας τότε οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί αρχίζουν να καταρρέουν. Όσο πιο εκτεταμένη η χρήση πιστώσεων, τόσο πιο μεγάλος ο κίνδυνος για την κοινωνία.

Από τη στιγμή που κάθε είδους επιχείρηση¹⁷ συνεπάγεται και κάποιο βαθμό κινδύνου, είναι υποχρεωμένες οι επιχειρήσεις να αποφασίσουν «πόσο» κίνδυνο θα αναλάβουν. Η ανώτατη ηγεσία των επιχειρήσεων πρέπει να εδραιώσει μία ζώνη ανοχής κινδύνου και να διασφαλίσει ότι οι εργαζόμενοι την κατανοούν και δεν ξεπερνούν τα επιτρεπόμενα όρια κινδύνου. Εκτός των ορίων αυτής της ζώνης ανοχής κινδύνου οι ενδεχόμενες συνέπειες των ζημιών είναι πιο ισχυρές από την ενδεχόμενη ικανοποίηση από τα κέρδη. Η αναζήτηση κερδοφόρας ανάπτυξης θέτει συχνά τις επιχειρήσεις σε σύγκρουση με τα όρια κινδύνου που έχουν καθορίσει.

Ωστόσο το να εδραιώσει η επιχείρηση αυτή τη ζώνη ανοχής και το πιο σημαντικό να παραμείνει μέσα σε αυτή δεν είναι τόσο εύκολο όσο φαίνεται. Βασική προϋπόθεση που θα βοηθήσει την επιχείρηση προς την κατεύθυνση αυτή είναι η ύπαρξη πιστωτικής συμπεριφοράς “credit culture”, η οποία ορίζεται από τον Henry Mueller ως εξής: « η πιστωτική συμπεριφορά έχει τον δικό της κύκλο που ευρύνεται από αμυντικό συντηρητισμό μέχρι ανεύθυνη επιθετικότητα. Κάθε πιστωτικό σύστημα

¹⁷ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk”, John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.23

αποτελείται από αλληλένδετες συμπεριφορές, υπευθυνότητες και μοτίβα συμπεριφοράς που απορρέουν από τον CEO και διεισδύουν σε όλον τον οργανισμό. Επιπρόσθετα παίζουν σημαντικό ρόλο και η φιλοσοφία της επιχείρησης, οι παραδόσεις, οι προτεραιότητες και τα πρότυπα».

Η πιστωτική συμπεριφορά πρόκειται επίσης να βασιστεί και στην προσωπικότητα του κατώτερου management, στη συμπεριφορά του, στις γνώσεις και στις ικανότητές του. Γενικά ο CEO και το Δ.Σ. διαμορφώνουν και μεριμνούν για τη πιστωτική συμπεριφορά.

Αρχικά η ανώτατη ηγεσία οφείλει να αποφασίσει ποιο θα είναι το πιστωτικό προφίλ της επιχείρησης, λαμβάνοντας υπόψη το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση. Υπάρχουν διαβαθμίσεις κινδύνου που μπορεί να αναλάβει μια επιχείρηση. Η αξιολόγηση του συνολικού κινδύνου που μπορεί να αναλάβει μία επιχείρηση είναι ένα θεμελιώδες στρατηγικό ζήτημα που οφείλει να διεκπεραιωθεί απευθείας από τον εκάστοτε CEO. Από τη στιγμή που θα εδραιωθεί η ζώνη ανάληψης κινδύνου μέσα στην οποία θα κινείται η επιχείρηση, η ανώτατη ηγεσία οφείλει να εξηγήσει τις παραμέτρους και τη δυναμική αυτής της ζώνης σε όλους τους εργαζόμενους στην επιχείρηση. Σε περίπτωση που η επιχείρηση είναι χαμηλού κινδύνου θα πρέπει ο CEO να κινηθεί επιχειρηματικά μέσα σε περιοχές χαμηλού κινδύνου.

Μία επιχείρηση οφείλει να καθιερώσει σύνθετες πολιτικές και διαδικασίες, όπως ελέγχους και ισοζύγια, προκειμένου να ελέγξει τον κίνδυνο που έχει αναλάβει. Σε περίπτωση όμως που δεν έχει ισχυρή κουλτούρα πάνω σε αυτό το θέμα, τότε θα αποκομίσει ελάχιστο όφελος. Οι οργανισμοί γενικά χρεοκοπούν όχι επειδή δεν έχουν

πιστωτικό σύστημα, πολιτικές και διαδικασίες αλλά επειδή η πιστωτική συμπεριφορά τους εμποδίζει την εφαρμογή του συστήματος, των πολιτικών και των διαδικασιών τους. Σε μερικές επιχειρήσεις η πιστωτική συμπεριφορά αποτελεί ενιαίο κομμάτι της κουλτούρας κινδύνου έχοντας ισχυρό και ξεκάθαρο αίσθημα ευθύνης.

Καθώς η πιστωτική συμπεριφορά μιας επιχείρησης βασίζεται σε συγκεκριμένες πολιτικές και διαδικασίες θα ήταν ενδιαφέρον να εστιάσουμε στα χαρακτηριστικά που εμφανίζει η πιστωτική συμπεριφορά μέσα από το παράδειγμα της εταιρίας Morgan Guaranty's. Στην εν λόγω εταιρία η πιστωτική συμπεριφορά έχει τα εξής διακριτά χαρακτηριστικά:

- Κάθε νεοεισερχόμενος στην εταιρία πρέπει να έχει την αποδοχή όλης της εταιρίας.
- Η πρόσληψη των εργαζομένων βασίζεται στα χαρακτηριστικά τους γνωρίσματα και στις ικανότητες τους. Οι ανθρώπινες δεξιότητες εκτιμώνται τόσο όσο και οι τεχνικές δεξιότητες.
- Το ανεπίσημο και αλληλένδετο δίκτυο επικοινωνίας χρησιμοποιείται σε μεγάλο βαθμό για τη λήψη αποφάσεων.
- Η παράδοση αποτελεί οδηγό για το μέλλον.
- Η ηγεσία της επιχείρησης κατανοεί την αξία της πιστωτικής συμπεριφοράς και καταβάλλει κάθε δυνατή προσπάθεια για να την αποτυπώσει σε όλα τα επίπεδα της ιεραρχίας.

Για έναν άλλο χρηματοπιστωτικό οργανισμό, την τράπεζα Banc One η πιστωτική συμπεριφορά της χαρακτηρίζεται ως ισχυρή και συνεκτική. Ο συγκεκριμένος οργανισμός για να πετύχει κάτι τέτοιο έχει δώσει έμφαση σε απλές αλλά ταυτόχρονα

ισχυρές αρχές. Αρχικά θα αναφέρουμε τον προσανατολισμό στον πελάτη με έμφαση στη χρησιμότητα που παίρνει ο πελάτης. Επόμενη αρχή είναι η προτίμηση για μικρά πιστωτικά «ανοίγματα». Πολύ σημαντική αρχή επίσης είναι η κατανόηση της επιχείρησης που πρόκειται να δανειστεί καθώς και η επιβράβευση των εργαζομένων που ανταπεξέρχονται σε δύσκολες καταστάσεις. Όπως και στο προηγούμενο παράδειγμα έτσι και σε αυτόν τον οργανισμό η ηγεσία της επιχείρησης κατανοεί την αξία της πιστωτικής συμπεριφοράς και καταβάλει κάθε δυνατή προσπάθεια για να την αποτυπώσει σε όλα τα επίπεδα της ιεραρχίας.

Το επόμενο θέμα που σχετίζεται με την πιστωτική συμπεριφορά είναι το πλαίσιο μέσα στο οποίο μπορεί να αποδώσει σωστά. Στην πραγματικότητα οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί δεν είναι σε θέση να αντέξουν οικονομικά να κάνουν τη διαχείριση κινδύνου την μοναδική τους προτεραιότητα. Σε έναν επιτυχημένο οργανισμό η εξυπηρέτηση του πελάτη και η κερδοφορία θα πρέπει να αποτελούν σημαντικό κομμάτι της πιστωτικής συμπεριφοράς. Η πρόκληση για την ανώτατη ηγεσία είναι να επιτύχει ισορροπία σε αυτές τις έννοιες. Τα προβλήματα δημιουργούνται όταν η διαχείριση κινδύνου έρχεται σε δεύτερη μοίρα σε σχέση με τις υπόλοιπες προτεραιότητες κι αυτό διότι μακροπρόθεσμα το να μπαίνει η διαχείριση κινδύνου σε δεύτερη ή τρίτη μοίρα μετά την εξυπηρέτηση του πελάτη ή μετά τη βραχυπρόθεσμη κερδοφορία είναι εξαιρετικά επικίνδυνο.

Η εδραίωση πιστωτικής συμπεριφοράς δε συνεπάγεται και μηδενικό επίπεδο ζημιών για την επιχείρηση. Η έμφαση στην πίστωση οφείλει να συνδυάζεται με την τιμολόγηση των προϊόντων καθώς δεν προστατεύει απλά τον οργανισμό από τις ζημιές αλλά είναι συστατικό της τιμολόγησης. Θα ήταν χρήσιμο να τονιστεί πως σε

περίπτωση που ο CEO δεν αναλάβει προσωπική ευθύνη στην εδραίωση και στη διατήρηση της πιστωτικής συμπεριφοράς, τότε η δεύτερη θα έχει σοβαρές ελλείψεις. Γενικά η ηγεσία ενός οργανισμού καθορίζει την πιστωτική συμπεριφορά μέσα από τη συμπεριφορά, τις στάσεις, τις αντιδράσεις, τη λεκτική και τη μη λεκτική επικοινωνία, καθώς και από τους ανθρώπους που επιβραβεύει και τους θεωρεί πρότυπα. Η επικοινωνία ακόμα κι αν είναι ανακόλουθη ή ακούσια αφομοιώνεται από τους εργαζομένους και τους πιστωτές και διατάσσει τη συμπεριφορά τους.

Πολύ αποτελεσματικό εργαλείο στη διαμόρφωση της πιστωτικής συμπεριφοράς είναι το σύστημα αμοιβών του εκάστοτε οργανισμού. Οι εργαζόμενοι δίνουν ιδιαίτερη προσοχή σε αυτά που λένε οι προϊστάμενοί τους αλλά πολύ περισσότερο στις πράξεις τους διότι προσπαθούν διαρκώς να διακρίνουν τι είναι αυτό που πραγματικά ενδιαφέρει την ηγεσία της εταιρίας. Για παράδειγμα αν οι εργαζόμενοι που φέρνουν νέες δουλειές και αναλαμβάνουν κίνδυνο αμείβονται περισσότερο από αυτούς που διαχειρίζονται τον κίνδυνο τότε αυτό αποτελεί ξεκάθαρο μήνυμα για όλη την εταιρία. Ακόμα κι αν κάποιος εργαζόμενος παραβιάσει τους εταιρικούς κανόνες αλλά έχει επιτυχία στη δουλειά του κι αμειφθεί για αυτό, τότε κι αυτό αποτελεί ξεκάθαρο μήνυμα για τους υπόλοιπους εργαζόμενους ότι για όσο διάστημα έχει επιτυχία κανείς στη δουλειά του, όλα είναι εντάξει.

Χαρακτηριστικό της πιστωτικής συμπεριφοράς ενός οργανισμού είναι επίσης ο τρόπος που χειρίζεται η εταιρία τις συναλλαγές που τοποθετούνται πέρα από την καθιερωμένη ζώνη ανοχής κινδύνου. Πριν να αποδεχτούν αυτές τις συναλλαγές, οι τράπεζες θα πρέπει να προβούν σε συγκεκριμένες κινήσεις όπως να καθορίσουν το σκοπό της πίστωσης και την ποιότητα του κινδύνου και να απαντηθούν ερωτήματα

του τύπου θα γίνει ορθή χρήση των κεφαλαίων της τράπεζας με τη συγκεκριμένη συναλλαγή; Με ποιο τρόπο θα γίνει η εξόφληση; Πρόκειται να χρησιμοποιηθούν κεφάλαια από άλλες πηγές πέραν της τράπεζας; Επόμενη κίνηση θα είναι να δοθεί προσοχή στην ουσία των οικονομικών της συμφωνίας δίνοντας απάντηση σε ερωτήματα του τύπου είναι η δομή της η κατάλληλη; Είναι ξεκάθαροι οι όροι της συναλλαγής για την τράπεζα και για το δανειστή; Τρίτη και τελευταία κίνηση θα είναι η εκτίμηση και η αμοιβή του κινδύνου εφόσον αξίζει για την τράπεζα να κάνει μια εξαίρεση στις δοκιμασμένες στο χρόνο πολιτικές της, εξετάσει το αν υπάρχουν διαφορετικοί διέξοδοι από τη συγκεκριμένη συναλλαγή και αν υπάρχει καλύτερος τρόπος να δεσμευτούν τα τραπεζικά κεφάλαια πέρα από τη συγκεκριμένη συναλλαγή.

Συνοψίζοντας, θα μπορούσε κανείς να ισχυριστεί πως πιστωτική συμπεριφορά είναι το σύνολο των αρχών, των δράσεων, των περιοριστικών παραγόντων και των αμοιβών μέσα σε έναν χρηματοπιστωτικό οργανισμό. Οι ακόλουθες αρχές που αφορούν στην πιστωτική συμπεριφορά θα πρέπει, βάσει των όσων ειπώθηκαν προηγουμένως, να υποστηριχθούν και να υιοθετηθούν πρώτα από το CEO του οργανισμού. Συγκεκριμένα κανένας εργαζόμενος δεν θα πρέπει να καινοτομεί και να αναλαμβάνει κίνδυνο αν δεν είναι πειθαρχημένος. Επίσης όλοι οι εργαζόμενοι οφείλουν να γνωρίζουν τα όρια του αποδεκτού κινδύνου. Τέλος, η εταιρία οφείλει να υιοθετήσει μια συνεκτική προσέγγιση στην ποσοτικοποίηση και τιμολόγηση, που να μπορεί να δώσει επαρκείς αποδόσεις στα επενδεδυμένα κεφάλαια των μετόχων.

3.3 Πάροχοι πιστώσεων

Οι παραδοσιακοί πάροχοι πιστώσεων είναι οι τράπεζες, οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες, οι ασφαλιστικές εταιρίες, οι βιομηχανίες και η κυβέρνηση. Όλες αυτές οι διαφορετικές οικονομικές οντότητες έχουν τόσο διαφορετικούς στόχους και περιορισμούς, όσο και διαφορετικές πιστωτικές διαδικασίες. Ωστόσο όλες μοιράζονται την ίδια θεμελιώδη στρατηγική, εστιάζουν σε εξατομικευμένη ανάλυση για τον κάθε μεμονωμένο δανειστή προκειμένου να εγκρίνουν την πίστωση. Στη συνέχεια θα παρατεθούν τα βασικά χαρακτηριστικά κάθε παρόχου πίστωσης και ο τρόπος διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου από αυτούς.

- **Τράπεζες**

Από τις απαρχές της σύγχρονης τραπεζικής στη μεσαιωνική Ευρώπη το διακριτικό γνώρισμα μιας τράπεζας είναι να λαμβάνει καταθέσεις. Μέχρι τις μέρες μας οι περισσότεροι τραπεζικοί κανονισμοί συνεχίζουν να ορίζουν την τράπεζα από αυτή τη λειτουργία της. Οι καταθέσεις συνεχίζουν να εισρέουν στις τράπεζες χάρη στην ασφάλιση των καταθέσεων αλλά και στη λειτουργία του συστήματος πληρωμών.

Καθώς συμφώνησαν αρχικά οι τράπεζες να διευκολύνουν τους πελάτες τους ως προς την αποθήκευση των καταθέσεών τους, οι πρώτοι τραπεζίτες άρχισαν να σκέφτονται πως θα διαχειρίζονταν τις καταθέσεις μέχρι οι πελάτες τους να επέστρεφαν για να τις εκταμιεύσουν. Έτσι άρχισαν να πραγματοποιούν βραχυπρόθεσμα δάνεια για να υποστηρίξουν τους εμπόρους. Αρχικά οι τραπεζίτες δάνειζαν σε πελάτες που

γνώριζαν καλά ή ακόμα σε πελάτες που είχαν τις καταθέσεις τους στις δικές τους τράπεζες.

Πολλές τράπεζες δημιουργήθηκαν γύρω από ομάδες βιομηχανικών επιχειρήσεων. Ένας αριθμός σχετιζόμενων εταιριών ενώνονταν για να ιδρύσουν μία τράπεζα και από αυτήν χρηματοδοτούσαν τις δραστηριότητές τους. Στην Ευρώπη, αυτό το μοτίβο ακόμα είναι σε ισχύ, για παράδειγμα η Deutsche Bank είναι ο μεγαλύτερος ιδιοκτήτης βιομηχανικών εταιριών στη Γερμανία. Αυτό συμβαίνει ακόμα τόσο στην Αμερική όσο και στην Κίνα, όπου μεγάλες τράπεζες είναι ηγετικά μέλη των λεγόμενων keiretsu που αποτελούνται από ομάδες με εκατοντάδες συνδεδεμένες επιχειρήσεις που είναι και οι αρχικοί πελάτες των τραπεζών.

Οι πρώτοι τραπεζίτες χρέωναν συνήθως στους πελάτες τους ένα αντίτιμο για να αποθηκεύσουν τα κεφάλαιά τους. Ωστόσο σύντομα διαπίστωσαν πως θα δημιουργούσαν μία επικερδή επιχείρηση εάν δάνειζαν τις εισπράξεις από τις καταθέσεις. Προκειμένου να προσελκύσουν περισσότερους καταθέτες, οι τράπεζες άρχισαν να πληρώνουν ένα αντίτιμο για να μισθώσουν τα χρήματα των πελατών τους. Αυτό το αντίτιμο είναι στις μέρες μας γνωστό ως τόκος. Οι τραπεζίτες πλήρωναν ένα αντίτιμο στους καταθέτες και χρέωναν ένα υψηλότερο αντίτιμο στους δανειστές. Για πολλά χρόνια το επιτόκιο που πλήρωναν οι τράπεζες στις καταθέσεις των πελατών τους δεν καθοριζόνταν από την αγορά κι έτσι ο πιστωτικός κίνδυνος δεν είχε μεγάλη διασπορά.

Παραδοσιακά η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου γίνονταν σχεδόν αποκλειστικά βάση των διαδικασιών της πιστωτικής ανάλυσης. Πρόκειται για μια διαδικασία

ανάλυσης δεδομένων πριν την έγκριση του δανείου. Η πιστωτική ανάλυση εστιάζει σε δύο διακριτά αλλά αλληλοεξαρτώμενα δεδομένα: τη θέληση αλλά και την ικανότητα του δανειστή να ξεπληρώσει το δάνειό του. Η θέληση να πληρώσει σχετίζεται με την ανάλυση του χαρακτήρα του δανειστή, ανάλυση δηλαδή των αξιών του και της κοινωνικής του θέσης, ενώ η ικανότητα να πληρώσει σχετίζεται με ανάλυση οικονομικών δεδομένων. Η τελευταία αυτή ανάλυση ξεκινάει από την εξέταση γενικών μακροοικονομικών μεταβλητών, όπως για το αν η οικονομία έχει προοπτικές γενικά, αν οδηγείται σε άνθηση ή σε ύφεση και καταλήγει στην εξέταση ειδικότερων μεταβλητών για το δανειστή όπως σε τι φάση του κύκλου ζωής βρίσκεται ο κλάδος της επιχείρησής του και στη συνέχεια η ίδια η επιχείρησή του.

Και οι δύο μορφές ανάλυσης χρειάζονται πληροφορίες για να πραγματοποιηθούν κι όσο περισσότερες οι διαθέσιμες πληροφορίες, τόσο αυξάνεται η ακρίβεια και η επικαιρότητα των στοιχείων, ώστε να ληφθεί η καλύτερη δυνατή απόφαση για το δανεισμό. Παρόλο που και οι δύο μορφές ανάλυσης είναι κρίσιμες για την πιστωτική ανάλυση, η ανάλυση οικονομικών μεταβλητών είναι η πιο σημαντική από τις δύο καθώς ιστορικά τα περισσότερα χρήματα έχουν χαθεί εξαιτίας της ανικανότητας πληρωμής του δανειστή κι όχι της μη θέλησής του να πληρώσει.

Άλλες τεχνικές που αναπτύχθηκαν για την πιστωτική ανάλυση περιλαμβάνουν τη διαχείριση κινδύνου από τους τραπεζίτες μέσω τεχνικών μείωσης (mitigation techniques), όπως οι τμηματική καταβολή της πίστωσης όσο και οι έμμεσες πληρωμές που αυξάνουν την πιθανότητα εξόφλησης.

Το τραπεζικό σύστημα έχει αλλάξει ραγδαία τα τελευταία πενήντα χρόνια. Παραδοσιακά οι τράπεζες δάνειζαν με βραχυπρόθεσμο ορίζοντα αποπληρωμής, καθώς οι καταθέσεις που αποτελούσαν τη βάση δανεισμού τους ήταν βραχυπρόθεσμες. Προθεσμιακά δάνεια πέραν του ενός έτους εισήχθησαν στην αγορά μετά το 1930 και έγιναν κοινή συνήθεια μετά τον δεύτερο παγκόσμιο πόλεμο. Ιδίως μετά το 1960 οι τράπεζες άρχισαν να εκδίδουν ιδιωτικά ή ενυπόθηκα δάνεια. Τις τελευταίες τρεις δεκαετίες οι τράπεζες άρχισαν να παρέχουν εκμισθώσεις, πιστωτικές κάρτες, άμεσα ρευστοποιήσιμα στοιχεία, υπηρεσίες επί πιστώσει, υπηρεσίες για ιδιώτες και διαχείρισης χρημάτων. Μερικά από τα προαναφερθέντα στοιχεία δεν υπάγονται σε αποφάσεις δανεισμού.

Οι τραπεζικές κρίσεις των τελευταίων 20 χρόνων, ωστόσο, αντικατοπτρίζουν την κατάρρευση των παραδοσιακών τεχνικών πιστωτικής ανάλυσης. Οι τράπεζες δραστηριοποιήθηκαν σε αγορές που ήταν από τη φύση τους πολύ πιο υψηλού ρίσκου από αυτόν για τον οποίο είχαν σχεδιαστεί οι παραδοσιακές τεχνικές. Επιπροσθέτως, η παραδοσιακή προσέγγιση της συνεχούς αύξησης των πελατών έχει την έμφυτη τάση να συγκεντρώνει κίνδυνο.

Στη σύγχρονη εποχή το να προβεί κάποιος σε ορθές πιστωτικές αποφάσεις για κάθε μία περίπτωση ξεχωριστά δεν είναι εφικτό. Υπάρχει περίπτωση ένας δανειστής να βρίσκεται σε καλή οικονομική κατάσταση και μπορεί αιφνίδια να μεταβληθεί αυτή η κατάσταση με τρόπο που δεν μπορεί να προβλεφθεί όταν επισυνάπτει το δάνειο. Συνεπώς η τράπεζα του δανειστή μπορεί επίσης αιφνίδια να ζημιωθεί βάση γεγονότων που δεν είναι δυνατό να ελεγχθούν. Ο μόνος τρόπος να διασφαλιστούν οι τράπεζες από τέτοιου είδους απώλειες είναι να υιοθετήσουν μια πιο εξελιγμένη

προσέγγιση του πιστωτικού κινδύνου από τη λήψη απόφασης για κάθε περίπτωση μεμονωμένα.

Μια πιο ορθή προσέγγιση θα ήταν να μελετούν ομάδες πιστώσεων, όπως τα χαρτοφυλάκια με αναμενόμενες ζημίες. Υπάρχει επίσης ανάγκη να δημιουργούν συνθήκες που θα ενισχύσουν την εμφάνιση αγορών χρήματος για τραπεζικά δάνεια. Αυτές οι συνθήκες περιλαμβάνουν την τυποποίηση της τιμολόγησης και των όρων, καθώς και την ανάπτυξη προτύπων παροχής δανείων και την συσσώρευση στοιχείων που αφορούν ζημίες και επανεισπράξεις. Η ανάλυση χαρτοφυλακίου (portfolio analysis) αποτελεί τη βάση πάνω στην οποία οι τράπεζες στηρίχτηκαν για την ανάπτυξη της αγοράς καταναλωτικών δανείων.

Διακριτικό γνώρισμα των τραπεζών έναντι των υπολοίπων χρηματοπιστωτικών οργανισμών είναι η παροχή ρευστότητας που αποτελεί και βασικό συγκριτικό πλεονέκτημα για τον τραπεζικό κλάδο. Η παροχή ρευστότητας αποτελεί μια σχετικά ασφαλή επιχειρηματική δραστηριότητα διότι σε περίπτωση που ο δανειστής δεν είναι πιστοληπτικά αξιόπιστος, έχει τη δυνατότητα η τράπεζα να σταματήσει να του χορηγεί πίστωση. Οι τράπεζες έχουν επίσης τη δυνατότητα να αποσύρουν ή να τροποποιούν τους κανονισμούς πιστώσεων που ακολουθούν λόγω του ότι αυτοί οι κανονισμοί περιοδικά ανανεώνονται ή επειδή η χρηματοοικονομική κατάσταση των πελατών χειροτέρευσε. Γενικά οι τράπεζες συνεχίζουν να δανείζουν σε πελάτες που βρίσκονται σε οικονομική δυσκολία, είτε γιατί πρόκειται για σημαντικούς πελάτες, είτε γιατί τους έχουν ήδη δανείσει ένα σημαντικό χρηματικό ποσό.

Μελλοντικά αναμένεται οι τράπεζες να εστιάσουν σε αγορές με ευνοϊκές προοπτικές πιστωτικού κινδύνου ή τουλάχιστον με ευνοϊκό δείκτη απόδοσης κινδύνου. Τα καταναλωτικά δάνεια θα συνεχίσουν να αποτελούν ένα μεγάλο κομμάτι των τραπεζικών δραστηριοτήτων, όπως και τα προϊόντα ρευστότητας θα συνεχίσουν να αποτελούν μεγάλο μερίδιο αγοράς για τη λιανική τραπεζική.

- **Χρηματοπιστωτικοί Οργανισμοί**

Οι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί λειτουργούν επί της ουσίας όπως οι τράπεζες χωρίς τη δυνατότητα κατάθεσης χρημάτων. Ειδικεύονται σε μορφές δανεισμού με υψηλό κίνδυνο και ταυτόχρονα υψηλές αποδόσεις, τις οποίες διαχειρίζονται αρκετά καλά. Η παραδοσιακή αγορά τέτοιου είδους οργανισμών αποτελείται από επιχειρηματίες και μικρές επιχειρήσεις. Με τα χρόνια οι δανειστές άρχισαν να κυμαίνονται από άλλους χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς μέχρι τράπεζες. Αρχικά ήταν δύσκολο να εισέλθει κάποιος στον κλάδο λόγω του ότι έπρεπε να είναι εταιρία συγκεκριμένου μεγέθους. Σήμερα, παρόλα αυτά, η ανάπτυξη της αγοράς χρεογράφων έχει δώσει τη δυνατότητα ακόμη και σε μικρούς χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς να αποκτήσουν κεφάλαια.

- **Ασφαλιστικοί οργανισμοί**

Αποστολή των ασφαλιστικών εταιριών είναι η προστασία των πελατών τους από διάφορες μορφές κινδύνου. Οι ασφαλιστές υγείας προσφέρουν προϊόντα τα οποία βασίζονται στο προσδόκιμο επιβίωσης και στην υγεία. Ο κίνδυνος θανάτου ενσωματώνεται σε ένα αντίτιμο που είναι και η βασική πηγή των εσόδων τους.

Πωλούν επίσης και προϊόντα όπως οι ετήσιες πρόσοδοι που έχουν επενδυτικό και ασφαλιστικό χαρακτήρα. Οι ασφάλειες ζωής προσφέρουν επίσης συνταξιοδοτικά προϊόντα που απαιτούν ακριβή πρόβλεψη ταμιακών ροών από την πλευρά του ασφαλιστή. Η διαδικασία της πίστωσης στις ασφάλειες ζωής είναι παρόμοια με αυτή των τραπεζών: οι εγκρίσεις δανείων γίνονται σε εξατομικευμένη βάση και ταιριάζουν απόλυτα στις ανάγκες του δανειζόμενου. Ο κλάδος των ασφαλειών ζωής διαφέρει από τον τραπεζικό σε ένα σημαντικό ζήτημα. Οι πελάτες στους οποίους δανείζουν δεν είναι γενικά πελάτες τους. Οι τράπεζες επιδιώκουν να έχουν εκτενείς σχέσεις με ορισμένους από τους πελάτες τους, ενώ αντίθετα οι ασφαλιστικές εταιρίες που προβαίνουν σε δανεισμό πελατών τους δεν επιδιώκουν καμία περαιτέρω σχέση από αυτή. Συνεπώς οι ασφαλιστικές εταιρίες είναι πιο πειθαρχημένοι δανειστές που βασίζουν τις αποφάσεις τους σε πιστωτικές αναλύσεις. Από αυτήν την άποψη θεωρούνται περισσότερο χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί παρά τράπεζες. Μία ομοιότητά τους με τις τράπεζες είναι ότι οι λειτουργίες τους ρυθμίζονται αυστηρά από κανονισμούς.

Οι ασφαλιστικοί οργανισμοί εξυπηρετούν τους πελάτες τους με δύο βασικούς τρόπους. Ως πάροχοι ασφαλειών ζωής, πετυχαίνουν να εξαπλώσουν τον κίνδυνο θνησιμότητας σε μεγάλο πλήθος ασφαλισμένων. Ως πάροχοι επενδυτικών ευκαιριών, δίνουν τη δυνατότητα στους πελάτες τους να αυξήσουν τις μακροπρόθεσμες αποταμιεύσεις τους.

Στο βαθμό όπου η λογιστική αξία είναι κανόνας για τον ασφαλιστικό κλάδο, οι περισσότεροι ασφαλιστές κινούνται βάση της στρατηγικής αγοράζω και διατηρώ (buy & hold strategy) και διεξάγουν σε βάθος πιστωτική ανάλυση πριν να

πραγματοποιήσουν μια επένδυση. Σταδιακά, ωστόσο, οι ασφαλιστικές εταιρίες προσεγγίζουν τη στρατηγική των συνολικών αποδόσεων, η οποία στηρίζεται λιγότερο σε λεπτομερή και περισσότερο στο να αποδεσμευτούν από την πίστωση με τη πρώτη δυσκολία που θα δημιουργηθεί.

- **Βιομηχανίες**

Ο πιστωτικός κίνδυνος ήταν πάντα ενσωματωμένος στις δραστηριότητες των βιομηχανιών. Οι χρεώστες εμπεριέχουν πολλές φορές την πιο επικίνδυνη μορφή πιστωτικού κινδύνου. Κάθε εργαζόμενος στο βιομηχανικό κλάδο οφείλει να αναγνωρίσει πως η πίστωση είναι εξαιρετικής σημασίας θέμα.

Κατά κανόνα οι βιομηχανίες διαχειρίζονται ή και ελαχιστοποιούν τον πιστωτικό κίνδυνο με το να προμηθεύονται πιστωτικές επιστολές (letters of credit)¹⁸ ή με το να πωλούν τα εισπρακτέα γραμμάτια τους. Η διαχείριση των πιστώσεων όμως είναι εκτός των βασικών δυνατοτήτων των βιομηχανιών, γεγονός που επιβεβαιώνεται και από τη μη ανάπτυξη πιστωτικής κουλτούρας. Παρόλο που οι βιομηχανίες γενικά δεν είναι καλά οργανωμένες στον τομέα των πιστώσεων, οι ενδεχόμενες ζημιές τους έχουν μετριαστεί από το γεγονός ότι οι κίνδυνοι που αναλαμβάνουν είναι σχετικά χαμηλοί. Οι συναλλαγματικές που λαμβάνουν οι βιομηχανίες είναι υψηλής ποιότητας στοιχεία του ενεργητικού τους διότι τέτοιου είδους επιχειρήσεις θα απέφευγαν να διακινδυνέψουν τις σχέσεις τους με τους προμηθευτές τους. Μία βιομηχανία θα

¹⁸ Πρόκειται για επιστολή που δίνεται από τράπεζα σε πελάτη δίνοντάς του τη δυνατότητα να εισπράξει ορισμένο ποσό από κάποιο υποκατάστημά της κατά τη διάρκεια ενός ταξιδιού. Άλλη μορφή είναι η επιβεβαιωτική πιστωτική επιστολή, όπου αποστέλλεται από την τράπεζα σε συγκεκριμένο υποκατάστημα για να του καταβάλλει ένα ορισμένο ποσό. Πηγή: Γιώργος Δεσπότης Αγγλοελληνικό Ερμηνευτικό Λεξικό Ορολογίας Διεθνών Τραπεζικών Συναλλαγών, τόμος Α', σελ.621

προτιμούσε να χρωστάει ενοίκιο ή μισθούς στους εργαζομένους της παρά να χρωστάει στους προμηθευτές της.

Καθώς ο πιστωτικός κίνδυνος δεν αποτελεί αναπόσπαστο κομμάτι της λειτουργίας των βιομηχανιών είναι επόμενο να έχουν αναπτύξει οι βιομηχανίες συντηρητικές πιστωτικές πολιτικές. Όπως και οι τράπεζες, οι αποφάσεις των βιομηχανιών, σχετικά με τις πιστώσεις που πραγματοποιούν, λαμβάνονται σε εξατομικευμένη βάση, χωρίς να δώσουν ιδιαίτερη σημασία στο βαθμό που κάθε τέτοιου είδους απόφαση μπορεί να επηρεάσει το συνολικό πιστωτικό χαρτοφυλάκιο της εκάστοτε βιομηχανίας.

Βιώνοντας ωστόσο την εποχή της παγκοσμιοποίησης οι βιομηχανίες πλέον είναι δυνατό να συνεργαστούν με πελάτες που δεν γνωρίζουν την αξιοπιστία τους. Επιπλέον τα προϊόντα που προωθούν στην αγορά οι σύγχρονες επιχειρήσεις γίνονται ολοένα και πιο πολύπλοκα με μακροπρόθεσμη περίοδο αποπληρωμής. Ο διεθνής ανταγωνισμός έχει δείξει πως προκειμένου οι επιχειρήσεις να πωλήσουν ακριβά προϊόντα, θα πρέπει να πραγματοποιήσουν πιστωτικούς διακανονισμούς με τους αγοραστές. Σε αυτήν την κατεύθυνση βοηθήθηκαν πολύ οι βιομηχανίες από την παροχή πίστωσης από τα πρακτορεία που αναλαμβάνουν την εξαγωγή προϊόντων. Επίσης οι επιχειρήσεις θα πρέπει να συνειδητοποιήσουν πως ο πιστωτικός κίνδυνος δεν περιορίζεται μόνο στους εισπρακτέους λογαριασμούς τους.

Όλο και περισσότερες επιχειρήσεις επιλέγουν να πραγματοποιήσουν στρατηγικές συμμαχίες και να στραφούν σε outsourcing και just-in-time έλεγχο αποθεμάτων με συνέπεια να αυξάνεται η εξάρτησή τους από τους προμηθευτές πρώτων υλών ή από αυτούς που τους παρέχουν πολύ σημαντικές υπηρεσίες. Αυτή η εξάρτηση στις

συναλλακτικές σχέσεις μεταξύ των επιχειρήσεων εισάγει το στοιχείο του κινδύνου του αντισυμβαλλομένου (counterparty risk). Πολλές επιχειρήσεις όταν επιλέγουν τους στρατηγικούς συνεταιίρους και τους προμηθευτές τους δεν εξετάζουν με μεγάλη προσοχή αυτές τις επιχειρήσεις από πιστωτική άποψη. Γενικά οφείλουν να δείξουν ιδιαίτερη σημασία στον συναλλακτικό κίνδυνο στις οικονομικές τους συναλλαγές και να παρέχουν στους επενδυτές πλήρη στοιχεία για τις οικονομικές τους καταστάσεις.

Οι βιομηχανίες επίσης δεν δίνουν ιδιαίτερη σημασία στην επιδείνωση της πιστωτικής ποιότητας των συνεταιίρων τους, των προμηθευτών ή των τραπεζών με τις οποίες συνεργάζονται και συνεπώς αντιδρούν καθυστερημένα σε αυτήν την επιδείνωση.

Στις επόμενες δεκαετίες προβλέπεται ο παγκόσμιος ανταγωνισμός να γίνεται όλο και πιο έντονος και συνεπώς τα θέματα που αφορούν τις πιστώσεις θα αποτελούν αναπόφευκτα κρίσιμα ζητήματα στη λήψη αποφάσεων. Σε περίπτωση που μια επιχείρηση επιλέξει να είναι πολύ συντηρητική σε θέματα πιστώσεων, θα αποκτήσει ανταγωνιστικό μειονέκτημα. Κατά πάσα πιθανότητα οι τράπεζες πρόκειται στο εγγύς μέλλον να παρέχουν μικρή βοήθεια στον τομέα των πιστώσεων και συνεπώς οι βιομηχανίες οφείλουν να αποκτήσουν περισσότερα εργαλεία για την εκτίμηση του πιστωτικού κινδύνου και για να καθορίζουν την αντιστάθμισή του με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Γενικά οι βιομηχανίες πρόκειται να αντιμετωπίσουν την ίδια πρόκληση με τα τράπεζες στην κατανόηση και στη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου.

3.4 Πηγές Πίστωσης

Κύριες πηγές πίστωσης τις τελευταίες δύο δεκαετίες¹⁹ είναι τα αμοιβαία κεφάλαια, τα unit trusts²⁰ και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια. Οι δημογραφικές τάσεις στις βιομηχανοποιημένες χώρες δείχνουν πως η επαγγελματική διαχείριση στοιχείων του ενεργητικού οδηγεί σε αύξηση των στοιχείων αυτών. Επίσης οι ιδιώτες ανά την υφήλιο διαπιστώνουν πως τα συνταξιοδοτικά συστήματα των κυβερνήσεων είναι αναμφίβολο ότι θα τους παρέχουν ασφαλή και ικανοποιητική σύνταξη. Ευνοείται συνεπώς η ανάπτυξη προ-χρηματοδοτημένων συνταξιοδοτικών σχεδίων. Ταυτόχρονα πολλοί ιδιώτες εξασφαλίζουν τη σύνταξή τους επενδύοντας σε αμοιβαία κεφάλαια και σε άλλα μακροπρόθεσμα αποταμιευτικά προγράμματα. Μία ακόμα τάση είναι η αύξηση του συνολικού όγκου της ακίνητης περιουσίας τους μέσω επαγγελματικής διαχείρισης όπου μεμονωμένοι επενδυτές προτιμούν να αγοράσουν αμοιβαία κεφάλαια παρά να συνθέσουν το χαρτοφυλάκιό τους επιλέγοντας προσωπικά χρεόγραφα.

Καθώς τρισεκατομμύρια ευρώ συσσωρεύονται σε συνταξιοδοτικά και αμοιβαία κεφάλαια, αναπτύχθηκε μια ολόκληρη βιομηχανία για τη διαχείριση και την επένδυση αυτών των χρημάτων. Με δύο βασικούς τρόπους μπορούν οι διαχειριστές κεφαλαίων να κερδίσουν χρήματα, πρώτον, με το να αγοράσουν σε χαμηλή τιμή και να πουλήσουν σε χαμηλή, εκμεταλλευόμενοι την ανατίμηση και δεύτερον, με το να δανείσουν χρήματα και να κερδίσουν χρήματα αναλαμβάνοντας πιστωτικό κίνδυνο. Τη δεύτερη αυτή στρατηγική ακολουθούν και οι τράπεζες, οι χρηματοπιστωτικοί

¹⁹ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.51

²⁰ Unit trust = αμοιβαίο κεφάλαιο ή γενικότερα μορφή χρηματοοικονομικής τοποθέτησης. Πρόκειται για έναν αγγλικό κυρίως θεσμό εταιρίας κατά τον οποίο τα στοιχεία του ενεργητικού τα κατέχει η νόμιμη ιδιοκτησία, ενώ το κεφάλαιο το κατέχουν οι κάτοχοι των μεριδίων. Πηγή: Γιώργος Δεσπότης Αγγλοελληνικό Ερμηνευτικό Λεξικό Ορολογίας Διεθνών Τραπεζικών Συναλλαγών, τόμος Β', σελ.1118

οργανισμοί και οι ασφαλιστές. Οι τράπεζες και ασφαλιστές εστιάζουν αρχικά στον ατομικό κίνδυνο (individual risk), ένας διαχειριστής κεφαλαίων εστιάζει εξίσου στον ατομικό κίνδυνο και στον κίνδυνο χαρτοφυλακίου δομώντας ένα διαφοροποιημένο σύνολο επενδύσεων και προσπαθώντας το συντομότερο να πουλήσει όσες δεν έχουν καλή απόδοση ή προσδοκά ότι δεν θα έχουν καλή απόδοση. Αυτή η προσέγγιση είναι γνωστή ως διαχείριση χαρτοφυλακίου βάση της ολικής επιστροφής (total return portfolio management). Οι διαχειριστές κεφαλαίων βασίζονται σε έρευνες που έχουν γίνει σε επιχειρήσεις και βιομηχανίες για να επιλέξουν τις καλύτερες δυνατές επενδύσεις. Κάθε χρεόγραφο θα πρέπει να πληροί το capital rationing κριτήριο ή αλλιώς το κριτήριο ποσόστωσης των κεφαλαίων που εξετάζει αν με την επένδυση στο συγκεκριμένο χρεόγραφο έγινε και η καλύτερη δυνατή επένδυση κεφαλαίου. Τα χρεόγραφα σε κάθε βαθμίδα πιστοληπτικής ικανότητας συνεχώς αξιολογούνται σύμφωνα με τη διαφορά μεταξύ τρέχουσας και ονομαστικής τιμής (spread), τη διάρκεια και το ενδεχόμενο αναβάθμισης της πιστοληπτικής ποιότητας. Όσοι ασχολούνται στην πράξη με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου θεωρούν επιτυχία όχι μόνο την ικανότητα να επιλέγουν καλές επενδύσεις αλλά και την ταχύτητα με την οποία αναγνωρίζουν και απορρίπτουν τις κακές επενδύσεις.

Η πλειοψηφία όσων ασχολούνται με τη διαχείριση χαρτοφυλακίου, θεωρούν ότι η διαφοροποίηση (diversification) είναι το κλειδί για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Ακολουθώντας τους κανόνες της σύγχρονης θεωρίας χαρτοφυλακίου, οι σύγχρονοι διαχειριστές κεφαλαίων προσπαθούν να συνθέσουν ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο όσον αφορά τον τομέα, το γεωγραφικό χώρο, τη διάρκεια και το είδος των όσων το συνθέτουν. Ακολουθώντας αυτήν την πρακτική, αποφεύγουν τις υπερβολικές συγκεντρώσεις χαρτοφυλακίου. Εάν κάποιο χρεόγραφο χάνει αξία, θα

αντισταθμιστεί από διάφορα άλλα τα οποία κερδίζουν αξία. Είναι αποδεδειγμένο πως η σύγχρονη θεωρία χαρτοφυλακίου βοηθά να μετριαστεί ο επενδυτικός κίνδυνος και περιορίζει τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου.

Απόρροια του αξιώματος της διαφοροποίησης είναι οι διαχειριστές κεφαλαίου να επενδύουν σε όλα τα τμήματα της αγοράς που επιλέγουν. Ακόμα κι αν οι άμεσες προοπτικές δεν είναι ευνοϊκές, τότε επιλέγουν να επενδύσουν σε λιγότερα τμήματα της αγοράς παρά να φύγουν τελείως από τη συγκεκριμένη αγορά.

Ένα μειονέκτημα της διαφοροποίησης είναι ότι προκειμένου οι επενδυτές να μειώσουν τον κίνδυνο προσπερνούν επενδυτικές ευκαιρίες και επιλέγουν τελικά επενδύσεις που δεν θα επέλεγαν σε ένα μη διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Στον αντίποδα όσοι επενδυτές επιλέγουν τη διαχείριση βάση της ολικής επιστροφής (total return portfolio management) αποφεύγουν αποτελεσματικά ένα από τα θεμελιώδη λάθη που γίνονται στον τραπεζικό κλάδο, δηλαδή να κρατούν επιζήμια δάνεια για πολύ καιρό. Αυτό συμβαίνει διότι τα τραπεζικά δάνεια είναι δύσκολο να πουληθούν στην κοινή αγορά. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου αντιθέτως θα απορρίψουν μια συμφωνία από τα πρώτα σημάδια αδυναμίας που θα επιδείξει. Σαν αποτέλεσμα τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια και τα αμοιβαία κεφάλαια δεν έχουν μεγάλες απώλειες σε σχέση με τα τραπεζικά κεφάλαια.

Μια διαφορά μεταξύ τραπεζών και διαχειριστών χαρτοφυλακίου είναι ότι οι τράπεζες δίνουν έμφαση στην ανάπτυξη καλής σχέσης με τους πελάτες ακόμα και σε δύσκολες

εποχές, ενώ οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου δεν επιδιώκουν ανάπτυξη σχέσεων πέρα από την επένδυση που πραγματοποιούν.

Επίσης οι τράπεζες δεν προβαίνουν σε μετατροπή δανείων στην αγορά. Για όσο καιρό λαμβάνουν τις δόσεις του δανείου χαρακτηρίζουν το δάνειο ως αποδοτικό. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου αντιθέτως επενδύουν σε χρεόγραφα με κοινό επιτόκιο (publicly-rated). Η αγορά στην οποία κινούνται αυτά τα χρεόγραφα χαρακτηρίζεται από ρευστότητα και είναι υποχρεωμένοι να μετατρέψουν τις επενδύσεις τους στη συγκεκριμένη αγορά. Όταν μία πίστωση χάσει αξία, ένα μέρος από το χαρτοφυλάκιό τους θα χάσει επίσης αξία και τότε έχουν ισχυρό κίνητρο να πουλήσουν αυτά τα χρεόγραφα.

Τέλος τα τραπεζικά και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια λειτουργούν κάτω από διαφορετικό ρυθμιστικό πλαίσιο καθώς εξυπηρετούν διαφορετικούς σκοπούς.

Γενικά η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου επαφίεται περισσότερο στην διαίσθηση και στην κοινή λογική, παρά στην επιστήμη. Παρατηρείται πως δεν επιχειρείται επαρκής αναλυτική προσέγγιση στις συσχετίσεις μεταξύ διαφορετικών εταιριών και μεταξύ διαφόρων τύπων χρεογράφων. Συνεπώς οι διαχειριστές χαρτοφυλακίου δεν έχουν τη δυνατότητα να αντιληφθούν όλα τα ενδεχόμενα οφέλη της διαφοροποίησης.

Ένα δεύτερο πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι διαχειριστές κεφαλαίου προέρχεται από τη διαδικασία με την οποία επιλέγουν τα χρεόγραφα. Οι περισσότερες χρηματοοικονομικές επιχειρήσεις έχουν εξελιγμένη θεωρία χαρτοφυλακίου και υστερούν στην επιλογή χρεογράφων, όπως φαίνεται από τον αριθμό των αναλυτών

που απασχολούν σε σχέση με το μέγεθος της αγοράς, στην οποία στοχεύουν. Υπάρχει συνεπώς μεγάλη πιθανότητα να επιλέξουν χρεόγραφα τα οποία να χάσουν αξία λόγω χειροτέρευσης της πιστοληπτικής ποιότητάς τους.

Συμπερασματικά θα μπορούσε να αναφερθεί πως η πιο αποτελεσματική διαχείριση πιστωτικού κινδύνου γίνεται με το συνδυασμό των δύο προσεγγίσεων.

3.5 Αρχές διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου²¹

Με το πέρασμα των χρόνων οι χρηματοοικονομικοί οργανισμοί αντιμετωπίζουν προβλήματα που σχετίζονται με την ύπαρξη χαλαρών κριτηρίων πίστωσης, με κακή διαχείριση κινδύνου χαρτοφυλακίου ή με μη σωστή εκτίμηση των αλλαγών στο χώρο της οικονομίας, τα οποία επηρεάζουν την πιστωτική κατάσταση των οικονομικών εταίρων των τραπεζών.

Ο στόχος της διαχείρισης πιστωτικού κινδύνου είναι η μεγιστοποίηση του επιτοκίου απόδοσης της τράπεζας που ρυθμίζεται ανάλογα με τον κίνδυνο και να διατηρεί παράλληλα την έκθεση στον πιστωτικό κίνδυνο μέσα σε αποδεκτά όρια. Είναι σημαντικό οι τράπεζες να διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο στο σύνολο του χαρτοφυλακίου καθώς και τον κίνδυνο στις μεμονωμένες συναλλαγές. Επίσης οφείλουν να λάβουν υπόψη τη σχέση μεταξύ πιστωτικού κινδύνου και άλλων μορφών κινδύνου. Η αποτελεσματική διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου οδηγεί μακροπρόθεσμα στην επιτυχία κάθε τραπεζικού οργανισμού.

²¹ “Principles for the management of credit risk”, Basel, July 1999 σελ.1-4

Για τις περισσότερες τράπεζες τα δάνεια είναι η μεγαλύτερη και πιο προφανής πηγή πιστωτικού κινδύνου. Ο πιστωτικός κίνδυνος όμως είναι δυνατό να προέρχεται και από άλλες δραστηριότητες των τραπεζών, που μπορεί να περιλαμβάνουν τις εσωτερικές συναλλαγές, τις συναλλαγές ξένου συναλλάγματος, τις προθεσμιακές αγορές χρηματοπιστωτικών τίτλων (financial futures), τις συναλλαγές ανταλλαγής (swaps), τις ομολογίες (bonds), τις κοινές μετοχές ανωνύμων εταιριών (equities), των δικαιωμάτων προτίμησης (options), την παροχή εγγυήσεων και τον διακανονισμό των συναλλαγών.

Προκειμένου να θεσπιστεί ένα κοινό πλαίσιο ελέγχου του πιστωτικού κινδύνου, η Basel Committee εξέδωσε τις παρακάτω αρχές για τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Οι αρχές αυτές εφαρμόζονται σε όλες τις δραστηριότητες που ενέχουν πιστωτικό κίνδυνο και ταξινομούνται σε τέσσερις ενότητες.

Πιο αναλυτικά, η πρώτη ενότητα που αναφέρεται στην εδραίωση ενός κατάλληλου περιβάλλοντος πιστωτικού κινδύνου και υλοποιείται με τις εξής αρχές:

Αρχή 1: Το διοικητικό συμβούλιο έχει την ευθύνη για την έγκριση και την περιοδική ανασκόπηση της στρατηγικής πιστωτικού κινδύνου και των πολιτικών πιστωτικού κινδύνου της τράπεζας. Η στρατηγική πρέπει να αντικατοπτρίζει την ανοχή της τράπεζας στον κίνδυνο και το επίπεδο κερδοφορίας που αναμένει η τράπεζα να επιτύχει δεδομένου του πιστωτικού κινδύνου.

Αρχή 2: Η ανώτατη ηγεσία έχει την ευθύνη για την υλοποίηση της στρατηγικής πιστωτικού κινδύνου που έχει εγκριθεί από το Δ.Σ. και για την ανάπτυξη πολιτικών και διαδικασιών για αναγνώριση, μέτρηση, επίβλεψη και έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου. Τέτοιες πολιτικές και διαδικασίες θα πρέπει να απευθύνονται τόσο σε όλες τις τραπεζικές δραστηριότητες που περικλείουν πιστωτικό κίνδυνο, όσο και στις ιδιωτικές πιστώσεις και στο χαρτοφυλάκιο.

Αρχή 3: Οι τράπεζες πρέπει να εντοπίζουν και να διαχειρίζονται τον πιστωτικό κίνδυνο που υφίσταται στα υφιστάμενα προϊόντα και υπηρεσίες. Οι τράπεζες οφείλουν να διασφαλίζουν ότι οι κίνδυνοι που περικλείονται στα νέα προϊόντα και στις δραστηριότητες υπόκεινται σε επαρκείς ελέγχους και παρακολουθούνται μέσα από επαρκείς διαδικασίες πριν να εισαχθούν και να χρησιμοποιηθούν και έχουν από πριν εγκριθεί από το Δ.Σ. ή από άλλο αρμόδιο διοικητικό όργανο.

Η δεύτερη ενότητα αναφέρεται στη λειτουργία κάτω από μια σταθερή διαδικασία διασφάλισης πίστωσης και περιλαμβάνει τις ακόλουθες αρχές.

Αρχή 4: Οι τράπεζες πρέπει να λειτουργούν κάτω από σταθερά και καλώς ορισμένα κριτήρια διασφάλισης πίστωσης. Αυτά τα κριτήρια θα περιλαμβάνουν καθολική αναγνώριση του δανειστή καθώς και του σκοπού, της δομής της πίστωσης και των πηγών της πληρωμής.

Αρχή 5: Οι τράπεζες οφείλουν να εδραιώσουν καθολικά πιστωτικά όρια σε επίπεδο μεμονωμένων δανειστών, ομάδων αντισυμβαλλομένων (counterparties).

Αρχή 6: Οι τράπεζες πρέπει να έχουν μια ξεκάθαρα εδραιωμένη διαδικασία για την έγκριση νέων πιστώσεων, καθώς και για επέκταση των ήδη υφιστάμενων.

Αρχή 7: Όλες οι επεκτάσεις των πιστώσεων πρέπει να διευθετούνται ύστερα από διαπραγματεύσεις (arm's length basis).

Η τρίτη ενότητα αναφέρεται στη διατήρηση μιας κατάλληλης διαδικασίας διαχείρισης, μέτρησης και ελέγχου της πίστωσης και περιλαμβάνει τις ακόλουθες αρχές.

Αρχή 8: Οι τράπεζες θα πρέπει να έχουν σε λειτουργία σύστημα για τη συνεχή διαχείριση των ποικίλων στοιχείων του χαρτοφυλακίου τους που εμπεριέχουν πιστωτικό κίνδυνο.

Αρχή 9: Οι τράπεζες θα πρέπει να έχουν σε λειτουργία σύστημα για την παρακολούθηση της κατάστασης των ιδιωτικών πιστώσεων, συμπεριλαμβανομένου του καθορισμού επάρκειας των παροχών και των αποθεματικών.

Αρχή 10: οι τράπεζες οφείλουν να αναπτύσσουν και να χρησιμοποιούν εσωτερικά συστήματα διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας κατά τη διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου. Τα συστήματα αυτά οφείλουν να έχουν συνοχή με τη φύση, το μέγεθος και την πολυπλοκότητα των τραπεζικών δραστηριοτήτων.

Αρχή 11: Οι τράπεζες οφείλουν να έχουν πληροφοριακά συστήματα και αναλυτικές τεχνικές που να τους επιτρέπουν στη Διοίκηση να μετρήσει τον πιστωτικό κίνδυνο

όλων των δραστηριοτήτων τους. Τα πληροφοριακά συστήματα οφείλουν να παρέχουν επαρκείς πληροφορίες για τη σύνθεση του χαρτοφυλακίου και να αναγνωρίζουν συγκεντρώσεις κινδύνου (concentrations of risk).

Αρχή 12: Οι τράπεζες είναι υποχρεωμένες να έχουν σε εφαρμογή σύστημα ελέγχου της συνολικής σύνθεσης και ποιότητας του χαρτοφυλακίου τους.

Αρχή 13: Οι τράπεζες οφείλουν να έχουν υπόψη το ενδεχόμενο μελλοντικής μεταβολής των οικονομικών συνθηκών όταν αξιολογούν μεμονωμένες πιστώσεις και τα χαρτοφυλάκιά τους. Οφείλουν επίσης να αξιολογούν τα ανοίγματα πιστωτικού κινδύνου κάτω από συνθήκες πίεσης.

Η τέταρτη ενότητα περιλαμβάνει τη διασφάλιση επαρκών ελέγχων πιστωτικού κινδύνου και αναφέρεται στις ακόλουθες αρχές.

Αρχή 14: Οι τράπεζες οφείλουν να καθιερώσουν ένα σύστημα ανεξάρτητης και συνεχιζόμενης ανασκόπησης των πιστώσεων. Τα αποτελέσματα των ανασκοπήσεων θα πρέπει να ανακοινώνονται απευθείας στο Δ.Σ. και στην ανώτατη ηγεσία.

Αρχή 15: Οι τράπεζες οφείλουν να διασφαλίσουν ότι οι λειτουργία χορήγησης πιστώσεων διαχειρίζεται κατάλληλα και ότι τα πιστωτικά ανοίγματα κυμαίνονται σε επίπεδα βάση προτύπων και εσωτερικών ορίων. Οι τράπεζες οφείλουν να διασφαλίσουν ότι οι εσωτερικοί έλεγχοι και άλλες πρακτικές που να διασφαλίζουν ότι οποιαδήποτε παρέκκλιση από την πολιτική, τις διαδικασίες και τα όρια ανακοινώνονται έγκαιρα στο κατάλληλο επίπεδο διοίκησης.

Αρχή 16: Οι τράπεζες οφείλουν να καθιερώσουν ένα σύστημα για τη διαχείριση των προβληματικών πιστώσεων.

Η πέμπτη και τελευταία ενότητα περιλαμβάνει το ρόλο των ελεγκτικών αρχών.

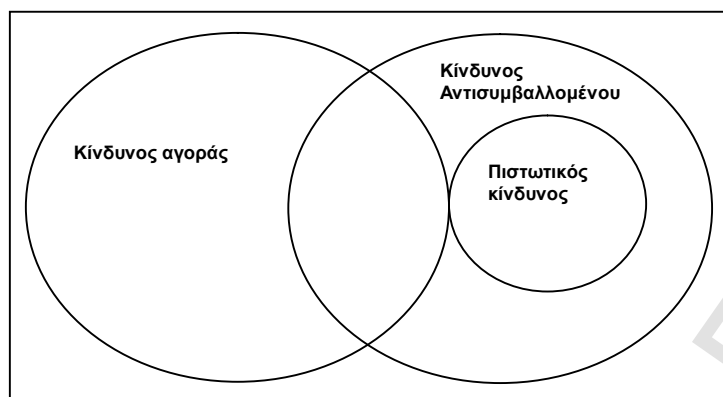
Αρχή 17: Οι ελεγκτικές αρχές οφείλουν να ζητούν από τις τράπεζες να έχουν σε ισχύ αποτελεσματικό σύστημα για την αναγνώριση, την παρακολούθηση και τον έλεγχο του πιστωτικού κινδύνου. Το σύστημα αυτό θα αποτελεί μέρος της συνολικής διαχείρισης κινδύνου. Οι ελεγκτικές αρχές οφείλουν να πραγματοποιήσουν μία ανεξάρτητη αξιολόγηση των τραπεζικών στρατηγικών, πολιτικών, πρακτικών και διαδικασιών που σχετίζονται με την αξιολόγηση των πιστώσεων και την διαχείριση χαρτοφυλακίου. Οι ελεγκτικές αρχές οφείλουν να θέσουν όρια για να περιορίσουν τα τραπεζικά ανοίγματα σε μεμονωμένους δανειστές και ομάδες αντισυμβαλλομένων.

3.6 Πιστωτικός κίνδυνος & κίνδυνος αγοράς

Σε αντιστοιχία με τον πιστωτικό κίνδυνο βρίσκεται ο κίνδυνος αγοράς²², ο οποίος έχει την έννοια της πιθανότητας να μεταβληθεί η αξία μιας επένδυσης ως αποτέλεσμα των δυνάμεων της αγοράς. Ο κίνδυνος της αγοράς επιδρά στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα από την αρχή εμφάνισης των διαφόρων μορφών αγορών. Ωστόσο σε αντίθεση με τον πιστωτικό κίνδυνο, οι τεχνικές που βοηθούν στη διαχείριση του κινδύνου της αγοράς έχουν υποστεί ραγδαίες αλλαγές εξαιτίας της ραγδαίας

²² Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Wiley & Sons, Inc., 1998, σελ.2

τεχνολογικής ανάπτυξης. Ως εκ τούτου η διαχείριση του κινδύνου έχει λάβει επιστημονικές διαστάσεις.



Διάγραμμα 1.1 Μερική επικάλυψη του κινδύνου αντισυμβαλλομένου και κινδύνου αγοράς²³.

Στη διαχείριση του κινδύνου της αγοράς χρησιμοποιείται τεχνογνωσία και επιστημονικές τεχνικές που αντιστοιχούν στα τέλη του εικοστού αιώνα²⁴. Στον αντίποδα βρίσκεται η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου, όπου χρησιμοποιούνται απαρχαιωμένες τεχνικές. Δεν υφίσταται για παράδειγμα μια κοινή ορολογία για τη διαχείριση των πιστώσεων.

Ο πιστωτικός κίνδυνος είναι αποτέλεσμα συμφωνημένων ή ενδεχόμενων χρηματικών συναλλαγών μεταξύ προμηθευτών και τελικών διαχειριστών των κεφαλαίων.

Προκειμένου να κατανοήσουμε τη σημασία του στη σύγχρονη εποχή, θα πρέπει να ανατρέξουμε στη συμβολή της ιδιωτικής επιχείρησης στην οικονομική ανάπτυξη.

²³ Prof. Dr. Dimitris Chorafas "Managing Credit Risk", Volume I, Analyzing, rating & pricing the probability of default", Euromoney Books 2000, σελ.2

²⁴ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk", John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.2

Στις προκαπιταλιστικές κοινωνίες η οικογένεια και η υψηλή κοινωνία ήταν οι αρχικοί φορείς του πιστωτικού κινδύνου. Από τη δημιουργία όμως μετοχικών επιχειρήσεων προέκυψαν οντότητες που είχαν τη δυνατότητα να συγκεντρώσουν πόρους, να αναλάβουν οικονομικό κίνδυνο, να δανειστούν χρήματα και είχαν διάρκεια ζωής μεγαλύτερη από αυτή των ιδιοκτητών τους. Τότε δημιουργήθηκαν χρηματοοικονομικοί διαμεσολαβητές με σκοπό τη συγκέντρωση και παροχή κεφαλαίου. Επειδή τα έξοδα επιτοκίου είχαν από πριν ειδική φορολογική μεταχείριση, οι επιχειρήσεις χρησιμοποίησαν τις αγορές κεφαλαίου για να αντλήσουν κεφάλαια από μακρινούς επενδυτές, χρησιμοποιώντας στοιχεία του ενεργητικού τους ή κυβερνητικές εγγυήσεις για να ασφαλίσουν το δάνειό τους. Οι αγορές ομολόγων και οι τράπεζες ήταν οι κυριότεροι προμηθευτές πιστώσεων.

Όσο οι αγορές μεγάλωναν, άλλοι προμηθευτές κεφαλαίων πήραν σταδιακά αυτό το μερίδιο αγοράς από τις τράπεζες. Ομολογίες, αξιόγραφα & επιχειρησιακά έγγραφα αντικατέστησαν τη συμβατική τραπεζική χρηματοδότηση ως ένα σημαντικό βαθμό. Επιπλέον η εμφάνιση νέων ειδών χρηματοοικονομικών συναλλαγών²⁵ γίνεται ένα ακόμα κίνητρο για να δοθεί ακόμα μεγαλύτερη προσοχή στον πιστωτικό κίνδυνο. Χρηματοοικονομικά παράγωγα, όπως τόκοι (interest – rate swaps) ή χρεολύσια σε συνάλλαγμα (currency swaps) αντιπροσωπεύουν την σχέση μεταξύ του κινδύνου της αγοράς και του πιστωτικού κινδύνου.

²⁵ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk”, John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.17

3.7 Κύκλος ζωής πιστωτικού κινδύνου

- Έννοια

Η διαχείριση του πιστωτικού κινδύνου²⁶ αποτελεί μια από τις κυρίαρχες αρμοδιότητες κάθε πιστωτικού ιδρύματος, ενώ επηρεάζει σημαντικά τον τρόπο άσκησης της πολιτικής του έναντι του ανταγωνισμού. Είναι γεγονός ότι κάθε φορά που ξεσπάει χρηματοοικονομική κρίση επηρεάζονται τόσο οι παγκόσμιες, όσο και η εγχώρια αγορά δημιουργώντας αρχικά έλλειψη ρευστότητας στην αγορά. Αυτή η έλλειψη ρευστότητας προκαλεί και περιορισμό των δανειοδοτήσεων από μέρους των πιστωτικών ιδρυμάτων τόσο στους ήδη υπάρχοντες, όσο και στους νέους δανειολήπτες.

Κατά συνέπεια, είναι απολύτως λογικό να γίνει ένα βήμα πίσω και να διερευνηθούν οι βασικές αρχές που διέπουν την αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ενός πελάτη κι αυτό διότι η πολιτική πιστοδοτήσεων ενός πιστωτικού ιδρύματος συνδέεται με τρόπο άμεσο με τη βέλτιστη διαχείριση των κεφαλαίων του. Η έννοια του κύκλου ζωής μιας τυπικής διαδικασίας διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου πελατών περιλαμβάνει γενικότερα:

1. Τη γνώση του πελάτη
2. Την εξεύρεση της κατάλληλης δανειακής ανάγκης, κατά περίπτωση πελάτη (λιανικής τραπεζικής ή και τραπεζικής μεγάλων πελατών)
3. Τη σύνταξη αιτήματος δανειοδότησης

²⁶ Περιοδικό «Τάσεις» - Ετήσια Έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού Επιλογή, Μάρτιος 2009, Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος & Χρήστος Λεμονάκης, www.economics.gr/allmedia/taseis.asp, σελ 252-255

4. Την εισήγηση υπηρεσιακής μονάδος
5. Την αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας
6. Την έγκριση δανειοδότησης και εκταμίευση
7. Την επαναξιολόγηση στοιχείων και δεδομένων πελάτη και αγοράς π.χ. για επιχειρηματικά δάνεια
8. Τη διατήρηση ή και αναπροσαρμογή του χρηματοπιστωτικού ανοίγματος από το πιστωτικό ίδρυμα ανάλογα με την περίπτωση αναγνωρίζονται τα βασικά καθήκοντα και οι απαιτούμενες ενέργειες στις οποίες οφείλει ένα πιστωτικό ίδρυμα να προβεί για την αντιμετώπιση του αναλαμβανόμενου πιστωτικού κινδύνου των δανειοδοτήσεών του, αντιμετωπίζοντας παράλληλα και προκλήσεις που προέρχονται τόσο από τα δεδομένα της αγοράς όσο και τα ενδογενή στοιχεία και χαρακτηριστικά του.

Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο ο πιστωτικός κίνδυνος διαχωρίζεται:

1. Στον γενικό πιστωτικό κίνδυνο που οφείλεται στο γεγονός ότι όσο περισσότερες οι πιστοδοτήσεις ενός πιστωτικού ιδρύματος στην αγορά, τόσο και μεγαλύτερη η πιθανότητα να μην εισπραχθεί ένα μέρος του.
2. Στον ειδικό πιστωτικό κίνδυνο που προέρχεται από το γεγονός ότι εάν ένας πελάτης δανειστεί ένα μεγαλύτερο ποσό από αυτό που υπαγορεύουν τα πραγματικά χρηματοοικονομικά στοιχεία του, τότε αυξάνεται η πιθανότητα το ποσό αυτό να μην επιστραφεί στο σύνολό του, είτε να επιστραφεί ένα μόνο μέρος του.

Η αποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου περιλαμβάνει και στοιχεία τα οποία δυσκολεύουν την όλη διαδικασία αξιολόγησης. Από τη μια η συνεχής και αποτελεσματική παρακολούθηση των μεταβολών της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοδοτούμενων αποτελεί μια σαφώς προγραμματισμένη και άρτια οργανωμένη διαδικασία του ιδρύματος. Παρά ταύτα η έκθεση ενός πιστωτικού ιδρύματος στον πιστωτικό κίνδυνο που αντισταθμίζεται με την ύπαρξη ανάλογων εμπράγματων διασφαλίσεων, δε σημαίνει κατ' ανάγκη ότι βελτιώνει και την πρωτογενή «πιστοληπτική ποιότητα» του δανειολήπτη, παρότι μειώνει τον ενδοιασμό από μέρους του πιστωτικού ιδρύματος για την ανάληψη της αντίστοιχης δανειοδότησης.

Επιπλέον στην περίπτωση αθέτησης της υποχρέωσης κάποιου πελάτη έναντι του πιστωτικού ιδρύματος που σε συνδυασμό με το ύψος της επισφαλούς απαίτησης που δημιουργείται, δύναται αυτή να καλυφθεί από τη διεκδίκηση των υφιστάμενων διασφαλίσεων με ένδικα μέσα, καθιστά την ακριβή εκτίμηση της έκθεσης του πιστωτικού ιδρύματος μια περισσότερο πολύπλοκη διαδικασία από τη συνηθισμένη.

Με την κατανόηση του κύκλου ζωής της τυπικής διαδικασίας αποτίμησης του πιστωτικού κινδύνου μπορούμε να προσδιορίσουμε τους βασικούς τομείς προτεραιότητας ενός πιστωτικού ιδρύματος, κυρίως όμως τις προκλήσεις που καλείται να αντιμετωπίσει στην περιοχή του πιστωτικού κινδύνου και τα πιθανά σενάρια απεμπλοκής του από ενδεχόμενες δύσκολες καταστάσεις, π.χ. ανάλυση ακραίων σεναρίων, stress testing, διαχείριση κρίσεων κ.τ.λ.

- Υπολογισμός

Ο πιστωτικός κίνδυνος γενικότερα εστιάζεται στην πιθανότητα αδυναμίας ανάκτησης ενός στοιχείου του ενεργητικού, λόγω αδυναμίας δανειολήπτη ή λόγω καθυστέρησης αποπληρωμής των υποχρεώσεών του. Η ύπαρξη του πιστωτικού κινδύνου οφείλεται στη μη βεβαιότητα ότι κάποιος δανειολήπτης θα μπορέσει να καταβάλει όλο ή μέρος του ποσού που έχει δανειοδοτηθεί πλέον των αναλογούντων τόκων του. Αυτό ισχύει τόσο για τον καταναλωτικό δανεισμό (λιανικό), όσο και για τον εταιρικό δανεισμό (εμπορικό).

Ο κύκλος ζωής του πιστωτικού κινδύνου, ο οποίος εξαρτάται από τις ιδιαίτερες απαιτήσεις κάθε πιστωτικού ιδρύματος περιλαμβάνει τις ακόλουθες ειδικές διαδικασίες:

- I. Συλλογή στοιχείων χρηματοοικονομικής εικόνας δανειολήπτη
- II. Υπολογισμός πιστωτικού κινδύνου
- III. Παρακολούθηση & έλεγχος πιστοληπτικής ικανότητας πιστούχου
- IV. Διαχείριση χαρτοφυλακίου και κατανομή κεφαλαίου

Στον πίνακα που ακολουθεί δίνεται έμφαση στα κύρια χαρακτηριστικά και στις προκλήσεις που μπορεί να αντιμετωπίσει ένα πιστωτικό ίδρυμα στις μέρες μας και περιλαμβάνει κάθε ένα από τα τέσσερα άνω ειδικά βήματα – διαδικασίες.

Κύρια χαρακτηριστικά της Διαχείρισης του Πιστωτικού Κινδύνου				
ΚΑΘΗΚΟΝΤΑ-ΕΡΓΑΣΙΕΣ ΕΛΕΓΧΟΥ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΣΕ ΕΝΑ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ (Π.Ι.)	1. Συλλογή στοιχείων δανειολήπτη	2. Υπολογισμός Πιστωτικού Κινδύνου	3. Παρακολούθηση – έλεγχος πιστοληπτικής ικανότητας πιστούχου	4. Διαχείριση – κατανομή κεφαλαίου σε ένα πιστωτικό ίδρυμα
	Λήψη αντιπροσωπευτικών στοιχείων του δανειολήπτη	Ανάπτυξη μοντέλων αξιολόγησης	Ανάπτυξη διαγραμμάτων ροών για τη διαχείριση των εγκρίσεων της αξιολόγησης πελατών	Υπολογισμός και παρακολούθηση κινδύνου δανειακού χαρτοφυλακίου
	Λήψη στοιχείων δανείου	Υπολογισμός πιθανότητας αθέτησης δανειολήπτη (Probability of Default)	Αλληλεπίδραση με τα εσωτερικά δεδομένα της κατάστασης του πελάτη (παρακολούθηση της χρηματοοικονομικής εικόνας του πελάτη)	Αντιστάθμιση κινδύνου με χρήση χρηματοοικονομικών προϊόντων διαβαθμισμένου ρίσκου
	Λήψη εξωτερικών δεδομένων π.χ. πληροφόρηση της αγοράς, στοιχεία Τειρεσίας, κτλ.	Υπολογισμός i) της Αναμενόμενης Ζημίας (Loss Given Default - LGD), ii) του Ανοίγματος Χρηματοδότησης (Exposure at Default - EAD) και iii) της Αναμενόμενης Ζημίας ανά κατηγορία κατάταξης (Expected Loss -EL)	Ειδοποίηση για αλλαγή της συνολικής εικόνας του πελάτη εντός κι εκτός του συγκεκριμένου Π.Ι.	Απολογισμός πολιτικής διαχείρισης κινδύνου
			Επαναξιολόγηση του πελάτη	Ανάλυση ακραίων καταστάσεων (stress testing)
ΠΡΟΚΛΗΣΕΙΣ ΚΑΤΑ ΤΗΝ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ	1.	2.	3.	4.
	Σωστή ερμηνεία της λαμβανόμενης πληροφορίας για τον πελάτη	Σωστή προσέγγιση Πιστοληπτικής Αξιολόγησης Δανειολήπτη	Αύξηση της παρακολούθησης με αυτόματο τρόπο (computer - based)	Παρουσίαση των προβλέψεων
	Συμπλήρωση της εικόνας με στοιχεία της αγοράς (εξωτερική πληροφόρηση), παράλληλα με την εσωτερική αξιολόγηση του πελάτη	Ορθός υπολογισμός του Ανοίγματος Χρηματοδότησης (Exposure at Default - EAD)	Τακτική ανάδραση των στοιχείων της αξιολόγησης και ύπαρξη επιπέδου ετοιμότητας	Προκλήσεις κατά την ανάλυση ακραίων καταστάσεων (stress testing)
	Ποιότητα λαμβανόμενης πληροφόρησης	Εύρος κάλυψης όλων των περιπτώσεων από τα μοντέλα Πιστοληπτικής Αξιολόγησης Πελάτη	Απαιτήσεις Ρυθμιστικού Πλαισίου	Θέματα ενοποίησης εργασιών

I. Συλλογή στοιχείων δανειολήπτη και δανείου

Το ίδιο το πιστωτικό ίδρυμα στηρίζεται στα οικονομικά στοιχεία και εν γένει στα στοιχεία του πιστούχου που λαμβάνει από τα παρεχόμενα πληροφοριακά συστήματα εντός και εκτός του οργανισμού (π.χ. πληροφοριακά συστήματα της Τειρεσίας Α.Ε.), τα δεδομένα και τις πληροφορίες της αγοράς, αλλά και την εικόνα του πελάτη από παρελθούσες δανειοδοτήσεις του. Το χαρακτηριστικό αυτό αποτελεί το πρώτο κρίσιμο βήμα σε οποιαδήποτε διαδικασία κύκλου ζωής του πιστωτικού κινδύνου σε κάθε Τραπεζικό Οργανισμό. Οι προκλήσεις και τα σημαντικά σημεία της διαδικασίας αυτής αναφέρονται: i) στη σωστή ερμηνεία της λαμβανόμενης πληροφόρησης για τον

πελάτη, ii) στη συμπλήρωση της πλήρους εικόνας του με στοιχεία της αγοράς (εξωτερική πληροφόρηση),παράλληλα με την εσωτερική αξιολόγησή του από το Π.Ι. και iii) στην ποιότητα της λαμβανόμενης πληροφόρησης από τις πηγές εισόδου αυτής.

Π. Υπολογισμός του πιστωτικού κινδύνου

Γενικότερα η μέτρηση του πιστωτικού κινδύνου αποτελεί μια συγκεκριμένη και απόλυτα δομημένη προσπάθεια από μέρος του πιστωτικού ιδρύματος που σκοπό έχει την καλύτερη δυνατή αποτίμησή του. Οι βασικές μέθοδοι που χρησιμοποιούνται για τη μέτρησή του είναι κυρίως δύο: α) η μέθοδος του credit scoring, που αφορά στις χρηματοδοτήσεις ιδιωτών, επαγγελματιών και μικρών επιχειρήσεων και β) η μέθοδος του credit rating, για τις χρηματοδοτήσεις μεγάλων επιχειρήσεων.

Το συγκεκριμένο χαρακτηριστικό του πιστωτικού κινδύνου στηρίζεται στον υπολογισμό βασικών δεικτών Πιστοληπτικής Αξιολόγησης Πελάτη, όπως μεταξύ των άλλων: 1) της Πιθανότητας Αθέτησης Υποχρέωσης Δανειολήπτη (Probability of Default), 2) της Αναμενόμενης Ζημίας (Loss Given Default - LGD), 3) του Ανοίγματος Χρηματοδότησης (Exposure at Default - EAD) και 4) της Αναμενόμενης Ζημίας ανά κατηγορία κατάταξης (Expected Loss -EL).

Οι προκλήσεις και τα σημαντικά σημεία της διαδικασίας αυτής αναφέρονται: 1) στη σωστή προσέγγιση της Πιστοληπτικής Αξιολόγησης του Δανειολήπτη, 2) στον ορθό υπολογισμό του Ανοίγματος Χρηματοδότησης (Exposure at Default - EAD) και 3)

στο εύρος κάλυψης όλων των δυνατών περιπτώσεων δανειοδότησης από τα μοντέλα Πιστοληπτικής Αξιολόγησης Πελάτη. Ειδικότερα τα κριτήρια του πιστωτικού κινδύνου διακρίνονται σε δύο γενικές κατηγορίες, στα ποσοτικά κριτήρια αξιολόγησης (quantitative criteria) και στα ποιοτικά κριτήρια αξιολόγησης (qualitative criteria).

Τα ποσοτικά κριτήρια αξιολόγησης αντλούνται, ανάλογα με τα τηρούμενα οικονομικά βιβλία, από τις οικονομικές καταστάσεις του πιστούχου (επιχείρησης ή ιδιώτη) και όπου είναι δυνατόν διαμορφώνονται και κατάλληλοι χρηματοοικονομικοί δείκτες, οι οποίοι είτε συγκρίνονται με αντίστοιχους δείκτες πρότυπα είτε πραγματοποιείται διαχρονική αποτίμησή τους.

Τα ποιοτικά κριτήρια αξιολόγησης αναφέρονται στην ικανότητα των φορέων και στα ποιοτικά χαρακτηριστικά της επιχείρησης, όπως η οργάνωση και διοίκησή της, η εμπειρία των στελεχών, η ανταγωνιστικότητα των προϊόντων, η διάδοχος κατάσταση κτλ. Στον πίνακα που ακολουθεί παρουσιάζεται ένα δείγμα των ποσοτικών και ποιοτικών παραγόντων που βαθμολογεί το πρότυπο για έναν δανειολήπτη.

Ποσοτικά και ποιοτικά χαρακτηριστικά αξιολόγησης δανειοληπτών	
Ποσοτικά χαρακτηριστικά	Ποιοτικά χαρακτηριστικά
Χρηματοοικονομικοί δείκτες	Ποιότητα διοίκησης και οργάνωσή της
Απόδοση αποπληρωμής παρελθόντων ή και υφιστάμενων δανειακών υποχρεώσεων (συναλλακτική τάξη δανειολήπτη)	Η δομή λειτουργίας της
Υπολογισμός πιστοληπτικής αξιολόγησης δανειολήπτη	Η θέση της στην αγορά και στον κλάδο στον οποίο δραστηριοποιείται
Συχνότητα πιθανότητας αθέτησης (P.D.)	Οι προοπτικές ανάπτυξης της επιχείρησης

III. Παρακολούθηση – έλεγχος πιστοληπτικής ικανότητας πιστούχου

Η αξιολόγηση του πιστωτικού κινδύνου οφείλει να εξασφαλίζει ότι οι εκτιμήσεις και οι περιπτώσεις εξαιρέσεων περνούν από κατάλληλες εγκρίσεις των ανάλογων με το ύψος και την περίπτωση του δανείου Εγκριτικών Κλιμακίων του πιστωτικού ιδρύματος, όπως καθορίζονται από τις οδηγίες και την ισχύουσα πιστωτική πολιτική του. Το σύστημα παρακολούθησης της πιστοληπτικής ικανότητας πιστούχου πρέπει να εξασφαλίζει ότι οι εκτιμήσεις της οικονομικής του κατάστασης (κυρίως για τα επιχειρηματικά δάνεια) αναθεωρούνται περιοδικά και βασίζονται στα εγκεκριμένα κατά περίπτωση κριτήρια. Οι προκλήσεις της διαδικασίας αυτής αναφέρονται στην προσπάθεια του πιστωτικού ιδρύματος για: 1) αύξηση της παρακολούθησης των πιστοδοτήσεων με αυτοματοποιημένο τρόπο (computer – based), 2) τακτική ανάδραση των στοιχείων της αξιολόγησης και ύπαρξη οριοθετημένου επιπέδου ετοιμότητας κατά περίπτωση και 3) τις απαιτήσεις που επιβάλλονται από το Ρυθμιστικό Πλαίσιο. Η καταγραφή των ποσών που καταλήγουν σε αθέτηση (default) διαμορφώνει το στατιστικό μέγεθος της αναμενόμενης ζημιάς (Expected Loss) στο Π.Ι.

IV. Διαχείριση – κατανομή του κεφαλαίου σε ένα πιστωτικό ίδρυμα

Η διαδικασία αυτή περιλαμβάνει, μεταξύ των άλλων, τον έλεγχο του χαρτοφυλακίου πιστοδοτήσεων του πιστωτικού ιδρύματος, την ανάλυση της πιθανής απώλειας από τα χορηγούμενα δάνεια, την τιμολογιακή πολιτική των δανείων, την ανάλυση κερδοφορίας, τον προσδιορισμό της εσωτερικής κεφαλαιακής διάρθρωσης και την

ανάλυση της αποδοτικότητας του κεφαλαίου. Κατά τη διαδικασία αυτή μπορούν να εκτιμηθούν τα γενικά ποιοτικά χαρακτηριστικά των πιστοδοτήσεων, να αξιολογηθεί η αποδοτικότητα του χαρτοφυλακίου, να προσδιοριστούν οι διοικητικές και ελεγκτικές απαιτήσεις καθώς και η συχνότητα της επιθεώρησης των υπηρεσιακών του μονάδων. Η κυριότερη πρόκληση που αντιμετωπίζει το πιστωτικό ίδρυμα κατά τη διαδικασία αυτή αναφέρεται στη σωστή και αποδοτική εξοικονόμηση πόρων για την αποτελεσματικότερη, ανταποδοτικότερη και πληρέστερη λειτουργία του.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4^ο: Θεωρητική προσέγγιση χρηματοδότησης επιχειρήσεων

4.1 Πηγές χρηματοδότησης

Γενικά, κάθε επιχείρηση προκειμένου να εξασφαλίσει αποτελεσματική, πλήρης και αποδοτική λειτουργία οφείλει να εξασφαλίσει τους κατάλληλους πόρους. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο κάθε επιχείρηση καλείται να αναζητήσει και να βρει τις κατάλληλες πηγές χρηματοδότησης των περιουσιακών της στοιχείων. Για κάθε περιουσιακό στοιχείο δεσμεύονται κεφάλαια και ανάλογα με το χρόνο δέσμευσης κεφαλαίων διακρίνονται τα περιουσιακά στοιχεία σε μεγάλης και μικρής διάρκειας. Τα περιουσιακά στοιχεία μεγάλης διάρκειας²⁷ λέγονται και επενδύσεις μεγάλης διάρκειας και περιλαμβάνουν κυρίως τα πάγια ενεργητικά στοιχεία και τις μακροχρόνιες τοποθετήσεις κεφαλαίων εκτός της επιχείρησης. Τα περιουσιακά στοιχεία μικρής διάρκειας περιλαμβάνουν τα κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία.

Οι πηγές χρηματοδότησης με βάση την αρχική τους διάρκεια διακρίνονται σε βραχυπρόθεσμες (short-term sources of funds), μεσοπρόθεσμες (intermediate-term sources of funds) και μακροπρόθεσμες (long-term sources of funds). Πιο συγκεκριμένα ο όρος αρχική διάρκεια αναφέρεται στη διάρκεια της υποχρέωσης κατά το χρόνο της έκδοσής της. Κατά το ΕΓΛΣ (Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο), υπάρχουν δύο πηγές χρηματοδότησης, οι βραχυπρόθεσμες και οι μακροπρόθεσμες. Οι βραχυπρόθεσμες πηγές χρηματοδότησης έχουν διάρκεια μέχρι το τέλος της επόμενης χρήσης, ενώ οι μακροπρόθεσμες λήγουν μετά το τέλος της επόμενης χρήσης.

²⁷ Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Interbooks 2002 σελ.112

Προκειμένου να επιτευχθεί σωστή χρηματοοικονομική διάρθρωση σε μια επιχείρηση, τα διάφορα περιουσιακά της στοιχεία θα πρέπει να καλύπτονται με κεφάλαια ίσης ή μεγαλύτερης χρονικής διάρκειας. Αυτή η σχέση ωστόσο αποτελεί την ιδανική σχέση μεταξύ περιουσιακών στοιχείων και κεφαλαίων κάλυψης και στην πράξη είναι δύσκολο να εφαρμοστεί ακόμα και από τις υγιείς χρηματοοικονομικά επιχειρήσεις. Το ζητούμενο είναι κάθε επιχείρηση να επιτύχει μία χρηματοδοτική ισορροπία και αυτό είναι δυνατό υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν στις τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων που αναφέρονται στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, στη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στην προέλευση των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας.

4.2 Αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων

Βάση της πρώτης αρχής χρηματοδότησης επιχειρήσεων «η αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων των επιχειρήσεων πρέπει να καλύπτεται, αντίστοιχα, με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας». Οι επιχειρήσεις που υλοποιούν αυτή την αρχή αποφεύγουν τη λήψη βραχυπρόθεσμων δανείων για μεγάλης διάρκειας περιουσιακά στοιχεία κι έτσι αποφεύγουν του ακόλουθους κινδύνους. Αρχικά αποφεύγουν να αναλάβουν τον κίνδυνο μη ανανέωσης των δανείων στη λήξη τους. Η ανανέωση των βραχυπρόθεσμων δανείων εξαρτάται από διάφορους παράγοντες, όπως οι γενικές οικονομικές συνθήκες που επικρατούν κάθε φορά, η πορεία των εργασιών της επιχείρησης και διάφοροι άλλοι παράγοντες. Επίσης σε περίπτωση που εγκριθεί ανανέωση του βραχυπρόθεσμου δανείου, η

επιχείρηση δεν έχει πληροφορίες σχετικά με τους όρους του νέου δανείου. Αυτή η έλλειψη πληροφοριών σημαίνει ότι η επιχείρηση αναλαμβάνει κίνδυνο να γίνει ανανέωση του βραχυπρόθεσμου δανείου της με δυσμενέστερους όρους.

Η δεύτερη βασική αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων αναφέρει ότι «μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας». Είναι γεγονός πως από τα στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού εξαρτάται άμεσα η πραγματοποίηση των στόχων μιας επιχείρησης, συνεπώς δεν ενδείκνυται να χρηματοδοτεί μια επιχείρηση το κυκλοφορούν ενεργητικό της αποκλειστικά με βραχυπρόθεσμα κεφάλαια. Συμπεραίνουμε πως ένα μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού οφείλει να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Δεν υπάρχουν γενικοί κανόνες που να καθορίζουν ποιο θα είναι αυτό το μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού που θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας, διότι εξαρτάται από τη φύση της επιχείρησης, τη σύνθεση του κυκλοφορούντος ενεργητικού της, τη θέση της στο χρηματοοικονομικό κύκλο ζωής, τον κλάδο της, τις κυκλικές διακυμάνσεις της οικονομίας, τις εμπορικές συνθήκες και τις γενικές οικονομικές συνθήκες.

Υπάρχουν παρ' όλα αυτά συγκεκριμένοι λόγοι που επιβάλλουν τη χρηματοδότηση μέρους του κυκλοφορούντος ενεργητικού μιας επιχείρησης με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Ορισμένοι από τους λόγους αυτούς είναι τα αποθέματα ασφαλείας, η χαμηλή κυκλοφοριακή ταχύτητα ορισμένων στοιχείων του κυκλοφορούντος ενεργητικού, ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία και οι επιχειρήσεις εποχιακού χαρακτήρα.

Πιο αναλυτικά, τα αποθέματα ασφαλείας αναφέρονται σε αποθέματα πρώτων υλών, λοιπών υλικών και έτοιμων προϊόντων. Κάθε επιχείρηση διατηρεί ένα ελάχιστο απόθεμα από τα παραπάνω είδη, το οποίο καλείται απόθεμα ασφαλείας (safety stock) και αποτελεί περιουσιακό στοιχείο που χρησιμοποιείται πάγιο στην επιχείρηση, άρα οφείλει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Υπάρχουν στοιχεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού που έχουν πολύ μικρή κυκλοφοριακή ταχύτητα, όπως τα προϊόντα παλιού τύπου ή οι επισφαλείς απαιτήσεις. Τέτοιου είδους στοιχεία δεσμεύουν κεφάλαια για χρονικό διάστημα μεγαλύτερο από τα όρια της βραχυπρόθεσμης χρηματοδότησης, άρα και για αυτά ισχύει η χρηματοδότηση με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Με το όρο κύκλο δέσμευσης κεφαλαίων σε κυκλοφορούντα ενεργητικά στοιχεία εννοείται ο κύκλος χρήμα-πράγμα-χρήμα ή πιο αναλυτικά χρήμα-πρώτες ύλες-ημικατεργασμένα προϊόντα-έτοιμα προϊόντα-πίστωση-χρήμα. Ο κύκλος αυτός εξαρτάται από τη διάρκεια της παραγωγικής διαδικασίας και τη διάρκεια των πιστώσεων που παρέχονται στους πελάτες και είναι συνήθως μεγαλύτερος από τη διάρκεια των κεφαλαίων με τα οποία χρηματοδοτείται, όπως πιστώσεις προμηθευτών, προεξοφλήσεις γραμματίων ή βραχυπρόθεσμες τραπεζικές πιστώσεις. Κρίσιμος παράγοντας του κύκλου δέσμευσης κεφαλαίων είναι ο ρυθμός ανανέωσης των πιστώσεων. Αν ο ρυθμός αυτός είναι κανονικός, τότε οι προηγούμενες πιστώσεις αποτελούν συνεχή πηγή χρηματοδότησης. Σε περίπτωση όμως που επιβραδυνθεί ο ρυθμός ανανέωσης τους, τότε η επιχείρηση μπορεί να έρθει σε δύσκολη οικονομική θέση. Για αυτούς τους λόγους και ο κύκλος δέσμευσης κεφαλαίων χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Τέλος, οι επιχειρήσεις εποχιακού χαρακτήρα έχουν κύκλο δέσμευσης κεφαλαίων που παρατείνεται σημαντικά σε ορισμένες εποχές του έτους. Αυτό ακριβώς το γεγονός οδηγεί την επιχείρηση με εποχιακό χαρακτήρα να αναζητήσει πρόσθετη χρηματοδότηση. Εάν αυτή η χρηματοδότηση είναι βραχυπρόθεσμη, τότε ενδέχεται να αντιμετωπίσει δυσκολίες αφενός να βρει χρηματοδότηση και αφετέρου να έχει όρους που να εξατομικεύονται στις ανάγκες της εκάστοτε επιχείρησης. Προτείνεται λοιπόν και για αυτού του είδους τις επιχειρήσεις η χρηματοδότηση με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας.

Η τρίτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων εστιάζει στην προέλευση των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας σε μια επιχείρηση. Διατυπώνεται ως εξής «η επιχείρηση πρέπει να διαθέτει ίδια κεφάλαια που να καλύπτουν τουλάχιστον την αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων».

Υπάρχει, ωστόσο, το ενδεχόμενο τα ίδια κεφάλαια να μην επαρκούν για την κάλυψη των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας. Τότε η επιχείρηση έχει την επιλογή της ξένης μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης. Οι προϋποθέσεις που τίθενται προκειμένου να αποδεχτεί η επιχείρηση ξένη χρηματοδότηση είναι να μην επηρεαστεί αρνητικά η μελλοντική ρευστότητα της επιχείρησης, η αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων, την πιστοληπτική ικανότητα και τη δυνατότητα της επιχείρησης να εξυπηρετήσει τα δάνεια που σύναψε.

Όσον αφορά στη ρευστότητα, αυτή μπορεί να επηρεαστεί αρνητικά στην περίπτωση που η επιχείρηση συνάψει δάνειο και αδυνατεί να πληρώνει τις αντίστοιχες δόσεις. Αυτό το ενδεχόμενο μπορεί να οδηγήσει την επιχείρηση ακόμα και σε πτώχευση.

Επίσης σε περίπτωση που η επιχείρηση συνάψει μακροπρόθεσμο δάνειο, δημιουργείται αυτόματα η υποχρέωση να πληρώνει τόκους. Αυτοί οι τόκοι των μακροπρόθεσμων δανείων θα μπορούσαν να θεωρηθούν ως δαπάνη σταθερής φύσεως που όμως μειώνει τα καθαρά κέρδη για όσο καιρό θα καταβάλλονται. Το γεγονός αυτό έχει άμεσο αντίκτυπο στην αποδοτικότητα των ιδίων κεφαλαίων και οφείλει η επιχείρηση να λάβει αντισταθμιστικά μέτρα, όπως να αυξήσει για παράδειγμα τις πωλήσεις.

Γενικά, η σύναψη ενός δανείου αυξάνει το βαθμό της δανειακής επιβάρυνσης της επιχείρησης και κατ' επέκταση το χρηματοοικονομικό της κίνδυνο. Μία αυξημένη δανειακή επιβάρυνση έχει σαν αποτέλεσμα να μειωθεί η πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης. Σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα, θα επιχειρηθεί στο επόμενο κεφάλαιο να αναλυθεί η έννοια, οι διαβαθμίσεις αλλά και η διαδικασία και η μεθοδολογία με τις οποίες προκύπτει η πιστοληπτική ικανότητα μιας επιχείρησης. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι μια επιχείρηση έχει συμφέρον να παρουσιάζει καλή πιστοληπτική ικανότητα ώστε να προσελκύει ενδεχόμενους επενδυτές και να μπορεί εύκολα να εξασφαλίζει κεφάλαια όταν οι επιχειρηματικές της δραστηριότητες απαιτούν κάτι τέτοιο. Από τη στιγμή που θα συνάψει η εταιρία κάποιο δάνειο, ειδικά μακροπρόθεσμο, θα πρέπει να είναι ιδιαίτερα σίγουρη ότι τα μελλοντικά κέρδη της θα επιτρέψουν την απρόσκοπτη εξυπηρέτησή του. Θα πρέπει δηλαδή η αποδοτικότητα της επένδυσης που προέρχεται από το δάνειο να είναι μεγαλύτερη ή ίση από το κόστος του κεφαλαίου της επιχείρησης που αντιστοιχεί με το επιτόκιο δανεισμού.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 5^ο: Οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας

Οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας (Rating Agencies) διαδραματίζουν ζωτικό ρόλο στις παγκόσμιες τραπεζικές αγορές και τις αγορές κινητών αξιών. Είναι συνεπώς σημαντικό να παρέχουν ανεξάρτητες, αντικειμενικές και καλύτερης δυνατής ποιότητας αξιολογήσεις²⁸.

5.1 Αντικείμενο

Οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας εκφράζουν γνώμες σχετικά με την πιστοληπτική ικανότητα ενός εκδότη ή ενός ιδιαίτερου χρηματοπιστωτικού μέσου. Το αντικείμενο των οργανισμών αυτών συνεπώς είναι η αξιολόγηση της πιθανότητας αφερεγγυότητας ενός εκδότη, δηλαδή είτε την αδυναμία του να τηρήσει τις χρηματοπιστωτικές του υποχρεώσεις (αξιολόγηση εκδοτών), είτε τις υποχρεώσεις του που αφορούν μια συγκεκριμένη πίστωση ή ένα τίτλο σταθερής απόδοσης (αξιολόγηση μέσων)

Οι αξιολογήσεις αυτές βασίζονται σε πληροφορίες που αφορούν τις ροές εσόδων και τη διάρθρωση του ισολογισμού, ιδιαίτερα τα χρέη, της αξιολογούμενης οντότητας. Οι οικονομικές επιδόσεις του παρελθόντος λαμβάνονται υπόψη. Δεδομένου ότι οι πληροφορίες αυτές δίνουν μόνο εικόνα της κατάστασης μια συγκεκριμένη στιγμή, οφείλουν να επιβεβαιώνονται ή να αναθεωρούνται περιοδικά για να ληφθούν υπόψη νέες εξελίξεις, οικονομικές ή άλλες.

²⁸ Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης 11.03.2006, Ανακοίνωση της Επιτροπής για τους οργανισμούς διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας

Οι πιστοληπτικές αξιολογήσεις κατατάσσουν τους εκδότες σε κατηγορίες που αντιστοιχούν σε βαθμίδες μεγαλύτερου ή μικρότερου κινδύνου φερεγγυότητας. Για το σκοπό αυτό οι εν λόγω οργανισμοί χρησιμοποιούν κλίμακες πιστοληπτικής ικανότητας εκτεταμένου φάσματος με ουσιώδη διαχωριστική γραμμή, αυτή που χωρίζει την λεγόμενη κατηγορία «επένδυσης» χαμηλού κινδύνου από την κατηγορία «κερδοσκοπία» υψηλού κινδύνου. Έτσι αντικατοπτρίζονται οι κίνδυνοι που συνδέονται με τον τίτλο, δηλαδή την πιθανότητα φερεγγυότητας.

Συνήθως οι αξιολογήσεις ζητούνται και πληρώνονται από τους ίδιους τους εκδότες. Στην περίπτωση αυτή βασίζονται τόσο σε στοιχεία που διατίθενται δημόσια όσο και σε στοιχεία που δεν διατίθενται στο κοινό. Τέτοια στοιχεία γνωστοποιούνται εθελοντικά από την αξιολογούμενη οντότητα μέσω συνεντεύξεων από τους χρηματοπιστωτικούς υπεύθυνους. Ορισμένες φορές, ωστόσο, οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας δημοσιεύουν αξιολογήσεις με δική τους πρωτοβουλία, οι οποίες συνήθως εκπονούνται χωρίς πρόσβαση σε μη δημόσιες πληροφορίες.

Πριν από το 1970 οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογούσαν χωρίς να χρεώνουν τον αξιολογούμενο για τις υπηρεσίες τους²⁹ και στη συνέχεια πωλούσαν τις εκτενείς δημοσιεύσεις τους σε επενδυτές. Η μη πληρωμή των οργανισμών αυτών από τους αξιολογούμενους προσδίδει ανεξαρτησία στην αξιολόγησή τους. Ωστόσο η χρηματοδότηση των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας αποκλειστικά από συνδρομές επενδυτών δεν ήταν δυνατό να καλύψει τα έξοδα για τη λειτουργία των οργανισμών.

²⁹ Caouette, Altman, Narayanan, « Managing Credit Risk », John Willey & Sons, Inc., 1998, σελ.70

Κατά τη διάρκεια της ύφεσης του 1970 η εμπιστοσύνη των επενδυτών ταράχθηκαν συθέμελα από την αδυναμία πληρωμής εμπορικών τίτλων πολλών εκατομμυρίων δολαρίων. Προς το τέλος της δεκαετίας οι εκδότες χρεογράφων ήθελαν να διαβεβαιώσουν τους επενδυτές ότι θα τους επιστρέφονταν τα χρήματα που θα επένδυναν. Συνεπώς η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας ήταν ο πιο αποτελεσματικός τρόπος για να το εξασφαλίσουν. Κάτω από αυτές τις συνθήκες οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας εδραίωσαν χρεώσεις για τις αξιολογήσεις τους.

Όπως αναφέρθηκε και προηγουμένως, αντικείμενο των οργανισμών διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας είναι οι αξιολογήσεις. Πολλοί από αυτούς τους οργανισμούς όμως αξιοποιούν την πολυετή πείρα τους σε ό, τι αφορά στην αξιολόγηση των κινδύνων, ώστε να παρέχουν κι άλλες χρηματοπιστωτικές υπηρεσίες, όπως επενδυτικές συμβουλές. Η αξιολόγησή τους στηρίζεται σε τρεις παραμέτρους³⁰. Πρώτη παράμετρος είναι η υψηλή και εκτεταμένη πληροφόρηση που διαθέτουν εξαιτίας του υψηλά εξειδικευμένου συστήματος πληροφόρησης και συλλογής δεδομένων. Δεύτερη παράμετρος είναι τα αναλυτικά εργαλεία που διαθέτουν και τελευταία ακολουθεί η προσωπική πείρα και εξειδίκευση που οδηγεί στον καθορισμό του δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας – rating του εκδότη του πιστωτικού τίτλου ή του υπό εξέταση κράτους.

³⁰ Μουστάκα Αικατερίνη, «Rating Agencies - Ο ρόλος των εταιρών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και ο τρόπος δράσης τους». Διπλωματική εργασία 1998, σελ. 6

5.2 Ιστορική αναδρομή

Η ιστορία των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας ξεκινά το 1900 όταν ο John Moody εκδίδει το πρώτο εγχειρίδιο αξιολόγησης “Moody’s Manual of Industrial and Corporation Securities”, καθιερώνοντας την κλίμακα αξιολόγησης «Aaa-C» που χρησιμοποιήθηκε έκτοτε παγκοσμίως. Η πρώτη αξιολόγηση έγινε το 1909 με τα ομόλογα του Αμερικανικού Οργανισμού Σιδηροδρόμων.

Στις μέρες μας δύο μεγάλοι οργανισμοί κυριαρχούν στην αγορά η Moody’s Investor Services και η Standard & Poor’s, οι οποίες ελέγχουν πάνω από το 90% της αγοράς και αξιολογούν τα τρία τέταρτα των ευρωομολόγων. Στην αγορά υπάρχουν επίσης και μικρότεροι οργανισμοί που υπόκεινται σε σκληρό ανταγωνισμό. Ένας από τους λόγους ύπαρξης τέτοιου είδους ανταγωνισμού είναι και το γεγονός ότι απαιτούνται μεγάλες και μακροπρόθεσμες επενδύσεις για να αποκτήσουν οι μικροί οργανισμοί το μέγεθος και την αξιοπιστία των μεγάλων οργανισμών. Προκειμένου να αντιμετωπίσουν αυτό το πρόβλημα, οι μικρότεροι οργανισμοί, προχωρούν σε συγχωνεύσεις, είτε εισάγουν διάφορες καινοτομίες στο σύστημα αξιολόγησής τους, είτε χρησιμοποιούν νέα, εύχρηστα εργαλεία αξιολόγησης.

5.3 Δείκτες αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Κύρια εκροή των οργανισμών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας είναι τα ratings, που διατυπώνουν για διάφορες οικονομικές μονάδες. Αυτά αποτελούν ένα εύχρηστο εργαλείο μετάδοσης προς το επενδυτικό κοινό των γνώσεων και των

εκτιμήσεων της μελλοντικής οικονομικής ευρωστίας και συνέπειας ενός οφειλέτη. Τα ratings συνεπώς μπορούν να αποδοθούν ως δείκτες αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας.

Με απλά λόγια, ένας δείκτης αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας παρουσιάζει την πιθανότητα να χάσει ο επενδυτής τα χρήματά του από μια επένδυση σταθερού εισοδήματος σε χρεόγραφα. Πιο συγκεκριμένα ο όρος ratings αναφέρεται στην εκτίμηση της μελλοντικής ικανότητας, της νομικής υποχρέωσης και της προθυμίας του εκδότη αξιογράφων να εκπληρώσει τις μελλοντικές του υποχρεώσεις για παροχή σταδιακών πληρωμών κεφαλαίου και τόκων μέχρι τη λήξη του. Από αυτόν τον τεχνικό ορισμό αξίζει να τονιστεί πως πρόκειται για προσδιορισμό μελλοντικής ικανότητας οφειλέτη να πραγματοποιήσει εμπρόθεσμες πληρωμές των υποχρεώσεών του κι εδώ ακριβώς κάνει την εμφάνισή του το στοιχείο της υποκειμενικότητας.

Οι οργανισμοί αξιολόγησης εξάγουν τους δείκτες αυτούς ύστερα από εξειδικευμένη ανάλυση μιας σειράς ποιοτικών και ποσοτικών παραγόντων, από μελέτη και ενημέρωση σε μεγάλο εύρος θεμάτων και από την πείρα και τις προσωπικές κρίσεις της ομάδας αξιολόγησης. Ακριβώς επειδή υπάρχει έντονη η προσωπική ανάμειξη των αξιολογητών στη διαμόρφωση των δεικτών, είναι δυνατό να επηρεάζονται οι δείκτες από προσωπικές αδυναμίες και σκοπιμότητες. Βάση αυτού του στοιχείου, μπορεί να συμπεράνει λοιπόν κανείς ότι αποτελούν υποκειμενικές κρίσεις. Επίσης δεν προκύπτουν με στατιστικές μεθόδους και δίνουν έμφαση σε πολλούς μη στατιστικούς παράγοντες.

Οι δείκτες πιστοληπτικής ικανότητας αν και βασίζονται στην πιθανότητα που υπάρχει να μην πληρώσει ο εκδότης τις υποχρεώσεις του, παράλληλα εξετάζουν τις εξασφαλίσεις που παρέχει ο τίτλος του αξιογράφου καθώς και τις εγγυήσεις που παρέχονται για το κύρος του οφειλέτη από τρίτο φυσικό ή νομικό πρόσωπο. Έτσι εκτός από την πιθανότητα μελλοντικής απώλειας χρημάτων εξετάζεται και το συνολικό ποσό της ενδεχόμενης ζημίας. Άρα εξετάζεται το χειρότερο ενδεχόμενο συνολικής ζημίας (total expected loss approach).

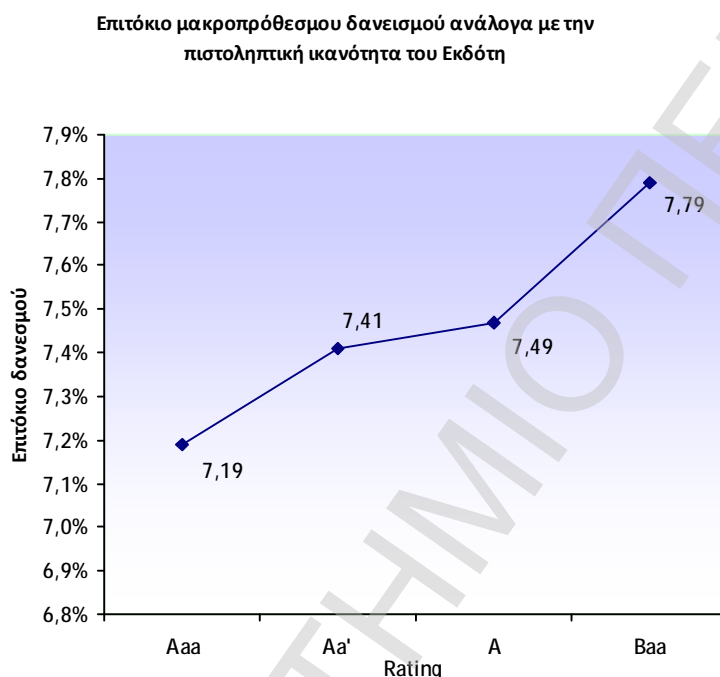
Το επενδυτικό κοινό ενημερώνεται για τους δείκτες μέσω των διαφόρων εκδόσεων των εταιριών αξιολόγησης, αλλά και μέσω των ηλεκτρονικών δικτύων πληροφοριών και μέσω του οικονομικού τύπου. Η ύπαρξη δεικτών αξιολόγησης επηρεάζει άμεσα και έμμεσα τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών και ακολουθούν τέσσερις λόγοι που επιβεβαιώνουν αυτό το συμπέρασμα.

Πρώτον, οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τους δείκτες ως μια αξιόπιστη ένδειξη του κινδύνου που περιλαμβάνεται σε ένα συγκεκριμένο τίτλο, όταν θέλουν να τον αγοράσουν, να τον πουλήσουν ή να τον ανταλλάξουν.

Επίσης, μπορούν να συγκρίνουν αποδόσεις προσαρμοσμένες στον κίνδυνο που ενέχουν (risk-adjusted yields) διαφορετικών επενδύσεων. Πιο συγκεκριμένα ένας επενδυτής μπορεί να συγκρίνει αποδόσεις εναλλακτικών επενδύσεων που έχουν το ίδιο rating από την ίδια εταιρία αξιολόγησης και ενσωματώνουν τον ίδιο κίνδυνο.

Άλλο όφελος για τους επενδυτές είναι ότι οι δείκτες αποτελούν μέτρο για την μελλοντική ρευστότητά τους, εφόσον θέλουν να πουλήσουν τους συγκεκριμένους

τίτλους. Σύμφωνα με μια μελέτη της Moody's υπάρχει σαφής αντιστοιχία μεταξύ του δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης και του επιτοκίου που μπορεί να επιτύχει στην αγορά. Όπως φαίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα, όσο πιο υψηλό rating έχει μια επιχείρηση, τόσο πιο χαμηλό επιτόκιο δανεισμού μπορεί να επιτύχει στην αγορά.



Πηγή: Moody's Investor Services

Τελευταίο θα αναφέρουμε το γεγονός ότι οι δείκτες αξιολόγησης είναι πολύ εύχρηστοι κι είναι δυνατόν να δημιουργούν λίστες χρεογράφων με τα αντίστοιχα rating. Υπάρχουν περιπτώσεις όπου δεν επιτρέπεται σε επενδυτές να επενδύσουν σε τίτλους που δεν έχουν αξιολογηθεί ή που συγκεντρώνουν βαθμολογία κάτω από ένα συγκεκριμένο επίπεδο – όριο. Με τον τρόπο αυτό περιορίζεται ο αριθμός των επενδυτικών επιλογών τους.

- Πλεονεκτήματα

Το οφέλη από την ύπαρξη δεικτών αξιολόγησης είναι πολλά τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους εκδότες των πιστωτικών τίτλων. Οι επενδυτές με τους δείκτες έχουν στα χέρια τους ένα εύχρηστο εργαλείο που τους παρέχει πληροφορίες για περισσότερους επενδυτές από όσους θα μπορούσε ο καθένας μεμονωμένα να συλλέξει. Επίσης έχουν άμεσα συγκρίσιμα στοιχεία κι επίσης απόρρητα στοιχεία για κάθε εκδότη, τα οποία έχουν ενσωματωθεί στο συγκεκριμένο rating.

Οι εκδότες χρεογράφων αντίστοιχα με ένα καλό rating εξασφαλίζουν εύκολη πρόσβαση στην αγορά και τη δυνατότητα να αντλούν περισσότερα κεφάλαια, με μικρότερο κόστος και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Επιπλέον οι εκδότες χρεογράφων συχνά ενημερώνονται μέσω δημοσκοπήσεων που πραγματοποιούν οι οργανισμοί αξιολόγησης για τις προτιμήσεις και τις επενδυτικές ανάγκες της αγοράς, ώστε να αυξήσουν την επιτυχία των χρεογράφων που εκδίδουν.

Γενικότερα οι δείκτες κάνουν πιο αποτελεσματικές τις αγορές με το να παρέχουν έγκαιρη και έγκυρη πληροφόρηση ώστε να λαμβάνονται αξιόπιστες επενδυτικές αποφάσεις και να διευκολύνεται η επικοινωνία επενδυτών και εκδοτών.

- Μειονεκτήματα

Ένα σοβαρό μειονέκτημα των δεικτών αξιολόγησης είναι ότι λαμβάνουν υπόψη τις αρνητικές εξελίξεις με αργούς ρυθμούς, διότι αναπροσαρμόζονται μόνο αν υπάρξουν

σοβαρές αλλαγές. Βάση αυτού του στοιχείου έχουν υπάρξει επιχειρήσεις με υψηλό δείκτη αξιολόγησης, οι οποίες χρεοκόπησαν. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα της Ταϋλάνδης, όπου αξιολογήθηκε από τη Moody's με Aaa, αλλά η άσκηση κερδοσκοπικών πιέσεων στο νόμισμά της είχε σαν αποτέλεσμα να καταρρεύσουν οι αγορές. Μετά από αυτό το γεγονός η Moody's υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της χώρας σε Aa με την αιτιολογία της αυξανόμενης χειροτέρευσης στην οικονομία, της μειωμένης ανταγωνιστικότητας των εξαγωγών και την κρίση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αλλά πλέον ήταν αργά για τους επενδυτές.

Ένα επίσης μειονέκτημα είναι ότι σε περίπτωση που μία εταιρία αξιολογηθεί από διαφορετικούς οργανισμούς υπάρχει το ενδεχόμενο να διατυπωθούν διαφορετικοί δείκτες για την ίδια εταιρία και έτσι να δημιουργηθεί σύγχυση στους επενδυτές για το ποιου οργανισμού τους δείκτες να ακολουθήσουν.

5.4 Διακρίσεις δεικτών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Υπάρχουν δύο ειδών δείκτες οι μακροπρόθεσμοι και οι βραχυπρόθεσμοι. Οι μακροπρόθεσμοι δείκτες αναφέρονται σε πιστωτικούς τίτλους και υποχρεώσεις με διάρκεια ζωής μεγαλύτερη του έτους και έχουν ισχύ τόσο για ιδιωτικούς όσο και για δημόσιους φορείς. Οι **μακροπρόθεσμοι δείκτες πιστοληπτικής ικανότητας** αναφέρονται σε συγκεκριμένες υποχρεώσεις κι όχι στο σύνολο των μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων του εκδότη.

Η μακροπρόθεσμη κλίμακα αξιολόγησης όπως έχει διαμορφωθεί από τις εταιρίες Moody's και S.& P. είναι η ακόλουθη:

- Aaa / AAA

Όσα χρεόγραφα ανήκουν σε αυτήν την κατηγορία, θεωρούνται ότι έχουν την καλύτερη ποιότητα. Ενσωματώνουν το μικρότερο βαθμό επενδυτικού κινδύνου και αναφέρονται διαφορετικά ως quilt edged bonds. Το αρχικό κεφάλαιο είναι εγγυημένο και ακόμα κι αν συμβεί μεταβολή στους παράγοντες που καθορίζουν την ασφάλεια των χρεογράφων, είναι μάλλον απίθανο να μεταβληθεί η αρχική θέση του εκδότη.

- Aa / AA

Τα αξιόγραφα αυτής της κατηγορίας θεωρούνται υψηλής ποιότητας. Μαζί με τα αξιόγραφα της προηγούμενης κατηγορίας συνιστούν τους τίτλους με την υψηλότερη ποιότητα. Η διαφορά τους είναι ότι τα περιθώρια ασφαλείας δεν είναι τόσο μεγάλα.

- A

Τα αξιόγραφα αυτά έχουν χαρακτηριστικά που τα καθιστούν καλές επενδυτικές τοποθετήσεις, πάνω από το μέσο όρο. Επίσης υπάρχουν επαρκείς εξασφαλίσεις του αρχικού κεφαλαίου και των τόκων.

- Baa / BBB

Τα αξιόγραφα με αυτόν τον τίτλο θεωρούνται υποχρεώσεις μεσαίου βαθμού. Οι πληρωμές των τόκων και του αρχικού κεφαλαίου θεωρούνται πλήρως διασφαλισμένες για κάποιο χρονικό διάστημα. Τα αξιόγραφα αυτά έχουν πιο ισχυρό κερδοσκοπικό από επενδυτικό χαρακτήρα.

- Ba / BB

Τα αξιόγραφα αυτά έχουν καθαρά κερδοσκοπικό χαρακτήρα και δεν παρέχουν μελλοντική ασφάλεια στον επενδυτή.

- B

Οι επενδύσεις σε αξιόγραφα αυτής της κατηγορίας προσφέρονται για κερδοσκοπία αλλά γενικά δεν αποτελούν επιθυμητές επενδύσεις, λόγω της μικρής εξασφάλισης του αρχικού κεφαλαίου και των τόκων.

- Caa / CCC

Η επενδυτική συμπεριφορά των αξιολογούμενων αυτών της κατηγορίας θεωρείται φτωχή. Θεωρούνται κερδοσκοπικά σε μεγάλο βαθμό, καθώς το αρχικό κεφάλαιο και οι τόκοι δεν είναι εξασφαλισμένοι ούτε στην τρέχουσα περίοδο.

- CC

Ο δείκτης αυτός χρησιμοποιείται μόνο από την S. & P. και αναφέρεται σε προβληματικά αξιόγραφα, τα οποία μπορούν να αποδώσουν μόνο σε ευνοϊκές οικονομικές συνθήκες.

- Ca / C

Τα αξιόγραφα αυτής της κατηγορίας εμφανίζουν μεγάλου βαθμού κερδοσκοπικές τάσεις και είναι προβληματικά.

- C / D

Πρόκειται για τη χαμηλότερη κατηγορία που μπορεί να υπάρξει και χαρακτηρίζει αξιόγραφα τελείως αναξιόπιστα για επένδυση διότι εμφανίζουν εξαιρετικά υψηλό κίνδυνο.

- (...)

Υπάρχουν συγκεκριμένες κατηγορίες αξιογράφων, όπου η αξιολόγησή τους γίνεται υπό προϋποθέσεις (conditionally) και το rating παρουσιάζεται μέσα σε παρενθέσεις. Τέτοιου είδους αξιόγραφα έχουν εκδοθεί από το κράτος ή από δημόσιες επιχειρήσεις και η ασφάλειά τους εξαρτάται από την ολοκλήρωση κάποιου έργου ή από την εκπλήρωση κάποιων προϋποθέσεων. Ένα παράδειγμα είναι τα ομόλογα που εξασφαλίζονται είτε από την ολοκλήρωση

ενός έργου, το οποίο είναι υπό κατασκευή, είτε από τα κέρδη από έργα, είτε από τα ενοίκια, των οποίων η είσπραξη θα αρχίσει με την ολοκλήρωση των εγκαταστάσεων, είτε από τις πληρωμές, οι οποίες επηρεάζονται από άλλους περιοριστικούς όρους. Η αξιολόγηση μέσα στην παρένθεση δηλώνει πιθανή πιστωτική θέση του αξιογράφου μετά την ολοκλήρωση της κατασκευής ή την εκπλήρωση του περιοριστικού όρου.

Τόσο η Moody's όσο και S & P χρησιμοποιούν πρόσθετους συμβολισμούς για να δείξουν τη θέση που λαμβάνει ένα αξιόγραφο στην κατηγορία αξιολόγησης. Η Moody's χρησιμοποιεί τους αριθμούς 1, 2, 3 σε όλες τις κατηγορίες αξιολόγησης από το Aa έως το Caa. Ο αριθμός 1 δείχνει ότι το αξιόγραφο έχει φτάσει στο ανώτατο όριο της κατηγορίας του. Ο αριθμός 2 ότι βρίσκεται κάπου στη μέση και ο αριθμός 3 ότι βρίσκεται στο χαμηλότερο όριο της κατηγορίας του. Αντίστοιχα η S & P χρησιμοποιεί τα σύμβολα (+), (-) σε κάθε κατηγορία από το AAA έως το CCC για να δείξει αν το αξιόγραφο βρίσκεται στο ανώτατο ή στο κατώτερο όριο της κατηγορίας του.

Στην κλίμακα αξιολόγησης που αναλύθηκε προηγουμένως υπάρχει ένα κρίσιμο επίπεδο. Συγκεκριμένα χρεόγραφα με rating από Baa και πάνω για τη Moody's ή BBB και πάνω για την S & P, θεωρούνται χρεόγραφα επενδυτικού τύπου (investment grade bonds), ενώ από εκεί και κάτω κερδοσκοπικού τύπου (speculative bonds ή junk bonds). Το κρίσιμο επίπεδο συνεπώς είναι το Baa / BBB.

Ο διαχωρισμός αυτός έχει ιδιαίτερη σημασία, καθώς υπάρχει σχετική νομοθεσία που απαγορεύει σε τράπεζες και θεσμικούς επενδυτές, όπως αμοιβαία κεφάλαια και ασφαλιστικές εταιρίες να επενδύουν σε χρεόγραφα κερδοσκοπικού χαρακτήρα. Συνεπώς ένας εκδότης έχει συμφέρον να πάρει όσο το δυνατό υψηλό rating πάνω από το κρίσιμο επίπεδο ώστε να πληρώσει μικρότερα επιτόκια για χρεόγραφα επενδυτικού χαρακτήρα και για να αντλήσει όσο το δυνατό περισσότερα κεφάλαια στην αγορά.

Οι **βραχυπρόθεσμοι δείκτες πιστοληπτικής ικανότητας** αποτελούν εκτιμήσεις της ικανότητας του εκδότη να ανταπεξέλθει στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του, που έχουν διάρκεια ζωής μικρότερη του έτους. Οι βραχυπρόθεσμοι δείκτες δεν αναφέρονται σε συγκεκριμένες υποχρεώσεις του εκδότη, αλλά στο σύνολο των υποχρεώσεών του. Η Moody's χρησιμοποιεί την κλίμακα Prime με τη διαβάθμιση 1-2-3 για υποχρεώσεις που μοιάζουν με τα αξιόγραφα επενδυτικού τύπου της μακροπρόθεσμης κλίμακας. Ο χαρακτηρισμός Not-Prime αναφέρεται σε υποχρεώσεις παρόμοιες με τα αξιόγραφα κερδοσκοπικού τύπου. Η S & P χρησιμοποιεί τα γράμματα A (1-2-3), B, C, D για να αξιολογήσει τις ίδιες κατηγορίες υποχρεώσεων.

- Prime -1 / A-1, A-2, A-3

Οι εκδότες ή τα πιστωτικά ιδρύματα με δείκτη Prime-1 ή A-1 έχουν εξαιρετικά καλή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους. Η ικανότητα αυτή μπορεί να οφείλεται στην ηγετική θέση στην αγορά, είτε στα υψηλές αποδόσεις των κεφαλαίων, είτε στο μεγάλη

προστασία της κεφαλαιακής διάρθρωσης, είτε τέλος στην πολύ καλή πρόσβαση σε μεγάλο αριθμό κεφαλαιαγορών κι άλλων πηγών ρευστότητας.

Οι εκδότες με A-2 ή A-3 έχουν μεν υψηλή ανταπόκριση στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις τους, αλλά είναι ταυτόχρονα και πιο ευάλωτη σε διάφορες μεταβολές.

- Prime -2 / B

Οι εκδότες αυτοί έχουν ισχυρή ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών τους, αλλά σε χαμηλότερο βαθμό σε σχέση με την προηγούμενη κατηγορία. Η τάση των κερδών και οι δείκτες καλύψεως αν και είναι ικανοποιητικοί, είναι πιο ευμετάβλητοι. Η ρευστότητα εξακολουθεί να κινείται σε ικανοποιητικά επίπεδα.

- Prime -3 / C

Η ικανότητα αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων αυτών των εκδοτών είναι αποδεκτή, αλλά πιο ευάλωτη σε μεταβολές των ιδιαίτερων συνθηκών που χαρακτηρίζουν τον κλάδο και τη σύνθεση της αγοράς τους. Η ρευστότητα παραμένει καλή.

- Not-Prime / D

Οι εκδότες αυτοί δεν κατατάσσονται σε καμία κατηγορία αξιολόγησης ή μπορεί να έχουν ήδη πρόβλημα αποπληρωμής των υποχρεώσεών τους ή τέλος ο κίνδυνος αυτός να είναι ορατός στο άμεσο μέλλον.

Τα δύο αυτά είδη των δεικτών αξιολόγησης έχουν κατασκευαστεί για να μετρήσουν διαφορετικές πλευρές της πιστοληπτικής ικανότητας του εκδότη, συνεπώς δεν υπάρχει κατ' ανάγκη σχέση μεταξύ του βραχυπρόθεσμου και του μακροπρόθεσμου rating σε δεδομένη χρονική στιγμή. Αν θα επιχειρούνταν να αποτυπωθεί η σχέση μεταξύ των μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δεικτών, τότε θα προέκυπτε ο ακόλουθος πίνακας.

Long – Term Ratings	Short – Term Ratings
Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1	Prime 1
A2	Prime 1 or Prime 2
A3	Prime 2
Baa1	Prime 2
Baa2	Prime 2 or Prime 3
Baa3	Prime 3
Below Baa	Not Prime

Σχέση μακροπρόθεσμων και βραχυπρόθεσμων δεικτών.

Όπως συμπεραίνουμε από τον πίνακα η σχέση μεταξύ βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων rating είναι λιγότερο σταθερή στις ενδιάμεσες κατηγορίες αξιολόγησης. Να τονιστεί επίσης πως οι παραπάνω σχέσεις είναι ενδεικτικές και δεν επαληθεύονται πάντα.

Εκτός από τις προαναφερθείσες κατηγορίες δεικτών, υπάρχουν και οι **εξειδικευμένοι δείκτες αξιολόγησης** που αναφέρονται σε συγκεκριμένα χαρακτηριστικά ή κατηγορίες επενδύσεων ή κλάδους της οικονομικής δραστηριότητας. Η ανάγκη από

όπου προέκυψαν οι εν λόγω δείκτες είναι η πραγματοποίηση αναλύσεων σε κλάδους, τμήματα αγορών και εθνικές οικονομίες.

5.5 Βασικές αρχές λειτουργίας των εταιριών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Είναι καθοριστικής σημασίας για την επιβίωση μιας εταιρίας αξιολόγησης να διατυπώνει αξιόπιστους δείκτες. Οι βασικοί άξονες πάνω στους οποίους πραγματοποιείται η ανάλυση από εξειδικευμένο προσωπικό αναλυτών με τη βοήθεια σύγχρονων μέσων συλλογής και επεξεργασίας πληροφοριών είναι η **αντικειμενικότητα** και η **ακεραιότητα**.

Προκειμένου να διασφαλιστούν οι παραπάνω αρχές, οι εταιρίες αξιολόγησης είναι δυνατό να πάρουν μια σειρά από μέτρα όπως το να μην επιτρέπεται στους αναλυτές να εμπορεύονται χρεόγραφα ή να λειτουργούν ως επενδυτικοί σύμβουλοι ή ακόμα να κάνουν χρηματιστηριακές αναλύσεις και αναλύσεις μετοχικού κεφαλαίου.

Επίσης οι εταιρίες αξιολόγησης δεν έχουν καμία σχέση με φορείς που μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο της αξιολόγησής της, όπως χρηματοοικονομικούς οργανισμούς ή ακόμα και κρατικούς οργανισμούς. Έτσι διασφαλίζεται ότι δεν εξυπηρετούν τα συμφέροντα κανενός όταν πραγματοποιούν αναλύσεις ή τροποποιήσεις.

Η ακεραιότητα αλλά και η ορθότητα των αξιολογήσεων γίνεται μέσα από τη συλλογή και απόρρητων στοιχείων ή στοιχείων που αφορούν το στρατηγικό προγραμματισμό της επιχείρησης. Τα στοιχεία αυτά φυλάσσονται στην εταιρία αξιολόγησης και είναι προσβάσιμα μόνο από τους αξιολογητές.

Οι αξιολογήσεις επίσης οφείλουν να είναι και συνεπείς. Αυτό σημαίνει ότι αν ο ίδιος δείκτης δοθεί σε διαφορετικές εταιρίες, τότε αυτές θα πρέπει να έχουν τον ίδιο βαθμό πιστωτικού κινδύνου. Προκειμένου να επιτευχθεί ομοιομορφία στις αξιολογήσεις, οι εταιρίες αξιολόγησης έχουν δημιουργήσει μια σειρά διαδικασιών και πολιτικών.

Ένα παράδειγμα που ενισχύει τη συνέπεια των αξιολογήσεων είναι πως η μεθοδολογία που χρησιμοποιείται για την ανάλυση και την εξαγωγή του δείκτη αξιολόγησης είναι η ίδια για όλες τις περιπτώσεις, ανεξάρτητα από τον κλάδο στον οποίο ανήκει η επιχείρηση ή τη χώρα προέλευσης.

Ένα από τα προβλήματα που δυσχεραίνει την ύπαρξη συνέπειας στις αξιολογήσεις είναι οι διαφορετικές λογιστικές μέθοδοι που χρησιμοποιούν οι επιχειρήσεις σε διαφορετικές χώρες, καθώς και τα διαφορετικά νομοθετικά και φορολογικά καθεστώτα. Επομένως γίνεται προσπάθεια να προσαρμοστούν τα στοιχεία που έχουν έτσι ώστε να ανταποκρίνονται στα κοινά πρότυπα που έχουν τεθεί, ώστε ο δείκτης αξιολόγησης να είναι συγκρίσιμος με αυτόν άλλων εταιριών της ίδιας ή άλλης χώρας.

Η οργανωσιακή δομή επίσης των οργανισμών αξιολόγησης εξασφαλίζουν τη συνέπεια στη διαδικασία αξιολόγησης. Οι αναλυτές είναι οργανωμένοι σε ομάδες και παρακολουθούν τους κλάδους της οικονομίας ανεξάρτητα από τη χώρα προέλευσης.

Επίσης υπάρχουν ξεχωριστές ομάδες που ασχολούνται με την αξιολόγηση των δημόσιων επιχειρήσεων και οργανισμών, των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων ή των πολυεθνικών επιχειρήσεων. Οι αναλυτές κάθε τμήματος διαθέτουν εξειδικευμένες γνώσεις και πείρα. Προβλέπεται επίσης για τα στελέχη που προορίζονται για διευθυντικές θέσεις να περάσουν από τη διαδικασία rotating, δηλαδή να μετατίθενται μετά από ένα χρονικό διάστημα σε διαφορετικό τμήμα, ώστε να διευρύνεται η εμπειρία τους και να μπορούν να ανταποκριθούν σε ιδιαίζουσες περιπτώσεις αξιολόγησης.

Ένα ακόμα δυνατό σημείο των εταιριών αξιολόγησης είναι το πληροφοριακό τους δίκτυο. Το πληροφοριακό δίκτυο των οργανισμών αξιολόγησης χαρακτηρίζεται από έντονη εξειδίκευση και επισταμένη παρακολούθηση των αγορών και των οικονομιών για τη διεξαγωγή υψηλής ποιότητας αξιολογήσεων. Αν για παράδειγμα αναλάβει μια εταιρία την αξιολόγηση μιας βιομηχανικής επιχείρησης, το πιο πιθανό είναι ότι θα έχει ήδη αξιολογήσει τη χώρα προέλευσης και τον κλάδο στον οποίο ανήκει. Αρκετά βοηθητικό στην ολοκλήρωση μιας ολοκληρωμένης αξιολόγησης είναι και ο αξιολόγηση ανταγωνιστικών εταιριών της υπό αξιολόγηση επιχείρησης, χωρίς κατ' ανάγκη να το έχουν ζητήσει αυτό οι ανταγωνίστριες επιχειρήσεις.

5.6 Διαδικασία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Τα στάδια που αποτελούν τη διαδικασία αξιολόγησης είναι η αρχική επαφή, η συνάντηση με τη διοίκηση και η διατύπωση του δείκτη αξιολόγησης. Στη συνέχεια θα

αναλυθεί το κάθε ένα από τα στάδια για να αποτυπωθεί η προσφορά του στο σύνολο της διαδικασίας.

Η **αρχική επαφή** περιλαμβάνει την πρώτη επαφή μεταξύ εκπροσώπου της επιχείρησης με τον οργανισμό πιστοληπτικής αξιολόγησης όπου εκφράζεται η επιθυμία να αξιολογηθεί η επιχείρηση. Στη συνέχεια ο οργανισμός αξιολόγησης γνωστοποιεί στην επιχείρηση τη διαδικασία αξιολόγησης και περιγράφει τα στοιχεία που θα χρειαστούν για την ολοκλήρωσή της. Απαραίτητα στοιχεία είναι η ιστορία της επιχείρησης, η παρούσα οικονομική της κατάσταση, η χρηματοοικονομική της διαχείριση, η φιλοσοφία της διοίκησης, η στρατηγική, ο προγραμματισμός της καθώς και άλλα στοιχεία. Κρίσιμο στοιχείο θεωρείται ο βαθμός στον οποίο οι λογιστικές καταστάσεις της επιχείρησης υποεκτιμούν ή υπερεκτιμούν την παρούσα θέση της επιχείρησης. Για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις ιδίως ζητούνται ο τρόπος αποτίμησης των αποθεμάτων, το καθεστώς υπολογισμού των αποσβέσεων και των συντάξεων, στοιχεία για το ισχύον νομικό καθεστώς που ρυθμίζει τη λειτουργία της επιχείρησης και στοιχεία για τις θυγατρικές. Το ζητούμενο σε αυτό το στάδιο είναι να κατανοήσουν οι αξιολογητές που είναι η επιχείρηση, που θέλει να πάει και πως σκοπεύει να το πραγματοποιήσει.

Η **συνάντηση με τη διοίκηση της επιχείρησης** γίνεται συνήθως στα γραφεία της εταιρίας που πρόκειται να αξιολογηθεί και κατόπιν συζήτησης, συλλέγουν οι αξιολογητές απαντήσεις σε διάφορα θέματα. Η συνήθης διάρκεια της συνάντησης είναι δύο μέρες.

Ένας από τους καθοριστικούς παράγοντες της πιστοληπτικής ικανότητας μιας επιχείρησης είναι η ποιότητα της διοίκησης, γι' αυτό το λόγο και η συνάντηση αυτή έχει βαρύνουσα σημασία ώστε να αποτυπωθεί η φιλοσοφία του management και ο στρατηγικός προγραμματισμός της επιχείρησης. Τα στοιχεία που παρουσιάζονται σε αυτό το στάδιο αφορούν στα χρηματοοικονομικά και λειτουργικά αποτελέσματα της επιχείρησης και καλύπτουν μια χρονική περίοδο πέντε ετών πριν και προβλέψεων για τα επόμενα τρία με πέντε χρόνια. Ο οργανισμός αξιολόγησης καλείται να εξετάσει τόσο την αξιοπιστία των προβλέψεων, όσο και την εφικτότητα του στρατηγικού σχεδιασμού και τη δέσμευση της διοίκησης στην πραγματοποίησή του.

Τελικό στάδιο είναι η **διατύπωση του δείκτη αξιολόγησης**. Για το στάδιο αυτό απαιτούνται 3-6 εβδομάδες και η εταιρία αξιολόγησης είναι σε συνεχή επαφή με την επιχείρηση για πρόσθετες πληροφορίες ή διευκρινίσεις. Η απόφαση λαμβάνεται συνήθως με ψήφο, ύστερα από παρουσίαση όλης της ανάλυσης. Η εταιρία αξιολόγησης S & P έχει σαν αρχή να ανακοινώνει το δείκτη πιστοληπτικής αξιολόγησης πρώτα στην επιχείρηση, δίνοντας της τη δυνατότητα να παρουσιάσει συμπληρωματικά στοιχεία που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε θετική αναπροσαρμογή του. Στη συνέχεια ο δείκτης δίνεται για δημοσίευση στον οικονομικό τύπο. Αν μια εταιρία αξιολογείται για πρώτη φορά, τότε μπορεί να ζητήσει να μην δημοσιευτεί ο δείκτης που πήρε και να παραμείνει απόρρητος μαζί με το γεγονός ότι πέρασε από αξιολόγηση. Ο δείκτης αξιολόγησης παραμένει σταθερός τουλάχιστον για την επόμενη διετία.

Σε περίπτωση που συμβούν αλλαγές στα οικονομικά δεδομένα που οδήγησαν στη διατύπωση του συγκεκριμένου δείκτη, τότε ξεκινά η διαδικασία αναθεώρησής του. Η

αναθεώρηση του δείκτη αξιολόγησης μπορεί να οφείλεται είτε σε αλλαγές της χρηματοοικονομικής θέσης της επιχείρησης, είτε σε εξαγορές ή συγχωνεύσεις ή ακόμα και σε μεταβολές στο μακροοικονομικό περιβάλλον της επιχείρησης.

Πιο αναλυτικά, η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης μπορεί να επηρεαστεί από μεταβολές στις ταμιακές ροές, στη δανειακή κάλυψη ή και στην κερδοφορία. Ωστόσο, ο κύριος λόγος αναθεώρησης δεικτών τα τελευταία χρόνια είναι οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις καθώς ανατρέπουν τις συνθήκες που οδήγησαν στην ισχύουσα αξιολόγηση. Ο τρίτος λόγος αφορά αλλαγές στο μακροοικονομικό περιβάλλον της επιχείρησης, όπως μεταβολές του πληθωρισμού, της ζήτησης στον κλάδο, εισαγωγή νέων τεχνολογιών, κρατικές παρεμβάσεις, καθώς και αλλαγές στον στρατηγικό προσανατολισμό της ίδιας της επιχείρησης.

Προκειμένου οι επενδυτές να είναι προστατευμένοι από αιφνίδιες αλλαγές στην αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας των επιχειρήσεων, οι εταιρίες αξιολόγησης έχουν αναπτύξει διάφορους μηχανισμούς προστασίας. Για παράδειγμα η S & P έχει δημιουργήσει το credit watch, δηλαδή μια λίστα που περιλαμβάνει όλες τις επιχειρήσεις που πρόκειται να αναθεωρήσουν το δείκτη τους. Στη λίστα αυτή αναγράφεται ο δείκτης που είναι σε ισχύ και η πιθανή πορεία του, θετική ή αρνητική. Αν δεν είναι εφικτό να προβλεφθεί η μελλοντική πορεία το δείκτη τότε δίνεται ο χαρακτηρισμός “Developing”. Αν υπάρξει περίπτωση να επέλθει υποβάθμιση του δείκτη, τότε η εταιρία αξιολόγησης έρχεται σε επαφή με τον πελάτη της και του δίνει τη δυνατότητα να παρουσιάσει στοιχεία που θα απέτρεπαν την αλλαγή. Η Moody’s αντίστοιχα έχει αναπτύξει μια παρόμοια τεχνική, όπου θέτει την επιχείρηση υπό εξέταση “Under Review”.

5.7 Μεθοδολογία αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας

Είναι γεγονός πως οι εταιρίες αξιολόγησης προκειμένου να διατυπώσουν αμερόληπτους και αξιόπιστους δείκτες, ακολουθούν μια μεθοδολογία. Το πρώτο στοιχείο που χαρακτηρίζει τη μεθοδολογία είναι η υποκειμενικότητα. Αυτό συμβαίνει διότι οι δείκτες αξιολόγησης αναφέρονται στο μέλλον, άρα αποτελούν αναγκαστικά υποκειμενικές κρίσεις. Η υποκειμενικότητα στη μεθοδολογία δεν επηρεάζει αρνητικά την επιτυχία των εταιριών αξιολόγησης διότι η επιτυχία τους δεν εξαρτάται τόσο από τη μεθοδολογία, όσο από την ώριμη και σταθμισμένη κρίση των έμπειρων αναλυτών. Σε κάθε περίπτωση αξιολόγησης οι αναλυτές προσπαθούν να λάβουν υπόψη τους όλες τις δυνατές περιπτώσεις κινδύνου. Στη συνέχεια σταθμίζουν τους παράγοντες κινδύνου καθώς δημιουργούν εναλλακτικά σενάρια πορείας της επιχείρησης και καταλήγουν στη διατύπωση του δείκτη αξιολόγησης.

Κάθε οργανισμός αξιολόγησης έχει τα δικά του πρότυπα στα οποία βασίζεται η ανάλυση και σε γενικές γραμμές εξετάζονται οι ίδιες γενικές κατηγορίες ενδιαφέροντος σε κάθε περίπτωση αξιολόγησης. Συγκεκριμένα η S & P χρησιμοποιεί το Rating Methodology Profile (RAMP) ως γενική φόρμα αξιολόγησης για όλες τις περιπτώσεις. Η ανάλυση χωρίζεται σε γενικές κατηγορίες και καθεμιά καταλήγει σε διάφορα συμπεράσματα. Για κάθε κατηγορία δεν υπάρχουν καθορισμένοι συντελεστές που να σταθμίζουν τη σημαντικότητα της κατηγορίας για να προκύψει ο δείκτης αξιολόγησης.

Ένα μέρος της ανάλυσης ασχολείται με τον κλάδο και την ανάλυση του ανταγωνισμού και το υπόλοιπο με τη χρηματοοικονομική ανάλυση. Προκειμένου να

πραγματοποιηθεί αποτελεσματική αξιολόγηση πιστοληπτικής ικανότητας δεν θα πρέπει να εξεταστεί μόνο μια σειρά χρηματοοικονομικών δεικτών, αλλά απαιτείται ένα ευρύτερο πλαίσιο ανάλυσης. Στο πλαίσιο αυτό θα εξεταστούν ο επιχειρηματικός κίνδυνος που αντιμετωπίζει η επιχείρηση στο περιβάλλον όπου λειτουργεί, οι στρατηγικές που εφαρμόζει για να επιβιώσει και η ανταγωνιστική της θέση στην αγορά. Όλοι οι παράγοντες που προαναφέρθηκαν σε συνδυασμό με την χρηματοοικονομική ανάλυση και τον εντοπισμό των δυνατών και των αδύνατων σημείων της επιχείρησης οδηγούν στην εξαγωγή συμπερασμάτων.

Γενικά ισχύει ο κανόνας πως «ο βαθμός του επιχειρηματικού κινδύνου που αντιμετωπίζει η επιχείρηση θέτει τα όρια του χρηματοοικονομικού κινδύνου που μπορεί να αντέξει η επιχείρηση σε κάθε κατηγορία αξιολόγησης». Οι δύο μεγάλες εταιρίες αξιολόγησης προκειμένου να εφαρμόσουν αυτόν τον κανόνα, υιοθετούν διαφορετικές πρακτικές. Η S & P εξετάζει εκ των προτέρων κάθε κλάδο και τη θέση που έχει η επιχείρηση μέσα σε αυτόν και θέτει κάποια όρια για τις τιμές των χρηματοοικονομικών δεικτών που θεωρούνται αποδεκτές σε κάθε κατηγορία. Η Moody's από την άλλη πλευρά χρησιμοποιεί τρία αναλυτικά πρότυπα ως βάση για κάθε περίπτωση αξιολόγησης.

Με το πρώτο πρότυπο δίνεται έμφαση στον κίνδυνο. Ο αναλυτής εξετάζει τα δυνατά και τα αδύνατα σημεία της επένδυσης και επίσης τα περιθώρια ασφάλειας έναντι του κινδύνου αθέτησης των υποχρεώσεων του εκδότη. Με το δεύτερο πρότυπο οι αναλυτές πραγματοποιούν συνεχείς συγκρίσεις μεταξύ εκδόσεων και εκδοτών μεταξύ διαφορετικών κλάδων και οικονομιών. Σε αυτό το πρότυπο εκτιμούν τη θέση της επιχείρησης στην αγορά σε σχέση με τους ανταγωνιστές της και εξετάζουν τα δυνατά

και τα αδύνατα σημεία της. Στο τρίτο πρότυπο δίνεται έμφαση σε ποιοτικά στοιχεία και σε όλους εκείνους τους παράγοντες που θεωρούνται θεμελιώδεις για την ύπαρξη της επιχείρησης, την παρούσα και τη μακροχρόνια θέση της στην αγορά.

Η προσέγγιση και των δυο εταιριών σε γενικές γραμμές αναλύει τους ίδιους παράγοντες. Η διαφορά τους εντοπίζεται στην αναλυτική ικανότητα των στελεχών, στο εύρος πληροφόρησης που έχουν και την ποιοτική στάθμιση των παραγόντων για την εξαγωγή του δείκτη αξιολόγησης.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6^ο: Παρουσίαση δείγματος

6.1 Περιληπτική παρουσίαση εταιριών

Στο κεφάλαιο αυτό θα παρουσιαστούν περιληπτικά οι εταιρίες που απαρτίζουν τον κλάδο υγείας και είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Ο κλάδος υγείας χαρακτηρίζεται από ανελαστική ζήτηση. Οι εταιρίες αυτές, έξι στο σύνολο θα αποτελέσουν το δείγμα, το οποίο θα μελετηθεί ως προς τις αρχές χρηματοδότησης που εφαρμόζουν οι εταιρίες.

Η παρουσίαση των εταιριών θα γίνει βάση της σειράς με την οποία εμφανίζονται στην ιστοσελίδα του ΧΑΑ. Η σειρά αυτή είναι η ακόλουθη.

I. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.

Η εταιρία ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ιδρύθηκε³¹ το 1983 και εισήχθη στο ΧΑΑ στις 29/08/1991. Όραμα και έργο ζωής του Προέδρου κ. Γιώργου Αποστολόπουλου, λειτούργησε με σκοπό να καλύψει τις αυξημένες ανάγκες για παροχή υψηλής ποιότητας υπηρεσιών υγείας. Ο Όμιλος Ιατρικού Αθηνών διαθέτει οκτώ σύγχρονες νοσηλευτικές μονάδες οι οποίες παρέχουν υπηρεσίες υγείας υψηλής ποιότητας. Οι μονάδες αυτές διαθέτουν 1.200 νοσηλευτικές κλίνες και απασχολούν πλέον των 3.000 εργαζομένων. Επτά από τις νοσηλευτικές μονάδες βρίσκονται στην ευρύτερη περιοχή του λεκανοπεδίου Αττικής και είναι: το Ιατρικό Αθηνών και το Παιδιατρικό

³¹ www.iatriko.gr

Αθηνών στο Μαρούσι, το Ιατρικό Ψυχικού, το Ιατρικό Π. Φαλήρου, το Ιατρικό Δάφνης, το Ιατρικό Περιστερίου και η Ίασις στον Πειραιά. Το όγδοο νοσοκομείο, το Ιατρικό Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης, θεωρείται η «πλέον σύγχρονη νοσηλευτική μονάδα της Ευρώπης» όπως αναφέρει η Ιατρική Σχολή του Imperial College της Μ. Βρετανίας.

Οι οκτώ υπερσύγχρονες νοσηλευτικές μονάδες προσφέρουν ολοκληρωμένες ιατρικές υπηρεσίες πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης υψηλής ποιότητας. Οι νοσηλευτικές μονάδες διαθέτουν βιοιατρικό εξοπλισμό τελευταίας γενιάς. Αναγνωρίζοντας την σημασία των συστημάτων διασφάλισης ποιότητας των υπηρεσιών του, ο Όμιλος Ιατρικού Αθηνών έχει εγκαθιδρύσει ένα Σύστημα Διαχείρισης Ποιότητας με στόχο την πιστοποίηση όλων των παρεχόμενων υπηρεσιών σύμφωνα με το πρότυπο ISO. Πιστοποίηση κατά ISO έχουν λάβει το Ιατρικό Αθηνών για όλα τα κλινικά εργαστήρια, τις μονάδες εντατικής θεραπείας (ΜΕΘ) και τα εξωτερικά ιατρεία του, το Ιατρικό Διαβαλκανικό Θεσσαλονίκης και το Ιατρικό Ψυχικού, για τις μονάδες εντατικής θεραπείας τους, καθώς και η υπηρεσία EMS. Είναι τα μόνα ιδιωτικά νοσοκομεία στην Ελλάδα που έχουν επιτύχει αυτό το ποιοτικό ορόσημο.

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου σημείωσε αύξηση το 2008 2,07% στα 278,5 εκ € Η περιορισμένη αύξηση των εσόδων οφείλεται κυρίως στη μείωση των εσωτερικών ασθενών κατά 2,25%, ενώ οι εξωτερικοί ασθενείς αυξήθηκαν κατά 5,92%. Τέλος τα καθαρά κέρδη μετά φόρων σημείωσαν μείωση 26,7% και διαμορφώθηκαν στα 11,1 εκ € Στη διάρκεια του έτους 2008 νοσηλεύτηκαν 57.129 ασθενείς, έναντι 58.441 το 2007. Η εταιρία πραγματοποίησε σημαντικές επενδύσεις σε κτηριακές εγκαταστάσεις, μηχανολογικό και νοσοκομειακό εξοπλισμό ύψους 5,1 εκ €

Τα κύρια χρηματοοικονομικά εργαλεία του ομίλου είναι εκτός από τα παράγωγα, τα χρηματικά διαθέσιμα και ισοδύναμα, οι καταθέσεις, οι εμπορικές και λοιπές απαιτήσεις και υποχρεώσεις και τα δάνεια των τραπεζών. Τέλος η διοίκηση του ομίλου εξετάζει και αναθεωρεί σε τακτά χρονικά διαστήματα τις πολιτικές και τις διαδικασίες που σχετίζονται με τη διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων.

II. Holdings AXON A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1987 με την επωνυμία³² ΙΑΤΡΙΚΟ ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ ΥΨΗΛΗΣ ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΑΣ Α.Ε. και με διακριτικό τίτλο EUROMEDICA Α.Ε. από ομάδα ιατρών. Αποστολή της εταιρίας αρχικά ήταν η παροχή ιατρικών υπηρεσιών πρωτοβάθμιας περίθαλψης. Το 1999 μετατράπηκε η εταιρία σε εταιρία συμμετοχών (Holding) και άλλαξε η επωνυμία της σε AXON ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΙΑ ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, με διακριτικό τίτλο AXON HOLDINGS Α.Ε. αυτή η μετατροπή παρέχει ευελιξία στη διοίκηση εταιριών που δραστηριοποιούνται σε ετερογενή αντικείμενα δραστηριότητας και προσθέτει οικονομίες κλίμακας σε θέματα που αφορούν στη χρηματοοικονομική διαχείριση. Η εταιρία έχει έδρα την Αθήνα και πρόεδρος της είναι ο κος Απόστολος Τερζόπουλος. Δραστηριοποιείται τόσο στην πρωτοβάθμια περίθαλψη που αναφέρεται σε διαγνωστικά κέντρα, όσο και στη δευτεροβάθμια περίθαλψη, που περιλαμβάνει τις κλινικές, σε ένα εκτεταμένο δίκτυο σε όλη την Ελλάδα. Η εταιρία εισήχθη το 1994 στο ΧΑΑ στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Έχει σχεδιάσει επίσης πρόγραμμα Εταιρικής Κοινωνικής Ευθύνης που αναπτύσσεται σε έξι βασικούς άξονες.

³² www.axonholdings.gr/swf/indexloader.html

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου για το 2008 παρουσίασε αύξηση 13,34% σε σχέση με το 2007. Στην οικονομική χρήση 2008 ο όμιλος παρουσίασε ζημίες 15.420€ Τέλος, όσον αφορά στη συνολική διαχείριση κινδύνου την ευθύνη έχει το Διοικητικό Συμβούλιο. Το ΔΣ καταρτίζει γραπτώς αρχές και πολιτικές που αφορούν στον κίνδυνο επιτοκίου, στον πιστωτικό κίνδυνο, στη χρήση παραγώγων και μη χρηματοοικονομικών εργαλείων.

III. EUROMEDICA A.E. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Ο όμιλος EUROMEDICA ιδρύθηκε το 1989 από ομάδα 65 διακεκριμένων ιατρών και δραστηριοποιείται στο χώρο της υγείας³³. Από το 1994 είναι εισηγμένος στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών. Έχει 8 μεγάλα πολυδύναμα Διαγνωστικά Κέντρα με τμήματα όλων των ιατρικών ειδικοτήτων, 13 κλινικές, 2 κλινικές αποκατάστασης και 1 Κέντρο Spa-Υγιεινής & Αποκατάστασης, συνολικής δυναμικότητας 1.312 κλινών. Αποτελεί σήμερα τον ευρύτερο ανεπτυγμένο ιδιωτικό φορέα παροχής πρωτοβάθμιας και δευτεροβάθμιας περίθαλψης στη χώρα μας. Κύρια χαρακτηριστικά του ολοκληρωμένου αυτού δικτύου υγείας είναι η ευρεία γεωγραφική διασπορά, η σωστή οργάνωση, η κοινή διαχείριση, η μεταφορά τεχνογνωσίας, η συμπληρωματικότητα των δραστηριοτήτων, η ενιαία επιστημονική κατεύθυνση, η υψηλή εξειδίκευση, το υψηλό κύρος ιατρικό και νοσηλευτικό προσωπικό, ο άρτιος τεχνολογικός

³³ www.euromedica.gr/index-gr.html

εξοπλισμός τελευταίας γενιάς, η ανάπτυξη, ο εκσυγχρονισμός, η συνεχής αναβάθμιση και εξέλιξη.

Αξίζει να σημειωθεί πως όλα τα Διαγνωστικά Κέντρα και οι Κλινικές της EUROMEDICA είναι με πρωτοποριακό για την Ελλάδα τρόπο συνδεδεμένα με δίκτυο on-line. Με αυτόν τον τρόπο αυξάνεται η ταχύτητα εκτέλεσης των εξετάσεων και περιορίζεται η περίπτωση ανθρώπινου λάθους. Παράλληλα, η εγκατάσταση και πλήρης λειτουργία του πρώτου στην Ελλάδα Μηχανογραφικού Συστήματος Υγείας, παρέχει τη δυνατότητα ενιαίου μηχανογραφικού αρχείου για κάθε ασθενή, με αποτέλεσμα την αρτιότερη ενημέρωση των ιατρών και τη δυνατότητα άμεσης περίθαλψης του ασθενούς σε όλα τα σημεία της Ελλάδας.

Ο όμιλος έχει αναπτύξει πρόγραμμα εταιρικής κοινωνικής ευθύνης που στηρίζεται σε έξι βασικούς τομείς και υλοποιείται από την επιτροπή σχεδιασμού δράσεων. Ο κύκλος εργασιών του ομίλου εμφάνισε αύξηση 19,4% σε σχέση με το 2007 και οφείλεται κυρίως στην αύξηση του κύκλου εργασιών των υποκαταστημάτων-κλινικών ΚΥΑΝΟΥΣ ΣΤΑΥΡΟΣ & ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ στη Θεσσαλονίκη καθώς και του ΜΗΤΕΡΑ ΚΡΗΤΗΣ στο Ηράκλειο. Για την οικονομική χρήση του 2008 ο Όμιλος πραγματοποίησε ζημιές προ φόρων. Ο όμιλος, τέλος, εκτίθεται σε διάφορους χρηματοοικονομικούς κινδύνους, οι κυριότεροι εκ των οποίων είναι οι απρόβλεπτες διακυμάνσεις επιτοκίων, ο πιστωτικός κίνδυνος, ο κίνδυνος τιμής χρεογράφων και ο κίνδυνος ρευστότητας. Οι πολιτικές διαχείρισης των σχετικών κινδύνων του Ομίλου έχουν ως στόχο την ελαχιστοποίηση των αρνητικών επιπτώσεων που μπορεί να έχουν οι κίνδυνοι αυτοί στην χρηματοοικονομική θέση και απόδοση του ομίλου.

Το 1996 ξεκινά τη λειτουργία της η Κλινική ΙΑΣΩ³⁴ σε ένα υπερσύγχρονο κτιριακό συγκρότημα με έδρα το Μαρούσι. Μέχρι το 1999 τίθενται σε λειτουργία 7 νοσηλευτικές μονάδες 283 κλινών, υπερσύγχρονες αίθουσες τοκετού, 8 χειρουργικές αίθουσες εξοπλισμένες με σύστημα transfer ασθενών, τμήματα ενδοσκοπικής χειρουργικής και λαπαροσκοπήσεων, μονάδα εντατικής θεραπείας ενηλίκων, μονάδα εντατικής νοσηλείας νεογνών, εργαστήρια, και διαγνωστικό κέντρο. Παράλληλα, το 1999, το ΙΑΣΩ αποκτά τον έλεγχο του μαιευτηρίου «ΗΡΑ», το οποίο διαθέτει άδεια λειτουργίας Γενικής Κλινικής. Η εξαγορά αυτή επιτρέπει στο ΙΑΣΩ να διευρύνει τις δραστηριότητές του και να προσφέρει επιπλέον υπηρεσίες υγείας στους ασθενείς. Το 2000 είναι η χρονιά όπου η εταιρία εισάγεται στο ΧΑΑ, στην κατηγορία μεγάλης κεφαλαιοποίησης. Το 2008 επενδύθηκαν κεφάλαια συνολικής αξίας 4 εκατ. ευρώ σε νέο εξοπλισμό και βελτίωση των κτιριακών εγκαταστάσεων σε ήδη λειτουργούσες μονάδες, ώστε να συνεχίσουν να παρέχουν καινοτόμες και υψηλού επιπέδου υπηρεσίες. Επίσης επενδύθηκαν κεφάλαια συνολικής αξίας 29,8 εκατ. ευρώ σε νέες μονάδες (Ιασώ Παιδών, Ιασώ Θεσσαλίας). Πρόεδρος του Δ.Σ. μέχρι το 2012 είναι ο κος Σταματίου Γεώργιος.

Τα Κεντρικά Εργαστήρια (Αιμοδοσία, Αιματολογικό, Βιοχημικό, Μικροβιολογικό, Ορμονολογικό, Ανοσολογικό) του ΙΑΣΩ έχουν πλέον πιστοποιηθεί σύμφωνα με το Διεθνές Πρότυπο EN ISO 9001.

³⁴ www.iaso.gr

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου για το 2008 αυξήθηκε 8,4% σε σχέση με το 2007. Το συνολικά απασχολούμενο προσωπικό του ομίλου μέχρι 31/12/08 ανέρχεται σε 1.659 εργαζομένους, έναντι 1.588 εργαζομένους το 2007.

Η διαχείριση των χρηματοοικονομικών κινδύνων έχει σημαντικό ρόλο στη συνολική διαχείριση κινδύνων του ομίλου. Τα χρηματοοικονομικά προϊόντα που χρησιμοποιεί ο όμιλος αποτελούνται κυρίως από καταθέσεις σε τράπεζες, λογαριασμούς εισπρακτέους και πληρωτέους, συναλλαγές με συνδεδεμένα μέρη, επενδύσεις σε χρεόγραφα και μερίσματα πληρωτέα. Γενικά ο όμιλος ΙΑΣΩ εφαρμόζει μεθοδολογίες για τον εντοπισμό, την αξιολόγηση, τη μέτρηση και την παρακολούθηση όλων των κινδύνων που προέρχονται από τα εντός και εκτός ισολογισμού στοιχεία, από όλες τις δραστηριότητες, τα συστήματα, τις διαδικασίες των εταιριών που ανήκουν στον όμιλο, καθώς και των εξωγενών παραγόντων που μπορεί να επηρεάσουν τη λειτουργία και τη χρηματοοικονομική του κατάσταση.



V. ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.

Η εταιρεία «ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΙΑΤΡΙΚΗΣ Α.Ε.»³⁵ - πρώην ΚΟΡ-ΦΙΛ ΑΕΒΕ ιδρύθηκε το έτος 1966. Αρχικά είχε νομική μορφή Εταιρείας Περιορισμένης Ευθύνης και το 1974 μετατράπηκε σε ανώνυμη εταιρεία με διάρκεια 50 έτη με την επωνυμία «Α.Ε.Β.Ε. ΚΛΩΣΤΗΡΙΑ ΚΟΡΙΝΘΟΥ ΚΟΡ-ΦΙΛ» (ΚΟΡ-ΦΙΛ ΑΕΒΕ). Η εταιρεία είναι εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών από το 1990.

³⁵ www.praxitelio.gr

Η δραστηριότητα της εταιρείας μέχρι την 30.3.2007 ήταν η παραγωγή και εμπορία νημάτων μόδας από σύμμεικτα υλικά με βάση το μαλλί και το ακριλικό. Μέχρι την ανωτέρω ημερομηνία, οι κύριες εγκαταστάσεις της εταιρείας βρίσκονταν στο Αιγίνιο Πιερίας, όπου βρίσκονταν και οι εγκαταστάσεις της εταιρείας ΤΙΝ-ΦΙΛ. Α.Ε.

Κατά την Γενική Συνέλευση των μετόχων της 30 Μαρτίου 2007 αποφασίσθηκε η αλλαγή Επωνυμίας σε «ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ ΣΥΓΧΡΟΝΗΣ ΙΑΤΡΙΚΗΣ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ» με διακριτικό τίτλο «ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ Α.Ε.». Πλέον διαφοροποιείται ο σκοπός της εταιρείας ώστε να δραστηριοποιηθεί στον τομέα των ιδιωτικών υπηρεσιών υγείας και μεταφέρεται η έδρα της εταιρείας από το Αιγίνιο Πιερίας στην Αθήνα.

Στις 4/10/2007 εξαγοράζει την εταιρία ΓΕΝΙΚΗ ΚΛΙΝΙΚΗ ΓΑΛΗΝΟΣ Α.Ε., με διακριτικό τίτλο ΓΑΛΗΝΟΣ Α.Ε. Στις 5/10/2007 η εταιρία ΓΑΛΗΝΟΣ Α.Ε. εξαγοράζει τις θυγατρικές της εταιρείες ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ ΓΕΝΙΚΗ ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΗ Α.Ε (ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ Α.Ε.) και LABOGEN ΑΝΟΣΟΛΟΓΙΚΗ Α.Ε. (LABOGEN Α.Ε.). Πρόεδρος και Διευθύνων Σύμβουλος του ομίλου διατελεί ο κος Σπυρίδων Τζανής.

Ο κύκλος εργασιών του ομίλου για την περίοδο 1/1-30/06/2009 αφορά έσοδα από παροχή νοσηλευτικών και διαγνωστικών υπηρεσιών της θυγατρικής εταιρείας «ΓΑΛΗΝΟΣ Α.Ε.» καθώς και των θυγατρικών εταιρειών «ΙΠΠΟΚΡΑΤΗΣ Α.Ε.» και «LABOGEN Α.Ε.». Ο κύκλος εργασιών του ομίλου για την περίοδο 1/1-30/06/2008 περιλαμβάνει επίσης τη πώληση νημάτων σύμφωνα με την προηγούμενη δραστηριότητα της εταιρείας.

Είναι χαρακτηριστικό του ομίλου το γεγονός ότι η πελατειακή βάση του αποτελείται από ασφαλισμένους σε Ασφαλιστικούς Οργανισμούς και Ασφαλιστικές εταιρείες. Με δεδομένο το γεγονός αυτό, δεν υφίσταται πιστωτικός κίνδυνος για τον όμιλο.

 **VI. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ**
A.E.

Το Διαγνωστικό και Θεραπευτικό Κέντρο Αθηνών ΥΓΕΙΑ³⁶ είναι το πρώτο μεγάλο Ιδιωτικό Νοσηλευτικό Ίδρυμα που λειτούργησε στην Ελλάδα και αποτελεί μία από τις μεγαλύτερες ιδιωτικές Νοσοκομειακές Μονάδες της χώρας μας. Ιδρύθηκε το 1970 από μια ομάδα Ελλήνων ιατρών, με στόχο τη δημιουργία ενός προτύπου για τη χώρα μας Ιδιωτικού Νοσοκομείου. Η εταιρία στεγάζεται σε ιδιόκτητο κτίριο στο Μαρούσι και οι μετοχές της είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ από το 2002. Η λειτουργία του ΥΓΕΙΑ συμπλήρωσε διαχρονικά τις ελλείψεις του Νοσηλευτικού Συστήματος. Στη διάρκεια των τριάντα και πλέον χρόνων λειτουργίας του, το ΥΓΕΙΑ έχει ως βασικό του στόχο την παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας και την ανάπτυξη δικτύου ολοκληρωμένων υπηρεσιών Υγείας στην Ελλάδα και το εξωτερικό. Στο ΥΓΕΙΑ πραγματοποιήθηκε η πρώτη μεταμόσχευση καρδιάς στη χώρα μας, αντιμετωπίστηκε το πρώτο κρούσμα AIDS, έγινε η πρώτη στην Ευρώπη εμφύτευση ραδιενεργών κόκκων σε καρκίνο του προστάτη.

³⁶ www.hygeia.gr

Αυτό καταδεικνύεται τόσο με την απόφαση για συνένωση των δυνάμεων με τα Νοσηλευτικά Ιδρύματα ΜΗΤΕΡΑ και ΛΗΤΩ όσο και με τις στρατηγικές επενδυτικές πρωτοβουλίες σε Ελλάδα, Κύπρο και Νοτιοανατολική Ευρώπη καθώς επίσης και με τη συμφωνία για την ανέγερση του πρώτου Ιδιωτικού Νοσηλευτικού Ιδρύματος στην Αλβανία.

Αποστολή του ομίλου είναι η παροχή υπηρεσιών υψηλής ποιότητας, η ανάπτυξη δικτύου ολοκληρωμένων υπηρεσιών υγείας στην Ελλάδα και το εξωτερικό, η εταιρική και κοινωνική υπευθυνότητα και αξιοπιστία, να αποτελέσει επίσης σημείο αναφοράς των ασθενών και του επιστημονικού δυναμικού, να είναι αξιόπιστος και υπεύθυνος εργοδότης για το προσωπικό και τέλος να δημιουργεί υπεραξία στους μετόχους του.

Το ΥΓΕΙΑ εφαρμόζει, από το 2003, Πρόγραμμα Διαχείρισης Ποιότητας, στο οποίο έχουν ενταχθεί, αναπτύσσονται και παρακολουθούνται οι προσπάθειες βελτίωσης της ποιότητας των υπηρεσιών του Νοσοκομείου. Το Νοσοκομείο ΥΓΕΙΑ εκτείνεται σε 17 ορόφους. Διαθέτει 16 χειρουργικές αίθουσες, όπου γίνονται 11.000 επεμβάσεις ετησίως, 23 κλίνες Μονάδας Εντατικής Θεραπείας, καθώς και Μονάδα Μεταμόσχευσης Ρευστών Οργάνων (2 κλίνες). Επίσης, το Νοσοκομείο διαθέτει 15 τρίκλινα δωμάτια, 54 δίκλινα, 59 μονόκλινα, 16 μικρές σουίτες και 3 μεγάλες. Το σύνολο των κλινών του ανέρχεται σε 276. Στο ΥΓΕΙΑ εργάζονται 1.038 άτομα (έμμισθο προσωπικό) καθώς και 750 συνεργάτες ιατροί, 49 διαφορετικών ειδικοτήτων.

Όσον αφορά στη διεθνή αναγνώρισή του, το ΥΓΕΙΑ είναι μέλος των American Hospital Association, European Health Management Association και International Society for Quality in Health Care.

Η διοίκηση του ομίλου ΥΓΕΙΑ έχει υιοθετήσει την πολιτική της συνεχούς δυναμικής ανάπτυξης των εργασιών του ομίλου δίνοντας έμφαση στη βελτίωση των λειτουργικών επιδόσεων του ομίλου και στη παροχή νέων υπηρεσιών υγείας.

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 7^ο :Ανάλυση δεδομένων

7.1 Σκοπός κεφαλαίου

Σκοπός του παρόντος κεφαλαίου είναι να αναλυθεί ο τρόπος με τον οποίο χρηματοδοτούν τα περιουσιακά στοιχεία τους οι εταιρίες του κλάδου υγείας, που είναι εισηγμένες στο ΧΑΑ και παρουσιάστηκαν εν συντομία στο προηγούμενο κεφάλαιο.

Όπως αναφέρθηκε στο κεφάλαιο 4 της παρούσας εργασίας, που αφορούσε στην προσέγγιση της χρηματοδότησης επιχειρήσεων, είναι ζωτικής σημασίας για κάθε εταιρία να επιτυγχάνει χρηματοδοτική ισορροπία. Η ισορροπία αυτή είναι απόρροια ορισμένων θεμελιωδών προϋποθέσεων και συγκεκριμένα των τριών βασικών αρχών χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στην ανάλυση που θα ακολουθήσει θα εξεταστεί κατά πόσο οι εταιρίες του κλάδου υγείας εφάρμοσαν κατά το έτος 2008 τις τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης, όπως προκύπτει από τα στοιχεία του ισολογισμού τους.

7.2 Χρηματοδότηση εταιριών

I. ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	26.888.153,80	10
Αποθεματικά	76.058.000	30
Τραπεζικά δάνεια	-	
Ομολογιακά δάνεια	150.231.000	60
Άθροισμα	253.177.153,80	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. ανέρχονται σε 253.177.153,80€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και το ομολογιακό δάνειο που έχει συνάψει ο όμιλος το 2007. Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το ομολογιακό δάνειο είναι η μεγαλύτερη πηγή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, καταλαμβάνοντας το 60% του συνόλου των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών ανέρχονται σε 287.169.000€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι δεν εφαρμόζεται η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων που αναφέρει πως «η αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας».

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 128.908.000€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 203.165.000€ Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Συνεπώς, το Καθαρό κεφάλαιο κίνησης του ομίλου είναι 74.257.000€ και σαν ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι 36,5%. Το ποσοστό αυτό έχει την έννοια ότι το 36,5% του κυκλοφορούντος ενεργητικού καλύπτεται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Ο όμιλος εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης που αναφέρει ότι «μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού πρέπει να χρηματοδοτείται με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας».

Η τρίτη και τελευταία αρχή χρηματοδότησης εξετάζει αν τα ίδια κεφάλαια καλύπτουν την αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 155.716.153,80€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 287.169.000€

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	26.888.153,80	17
Αποθεματικά	76.058.000	49
Προβλέψεις	2.570.000	2
Κέρδη σε νέο	50.200.000	32
Άθροισμα	155.716.153,80	

Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

II. AXON A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	24.712.000	7
Αποθεματικά	(11.645.000)	3
Τραπεζικά δάνεια	300.723.000	90
Ομολογιακά δάνεια	-	
Άθροισμα	313.790.000	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου AXON A.E. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ ανέρχονται σε 313.790.000€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και το τραπεζικό δάνειο. Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το τραπεζικό δάνειο είναι η μεγαλύτερη πηγή μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, καταλαμβάνοντας το 90% του συνόλου των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών ανέρχονται σε 607.642.000€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι κατά 50% μικρότερο από το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η

συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι δεν εφαρμόζεται η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 299.566.000€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 261.628.000€. Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, δεν προκύπτει καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τον όμιλο, καθώς οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο όμιλος δεν εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Η τρίτη αρχή χρηματοδότησης εξετάζει αν τα ίδια κεφάλαια καλύπτουν την αξία των παγίων και λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης. Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 55.542.000€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 607.642.000€. Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	24.712.000	30
Αποθεματικά	(11.645.000)	20
Προβλέψεις	42.475.000	50
Κέρδη σε νέο	-	
Άθροισμα	55.542.000	

III. EUROMEDICA A.E. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	67.643.000	20
Αποθεματικά	36.402.000	10
Τραπεζικά δάνεια	256.854.000	70
Ομολογιακά δάνεια	-	
Άθροισμα	360.899.000	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου EUROMEDICA A.E. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ ανέρχονται σε 360.899.000€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και το τραπεζικό δάνειο. Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το τραπεζικό δάνειο είναι η μεγαλύτερη πηγή

μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, καταλαμβάνοντας το 70% του συνόλου των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών ανέρχονται σε 490.069.000€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι δεν εφαρμόζεται η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 188.464.000€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 183.026.000€ Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, δεν προκύπτει καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τον όμιλο, καθώς οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο όμιλος δεν εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 151.442.000€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 490.069.000€ Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	67.643.000	44
Αποθεματικά	36.402.000	25
Προβλέψεις	8.147.000	6
Κέρδη σε νέο	39.250.000	25
Άθροισμα	151.442.000	

IV. ΙΑΣΩ Α.Ε.

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	23.388.223,32	10
Αποθεματικά	115.229.734,91	45
Τραπεζικά δάνεια	114.250.000	45
Ομολογιακά δάνεια	-	
Άθροισμα	252.867.958,23	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου ΙΑΣΩ Α.Ε. ανέρχονται σε 252.867.958,23€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο, τα αποθεματικά και το τραπεζικό δάνειο. Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το τραπεζικό δάνειο και τα αποθεματικά είναι οι κύριες πηγές μακροπρόθεσμων κεφαλαίων, καταλαμβάνοντας το 90% του συνόλου των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το

σύνολο των παγίων και των συμμετοχών ανέρχονται σε 264.352.984,10€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι περίπου ίσο με το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι εφαρμόζεται οριακά η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 74.447.546,97€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 80.403.274,98€ Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία το καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τον όμιλο είναι 5.955.728,01€ Ως ποσοστό του κυκλοφορούντος ενεργητικού είναι το 7% που σημαίνει ότι ο όμιλος δεν εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων. Το ποσοστό αυτό έχει την έννοια ότι το 7% του κυκλοφορούντος ενεργητικού καλύπτεται από κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Ο όμιλος εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης.

Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 127.224.845,74€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 264.352.984,10€ Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	23.388.223,32	14
Αποθεματικά	115.229.734,91	70
Προβλέψεις	6.657.976,63	5
Κέρδη σε νέο	(18.051.089,12)	11
Άθροισμα	127.224.845,74	

V. ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε.

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	5.428.377	50
Αποθεματικά	-	
Τραπεζικά δάνεια	5.658.703	50
Ομολογιακά δάνεια		
Άθροισμα	11.087.080	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε. ανέρχονται σε 11.087.080€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο και το τραπεζικό δάνειο. Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το τραπεζικό δάνειο και το μετοχικό κεφάλαιο, συνεισφέρουν στο ίδιο ποσοστό στο σύνολο των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το σύνολο των παγίων και των

συμμετοχών ανέρχονται σε 9.616.039,00€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι μεγαλύτερο από το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι εφαρμόζεται η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 7.485.558,00€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 6.237.851€ Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, δεν προκύπτει καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τον όμιλο, καθώς οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο όμιλος δεν εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 6.661.276,00€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 9.616.039,00€ Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	5.428.377	81
Αποθεματικά	-	
Προβλέψεις	1.232.899	19
Κέρδη σε νέο		
Άθροισμα	6.661.276,00	

VI. ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.

Διάρθρωση κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	51.508.673	60
Αποθεματικά	-	
Τραπεζικά δάνεια	33.135.331	40
Ομολογιακά δάνεια	-	
Άθροισμα	84.644.004,00	

Το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων του ομίλου ΥΓΕΙΑ Α.Ε ανέρχονται σε 84.644.004,00€ και αποτελείται από το μετοχικό κεφάλαιο και το τραπεζικό δάνειο.

Όπως φαίνεται και στον παραπάνω πίνακα το τραπεζικό δάνειο και το μετοχικό κεφάλαιο, συνεισφέρουν σε ποσοστό 60 και 40 αντίστοιχα στο σύνολο των κεφαλαίων. Από την άλλη πλευρά, το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών

ανέρχονται σε 380.281.449€ Παρατηρούμε συνεπώς πως το σύνολο των μακροπρόθεσμων κεφαλαίων είναι μικρότερο από το σύνολο των παγίων και των συμμετοχών του ομίλου. Η συνέπεια αυτού του γεγονότος είναι ότι δεν εφαρμόζεται η πρώτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στη συνέχεια το σύνολο των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων ανέρχεται σε 428.211.194€ και το σύνολο του κυκλοφορούντος ενεργητικού σε 298.793.057€ Η διαφορά μεταξύ του κυκλοφορούντος ενεργητικού και των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων μας δίνει το τμήμα των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας που έχουν επενδυθεί σε κυκλοφορούν ενεργητικό. Με βάση τα παραπάνω στοιχεία, δεν προκύπτει καθαρό κεφάλαιο κίνησης για τον όμιλο, καθώς οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις του ομίλου είναι μεγαλύτερες από το κυκλοφορούν ενεργητικό. Ο όμιλος δεν εφαρμόζει στο σύνολό του την δεύτερη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

Στον όμιλο τα ίδια κεφάλαια ανέρχονται σε 124.661.948€ και αναλύονται στον παρακάτω πίνακα. Τα πάγια στοιχεία καθώς και τα υπόλοιπα στοιχεία μεγάλης διάρκειας είναι αξίας 380.281.449€ Συμπεραίνουμε πως το σύνολο των ιδίων κεφαλαίων δεν επαρκεί για την κάλυψη του συνόλου των παγίων και των συμμετοχών, άρα ο όμιλος στο σύνολό του δεν εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης.

<u>Πηγή</u>	<u>Ποσό</u>	<u>% στο σύνολο</u>
Μετοχικό κεφάλαιο	51.508.673	41
Αποθεματικά		
Προβλέψεις	73.153.275	59
Κέρδη σε νέο		
Άθροισμα	124.661.948	

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 8^ο: Συμπεράσματα και κατευθύνσεις για περαιτέρω έρευνα

8.1 Συμπεράσματα

Κάθε ανθρώπινη και κατ' επέκταση κάθε επιχειρηματική δραστηριότητα εμπεριέχει την έννοια του κινδύνου. Προκειμένου να μπορέσει ο άνθρωπος να κατανοήσει και να αντιμετωπίσει μεθοδικά και αποτελεσματικά τον κίνδυνο, ανέπτυξε την επιστήμη της διοίκησης κινδύνων με τρεις βασικές μεθοδολογίες την αδιαφορία, τον έλεγχο και τη χρηματοδότηση.

Η αρχαιότερη μορφή κινδύνου στις χρηματοοικονομικές αγορές είναι ο πιστωτικός κίνδυνος. Η παροχή και η αποδοχή πιστώσεων είναι η κινητήρια δύναμη για τη σύγχρονη κοινωνία και λαμβάνει διάφορες μορφές.

Από τη στιγμή που κάθε επιχείρηση συνεπάγεται και κάποιο βαθμό κινδύνου, είναι υποχρεωμένες οι επιχειρήσεις να αποφασίσουν πόσο κίνδυνο θα αναλάβουν. Η ανώτατη ηγεσία των επιχειρήσεων είναι επιφορτισμένη με την εδραίωση μιας ζώνης ανοχής κινδύνου, ώστε να διασφαλιστεί ότι οι εργαζόμενοι κατανοούν και δεν ξεπερνούν τα επιτρεπόμενα όρια κινδύνου.

Προϋπόθεση για την επίτευξη αυτού του στόχου είναι η ύπαρξη πιστωτικής συμπεριφοράς. Η πιστωτική συμπεριφορά διαμορφώνεται από τον CEO και το Δ.Σ. κάθε εταιρίας, λαμβάνοντας υπ' όψη τόσο το περιβάλλον στο οποίο λειτουργεί η επιχείρηση, όσο και την προσωπικότητα του κατώτερου management, τη συμπεριφορά του, τις γνώσεις και τις ικανότητές του. Σε έναν επιτυχημένο οργανισμό

η εξυπηρέτηση του πελάτη και η κερδοφορία θα πρέπει να αποτελούν σημαντικό κομμάτι της πιστωτικής του συμπεριφοράς.

Πάροχοι των πιστώσεων θα μπορούσαν να χαρακτηριστούν οι τράπεζες, οι χρηματοπιστωτικές εταιρίες, οι ασφαλιστικές εταιρίες και η κυβέρνηση με βασικές πηγές πιστώσεων τα αμοιβαία κεφάλαια, τα unit trusts και τα συνταξιοδοτικά κεφάλαια.

Προκειμένου οι προαναφερθέντες φορείς να παρέχουν πιστώσεις, έχουν αναπτύξει τεχνικές διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου ώστε να αξιολογείται κάθε φορά η πιστοληπτική ικανότητα των πελατών τους για να αποφασιστεί αν θα χρηματοδοτηθούν ή όχι. Τη διαδικασία αξιολόγησης των πελατών δυσχεραίνει κάθε φορά η αποτίμηση του πιστωτικού κινδύνου. Για να διευκολυνθούν προς την κατεύθυνση αυτή, οι πάροχοι των πιστώσεων μπορούν να ανατρέξουν στις διαδικασίες που ορίζουν τον κύκλο ζωής του πιστωτικού κινδύνου.

Ο κύκλος ζωής του πιστωτικού κινδύνου περιλαμβάνει ορισμένες ειδικές διαδικασίες που αναφέρονται στη συλλογή στοιχείων της χρηματοοικονομικής εικόνας του δανειολήπτη, στον υπολογισμό του πιστωτικού κινδύνου και στην παρακολούθηση και τον έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας του πιστούχου και στη διαχείριση χαρτοφυλακίου και την κατανομή κεφαλαίου.

Κάθε επιχείρηση για να μπορέσει να εξασφαλίσει πηγές χρηματοδότησης για τα περιουσιακά της στοιχεία και να εξασφαλίσει αποτελεσματική και αποδοτική λειτουργία οφείλει να έχει σωστή χρηματοοικονομική διάρθρωση. Το ζητούμενο

είναι να επιτύχει χρηματοδοτική ισορροπία και αυτό είναι δυνατό υπό ορισμένες προϋποθέσεις. Οι προϋποθέσεις αυτές αφορούν τις τρεις βασικές αρχές χρηματοδότησης επιχειρήσεων. Οι αρχές αυτές αναφέρονται στη χρηματοδότηση των περιουσιακών στοιχείων μεγάλης διάρκειας, στη χρηματοδότηση του κυκλοφορούντος ενεργητικού και στην προέλευση των κεφαλαίων μεγάλης διάρκειας.

Επιπλέον οι ροές εσόδων που έχει μια επιχείρηση, η διάρθρωση του ισολογισμού της, όσο και μια σειρά ποιοτικών και ποσοτικών παραγόντων δίνουν πληροφορίες για τη φερεγγυότητα της επιχείρησης.

Μέσω των οργανισμών διαβάθμισης πιστοληπτικής ικανότητας κατατάσσονται οι εταιρίες σε βαθμίδες κινδύνου φερεγγυότητας. Οι αξιολογήσεις ζητούνται από τους ίδιους τους πελάτες. Από το 1900 και μέχρι το 1970 οι οργανισμοί διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας αξιολογούσαν χωρίς να χρεώνουν τον αξιολογούμενο για τις υπηρεσίες τους και στη συνέχεια πωλούσαν τις δημοσιεύσεις τους σε επενδυτές.

Η αξιολόγησή τους στηρίζεται σε τρεις παραμέτρους. Η πρώτη αφορά στην εκτεταμένη πληροφόρηση και συλλογή δεδομένων που διαθέτουν, η δεύτερη αφορά στα αναλυτικά εργαλεία που χρησιμοποιούν και η τρίτη είναι η προσωπική πείρα και η εξειδίκευση που οδηγεί στον καθορισμό του δείκτη πιστοληπτικής ικανότητας ή rating του εκδότη του πιστωτικού τίτλου.

Κάθε δείκτης παρουσιάζει την πιθανότητα να χάσει ο επενδυτής τα χρήματά του από μια επένδυση σταθερού εισοδήματος σε χρεόγραφα. Γενικά η ύπαρξη δεικτών

επηρεάζει άμεσα και έμμεσα τη λειτουργία των κεφαλαιαγορών και των χρηματαγορών.

Όπως αναφέρθηκε και στην εισαγωγή της εργασίας, σκοπός της είναι να παρουσιαστεί ο βαθμός στον οποίο οι εισηγμένες εταιρίες του κλάδου υγείας επιτυγχάνουν χρηματοδοτική ισορροπία. Το δείγμα περιλαμβάνει τις εταιρίες: ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε., ΑΧΩΝ Α.Ε. ΣΥΜΜΕΤΟΧΩΝ, ΕΥΡΟΜΕΔΙΚΑ Α.Ε. ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ, ΙΑΣΩ Α.Ε., ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε. και ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ & ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ ΥΓΕΙΑ Α.Ε.

Ο κλάδος υγείας χαρακτηρίζεται από ανελαστική ζήτηση και παρ' ότι η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε κρίση, θα εξεταστεί κατά πόσο οι εταιρίες του κλάδου υγείας έχουν σωστή χρηματοοικονομική διάρθρωση, ώστε να επιτύχουν σε αυτούς τους δύσκολους και κρίσιμους καιρούς χρηματοδοτική ισορροπία. Η ανάλυση βασίστηκε στα στοιχεία των ισολογισμών των εν λόγω εταιριών για το έτος 2008.

Συμπερασματικά, οι επιχειρήσεις ΙΑΣΩ Α.Ε. και ΠΡΑΞΙΤΕΛΕΙΟ ΘΕΡΑΠΕΥΤΗΡΙΟ Α.Ε. διαθέτουν κεφάλαια μεγάλης διάρκειας προκειμένου να καλύψουν την αξία των παγίων στοιχείων τους και των λοιπών μεγάλης αξίας περιουσιακών στοιχείων. Επίσης τόσο το ΙΑΣΩ Α.Ε. όσο και το ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε. χρηματοδοτούν μέρος του κυκλοφορούντος ενεργητικού τους με κεφάλαια μεγάλης διάρκειας. Κρίσιμο σημείο για τη χρηματοδοτική ισορροπία των εταιριών είναι τα ίδια κεφάλαιά τους να καλύπτουν τουλάχιστον την αξία των παγίων στοιχείων και των λοιπών μεγάλης διάρκειας περιουσιακών στοιχείων. Στις επιχειρήσεις του δείγματος δεν

παρατηρήθηκε καμία εταιρία να εφαρμόζει την τρίτη αρχή χρηματοδότησης επιχειρήσεων.

8.2 Κατευθύνσεις

Τα ανωτέρω συμπεράσματα βασίζονται, όπως έχει αναφερθεί, στον ισολογισμό των εταιριών του δείγματος για το έτος 2008. Για πιο ασφαλή συμπεράσματα, αλλά και για να δοθεί πιο πλήρης εικόνα των αρχών που διέπουν τη χρηματοδότηση των εταιριών, προτείνεται να εξεταστεί το δείγμα των εταιριών για μια σειρά ετών.

Επίσης το δείγμα θα μπορούσε να περιλαμβάνει και άλλες εταιρίες του κλάδου υγείας, ώστε τα συμπεράσματα να αντιπροσωπεύουν μεγάλο ποσοστό των εταιριών του κλάδου υγείας.

Τέλος μία μελλοντική έρευνα θα μπορούσε να στηριχτεί σε δείκτες που να εξετάζουν διαφορετικά μεγέθη από αυτά που εξετάστηκαν στην παρούσα εργασία. Στο χώρο της υγείας υπάρχει άμεση ανάγκη για αναδιοργάνωση, καθώς ο ανταγωνισμός ιδιωτικού και δημόσιου τομέα επιταχύνεται. Συνεπώς οι εταιρίες στο χώρο της υγείας καλούνται να αποκτήσουν τέτοια χρηματοοικονομική διάρθρωση που να τους εξασφαλίζει χρηματοδοτική ισορροπία. Στους πολυτάραχους καιρούς οικονομικής κρίσης που ζούμε αυτό συντελεί στην επιβίωση και στην επιτυχία τους.

Βιβλιογραφία

1. Γεώργιος Π. Αρτίκης, Χρηματοοικονομική διοίκηση, αποφάσεις επενδύσεων, Interbooks 2002
2. Δημήτρης Βασιλείου «Χρηματοοικονομική Διοίκηση», Εκδόσεις Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών, Αθήνα 1999
3. Κ. Γαλιάτσος «Τραπεζική Διοίκηση» Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών Μεταπτυχιακό Πρόγραμμα Σπουδών στη Χρηματοοικονομική και Τραπεζική, Αθήνα 1999
4. Επίσημη Εφημερίδα της Ευρωπαϊκής Ένωσης 11.03.2006, Ανακοίνωση της Επιτροπής για τους οργανισμούς διαβάθμισης της πιστοληπτικής ικανότητας
5. Αλέξανδρος Ζυμπίδης «Θεωρία Κινδύνων», Interbooks 2002
6. Νικόλαος Καραμούζης, Αναπληρωτής διευθύνων σύμβουλος της EFG Eurobank Ergasias, άρθρο «Νέες Ισορροπίες», περιοδικό Τάσεις 2009
7. Μουστάκα Αικατερίνη, «Rating Agencies - Ο ρόλος των εταιρών αξιολόγησης πιστοληπτικής ικανότητας και ο τρόπος δράσης τους». Διπλωματική εργασία 1998
8. Μιχάλης Οράτης, Διευθυντής Διαχείρισης κινδύνων Εθνικής Τράπεζας Ελλάδος «Κεφαλαιακές απαιτήσεις & Διαχείριση κινδύνων», περιοδική έκδοση Ένωσης Ελληνικών Τραπεζών, 2002
9. Περιοδικό «Τάσεις» - Ετήσια Έκδοση με τη συνεργασία του περιοδικού Επιλογή, Μάρτιος 2009, Ζοπουνίδης Κωνσταντίνος & Χρήστος Λεμονάκης, www.economics.gr/allmedia/taseis.asp
10. Caouette, Altman, Narayanan, «Managing Credit Risk”, John Willey & Sons, Inc., 1998
11. Prof. Dr. Dimitris Chorafas “Managing Credit Risk”, Volume I, Analyzing, rating & pricing the propability of default”, Euromoney Books 2000
12. “Principles for the management of credit risk”, Basel, July 1999
13. “Subjective Value at Risk”, Financial Engineering News 1997, www.contingencyanalysis.com/research/framesvar.htm
14. <http://www.ase.gr>
15. <http://www.iatriko.gr>
16. <http://www.axonholdings.gr/swf/indexloader.html>
17. <http://www.euromedica.gr/index-gr.html>

18. <http://www.iaso.gr/gr/Group/Content.aspx?PID=16&BC=0.1.2>

19. www.praxitelio.gr

20. www.hygeia.gr

ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΑ

ΙΑΤΡΙΚΟ ΑΘΗΝΩΝ Ε.Α.Ε.

ΕΤΗΣΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΕΚΘΕΣΗ (1^η Ιανουαρίου έως 31^η Δεκεμβρίου 2008)

(Τα ποσά σε όλους του πίνακες και τις σημειώσεις είναι σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός αν αναφέρεται διαφορετικά)

		ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΙ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2008 ΚΑΙ 31 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2007			
		Ο Όμιλος		Η Εταιρεία	
	Σημειώσεις	31-Δεκ 2008	31-Δεκ 2007	31-Δεκ 2008	31-Δεκ 2007
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Μακροπρόθεσμο ενεργητικό:					
Ενσώματα πάγια στοιχεία	14	279.604	284.119	253.303	259.217
Υπεραξία	15	1.979	1.979	-	-
Ασώματα πάγια στοιχεία	15	333	340	313	312
Συμμετοχές σε θυγατρικές επιχειρήσεις	16	-	-	34.867	34.867
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	17	384	328	30	-
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις		398	377	393	370
Αναβαλλόμενη φορολογία ενεργητικού	12	4.471	5.121	4.446	5.067
Σύνολο μακροπρόθεσμων ενεργητικού		287.169	292.263	293.352	299.834
Κυκλοφορούν ενεργητικό:					
Αποθέματα	18	7.333	6.789	6.637	6.432
Εμπορικές απαιτήσεις	19	148.728	151.765	145.554	148.523
Προκαταβολές και λοιπές απαιτήσεις	20	16.579	13.449	19.495	16.139
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	21	1.270	-	1.270	-
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων		-	1	-	-
Χρηματικά διαθέσιμα	22	29.256	27.236	24.305	18.580
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		203.165	199.240	197.261	189.674
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		490.334	491.503	490.613	489.508
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Ίδια κεφάλαια αποδιδόμενα στους μετόχους της μητρικής:					
Μετοχικό κεφάλαιο	23	26.888	26.888	26.888	26.888
Υπέρ το άρτο	23	19.777	19.777	19.777	19.777
Κέρδη εις νέον		50.200	44.629	56.065	52.761
Τακτικό, αφορολόγητα και ειδικά αποθεματικά	24	76.058	75.994	75.751	75.464
		172.924	167.289	178.481	174.891
Δικαιώματα μειοψηφίας		304	398	-	-
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		173.228	167.687	178.481	174.891
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις:					
Μακροπρόθεσμα δάνεια	25	150.231	157.037	149.949	156.972
Επιχορηγήσεις	26	4	10	4	9
Αναβαλλόμενη Φορολογία Παθητικού	12	18.473	23.482	16.450	20.961
Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού	27	16.010	13.849	15.903	13.745
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	28	3.480	5.477	2.938	4.506
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		188.198	199.855	185.244	196.193
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις:					
Εμπορικές υποχρεώσεις	29	93.424	91.722	100.476	92.946
Βραχυπρόθεσμα δάνεια	25	5.994	11.232	624	5.936
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις πληρωτέες την επόμενη χρήση	25	-	-	-	-
Φόροι πληρωτέοι		8.018	6.360	5.120	5.257
Παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα	21	5.642	-	5.642	-
Δεδουλευμένες και λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	30	15.830	14.647	15.026	14.285
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		128.908	123.960	126.888	118.424
ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ ΚΑΙ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ		490.334	491.503	490.613	489.508

Οι συνοδευτικές σημειώσεις και τα παραρτήματα αποτελούν αναπόσπαστο μέρος των οικονομικών καταστάσεων

EUROMEDICA ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΠΑΡΟΧΗΣ ΙΑΤΡΙΚΩΝ ΥΠΗΡΕΣΙΩΝ
Ετήσια Οικονομική Έκθεση
για τη χρήση από 1η Ιανουαρίου 2008 έως 31η Δεκεμβρίου 2008
(Τα ποσά είναι εκπεφρασμένα σε χιλιάδες Ευρώ, εκτός εάν δηλώνεται διαφορετικά)

Σημείωση	Ο ΟΜΙΛΟΣ		Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ		
	31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007	
ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΣ					
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
Πάγιο ενεργητικό					
Ενσώματες ακινητοποιήσεις	18	341.639	275.315	182.957	165.818
Ασώματες ακινητοποιήσεις	19	3.770	2.435	2.771	1.755
Υπεραξία (Goodwill)	20	95.689	80.088	35.961	35.961
Συμμετοχές σε θυγατρικές εταιρείες	21	0	0	89.307	49.257
Συμμετοχές σε συγγενείς εταιρείες	22	6.993	4.999	1.102	1.428
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία ενεργητικού	23	38.665	17.370	38.576	16.420
Ακίνητα για επένδυση	24	1.206	1.206	6.789	0
Μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	25	1.118	866	832	692
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	16	989	281	0	0
Σύνολο πάγιου ενεργητικού		490.069	382.538	358.295	271.331
Κυκλοφορούν ενεργητικό					
Αποθέματα	27	8.163	5.302	4.356	3.810
Πελάτες και λοιπές απαιτήσεις	28	138.116	111.049	134.882	104.685
Χρηματοοικονομικά στοιχεία αποτιμώμενα στην εύλογη αξία τους μέσω της κατάστασης αποτελεσμάτων χρήσεως	29	9	68.045	8	65.245
Μετρητά και χρηματικά διαθέσιμα	30	36.739	28.359	17.710	13.631
Σύνολο κυκλοφορούντος ενεργητικού		183.026	212.756	156.955	187.371
ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ		673.095	595.293	515.250	458.702
ΚΑΘΑΡΗ ΘΕΣΗ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό κεφάλαιο	31	67.643	67.643	67.643	67.643
Διαφορά από έκδοση μετοχών υπέρ το άρτιο	31	57.504	110.488	57.504	110.488
Αποθεματικά κεφάλαια	32	36.402	(381)	28.650	(8.077)
Υπόλοιπο κερδών (ζημιών) εις νέο		39.250	55.188	7.400	28.355
Ίδιες μετοχές	33	(37.774)	(17.324)	(15.335)	(12.246)
Σύνολο Ιδίων κεφαλαίων μετόχων Εταιρείας		163.025	215.614	145.862	186.163
Δικαιώματα τρίτων		42.101	30.534	0	0
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων		205.127	246.149	145.862	186.163
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	35	256.854	116.461	222.377	82.479
Προβλέψεις για παροχές προς τους εργαζομένους	36	5.780	4.887	4.594	4.126
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	16	10.547	25.456	5.776	20.610
Μελλοντικά έσοδα κρατικών επιχορηγήσεων	37	2.794	2.964	112	180
Λοιπές προβλέψεις	38	2.367	1.251	1.534	986
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	39	1.163	1.157	1.339	1.339
Σύνολο μακροπρόθεσμων υποχρεώσεων		279.504	152.177	235.732	109.720
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	40	99.170	102.264	68.804	80.509
Δάνεια	35	83.759	89.287	63.619	80.200
Βραχυπρόθεσμες φορολογικές υποχρεώσεις		5.536	5.416	1.433	2.110
Σύνολο βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων		188.464	196.968	133.656	162.819
Σύνολο υποχρεώσεων		467.969	349.145	369.388	272.539
ΣΥΝΟΛΟ ΚΑΘΑΡΗΣ ΘΕΣΗΣ ΚΑΙ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ		673.095	595.293	515.250	458.702

Ισολογισμός ΙΑΣΩ Α.Ε.

ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΚΑΤΑΣΤΑΣΗΣ ΙΣΟΛΟΓΙΣΜΟΥ ΟΜΙΛΟΥ ΚΑΙ ΕΤΑΙΡΕΙΑΣ ΤΗΝ 31/12/2008

		Ο ΟΜΙΛΟΣ	Ο ΟΜΙΛΟΣ	Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ
		31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007
ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟ					
	<i>Σημείωση</i>				
Μη κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Ενσώματα πάγια	6	261.990.376,40	217.316.210,38	129.530.544,09	112.428.276,82
Επενδύσεις σε ακίνητα		0,00	0,00	0,00	0,00
Υπεραξία		0,00	0,00	0,00	0,00
Αύλα περιουσιακά στοιχεία	7	1.556.846,35	1.420.445,03	1.012.669,45	883.613,99
Επενδύσεις σε θυγατρικές επιχειρήσεις	8.2	0,00	0,00	121.985.730,36	92.531.684,38
Επενδύσεις σε συγγενείς επιχειρήσεις		0,00	0,00	0,00	0,00
Αναβαλλόμενες φορολογικές απαιτήσεις	19	0,00	7.701.139,51	0,00	0,00
Διαθέσιμα για πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία		0,00	0,00	0,00	0,00
Απαιτήσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης		0,00	0,00	0,00	0,00
Παράγωγα		0,00	0,00	0,00	0,00
Λοιπές μακροπρόθεσμες απαιτήσεις	25	805.761,35	893.783,31	74.932,04	397.228,58
		264.352.984,10	227.331.578,23	252.603.875,94	206.240.903,77
Κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία					
Αποθέματα	12	5.465.581,38	4.979.568,52	2.753.862,66	1.964.044,04
Πελάτες	11	34.866.199,56	30.319.880,61	5.374.029,81	3.906.027,12
Λοιπές απαιτήσεις	11	12.154.759,03	9.332.342,77	11.318.837,08	14.580.112,55
Απαιτήσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης		0,00	0,00	0,00	0,00
Συμβάσεις κατασκευής έργων		0,00	0,00	0,00	0,00
Διαθέσιμα προς πώληση χρηματοοικονομικά στοιχεία	9	4.189.927,64	4.189.927,64	4.189.927,64	4.189.927,64
Παράγωγα		0,00	0,00	0,00	0,00
Χρηματοοικονομικά στοιχεία σε εύλογη αξία μέσω αποτελεσμάτων	10	363.916,07	999.585,45	363.916,07	999.585,45
Ταμιακά διαθέσιμα και ισοδύναμα	13	23.362.891,30	27.443.241,60	6.157.697,72	12.486.263,90
		80.403.274,98	77.264.546,59	30.158.270,98	38.125.960,70
Σύνολο περιουσιακών στοιχείων		344.756.259,08	304.596.124,82	282.762.146,92	244.366.764,47
ΠΑΘΗΤΙΚΟ					
		Ο ΟΜΙΛΟΣ	Ο ΟΜΙΛΟΣ	Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ	Η ΕΤΑΙΡΕΙΑ
		31/12/2008	31/12/2007	31/12/2008	31/12/2007
ΙΔΙΑ ΚΕΦΑΛΑΙΑ					
Μετοχικό κεφάλαιο (53.155.053μτχ Χ 0,44 €)	24	23.388.223,32	23.360.015,00	23.388.223,32	23.360.015,00
Αποθεματικά Υπέρ το έργο	24	42.497.459,83	42.525.668,15	42.497.459,83	42.525.668,15
Αποθεματικά εύλογης αξίας	29	65.756.493,43	64.591.565,30	40.842.266,55	41.126.024,42
Λοιπά αποθεματικά	29	6.975.781,65	5.854.191,15	6.480.570,89	5.384.038,15
Αποθεματικά μετατροπής Ισολογισμού		0,00	0,00	0,00	0,00
Κέρδη (ζημιές) εις νέον		-18.051.089,12	-25.009.462,31	49.671.980,46	40.440.227,02
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων μετόχων μητρικής		120.566.869,11	111.321.977,29	162.880.501,05	152.835.972,74
Δικαιώματα μειοψηφίας	8.2	9.798.981,32	8.896.044,52	0,00	0,00
Σύνολο ιδίων κεφαλαίων		130.365.850,43	120.218.021,81	162.880.501,05	152.835.972,74
ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΙΣ					
Μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Δάνεια	14	114.250.000,00	109.403.825,00	66.750.000,00	56.503.825,00
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά στοιχεία		0,00	0,00	0,00	0,00
Αναβαλλόμενες φορολογικές υποχρεώσεις	19	14.480.323,29	0,00	13.690.711,85	4.039.787,93
Υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης		0,00	0,00	0,00	0,00
Προβλέψεις παροχών προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία	16	4.761.022,27	4.124.296,53	3.024.056,90	2.585.827,87
Λοιπές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις	26	4.554.611,76	2.991.353,60	68.854,75	61.475,05
Λοιπές μακροπρόθεσμες Προβλέψεις	27	1.896.904,36	1.294.000,71	1.836.904,36	1.294.000,71
		139.942.861,68	117.813.475,84	85.370.527,86	64.484.916,56
Βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις					
Προμηθευτές και λοιπές υποχρεώσεις	15	58.019.814,31	50.846.338,41	20.937.487,12	16.321.743,07
Υποχρεώσεις από συμβάσεις χρηματοδοτικής μίσθωσης		0,00	0,00	0,00	0,00
Τρέχων φόρος εισοδήματος	19	8.427.732,66	8.595.621,15	8.073.630,89	8.227.957,10
Βραχυπρόθεσμα Δάνεια	14	8.000.000,00	7.122.667,62	5.500.000,00	2.496.175,00
Παράγωγα Χρηματοοικονομικά στοιχεία		0,00	0,00	0,00	0,00
Βραχυπρόθεσμες Προβλέψεις		0,00	0,00	0,00	0,00
		74.447.546,97	66.564.627,18	34.511.118,01	27.045.875,17
Σύνολο Υποχρεώσεων		214.390.408,65	184.378.103,01	119.881.645,87	91.530.791,73
Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων και Υποχρεώσεων		344.756.259,08	304.596.124,82	282.762.146,92	244.366.764,47



ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΥΓΕΙΑ

ΔΙΑΓΝΩΣΤΙΚΟ ΚΑΙ ΘΕΡΑΠΕΥΤΙΚΟ ΚΕΝΤΡΟ ΑΘΗΝΩΝ «ΥΓΕΙΑ» Α.Ε.

ΑΡ.Μ.Α.Ε. 13165/06/Β/86/14

ΛΕΩΦ.ΚΗΦΙΣΙΑΣ & ΕΡΥΘΡΟΥ ΣΤΑΥΡΟΥ 4 15123 ΜΑΡΟΥΣΙ, ΑΘΗΝΑ

Στοιχεία και πληροφορίες περιόδου από 01 Ιανουαρίου 2008 έως 31 Δεκεμβρίου 2008

(Σηματοδότημένο βάσει του κ.ν.2190, άρθρο 135, για επιχειρήσεις που συντάσσουν ετήσιες οικονομικές καταστάσεις, υπονοητικές και μη, κατά το Δ.Π.Τ.)

Το παρόντος στοιχεία και πληροφορίες, που προκύπτουν από τις οικονομικές καταστάσεις, σταθμίζονται επί της γενικής εικόνας για την οικονομική κατάσταση και το αποπληκτισμό του Ομίλου Υγεία και της Εταιρείας Δ.Π.Κ.Α. «ΥΓΕΙΑ» Α.Ε. Συστάμεται από την εταιρεία, την οποία οι επενδυτές (ή ούτως ή άλλως συνολικά με την ονομασία, το οποίο βρίσκεται διαθέσιμο στην εταιρεία, είναι υποχρεωμένοι να ανακαλύπτουν κατά την εξέταση των οικονομικών καταστάσεων καθώς και η έκθεση κάποιου που ονομάζεται Άμεσος Άμεσος.

Table with 2 main sections: ΓΕΝΙΚΕΣ ΠΛΗΡΟΦΟΡΙΕΣ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΕΙΑ and ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΤΑΞΙΝΟΜΗΜΕΝΟ ΡΟΘΟΝ. Includes company details and a balance sheet table with columns for 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008, 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008.

Table with 2 main sections: ΣΤΟΙΧΙΑ ΕΚΔΟΣΕΩΝ and ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΤΗΣΙΩΝ. Includes income statement and profit and loss statement tables with columns for 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008, 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008.

Table with 2 main sections: ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΩΝ ΕΤΗΣΙΩΝ (continued) and ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΔΕΔΙΚΜΕΝΩΝ (ΕΞΕΤΙΣ ΕΤΗΣΙΑ). Includes profit and loss statement and equity changes table with columns for 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008, 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008.

Table with 2 main sections: ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΔΕΔΙΚΜΕΝΩΝ (ΕΞΕΤΙΣ ΕΤΗΣΙΑ) (continued) and ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΔΕΔΙΚΜΕΝΩΝ (ΕΞΕΤΙΣ ΕΤΗΣΙΑ) (continued). Includes equity changes table with columns for 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008, 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008.

Table with 2 main sections: ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΔΕΔΙΚΜΕΝΩΝ (ΕΞΕΤΙΣ ΕΤΗΣΙΑ) (continued) and ΣΤΟΙΧΙΑ ΚΑΤΑΤΑΞΗΣ ΜΕΤΑΒΟΛΩΝ ΔΕΔΙΚΜΕΝΩΝ (ΕΞΕΤΙΣ ΕΤΗΣΙΑ) (continued). Includes equity changes table with columns for 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008, 01/01, 31/12/2007, 01/01, 31/12/2008.

8. Η Εταιρεία έχει πραγματοποιήσει σημαντική πρόβλεψη ύψους 600 κιλ., κατά περίπτωση της ανάλυσης φορολογικών πράξεων. Το ποσό της αντιστοίχης πρόβλεψης για το Ομίλο ανέρχεται επί 1,2 εκ. ευρώ περίπου. Σημειώνεται για την ανάλυση πράξεων της κάθε εταιρείας που περιλαμβάνεται στο σύνολο της 2008 των Στοιχείων των Ετήσιων Οικονομικών Καταστάσεων.
9. Το Ομίλο και η Εταιρεία δεν έχει πραγματοποιήσει καμία πώληση κατά την περίοδο των παραγράφων 10, 11 και 14 του Δ.Π.Τ.37 επί της αξίας των ενδεδειγμένων στοιχείων για ενδεδειγμένο περιουσιακό στοιχείο.
10. Το προσαρμοσμένο Ομίλο τον 31/12/2008 είναι 4.061 άτομα (31.12.2007 - 2.244) και το προσαρμοσμένο της Εταιρείας 1.119 άτομα (31.12.2007 - 1.068).
11. Το ποσό των συνολικών δόσεων από την έκδοση της χρέους 2008 που έχουν προκύψει από συνολικά με το συνολικό μέγεθος, κατά την έκδοση του Δ.Π.Κ.Α. 2008 ανέρχεται στην ποσότητα της τάξεως:

Table with 2 columns: Ο Όμιλος and Η Εταιρεία. Rows include: Έσοδο (399.219 / 52.113.923), Κόστος (17.098.814 / 34.274.147), Απομείωση (11.892.239 / 6.892.794), Σύνολο (369.326.866 / 11.947.022), Συνολικά με την επένδυση (5.734.849 / 5.297.156).

12. Το κέρδη από λειτουργία υπολογίζονται με βάση το μέσο σταθμισμένο κόστος επί των δαπάνων των λειτουργιών.
13. Επί του μηνός Ιανουαρίου του Ομίλου υπάρχουν 13 εργαζόμενοι (31.12.2007 - 12) και 12 εργαζόμενοι (31.12.2007 - 12) στην Εταιρεία.
14. Στις ανάλυσεις των ετήσιων οικονομικών καταστάσεων του Ομίλου και της Εταιρείας χρησιμοποιούνται οι δεδομένα Συμβολίου της εταιρείας της 27.03.2009.
15. Το Δ.Π.Τ. υποδηλώνει το πρόβλημα προς την Τράπεζα Γενική Συνέλευση των Μετόχων της Εταιρείας με ποσό 0,37 ευρώ ανά μετοχή με τη μορφή μερισμάτων και απομειωμένων μερισμάτων.

Table with 4 columns: Ο ΓΡΑΦΕΙΟΣ ΤΟΥ Δ.Σ., Ο ΔΕΥΤΕΡΩΝ ΕΠΙΘΕΤΩΝ, Ο ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΣ ΔΕΥΤΕΡΩΝ ΟΜΛΟΥ, Η ΔΙΕΥΘΥΝΤΡΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΔΕΛΤΙΟΥΝΤΩΝ, Ο ΔΙΟΙΚΗΤΗΣ. Includes company names and addresses.