



ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η ΕΡΓΑΣΙΑ

ΜΠΑΚΑΛΑΚΟΣ ΚΩΝ/ΝΟΣ ΤΟΥ ΑΘΑΝΑΣΙΟΥ

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΓΚΥΠΑΛΗ ΑΡΕΤΗ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 0

ΤΕΧΝΟΛΟΓΙΚΟ ΕΚΠΑΙΔΕΥΤΙΚΟ ΙΔΡΥΜΑ ΜΕΣΟΛΟΓΓΙΟΥ

ΣΧΟΛΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ & ΟΙΚΟΝΟΜΙΑΣ

ΤΜΗΜΑ ΛΟΓΙΣΤΙΚΗΣ

Π Τ Υ Χ Ι Α Κ Η ΕΡΓΑΣΙΑ

Οι επιδράσεις του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού
περιβάλλοντος στην επιχειρηματική απόδοση

(υποβλήθηκε για έγκριση τον Δεκέμβριο του 2010)

ΜΠΑΚΑΛΑΚΟΣ ΚΩΝ. ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ (Α.Μ 10889)

ΕΙΣΗΓΗΤΗΣ

ΓΚΥΠΑΛΗ ΑΡΕΤΗ

Μ Ε Σ Ο Λ Ο Γ Γ Ι 2 0 1 0

Οι επιδράσεις του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος στην επιχειρηματική απόδοση

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παρούσα εργασία πραγματεύεται τις επιδράσεις του παγκόσμιου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος στην επιχειρηματική απόδοση. Με τον όρο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον εννοούμε τις συνθήκες στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές, τι τιμές βασικών αγαθών όπως του πετρελαίου, του χρυσού κτλ., το επίπεδο των επιτοκίων χορηγήσεων καθώς και όλα εκείνα τα στοιχεία που συνθέτουν το εξωτερικό μακροπεριβάλλον των επιχειρήσεων. Από την άλλη πλευρά ως επιχειρηματική απόδοση λογίζεται η απόδοση των επιχειρήσεων που μετριέται είτε μέσω αριθμοδεικτών είτε μέσω ποιοτικών μεταβλητών. Είναι επίσης αδιαμφισβήτητο ότι το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει στιγματιστεί σημαντικά από τη διεθνή οικονομική κρίση που ταλανίζει τι προηγμένες και μη χώρες από τις αρχές του 2008. Η κρίση αυτή δημιουργεί αντικίνητρα επενδύσεων, προβλήματα ρευστότητας, αφερεγγυότητα στο συναλλακτικό κύκλωμα επιχειρήσεων-πελατών-προμηθευτών, καθώς και αυξημένους κινδύνους. Τα παραπάνω οδηγούν σε έντονα αρνητικές τιμές της επιχειρηματικής απόδοσης με αποτέλεσμα καταρρέουν μικρομεσαίες επιχειρήσεις των περισσότερων κλάδων μέχρι κολοσιαία χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Στο πλαίσιο ενός ευμετάβλητου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος προτείνονται μέτρα και τεχνικές, που πρέπει να λάβουν κυβερνήσεις και επιτηδευματίες, ώστε να δημιουργηθεί μια ασπίδα προστασίας γύρω από την επιχειρηματική απόδοση.

ΠΙΝΑΚΑΣ ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΩΝ

ΠΕΡΙΛΗΨΗ	3
ΕΙΣΑΓΩΓΗ.....	6
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΝΝΟΙΩΝ.....	8
1.1 Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον.....	8
1.2 Επιχειρηματική Απόδοση.....	13
1.3 Η Έννοια της Κρίσης.....	14
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2008-2010.....	19
2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις	19
2.1.1 Ιστορική Αναδρομή.....	19
2.1.2 Αίτια - Ιδιαίτερα Χαρακτηριστικά	22
2.2 Συγκυρίες που οδήγησαν στην Κρίση.....	25
2.2.1 Ζήτηση – Προσφορά χρηματοοικονομικών επενδύσεων.....	25
2.2.2 Εξάπλωση της κρίσης - Domino Effect.....	27
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΣΧΕΤΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ – ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ.....	29
3.1 Ισχυρό πλήγμα στις επενδύσεις.....	29
3.2 Ζητήματα ρευστότητας και προβλήματα διαχείρισης εμπορικής πίστωσης σε εταιρικούς πελάτες	33
3.3 Προβλήματα στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις.....	36
3.4 Ζητήματα λειτουργικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου (μόχλευσης)	39
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΕΣ ΔΙΑΦΥΛΑΞΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ	41
4.1 Δημόσια παρέμβαση για νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος.....	41
4.2 Χρηματοοικονομική Καινοτομία	43
4.3 Πεδία Εφαρμογής της Χρηματοοικονομικής Καινοτομίας.....	46
4.3.1 Λειτουργικό Πλαίσιο Αγορών και Μακροοικονομική Λειτουργία των Επιχειρήσεων.....	46
4.3.2 Αποκανικοποίηση και διεύρυνση των μορφών ανταγωνισμού	48
4.3.3 Οικονομική και χρηματοπιστωτική πολιτική	49
4.4 Χρηματοοικονομική Μηχανική.....	52
4.5 Τεχνικές για να ανταπεξέλθουν οι επιχειρήσεις στο δυσμενές χρηματοοικονομικό περιβάλλον	55
4.5.1 Ανάπτυξη και διατήρηση έγκυρων οικονομικών Προβλέψεων	57

4.5.2	Προσδιορισμός κυριότερων κινδύνων, προβλέψεις και εντοπισμός τρόπων χειρισμού αυτών	58
4.5.3	Διασφάλιση επαρκών πηγών ρευστότητας.....	59
4.5.4	Ενίσχυση της αποδοτικότητας στο κεφαλαίο κίνησης	61
4.5.5	«Επιθετική» διαχείριση του κόστους	62
4.5.6	Άσκηση πειθαρχίας στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις	63
4.5.7	Αξιολόγηση και παρακολούθηση των πιστωτικών ανοιγμάτων	64
	ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ.....	66
	ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ.....	68

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Δεν υπάρχει αμφιβολία ότι το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι άρρητα συνδεδεμένο και επηρεασμένο από τη χρηματοπιστωτική κρίση των τελευταίων τριών ετών. Επιπλέον, είναι κοινώς αποδεκτό ότι η συγκεκριμένη κρίση έχει επηρεάσει την πραγματική οικονομία με αρνητικές συνέπειες σε όλο σχεδόν το φάσμα της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Σε επίπεδο επιχειρήσεων η εν λόγω κρίση εκδηλώνεται με μία σειρά από δυσμενείς συνθήκες όπως πτώση της ζήτησης των προϊόντων και υπηρεσιών, πίεση για χαμηλότερες τιμές και μεγαλύτερη πίστωση, ενώ παρουσιάζονται έντονα προβλήματα είσπραξης απαιτήσεων αλλά και εξόφλησης υποχρεώσεων με παράλληλη προβληματική και ελλιπή χρηματοδότηση από τις τράπεζες. Τα προαναφερθέντα έχουν σαν γενικότερο επακόλουθο να δημιουργούνται προβλήματα στην αύξηση της επιχειρηματικής απόδοσης και πολλές φορές στη διατήρηση αυτής στα ελάχιστα αποδεκτά επίπεδα.

Καθώς η πιστωτική κρίση εξακολουθεί να ταλανίζει πολλούς κλάδους, αναμένεται ότι οι εταιρείες με καλή κεφαλαιουχική βάση θα επωφεληθούν των σπάνιων ευκαιριών που προκύπτουν για υλοποίηση των στρατηγικών τους στόχων μέσω της εξαγοράς ή συγχώνευσης με άλλους οργανισμούς. Αυτό ήδη συμβαίνει στους τομείς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και κοινής ωφελείας, όπου οι ισχυρότεροι παίκτες αρχίζουν να «υποτάσσουν» τους πιο αδύναμους. Συνενώσεις αναμένονται και σε άλλους κλάδους, καθώς οι κύριοι παίκτες βολιδοσκοπούν στις λίστες που διαθέτουν με ελκυστικά από στρατηγικής άποψης στοιχεία ενεργητικού.

Είναι σαφές ότι οι σημερινές συνθήκες της αγοράς απειλούν τις δυνατότητες χρηματοδότησης του συνόλου των εταιρειών. Καθώς η χρηματοοικονομική κρίση επηρεάζει την παγκόσμια οικονομία, αναμένουμε ότι θα αρχίσει να έχει ένα επιπλέον αρνητικό αντίκτυπο στη γενικότερη απόδοση των επιχειρήσεων. Επομένως, οι εταιρίες όλων των κλάδων δεν πρέπει να εφησυχαστούν, αλλά σε περίπτωση που αναμένουν ότι θα αντιμετωπίσουν στο μέλλον δύσκολους καιρούς, θα πρέπει να επικεντρωθούν στην παραγωγή ταμειακών διαθέσιμων, περιφρουρώντας τα υφιστάμενα στοιχεία του ενεργητικού, μειώνοντας τα κόστη και πωλώντας στοιχεία ενεργητικού σε μια προσπάθεια σταθεροποίησης του εκάστοτε οργανισμού.

Απώτερος σκοπός της παρούσας εργασίας είναι να περιγράψει με ακρίβεια τον αντίκτυπο του σύγχρονου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος στην επιχειρηματική απόδοση. Προς επίτευξη του σκοπού αυτού το κυρίως μέρος της εργασίας χωρίζεται σε τέσσερα κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο παρατίθεται το θεωρητικό πλαίσιο γύρω από τις βασικές έννοιες που πραγματεύεται η εργασία: το χρηματοοικονομικό περιβάλλον, την επιχειρηματική απόδοση και την οικονομική κρίση. Στο επόμενο κεφάλαιο περιγράφεται η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που έχει ξεκινήσει από το 2008, καθώς αποτελεί το κύριο χαρακτηριστικό του σύγχρονου επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Στο τρίτο κεφάλαιο πραγματοποιείται ο συσχετισμός ανάμεσα στο τρέχον χρηματοοικονομικό περιβάλλον και την επιχειρηματική απόδοση. Στο κεφάλαιο αυτό αναφέρονται οι επιδράσεις του δυσμενούς οικονομικού περιβάλλοντος στις διάφορες πτυχές της επιχειρηματικής απόδοσης όπως την πραγματική οικονομία, τη ρευστότητα, τη διαχείριση των πιστώσεων, τις χρηματοοικονομικές επιδόσεις και τέλος τη λειτουργική-χρηματοοικονομική μόχλευση. Στο τέταρτο κεφάλαιο της εργασίας παρουσιάζονται υπάρχοντα μέτρα και προτείνονται κάποια νέα για τη διαφύλαξη της επιχειρηματικής απόδοσης από τις αρνητικές επιπτώσεις του χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος.

Το περιεχόμενο της Πτυχιακής εργασίας δεν απηχεί απαραίτητα τις απόψεις του Τμήματος ή της επιτροπής που την ενέκρινε.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 1: ΑΠΟΣΑΦΗΝΙΣΗ ΒΑΣΙΚΩΝ ΕΝΝΟΙΩΝ

1.1 Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον

Το παγκόσμιο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αποτελεί κατά βάση ένα μέρος του εξωτερικού μακροπεριβάλλοντος των επιχειρήσεων. Για να γίνει κατανοητό το παραπάνω πρέπει πρώτα να γίνει λόγος για το επιχειρησιακό περιβάλλον. Το επιχειρησιακό περιβάλλον, δηλαδή αυτό στο οποίο λειτουργούν οι επιχειρήσεις, διαμορφώνεται από παράγοντες και δυνάμεις που βρίσκονται σε διαρκή αλληλεπίδραση μεταξύ τους και επηρεάζουν την ικανότητα των επιχειρήσεων:

- να λειτουργούν αποδοτικά στις εκάστοτε, δεδομένες συνθήκες της αγοράς και της οικονομίας γενικότερα,
- να αναζητούν νέες επιχειρηματικές ευκαιρίες,
- να αναζητούν τρόπους αντιμετώπισης των επιχειρηματικών κινδύνων και απειλών.

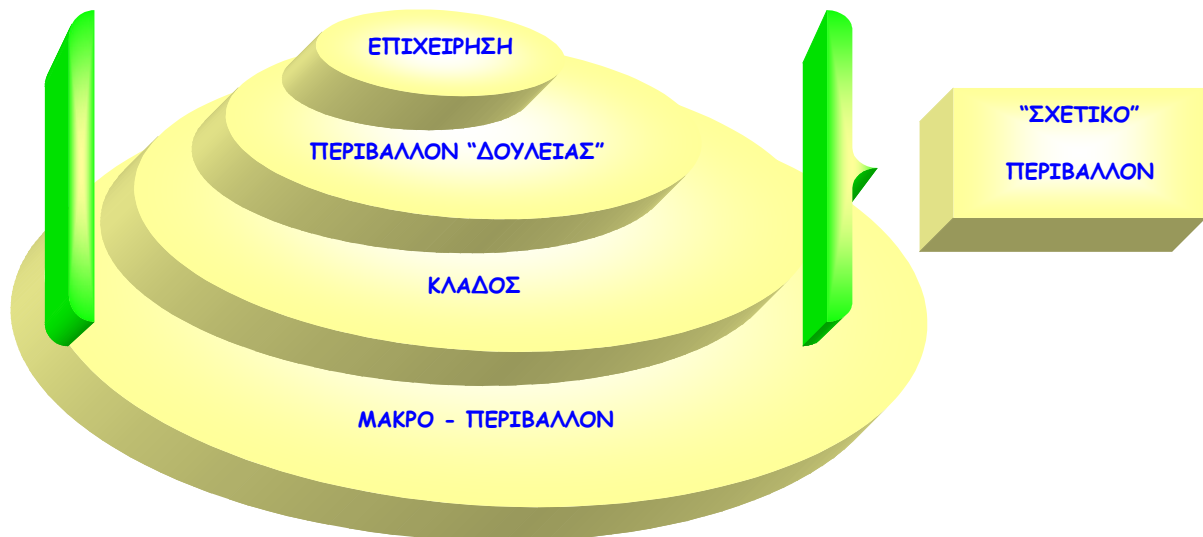
Το επιχειρησιακό περιβάλλον της επιχείρησης διακρίνεται σε εξωτερικό και εσωτερικό περιβάλλον. Το περιβάλλον περιλαμβάνει τόσο ευκαιρίες όσο και απειλές. Σήμερα περισσότερο από κάθε άλλη εποχή, οι επιχειρήσεις όλων των κλάδων αντιμετωπίζουν καταγιγιστικές αλλαγές προερχόμενες από το εξωτερικό τους περιβάλλον. Αν θέλαμε να εντοπίσουμε μερικούς από τους παράγοντες αλλαγής στον κλάδο θα μπορούσαμε να αναφερθούμε στους εξής¹:

- την παγκοσμιοποίηση των αγορών κυρίως με τη χρήση του ηλεκτρονικού εμπορίου
- την απελευθέρωση της κίνησης κεφαλαίων και την καθιέρωση του ευρώ
- τον εντεινόμενο ανταγωνισμό με την είσοδο και μη παραδοσιακών παικτών
- τη δημιουργία ηλεκτρονικών καταστημάτων στο διαδίκτυο
- τις αυξημένες απαιτήσεις του καταναλωτικού κοινού

Το εξωτερικό περιβάλλον των επιχειρήσεων διαχωρίζεται περαιτέρω α) στο ευρύτερο **μακροπεριβάλλον**, το οποίο επηρεάζει την επιχείρηση αλλά και κάθε άλλη

¹ Kotler, P. and Keller, L. (2006). *Μάρκετινγκ Μάνατζμεντ*. 12^η Αμερικάνικη έκδοση. Αθήνα: εκδ. Κλειδάριθμος. Σελ. 31.

επιχείρηση που λειτουργεί στον ίδιο γεωγραφικό χώρο και β) στο **μικροπεριβάλλον**, δηλαδή το άμεσο κλαδικό περιβάλλον της επιχείρησης. Μακροπεριβάλλον² (γενικευμένο περιβάλλον) και μικροπεριβάλλον (άμεσο περιβάλλον) παραμετροποιούνται και αναλύονται³ αντίστοιχα στο παρακάτω διάγραμμα.

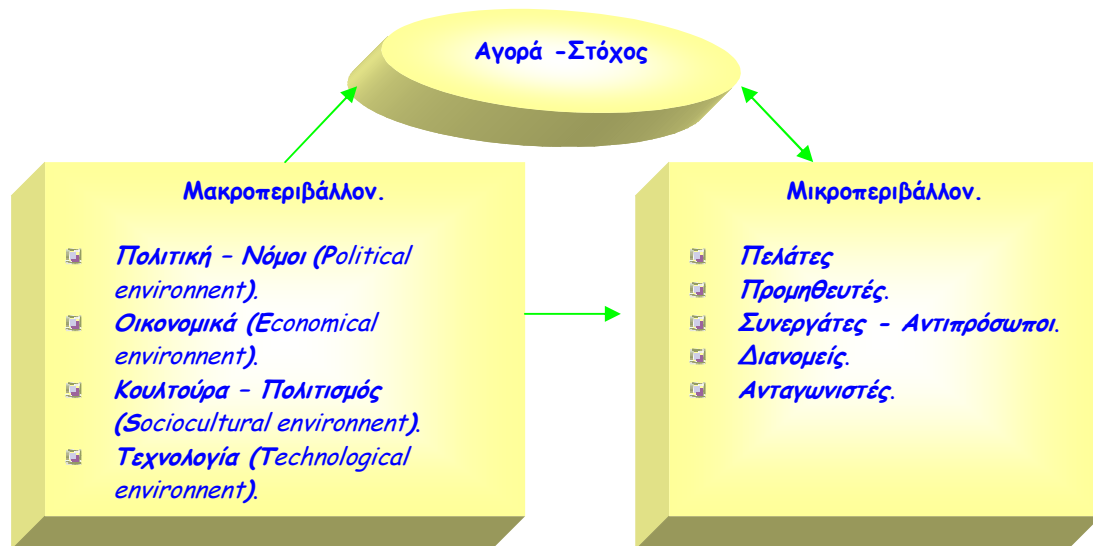


Διάγραμμα 1.1.α. Επιχειρησιακό περιβάλλον⁴.

² Kotler, P. and Keller, L. (2006). *Μάρκετινγκ Μάνατζμεντ*. 12^η Αμερικάνικη έκδοση. Αθήνα: εκδ. Κλειδάριθμος. Σελ. 59-61.

³ Η ανάλυση του μακροπεριβάλλοντος, καταγράφεται στη βιβλιογραφία και ως “PEST analysis”, από το ακρωνύμιο των τεσσάρων κυρίων παραμέτρων του.

⁴ Μαλαβάκης, Χ. (2008). Σημειώσεις Στρατηγικού Μάνατζμεντ Ι. ICBS.



Διάγραμμα 1.1.β. Εξωτερικό επιχειρησιακό περιβάλλον.⁵

Όπως φαίνεται και από τα παραπάνω διαγράμματα, το ευρύτερο χρηματοοικονομικό περιβάλλον έχει επίδραση στις λειτουργίες της επιχείρησης και μπορεί να διαχωριστεί σε έξι επιμέρους διαστάσεις⁶:

- οικονομικό περιβάλλον
- τεχνολογικό περιβάλλον
- πολιτικό – νομικό περιβάλλον
- κοινωνικό – πολιτιστικό περιβάλλον
- δημογραφικό περιβάλλον
- παγκόσμιο περιβάλλον

Οικονομική διάσταση

Εδώ η ανάλυση εστιάζεται στο μακροοικονομικό περιβάλλον και στις επιδράσεις που ασκεί πάνω στην επιχείρηση (ακαθάριστο εθνικό προϊόν, επιτόκια, προσφορά χρήματος, επίπεδο ανεργίας διαθέσιμο εισόδημα κλπ).

⁵Καζάζης, Ν. (2006). *Αποτελεσματικό Μάρκετινγκ για κερδοφόρες πωλήσεις*. Αθήνα: εκδ. Σταμούλη, προσαρμογή από το Διάγραμμα 4.1., σελ. 77.

⁶ Τσακίριδης, Κ. (2008). *Επιχειρησιακός Οδηγός: Στρατηγικός Σχεδιασμός (2)*. Κ.Ε.Τ.Α. – ΚΕ.ΜΑΚ.. σελ. 5-7.

Τεχνολογική διάσταση

Αφορά τις τεχνολογικές τάσεις ή επιτεύγματα που λαμβάνουν χώρα έξω από την αγορά και είναι δυνατόν να έχουν σημαντική επίδραση στην επιχείρηση και τη στρατηγική της. Οι τάσεις αυτές μπορεί να αποτελούν ευκαιρίες για εκείνες τις επιχειρήσεις που έχουν τη δυνατότητα να τις εκμεταλλευτούν και να τις εισάγουν αποτελεσματικά στις δραστηριότητές τους. Η εμφάνιση μιας νέας τεχνολογίας δεν σημαίνει απαραίτητα ότι οι επιχειρήσεις οι οποίες εμμένουν στην προηγούμενη τεχνολογία, θα αντιμετωπίσουν το φάσμα της εξαφάνισης. Συχνά είναι δύσκολο να εκτιμηθούν με οποιοδήποτε βεβαιότητα οι μακροχρόνιες συνέπειες που μια νέα τεχνολογία θα προκαλέσει σε ένα κλάδο.

Πολιτική – Νομική διάσταση

Αναφέρεται στους νόμους, τους κυβερνητικούς φορείς και τις διάφορες ομάδες πίεσης που επηρεάζουν τους σύγχρονους οργανισμούς είτε άμεσα είτε έμμεσα. Η προσθήκη ή η αφαίρεση ενός νομοθετικού ή ρυθμιστικού περιορισμού από την Κυβέρνηση μιας χώρας είναι δυνατόν να δημιουργήσει σημαντικές στρατηγικές απειλές όσο και ευκαιρίες για τις επιχειρήσεις εκείνες που δραστηριοποιούνται στη συγκεκριμένη χώρα. Η μελέτη του πολιτικού περιβάλλοντος είναι απαραίτητη για τις πολυεθνικές επιχειρήσεις που δραστηριοποιούνται σε περισσότερες από μία χώρες και επομένως λειτουργούν κάτω από εντελώς διαφορετικές πολιτικές και νομικές συνθήκες.

Κοινωνικοπολιτιστική διάσταση

Οι σημαντικότεροι κοινωνικοπολιτιστικοί παράγοντες που επηρεάζουν μια επιχείρηση είναι: η θέση της γυναίκας στην εργασία, η διανομή του εισοδήματος, ο καταναλωτισμός, το επίπεδο μόρφωσης των καταναλωτών και η στάση τους απέναντι στην εργασία και στον ελεύθερο χρόνο κλπ.

Δημογραφική διάσταση

Αφορά μεταξύ άλλων, το μέγεθος του πληθυσμού, την γεωγραφική του κατανομή, την ηλικιακή του δομή και τη διανομή του εισοδήματος.

Παγκόσμια διάσταση

Περιλαμβάνει όλους τους παράγοντες που αφορούν τις νέες αγορές διεθνώς, τις ήδη υπάρχουσες διεθνείς αγορές που αλλάζουν, τα διεθνή πολιτικά και πολιτισμικά δρώμενα όπως επίσης και τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της κάθε αγοράς.

Προκειμένου η στρατηγική μιας επιχείρησης να προσαρμοστεί επιτυχημένα στις αλλαγές του μακροπεριβάλλοντος της, θα πρέπει τα στελέχη να γνωρίζουν τους διάφορους συνδετικούς κρίκους που ενώνουν το ευρύτερο περιβάλλον με τη στρατηγική της επιχείρησης. Οι κυριότεροι από αυτούς είναι οι ακόλουθοι⁷:

- Οι εξελίξεις στο εξωτερικό περιβάλλον αλλάζουν τα ανταγωνιστικά πεδία μάχης ενός κλάδου. Χαρακτηριστικό παράδειγμα η απελευθέρωση των αεροπορικών μεταφορών σε διεθνές επίπεδο που είχε σαν αποτέλεσμα να γίνει ο κλάδος έντονα ανταγωνιστικός καθώς πληθώρα νέων αεροπορικών επιχειρήσεων χαμηλού κόστους έχουν κερδίσει σημαντικά μερίδια αγοράς.
- Η ίδια η περιβαλλοντική τάση είναι πιθανό να έχει διαφορετικές επιδράσεις πάνω σε διαφορετικές επιχειρήσεις. Για παράδειγμα η αυξανόμενη ανησυχία του σύγχρονου ανθρώπου για θέματα υγείας, σωστής διατροφής και διατήρησης καλής φυσικής κατάστασης, έδωσε σημαντική ώθηση σε επιχειρήσεις κατασκευής οργάνων γυμναστικής και αθλητικών ειδών, ενώ μείωσε τους ρυθμούς ανάπτυξης των πωλήσεων των εστιατορίων γρήγορου φαγητού.
- Η επίδραση ενός περιβαλλοντικού παράγοντα είναι δυνατό να είναι πολύ διαφορετική σε επιχειρήσεις του ίδιου κλάδου. Η αναδιάρθρωση της ευρωπαϊκής και αμερικανικής οικονομίας κατά την δεκαετία του 80, οδήγησε πολλές επιχειρήσεις να περικόψουν τα επαγγελματικά ταξίδια των στελεχών και αυτό είχε αρνητικές οικονομικές συνέπειες (έστω και βραχυπρόθεσμα) για τις επιχειρήσεις εκείνες που είχαν αναπτύξει τις υπηρεσίες τους κυρίως γύρω από την αγορά των επιχειρηματικών ταξιδιών.

⁷ Τσακίριδης, Κ. (2008). Επιχειρησιακός Οδηγός: Στρατηγικός Σχεδιασμός (2). Κ.Ε.Τ.Α. – ΚΕ.ΜΑΚ.. σελ. 7.

- Πολλές εξελίξεις του μακροπεριβάλλοντος της επιχείρησης είναι δύσκολο να προβλεφθούν με ένα συγκεκριμένο βαθμό ακρίβειας ενώ αντίθετα άλλες, λόγω της φύσεως τους, είναι άμεσα προβλέψιμες. Για παράδειγμα, είναι δύσκολο να προβλεφθούν οι διακυμάνσεις των επιτοκίων, η εξέλιξη του πληθωρισμού ή οι διακυμάνσεις των ισοτιμιών των νομισμάτων για μεγάλα χρονικά διαστήματα. Άλλοι παράγοντες όπως η ηλικιακή σύνθεση ενός πληθυσμού είναι εύκολο να αναλυθούν και να εκτιμηθεί η πορεία τους στο μέλλον.
- Τέλος οι διαστάσεις του ευρύτερου περιβάλλοντος που επηρεάζουν περισσότερο τις επιχειρήσεις είναι δυνατό να διαφέρουν από χώρα σε χώρα. Οι επιχειρήσεις των υπανάπτυκτων χωρών είναι περισσότερο ευάλωτες σε πολιτικές και οικονομικές επιδράσεις, σε αντίθεση με εκείνες των ανεπτυγμένων χωρών. Οι στρατηγικές που αποδεικνύονται ιδιαίτερα επιτυχημένες για μια χώρα μπορεί να είναι εντελώς ακατάλληλες για κάποια άλλη, επειδή ανταποκρίνονται σε επιταγές κάποιας συγκεκριμένης διάστασης του περιβάλλοντος, η οποία στη δεύτερη χώρα δεν έχει ιδιαίτερη σημασία.

1.2 Επιχειρηματική Απόδοση

Ανατρέχοντας στη διεθνή βιβλιογραφία διαπιστώνουμε ότι η επιχειρηματική απόδοση αναφέρεται στην αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα της δράσης της επιχείρησης.

Στο επιχειρησιακό περιβάλλον οι χρηματοοικονομικοί δείκτες παραμένουν το κύριο εργαλείο διοίκησης και μέτρησης της επιχειρηματικής απόδοσης, ενισχυόμενοι και από την «εμμονή» της αγοράς να εκλαμβάνει την κερδοφορία ως αποκλειστικό δείκτη μέτρησης της επιχειρηματικής απόδοσης. Η διοίκηση παίρνει μέτρα που εστιάζουν σε βραχυπρόθεσμο χρόνο επίτευξης στόχων παρά σε μακροχρόνιο. Αυτό έχει ως αποτέλεσμα, να μειώνει τα πιθανά έσοδα από έργα Έρευνας και Ανάπτυξης καθώς επίσης και να μειώνει την επικέντρωση του συνόλου της επιχείρησης στην επίτευξη στόχων μέσα από τη μεγάλη συχνότητα έκδοσης εσωτερικών οικονομικών απολογισμών. Έτσι η επιχείρηση που εστιάζεται σε ετήσια κόστη, προϋπολογισμούς,

σταθερά και μεταβλητά έξοδα παραγκωνίζει άθελά τις άλλες μη οικονομικές μεταβλητές που συμβάλλουν στη συνολική αποδοτικότητα.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ορίζονται στη βιβλιογραφία ως οι «παραδοσιακοί» δείκτες μέτρησης της απόδοσης και περιλαμβάνουν δείκτες που σχετίζονται: με τα κέρδη της επιχείρησης, με τα έσοδα της επιχείρησης, με το μικτό κέρδος και γενικά με τις χρηματοοικονομικές ροές της επιχείρησης. Από την άλλη πλευρά έχουμε τους μη χρηματοοικονομικούς δείκτες, που ορίζονται ως οι δείκτες που αντανακλούν την απόδοση της επιχείρησης στην αγορά, όπως ο δείκτης μεριδίου αγοράς της επιχείρησης, ο δείκτης ανάπτυξης της αγοράς, ο δείκτης ικανοποίησης των καταναλωτών κτλ.

1.3 Η Έννοια της Κρίσης

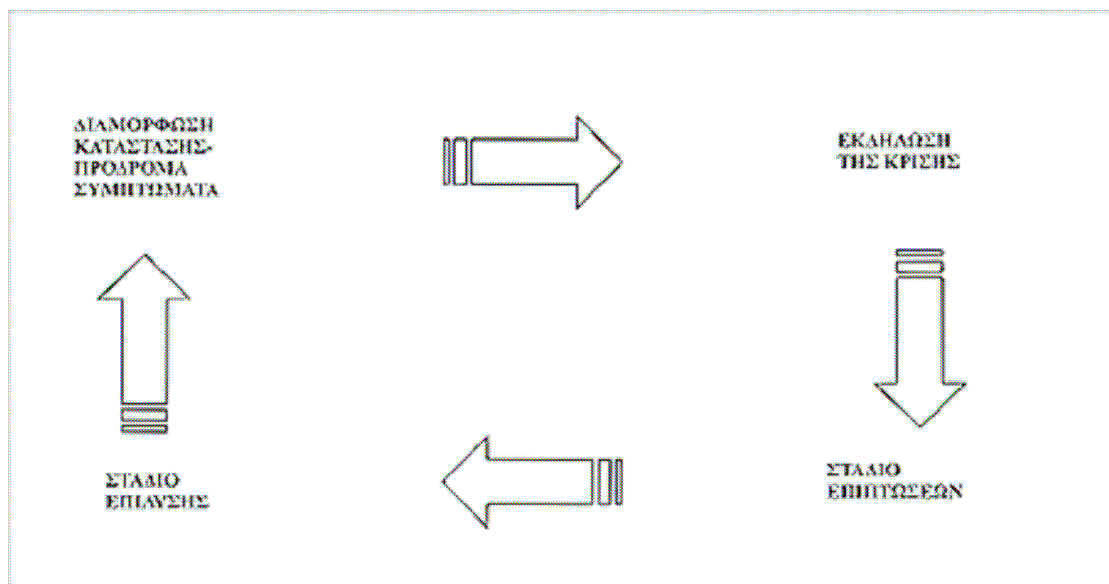
Η έννοια της κρίσης, ως πολυδιάστατη, έχει αποδοθεί ποικιλοτρόπως, ακόμη και από απλούς ανθρώπους για να περιγράψουν με μια λέξη ότι αντιμετωπίζουν ένα δύσκολο πρόβλημα, ότι διανύουν μια περίοδο ανωμαλίας και αντικανονικότητας ή βρίσκονται σε κρίσιμη φάση. Στην ελληνική γλώσσα, η λέξη κρίση προέρχεται από το ρήμα κρίνω θέλοντας να χαρακτηρίσει μια μη κανονική κατάσταση. Μια κατάσταση κρίσιμη, δύσκολη, επικίνδυνη. Συγκεκριμένα κρίση είναι μια εκτροπή από την κατάσταση της κανονικότητας και μπορεί να προσλάβει διαβαθμίσεις αντικανονικότητας από μια κατάσταση απλής διαταραχής μέχρι την κατάσταση μη ελεγχόμενων εκρηκτικών γεγονότων και την κατάσταση του χάους και του πανικού. Συνεπώς, μια κρίση εμπεριέχει μια απειλή σχετικά με τους πόρους και τους ανθρώπους, την απώλεια του ελέγχου και ορατές ή αόρατες συνέπειες στους ανθρώπους, τους πόρους και τους οργανισμούς⁸.

Για να οριστεί η οικονομική κρίση χρησιμοποιούνται συνήθως οι έννοιες από τη θεωρία των οικονομικών διακυμάνσεων. Σύμφωνα με τη θεωρία αυτή, οικονομικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι είναι το φαινόμενο των επαναλαμβανόμενων διακυμάνσεων της γενικής οικονομικής δραστηριότητας, που παρατηρούνται για μια περίοδο ετών. Μία κρίση μπορεί να αποτελείται από τέσσερα

⁸ Παναγυράκης, Γ. (2001). *Σύγχρονη Διοικητική Δημοσίων Σχέσεων*. Αθήνα: εκδ. Μπένου.

διαφορετικά και διακριτά στάδια. Ο συνήθης κύκλος ζωής μιας κρίσης ακολουθεί τα παρακάτω στάδια⁹:

1. Στάδιο Διαμόρφωσης της κατάστασης ή Πρόδρομων συμπτωμάτων (Prodromal crisis stage).
2. Στάδιο εκδήλωσης-κορύφωσης της κρίσης (acute crisis stage).
3. Στάδιο των επιπτώσεων (Chronic crisis stage).
4. Στάδιο επίλυσης- ομαλοποίησης (crisis resolution stage).



⁹ Σφακιανάκης, Κ. (1998). *Διοικητική Κρίσεων*. Αθήνα: εκδ. Έλλην.

Σημείωση: Ο επιθυμητός Κύκλος Ζωής μιας Κρίσης παρουσιάζεται στο σχήμα 2. Καταυτόν, από την εμφάνιση των Προδόμων Συμπτωμάτων, με τις κατάλληλες ενέργειες και τακτικές οδηγούμαστε απ' ευθείας στο στάδιο επίλυσης.

Πραγματοποιώντας μια σύντομη αναδρομή στις σημαντικότερες κρίσεις που έχουν εκδηλωθεί διεθνώς, η μεγάλη κρίση του 1929 (κραχ) είναι το κυριότερο σημείο αναφοράς. Οι αιτίες της ήταν:

1. η ανισορροπία στην οικονομία των ΗΠΑ, η οποία προήλθε από:
 - τη σχετική υπερπαραγωγή πρώτων υλών γεωργικών προϊόντων που είχε ως αποτέλεσμα την πτώση των τιμών και μείωση της αγοραστικής δύναμης των αγροτών και
 - τις υπεραισιόδοξες βιομηχανικές επενδύσεις σε τομείς όπως η παραγωγή αυτοκινήτων και ηλεκτρικών συσκευών.
2. η ευάλωτη διεθνής οικονομία, λόγω του γεγονότος ότι:
 - η διεθνής οικονομία ήταν ήδη εξασθενημένη από τον Παγκόσμιο πόλεμο και
 - ο αμερικανικός προστατευτισμός και η εμμονή στη αποπληρωμή του συνόλου των δανείων που είχαν δοθεί στις ευρωπαϊκές χώρες επιδείνωνε ακόμη περισσότερο το πρόβλημα.

Η αλυσιδωτή κατάρρευση επιχειρήσεων και τραπεζών έφερε την παγκόσμια οικονομική ύφεση. Κατά την κρισιμότερη καμπή αυτής της κρίσης οι άνεργοι έφθασαν τα 30.000.000 άτομα¹⁰.

Μία ακόμη από τις σημαντικότερες κρίσεις είναι αυτή του πετρελαίου τη δεκαετία του 1970. Κατά τη διάρκεια της δεκαετίας του '70 έκαναν την εμφάνισή τους δύο πετρελαϊκές κρίσεις. Αυτές έφεραν στο προσκήνιο το φαινόμενο του στασιμοπληθωρισμού, δηλαδή τη συνύπαρξη πληθωρισμού και αυξημένης ανεργίας. Ως επίσημη ημερομηνία έναρξης της πρώτης κρίσης καταγράφεται η 17η Οκτωβρίου του 1973, όταν τα μέλη του ΟΑΡΕC (Οργανισμού Αραβικών Χωρών – Εξαγωγέων Πετρελαίου Οργανισμού Αραβικών Πετρελαιοπαραγωγών Κρατών) ανακοίνωσαν ότι

¹⁰ <http://users.hol.gr/~kokkonis/courses/interwar/depression.htm>

δεν θα προμήθευαν πλέον με πετρέλαιο τις χώρες που υποστήριζαν το Ισραήλ στη διαμάχη του με τη Συρία και την Αίγυπτο. Σε αυτές τις χώρες συμπεριλαμβάνονταν οι ΗΠΑ, οι σύμμαχοι τους στη Δυτική Ευρώπη και η Ιαπωνία. Παρόλα αυτά, οι στοχευόμενες χώρες ανταποκρίθηκαν βρίσκοντας νέες πρωτοβουλίες για να περιορίσουν την εξάρτησή τους από τις παραπάνω χώρες.

Έξι χρόνια μετά, το 1979, ακολούθησε η δεύτερη πετρελαϊκή κρίση. Έκανε την εμφάνισή της στις ΗΠΑ, στον απόηχο της ιρανικής επανάστασης. Οι χώρες του OPEC για να αντιμετωπίσουν την κατάσταση, αύξησαν την παραγωγή τους και η συνολική απώλεια έφτασε στο 4%. Ωστόσο, επικράτησε ένας διαδεδομένος πανικός που ανέβασε την τιμή πολύ περισσότερο από όσο θα αναμενόταν. Αυτό ήταν αποτέλεσμα της μειωμένης ζήτησης και της υπερβολικής παραγωγής, οδηγώντας τον OPEC στο να χάσει την ενότητα του. Εξαγωγείς πετρελαίου, όπως το Μεξικό, η Νιγηρία και η Βενεζουέλα επεκτάθηκαν σημαντικά, ενώ οι ΗΠΑ και η Ευρώπη πήραν περισσότερο πετρέλαιο από το Prudhoe Bay και τη Βόρειο Θάλασσα¹¹.

Στη συνέχεια, εξετάζοντας τη λεγόμενη “ασιατική” κρίση του 1998-1999, βλέπουμε ότι άγγιξε σε μεγάλο βαθμό το τραπεζικό σύστημα, ωθώντας πολλές0 ασιατικές τράπεζες στα πρόθυρα χρεοκοπίας. Πρόκειται εδώ για μία τοπική κρίση, γεωγραφικά περιορισμένη, κάτι που τη διαφοροποιεί πολύ από την κρίση του 1929, καθώς και από τη σημερινή.

Μία άλλη κρίση στη δεκαετία του 1990 είναι αυτή της ιαπωνικής οικονομίας, η οποία είχε αντιμετωπιστεί με μερική ή πλήρη εθνικοποίηση τραπεζών. Είχε μεγάλη διάρκεια και οδήγησε σε ύφεση, διότι η αντίδραση των ιαπωνικών αρχών έφτασε με μεγάλη καθυστέρηση. Η καθυστέρηση των παρεμβάσεων κάνει την κρίση αυτή να έχει αναλογίες με αυτήν του 1929. Εντούτοις και αυτή διαφοροποιείται τόσο από τη σημερινή όσο και από αυτήν του 1929 λόγω του τοπικού χαρακτήρα της.

Μία ακόμη κρίση είναι αυτή του 2000-2001 με την έκρηξη της “φούσκας” του Internet, που προκάλεσε πτώσεις στις τιμές των μετοχών ανάλογες με εκείνες της κρίσης του 1929. Παρατηρούμε ότι η σημερινή κρίση είναι ακόμη πιο σοβαρή και

¹¹ <http://www.enthesis.net>

πλησιέστερη σε αυτήν του 1929, καθώς αγγίζει τον πυρήνα του τραπεζικού συστήματος προκαλώντας πτωχεύσεις τραπεζών.

Όντως η σημερινή κρίση δείχνει να έχει ομοιότητες με αυτήν του 1929. Σε μόλις τρεις εβδομάδες τα χρηματιστήρια έχασαν περίπου από 20% έως 25% της αξίας τους. Επίσης η κρίση του 1929 ήταν παγκόσμια, αγγίζοντας όλες τις χρηματοοικονομικές αγορές. Η σημερινή κρίση λόγω της παγκοσμιοποίησης φαίνεται να είναι ακόμη σοβαρότερη από αυτήν του 1929. Η παγκοσμιοποίηση εντείνει τη δυναμικότητα μιας χρηματοπιστωτικής κρίσης και επηρεάζει πολύ πιο γρήγορα την παγκόσμια οικονομική δραστηριότητα. Πέραν όμως της παγκοσμιοποίησης, εάν πρέπει να αποκλείσουμε μία επανάληψη της κρίσης του 1929, είναι γιατί βρισκόμαστε σε ένα διαφορετικό περιβάλλον από εκείνο της δεκαετίας του 1930¹².

¹² <http://www.makthes.gr>

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 2: Η ΔΙΕΘΝΗΣ ΧΡΗΜΑΤΟΠΙΣΤΩΤΙΚΗ ΚΡΙΣΗ 2008-2010

2.1 Εισαγωγικές Παρατηρήσεις

2.1.1 Ιστορική Αναδρομή

Στις αρχές του 2007 επικρατούσε έντονη φημολογία γύρω από τη στεγαστική αγορά των Η.Π.Α. που παρουσίαζε σημάδια κόπωσης. Πολλοί αναλυτές εξέφραζαν σε στήλες του οικονομικού τύπου την ανησυχία τους για μια επερχόμενη κρίση. Παράλληλα η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα προέβαινε διαρκώς σε σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου ώστε να αντιμετωπίσει τις πληθωριστικές πιέσεις που ταλάνιζαν την ευρωπαϊκή οικονομία. Έντονα πλήττονταν οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων. Την ίδια στιγμή το δολάριο εξακολουθούσε να υποχωρεί έναντι του ευρώ. Επιχειρήσεις μετέφεραν τα εργοστάσια τους στην Αμερική και η ανεργία στην Ευρώπη αυξανόταν, ενώ πλήττονταν ταυτόχρονα και οι εξαγωγές¹³.

Κατά το καλοκαίρι του 2007 κι ενώ αρκετοί επίσημοι παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας προσπαθούσαν να καθησυχάσουν τους επενδυτές, κεφάλαια της Bear Stearns πτώχευσαν λόγω κατοχής CDOs που βασίζονταν σε sub-prime¹⁴ στεγαστικά δάνεια τα οποία ήταν τα δάνεια υψηλού κινδύνου τα οποία χορηγούσαν τα πιστωτικά ιδρύματα σε νοικοκυριά με χαμηλά εισοδήματα αλλά και της υποχρέωσης της τράπεζας να εξυπηρετήσει τις απαιτήσεις των πιστωτών της με ρευστοποίηση των στοιχείων της.

Στις 9 Αυγούστου του 2007, μεγάλη κρίση ξέσπασε στις ΗΠΑ από την αδυναμία μεγάλων ομάδων του πληθυσμού να ανταποκριθεί στις υποχρεώσεις του για δάνεια sub-primes. Οι πλειστηριασμοί διαδέχθηκαν ο ένας τον άλλον και ολόκληρες πόλεις έμειναν στο δρόμο. Οι τράπεζες ξέμειναν από ρευστό και οι καταθέτες έσπευσαν στον γκισέ των τραπεζών για να κάνουν ανάληψη των χρημάτων

¹³ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

¹⁴ Blundell-Wignal, A. and Atkinson, P. (2008). *The sub-prime crisis – causal distortions and regulatory reform. Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*. Reserve Bank of Australia.

τους. Άλλοι, πάλι, προέβησαν σε μαζικές ηλεκτρονικές αναλήψεις των λογαριασμών τους στη Βρετανία, ένα φαινόμενο γνωστό ως «*Πανικός μέσω Ιντερνέτ*». Η αδυναμία είσπραξης των απαιτήσεων των αμερικανικών τραπεζών από τους δανειολήπτες των sub-primes, οδήγησε στην αδυναμία πληρωμής των υποχρεώσεων σε τοκομερίδια και αξίες ομολόγων και CDOs (ομόλογα β' γενιάς) στα οποία είχαν επενδύσει πολλές ευρωπαϊκές τράπεζες, την ίδια στιγμή που πλήθαιναν οι αναλήψεις πανικού. Τα ομόλογα που κατείχαν οι τελευταίες δεν είχαν αντίκρισμα, ενώ το πρόβλημα ρευστότητας προκάλεσε δυσπιστία στη δυνατότητα αποπληρωμής σε περίπτωση δανεισμού μιας τράπεζας από μια άλλη, με αποτέλεσμα να αυξηθούν τα επιτόκια της διατραπεζικής αγοράς.

Το Σεπτέμβριο του 2007, δύο γερμανικές τράπεζες, η Sachsen Landesbank και η IKB ανακοίνωσαν ότι υπέστησαν ουσιαστικές απώλειες από τις συμμετοχές τους σε επενδυτικές εταιρίες ειδικού σκοπού και συγκεκριμένα σε Conduits. Η βρετανική Northern Rock βίωσε τη μεγαλύτερη ουρά, αντιμετωπίζοντας το φαινόμενο του «τραπεζικού πανικού», των τελευταίων δεκαετιών σε μια χώρα που φημίζεται για τα μεγάλα εγγυημένα χρηματικά αποθέματα.

Κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2007, οι κεντρικές τράπεζες μεσολάβησαν συγχρονισμένα για την τόνωση της χρηματοπιστωτικής αγοράς με «ενέσεις ρευστότητας» και σταθεροποίησαν τις διακυμάνσεις στα βραχυπρόθεσμα επιτόκια. Ορισμένες κεντρικές τράπεζες όπως η Fed, μείωσαν ακόμη και το βασικό επιτόκιο χρηματοδότησης, ενώ άλλες, όπως η ECB, παρακολουθώντας τις εξελίξεις δεν προέβησαν στις προγραμματισμένες αυξήσεις. Μετά την πώληση της Bear Stearns σε εξευτελιστική τιμή στην J.P. Morgan το Μάρτιο του 2008, η διεθνής αγορά έδειχνε να έχει μπει σε μια δίνη της οικονομικής κρίσης. Το Σεπτέμβριο του 2008, η αμερικανική κεντρική τράπεζα προσέφερε έκτακτη οικονομική ενίσχυση 85 δισεκατομμυρίων δολαρίων στην ασφαλιστική εταιρεία AIG, προκειμένου να αποτρέψει την κατάρρευση της¹⁵.

Σεισμικές δονήσεις πολλών ρίχτερ προκάλεσε στο παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα η πτώχευση της τέταρτης μεγαλύτερης επενδυτικής

¹⁵ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

τράπεζας των Ηνωμένων Πολιτειών, της Lehman Brothers. Ο αμερικανικός κολοσσός κήρυξε πτώχευση καθώς απέτυχε να βρει αγοραστή και η αμερικανική κυβέρνηση εμφανίστηκε απρόθυμη να την βοηθήσει σε αυτό και να δαπανήσει δημόσιο χρήμα για τη σωτηρία της. Η βρετανική Barclays που είχε εκδηλώσει ενδιαφέρον για την εξαγορά της Lehman, αποσύρθηκε από τις διαπραγματεύσεις, υποστηρίζοντας ότι δεν μπορεί να εξασφαλίσει τις απαραίτητες εγγυήσεις από την αμερικανική κυβέρνηση αλλά και από άλλες εταιρείες της Γουόλ Στριτ. Λίγο αργότερα το ενδιαφέρον της απέσυρε και η Bank of America, η οποία στη συνέχεια ανακοίνωσε την εξαγορά της έναντι 50 δισεκατομμυρίων ευρώ. Με χρέος που άγγιζε τα 613 δισεκατομμύρια δολάρια και ενώ η μετοχή της κατακυλούσε με ιλιγγιώδεις ρυθμούς κατά 81% προκαλούσε ντόμινο εξελίξεων. Παρ'ότι υπήρχαν συνεχείς προειδοποιήσεις και πολλά σημάδια ότι η φούσκα των τοξικών προϊόντων και της αγοράς κατοικίας θα σκάσει κάποια στιγμή, οι υπεύθυνοι της Lehman Brothers δεν πήραν κανένα μέτρο για να προστατέψουν τη τράπεζα τους. Η τράπεζα που ιδρύθηκε από τρεις Εβραίους μετανάστες από τη Γερμανία το 1850 και πρωταγωνιστούσε επί 158 χρόνια, ξεπερνώντας ακόμα και το κραχ του 1929 και την ύφεση που ακολούθησε, δεν κατάφερε να βγει σώα από την νέα αυτή κρίση¹⁶.

Ένα σημείο αναφοράς για τον εντοπισμό των αιτίων της πρόσφατης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 είναι τα χαμηλά επιτόκια, τα οποία υπήρξαν απόρροια δυο παραγόντων: α) της χαλαρής νομισματικής πολιτικής που ακολούθησαν οι νομισματικές αρχές των ΗΠΑ (και οδήγησαν σε πτώση τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια), και β) της μεγάλης συσσώρευσης συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας (τα οποία συνέβαλλαν στην διατήρηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων σε χαμηλό επίπεδο). Από την μια, η πτώση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων δημιούργησε την επιθυμία στα νοικοκυριά να καταφύγουν σε τραπεζικό δανεισμό προκειμένου να βελτιώσουν το βιοτικό τους επίπεδο, από την άλλη η πτώση των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων αφενός μεν έδωσε την δυνατότητα στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να αντλούν φθηνή ρευστότητα, αφετέρου δε τα ώθησε

¹⁶ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

στην εύρεση όλο και μεγαλύτερων αποδόσεων, υποεκτιμώντας, πολλές φορές, το συνεπαγόμενο κίνδυνο¹⁷.

Λόγω λοιπόν του χαμηλού επιπέδου των επιτοκίων, η ζήτηση για στεγαστικά δάνεια αυξήθηκε δραματικά. Κατόπιν, οι τράπεζες, λόγω του έντονου ανταγωνισμού (πολλοί υπονήφιοι πελάτες), αποφάσισαν να ικανοποιήσουν αυτή την ζήτηση, έφτασαν δε στο σημείο να δανείζουν ακόμη και πελάτες με πολύ χαμηλή πιστοληπτική ικανότητα. Αυτό είχε να κάνει με δυο παράγοντες. Πρώτον, η άνοδος των τιμών των ακίνητων δημιουργούσε θετική κατεχόμενη αξία (positive home equity), η οποία λειτουργούσε ως ασφάλεια σε περίπτωση αδυναμίας τήρησης, από πλευράς δανειολήπτη, των συμφεφωνημένων συμβατικών υποχρεώσεων. Δεύτερον, η δυνατότητα της τιτλοποίησης βοήθησε να βγάλουν οι τράπεζες από τον ισολογισμό τους αυτά τα δάνεια.

2.1.2 Αίτια - Ιδιαίτερα Χαρακτηριστικά

Η κρίση ήταν κυρίως το αποτέλεσμα της υποτίμησης κινδύνου στις αγορές τιτλοποιημένων χρηματοπιστωτικών προϊόντων. Επιθετικές πολιτικές χορήγησης δανείων, συμμορφούμενοι αξιολογητές πιστοληπτικής ικανότητας, και αυτάρεσκοι δανειολήπτες πολλαπλασιάστηκαν και συνέβαλλαν στην τροφοδότηση της αύξησης τιμών ακινήτων.

Προκειμένου να διευρύνουν τα κέρδη τους εκμεταλλευόμενοι τα κίνητρα αγοράς (απορρυθμισμένες συναλλαγές, χαμηλό κόστος δανεισμού, κυνήγι υψηλών αποδόσεων, υψηλές εγγυήσεις και ασφάλειες έναντι αποτυχίας) οι χορηγοί στεγαστικών δανείων –οι οποίοι σχεδίαζαν να πωλήσουν τα ενυπόθηκα δάνεια σε οργανισμούς τιτλοποίησης και διάθεσή τους υπό μορφή νέων επενδυτικών τίτλων σε περισσότερες κατηγορίες ανυποψίαστων επενδυτών, επιτυγχάνοντας τη μεταφορά των υποκείμενων απαιτήσεων εκτός ισολογισμού τους και συνεπώς εκτός εποπτικών κεφαλαιακών υποχρεώσεων, με απώτερο στόχο την περαιτέρω ενίσχυση της πιστωτικής τους επέκτασης - σταμάτησαν να ανησυχούν για την επιστροφή των

¹⁷ Davis, E.P. (2008). Liquidity, financial crises and the lender of last resort – How much of a departure is the sub-prime crisis? *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*. Reserve Bank of Australia.

δανείων αυτών. Καθοδηγούμενοι από τον κερδοσκοπικό παροξυσμό και τον εντεινόμενο ανταγωνισμό, κατά κανόνα προέβαιναν σε επιπόλαιες μόνο προσπάθειες αξιολόγησης της ικανότητας των δανειοληπτών να αποπληρώσουν τα δάνεια τους. Τα υποθηκευμένα δάνεια συσκευάστηκαν σε επενδυτικούς τίτλους και μεταπωλήθηκαν σε υπερσύγχρονους αλλά απόκρυφους τρόπους σε επενδυτές σε ολόκληρο τον κόσμο¹⁸.

Στη διαδικασία συνέβαλλε η κερδοσκοπική εμφάνιση νέων εταιριών-επενδυτών, οι οποίες προχώρησαν σε κερδοσκοπική αύξηση της δανειακής τους επιβάρυνσης για την έκδοση βραχυχρόνιων τίτλων χαμηλού κόστους χρηματοδότησης από τα έσοδα της πώλησης των οποίων επένδυναν στην αγορά μακροχρόνιων τιτλοποιημένων προϊόντων υψηλότερης απόδοσης αλλά χαμηλότερης ρευστότητας και διαφάνειας. Η κρίση προήλθε αφενός από την συνεχιζόμενη πώληση τιτλοποιημένων προϊόντων μειούμενης εξασφάλισης και αφετέρου από την αδυναμία λήψης νέων πιστώσεων για την αναχρηματοδότηση της εκδοτικής δραστηριότητας με αποτέλεσμα τελικά την παύση, λόγω της αυξημένης αναντιστοιχίας μεταξύ του χρόνου ληκτότητας χρηματοοικονομικών απαιτήσεων και υποχρεώσεων και της συρρικνούμενης ρευστότητας, του κύκλου αναχρηματοδότησης και επανεπένδυσης και την αδυναμία των εταιριών αυτών να αποπληρώσουν τις οφειλόμενες βραχυχρόνιες υποχρεώσεις τους αλλά και να διαθέσουν περαιτέρω τις τιτλοποιημένες μακροπρόθεσμες επενδύσεις τους, ελλείψει αγοραστών. Η κρίση επιταχύνθηκε από τη δυνατότητα των εταιριών-οχημάτων να επιστρέφουν τμήμα του απώλητου πιστωτικού κινδύνου στους τιτλοποιούντες χρηματοπιστωτικούς οργανισμούς στο πλαίσιο ενεργοποίησης πιστωτικών διευκολύνσεων που είχαν συμβατικά εξασφαλίσει με αυτούς, προκειμένου να επιστρέφουν μετρητά στους επενδυτές που αγόραζαν τα δομημένα προϊόντα τους σε δύσκολες περιόδους.

Πριν το ξέσπασμα της κρίσης, ειδικές αναφορές αναλυτών έδιναν ήδη από το 2007 περιοδικές προειδοποιήσεις για τον κίνδυνο στην αγορά στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης, οι οποίες επεσήμαναν το γεγονός ότι στην ανταγωνιστική αυτή αγορά, οι χορηγοί πιστώσεων ασκούσαν έντονες διαφημιστικές καμπάνιες χορήγησης πιστώσεων για αγορά κατοικίας με μειούμενης εξασφάλισης. Εν τούτοις,

¹⁸ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

την περίοδο εκείνη θεωρήσεις για τυχόν κατάρρευση του συστήματος εστιάζονταν στον περιορισμό του κινδύνου μόνο εντός του κλάδου ακίνητης περιουσίας και ειδικότερα στην αγορά στεγαστικής πίστης , χωρίς επέκτασή του στη λοιπή οικονομία. Το ενδεχόμενο επέκτασης της κρίσης έγινε αντιληπτό όταν, με το ξέσπασμά της τον Αύγουστο 2007, διαπιστώθηκε ότι οι γεωγραφικά διασπαρμένοι και επιχειρηματικά διαφοροποιημένοι χρηματοπιστωτικοί οργανισμοί επηρεάζονταν αρνητικά από την έκθεσή τους στην αγορά τιτλοποιημένων στεγαστικών δανείων μειωμένης εξασφάλισης των ΗΠΑ¹⁹.

Η φύση της τρέχουσας χρηματοοικονομικής κρίσης είναι ιδιαίτερα ασυνήθιστη. Εμφανίζεται σε ένα διεθνές χρηματοοικονομικό περιβάλλον χαρακτηριζόμενο από έξι έτη σημαντικής οικονομικής ανάπτυξης και μία δεκαετία αξιοσημείωτης χρηματοοικονομικής σταθερότητας. Δεν είναι ακόμη σαφές εάν οι αναταραχές συνιστούν βαθμιαία απελευθέρωση με σκοπό την αποτελεσματικότερη αποτίμηση των ασφαλιστρών κινδύνου που είχαν υπερβολικά συμπιεστεί ή σημαίνουν την έλευση μιας περισσότερο αποδιοργανωτικής μακροπρόθεσμης τάσης.

Κατά το παρελθόν οι περισσότερες χρηματοπιστωτικές κρίσεις συνδέθηκαν με αδυναμία εκπλήρωσης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, πανικό απόσυρσης καταθέσεων και σημαντικές κεφαλαιακές απώλειες στους λογαριασμούς χρηματοοικονομικών απαιτήσεων από χορηγηθείσες πιστώσεις. Στην τρέχουσα κρίση το ποσοστό και μέγεθος των μη εξυπηρετούμενων δανείων στο σύνολο των χορηγηθέντων από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πιστώσεων είναι σχετικά μικρό. Δηλαδή η τρέχουσα κρίση δεν είναι το αποτέλεσμα αφερέγγυων τραπεζικών δανείων χαρακτηρίζοντας την αδυναμία εκπλήρωσης υποχρεώσεων περισσότερο σύμπτωμα και όχι αιτία της. Αντιθέτως η κρίση έχει προκύψει από τον τρόπο που τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα έχουν διαχειριστεί τα επενδυτικά τους χαρτοφυλάκια συνεπεία των κινήτρων ελεύθερης αγοράς , με σημαντικές συνέπειες στη σταθερότητα του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος²⁰.

¹⁹ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

²⁰ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

Η αιτιολόγηση της παρέμβασης των κεντρικών τραπεζών αλλά και γενικότερα ο προσδιορισμός κατευθύνσεων μελλοντικής πολιτικής για την πρόληψη κρίσεων αποτέλεσαν αντικείμενο έντονης συζήτησης, εκφράζοντας σημαντική διαφορά απόψεων. Οι υπέρμαχοι της διακριτικής παρέμβασης του κράτους (κεντρικής τράπεζας) υποστήριξαν ότι η παροχή υψηλότερων επιπέδων βραχυπρόθεσμης ρευστότητας στις αγορές μεσούσης της κρίσης, θα υπέσκαπτε την αποτελεσματική αποτίμηση των αναληφθέντων κινδύνων παρέχοντας ex post διασφάλιση της επενδυτικής συμπεριφοράς υψηλού κινδύνου, τιμωρώντας άδικα εκείνα τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που σοφά επέλεξαν να μείνουν εκτός του χώρου επενδύσεων σε τιτλοποιημένες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις μειωμένης εξασφάλισης ενθαρρύνοντας συμπεριφοράς «αγέλης» στις αγορές υπέρ της ανάληψης κινδύνων (moral hazard) και ενισχύοντας την πιθανότητα μελλοντικής κρίσης. Βεβαίως η ανάγκη αποτροπής της μακροπρόθεσμης χρηματοοικονομικής αστάθειας οδήγησε τελικά τις κεντρικές τράπεζες σε ενεργή παρέμβαση στις αγορές. Οι υπέρμαχοι της άμεσης και καθοριστικής παρέμβασης της κεντρικής τράπεζας υποστήριξαν ότι οι οικονομικές συνέπειες της κρίσης για το κοινωνικό σύνολο είναι τόσο μεγάλες που επιβάλλουν την άμεση παρέμβαση ρευστότητας για την αποτροπή του συστηματικού κινδύνου²¹.

2.2 Συγκυρίες που οδήγησαν στην Κρίση

2.2.1 Ζήτηση – Προσφορά χρηματοοικονομικών επενδύσεων

Η σημερινή κρίση ξεκίνησε από την ταυτόχρονη συνύπαρξη των ακόλουθων τριών παραγόντων ζήτηση-προσφορά χρηματοοικονομικών επενδύσεων²²:

- I. Η φούσκα στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία διευκόλυνε την υπέρ-κατανάλωση (μέσω δανεισμού βασισμένου στην υπεραξία των ακινήτων, το αποκαλούμενο mortgage equity withdrawal), με αποτέλεσμα την υπέρ-θέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών

²¹ Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.

²² Χαρδούβελης, Γ. (2008). *Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007-2008 & Οικονομικές Επιπτώσεις*. *Greek Money*. 31/03/2008.

συναλλαγών, όπως πολλές φορές συμβαίνει σε παρόμοιες κρίσεις. Στη χρονική περίοδο 2000-2006, οι τιμές των κατοικιών αυξήθηκαν πάνω από 100%, αλλά έκτοτε έχουν σταθεροποιηθεί και από το 2007 μειωθεί κατά περίπου 13%, ενώ η πτώση συνεχίζεται.

II. Η ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου (subprime), από 9% των συνολικών στεγαστικών το 2003 σε 24% το 2007, δηλαδή μια αχαλίνωτη πιστωτική επέκταση σε κατηγορίες νοικοκυριών που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δανειοδοτηθεί. Οι τράπεζες παρείχαν δάνεια με μόνη εγγύηση την αναμενόμενη αύξηση στην τιμή της κατοικίας, ενώ διευκόλυναν τα νοικοκυριά με ελκυστικά χαμηλά επιτόκια στα πρώτα χρόνια, τα οποία όμως θα αναπροσαρμόζονταν στη συνέχεια. Πολλές φορές οι τράπεζες αναλάμβαναν να πληρώσουν το δάνειο του νοικοκυριού από άλλη τράπεζα, επειδή το νοικοκυριό είχε πρόβλημα αποπληρωμής! Και είχε πρόβλημα αποπληρωμής, καθώς με την άνοδο των επιτοκίων της περιόδου 5/2004 - 6/2006, οι μηνιαίες δόσεις αυξάνονταν. Η έντονη αναζήτηση νέων πελατών από τις τράπεζες φαίνεται και από το γεγονός ότι τα περιθώρια επιτοκίων για τα μη φερέγγυα νοικοκυριά διαρκώς μειώνονταν.

III. Η μεταφορά του ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στο κοινό και τους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων, πολλοί από τους οποίους αγνοούσαν το ύψος του κινδύνου και υπήρξαν επιρρεπείς στις τότε υψηλές αποδόσεις. Η μεταφορά αυτή του ρίσκου επέτρεπε στις τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες και στη συνέχεια να αποκτούν ρευστότητα για επιπλέον δανειοδοτήσεις, χωρίς να χρειάζεται να βρουν νέους καταθέτες. Οι τιτλοποιήσεις έγιναν μηχανές παραγωγής χρήματος. Μάλιστα, όλο και μεγαλύτερα ποσοστά των στεγαστικών δανείων άρχισαν να διεκπεραιώνονται μέσω τιτλοποιήσεων από μη παραδοσιακούς οργανισμούς, οι οποίοι δεν είχαν την εγγύηση του αμερικανικού δημοσίου (30% το 2002, 54% το 2006).

2.2.2 Εξάπλωση της κρίσης - Domino Effect

Οι κυριότεροι λόγοι επέκτασης της κρίσης από τις Η.Π.Α. στην Ευρώπη και γενικότερα στην παγκόσμια οικονομία μπορούν να συνοψιστούν ως εξής²³:

- I. Τα σύνθετα αυτά ομόλογα ήταν διασκορπισμένα σε όλο το χρηματοοικονομικό σύστημα, στα hedge funds, στις ασφαλιστικές εταιρείες, στις επενδυτικές τράπεζες εντός και εκτός των ΗΠΑ. Μάλιστα φαίνεται ότι οι φορείς αυτοί διακρατούσαν και το τμήμα του τίτλου με το μεγαλύτερο ρίσκο, το αποκαλούμενο equity portion, προφανώς για να απολαμβάνουν τις υψηλότερες αποδόσεις.
- II. Τα σύνθετα ή δομημένα ομόλογα ήταν τόσο πολύπλοκα ώστε στην περίπτωση χρεοκοπίας κανείς δεν γνώριζε με σαφήνεια την ακριβή κατανομή των απωλειών. Κατά συνέπεια υπήρχε δισταγμός στο δανεισμό αντισυμβαλλομένων τραπεζών, ιδιαίτερα για μακρά χρονικά διαστήματα, επειδή υπήρχε έλλειμμα πληροφορίας για την έκθεσή του στα ομόλογα αυτά. Η ρευστότητα στη διατραπεζική αγορά πέραν της ημέρας περιορίστηκε και σχεδόν μηδενίστηκε. Η έλλειψη ρευστότητας οδήγησε τις κεντρικές τράπεζες σε παρεμβάσεις παροχής ρευστότητας.
- III. Οι τίτλοι αυτοί χρησιμοποιούνταν και ως ενέχυρο για περαιτέρω δανεισμό. Όταν η αξία του ενέχυρου μειώνεται, ο δανειζόμενος καλείται να αναπληρώσει την απώλεια (margin call) με την καταβολή μετρητών. Εμφανίστηκε έντονη η ανάγκη μετρητών, ιδιαίτερα επειδή οι παραπάνω χρηματοοικονομικοί ενδιάμεσοι είχαν υψηλούς συντελεστές μόχλευσης. Η έλλειψη μετρητού οδηγεί στην αναγκαστική πώληση των θέσεων των επενδυτών, γεγονός που πιέζει τις τιμές προς τα κάτω. Ορισμένοι οργανισμοί εμφάνισαν και θέματα όχι απλώς ρευστότητας, αλλά και φερεγγυότητας, π.χ. Bear-Stearns.
- IV. Στη συνέχεια, οι αξιολογικοί οίκοι αισθάνθηκαν την πίεση για την αστοχία τους στις προηγούμενες αξιολογήσεις, και έγιναν ελαφρώς αυστηρότεροι, υποβαθμίζοντας ορισμένα προϊόντα και επιτείνοντας την πτώση των τιμών.

²³ Χαρδούβελης, Γ. (2008). Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007-2008 & Οικονομικές Επιπτώσεις. *Greek Money*. 31/03/2008.

- V. Τα διεθνή λογιστικά πρότυπα επιβάλλουν στις τράπεζες την αποτίμηση του ισολογισμού τους με τιμές αγοράς, γεγονός που επιδεινώνει την εικόνα τους προς τους επενδυτές και οδηγεί σε περαιτέρω πωλήσεις των μετοχών τους.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 3: ΣΥΣΧΕΤΙΣΜΟΣ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ ΠΕΡΙΒΑΛΛΟΝΤΟΣ – ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

3.1 Ισχυρό πλήγμα στις επενδύσεις

Για να αντιμετωπίσει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μια ενδεχόμενη μετατόπιση της κρίσης από τις Η.Π.Α. στην Ευρώπη, προέβαινε τα τελευταία δυο έτη σε *σταδιακές αυξήσεις του ευρωεπιτοκίου*. Ως αποτέλεσμα πλήττονταν έντονα οι δανειολήπτες, ενώ παράγοντες στην τραπεζική αγορά συνιστούσαν στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα να είναι πιο φειδωλά στη χορήγηση δανείων.

Η μεγαλύτερη ανησυχία της Ε.Κ.Τ., ωστόσο, ήταν και θα παραμείνουν οι ενδεχόμενες διαδοχικές αυξήσεις στα επίπεδα τιμών της Ευρωζώνης. Η *άνοδος στην τιμή του πετρελαίου* και η *πτώση του δολαρίου* έναντι του ευρώ ενέτειναν τις πληθωριστικές πιέσεις και ως αποτέλεσμα οι εκθέσεις της EUROSTAT το Φεβρουάριο 2010 παρουσιάζουν πληθωρισμό ύψους 3.3% στην Ευρωζώνη, μια πολύ σημαντική απόκλιση από τον αέναο στόχο της Ε.Κ.Τ. για διατήρησή του στο 2%. Ένα χρόνο προηγουμένως ο ρυθμός αύξησης των τιμών στην Ευρωζώνη ήταν μόλις 1.8% και το 3.3% αποτελεί την ψηλότερη παρατήρηση από την εισαγωγή του ευρώ ως λογιστική μονάδα το 1999. Ο κίνδυνος περαιτέρω επιδείνωσης του πληθωρισμού αποτελεί και τον κύριο λόγο που η Ε.Κ.Τ. *αποφεύγει να ακολουθήσει το παράδειγμα της Fed και να προβεί σε μειώσεις των επιτοκίων, υιοθετώντας άλλους τρόπους ενθάρρυνσης των εμπορικών τραπεζών να παρέχουν επενδυτικά δάνεια και να αυξήσουν την ρευστότητα και οικονομική δραστηριότητα.*

Σε εγχώριο επίπεδο, οι τελευταίες εξελίξεις στην ελληνική οικονομία φαίνεται να φέρνουν ένα *κύμα αυξήσεων στα επιτόκια των δανείων* αλλά και πρωτοφανή ασφυξία στην αγορά φέρνει η εκτίναξη σε επίπεδα ρεκόρ των επιτοκίων δανεισμού του Ελληνικού Δημοσίου που ωθούν προς τα πάνω και το κόστος δανεισμού των ελληνικών τραπεζών. Κορυφαίοι τραπεζίτες διαμηνύουν πλέον ευθέως ότι θα ανεβάσουν έως και πάνω από 1% τα επιτόκια σε στεγαστικά και καταναλωτικά

δάνεια, ενώ ακόμα πιο δύσκολη θα γίνει τους επόμενους μήνες η πρόσβαση στον δανεισμό για νοικοκυριά, μικρομεσαίες αλλά και μεγάλες επιχειρήσεις²⁴.

Τα συνεχόμενα αρνητικά ρεκόρ που καταγράφει το σπρεντ των ομολόγων (η διαφορά των επιτοκίων μεταξύ των ελληνικών δεκαετών ομολόγων και των γερμανικών), ξεπερνώντας ακόμα και τις 400 μονάδες εξαιτίας των πρωτόγνωρων κερδοσκοπικών πιέσεων εις βάρος της ελληνικής οικονομίας, έχουν άμεσο αντίκτυπο και στο κόστος δανεισμού για τις τράπεζες αλλά και τους πελάτες τους. Το κόστος με το οποίο δανείζεται το Δημόσιο στις ξένες αγορές αλλά και στην εγχώρια αποτελεί τη βάση πάνω από την οποία ξεκινούν να δανείζονται οι τράπεζες το χρήμα που έχουν ανάγκη για να δανείζουν τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις.

Σε δεινή θέση βρίσκονται όμως και οι επιχειρήσεις που αναζητούν μια ανάσα από τη χρηματοπιστωτική κρίση προσφεύγοντας στον τραπεζικό δανεισμό. Πλέον, σε πολλές περιπτώσεις, το κόστος χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης φτάνει ακόμα και το **9% - 10%** για μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις, έναντι περίπου 6% πριν από το ξέσπασμα της κρίσης. Ακόμα και οι μεγαλύτερες, εισηγμένες επιχειρήσεις αντιμετωπίζουν πρόβλημα, καθώς το κόστος άντλησης κεφαλαίων από τις τράπεζες είναι υψηλό, ενώ και οι εκδόσεις ομολόγων είναι ουσιαστικά απαγορευμένες. «Όταν το Ελληνικό Δημόσιο δανείζεται με 6,2%, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να δώσουν επιτόκιο τουλάχιστον 7% με 8% για να είναι ανταγωνιστικές στις εκδόσεις ομολόγων και αυτό είναι καταστροφικό για τα οικονομικά τους»²⁵ εξηγεί τραπεζικό στέλεχος.

Η **εκτίναξη των επιτοκίων** είναι μόνο η μία όψη του νομίσματος στη δεινή κατάσταση όπου έχουν περιέλθει οι τραπεζίτες αλλά και οι δανειολήπτες. Το δεύτερο χτύπημα στην αγορά είναι η **πρωτοφανής ασφυξία**. Κορυφαία τραπεζικά στελέχη εκτιμούν ότι το 2010 η πιστωτική επέκταση θα είναι σχεδόν μηδενική, γεγονός που σημαίνει ότι στην αγορά θα μπουκν περίπου 15 δισ. ευρώ λιγότερα σε σχέση με το 2009. Ειδικά στα στεγαστικά δάνεια η ζήτηση παρουσιάζει πρωτοφανή πτώση, καθώς τον Ιανουάριο οι αιτήσεις είναι κατά 50% μειωμένες σε σχέση με πέρυσι, ενώ όσο η εικόνα της οικονομίας δεν βελτιώνεται τόσο οι υποψήφιοι αγοραστές παραμένουν μαγκωμένοι. Ακόμα όμως και στις περιπτώσεις που προκύπτει ενδιαφέρον για

²⁴ <http://www.madata.gr/epikairotiita/economy/51158.html>

²⁵ <http://www.madata.gr/epikairotiita/economy/51158.html>

τραπεζικό δανεισμό, τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα πλέον δυσκολεύονται να δώσουν το πράσινο φως για την εκταμίευση. Όπως αναφέρουν τραπεζικά στελέχη, αυτή τη στιγμή 7 στις 10 αιτήσεις για καταναλωτικά δάνεια ή και πιστωτικές κάρτες απορρίπτονται, ενώ ένας στους δύο ενδιαφερόμενους για στεγαστικό δεν φτάνει ποτέ στο γκισέ, είτε γιατί η αίτησή του απορρίπτεται είτε γιατί ο ίδιος κάνει πίσω όταν δει τα πολύ υψηλά επιτόκια²⁶.

Κατά καιρούς προτάθηκαν διάφορες θεωρίες που εξηγούν τη συμπεριφορά των επενδύσεων (ιδιωτικών και μη). Όπως και στην περίπτωση της κατανάλωσης, έτσι και στην περίπτωση των επενδύσεων, οι ερευνητές χρησιμοποιούν διαφορετικές συναρτήσεις επενδύσεων ανάλογα με την ανάλυση που προτίθενται να κάνουν και τα δεδομένα που πρέπει να αναλύσουν. Η επένδυση αποτελεί προσθήκη στο απόθεμα κεφαλαίου μιας οικονομίας. Οι επενδύσεις μπορεί να είναι ιδιωτικές ή δημόσιες. Οι ακαθάριστες επενδύσεις περιλαμβάνουν και τις αποσβέσεις, ενώ οι καθαρές αντιπροσωπεύουν την καθαρή προσθήκη στο κεφάλαιο και τα αποθέματα προϊόντων στην οικονομία.

Το ύψος των επενδύσεων προσδιορίζεται από πολλούς παράγοντες όπως το εισόδημα, επιτόκιο, δαπάνη επενδύσεων, τεχνολογία, προσδοκίες κ.α. και επομένως αποτελεί ένα πολύ ευμετάβλητο μακροοικονομικό μέγεθος.

Στην πρώτη περίπτωση, αναπτύσσεται το υπόδειγμα των επενδύσεων σύμφωνα με τον Keynes πάνω στο οποίο στηρίχτηκαν και άλλοι ερευνητές για να αναπτύξουν την θεωρία των επενδύσεων. Στην δεύτερη περίπτωση, αναπτύσσεται το υπόδειγμα των κατά προώθηση επενδύσεων, στην τρίτη περίπτωση το υπόδειγμα του επιταχυντή των επενδύσεων ή αλλιώς της μερικής προσαρμογής του Nerlove ενώ στο τέλος, υπάρχει και ένας συνδυασμός των τριών περιπτώσεων με την παρουσίαση της συνάρτησης των ιδιωτικών ακαθάριστων επενδύσεων σε σταθερές τιμές αγοράς ενός έτους. Πιο συγκεκριμένα:

(I) Το υπόδειγμα των επενδύσεων κατά Keynes

Σύμφωνα με τον Keynes, οι επενδύσεις αποτελούν φθίνουσα συνάρτηση του πραγματικού επιτοκίου. Ο Keynes θεωρούσε το επιτόκιο ως χρηματικό μέγεθος και

²⁶ <http://www.madata.gr/epikairoτητα/economy/51158.html>

κατά συνέπεια, δεν δεχόταν ότι μπορεί να ασκήσει ουσιαστική επίδραση επί των πραγματικών οικονομικών μεγεθών. Επιπλέον, θεωρούσε ότι το επιτόκιο είναι μέγεθος το οποίο δεν υφίσταται σημαντικές διακυμάνσεις και επομένως, δεν ασκεί ουσιαστική επίδραση πάνω στην οικονομική δραστηριότητα. Η συνάρτηση είναι της μορφής²⁷:

$$I_t = f(r) \quad \mu\epsilon \frac{dI_t}{dr} < 0$$

και η αντίστοιχη συνάρτηση που χρησιμοποιούμε είναι η γραμμική συνάρτηση:

$$I_t = I_0 - \beta_0 \times r \quad (1)$$

Η πρώτη εξίσωση εκφράζει, όπως έχει λεχθεί, τις πραγματικές επενδύσεις ως συνάρτηση του επιτοκίου, το οποίο προσδιορίζεται εξωγενώς στην αγορά του χρήματος. Επομένως, το επιτόκιο (r) αποτελεί το συνδετικό κρίκο μεταξύ των αγορών προϊόντος και χρήματος. Ένα χαμηλότερο επιτόκιο, προκαλεί αύξηση των επενδυτικών δαπανών, αύξηση της συνολικής δαπάνης και αύξηση του εθνικού εισοδήματος. Η αύξηση του εισοδήματος, οδηγεί σε αύξηση της κατανάλωσης η οποία με τη σειρά της, προκαλεί αύξηση της προσφοράς καταναλωτικών αγαθών και περαιτέρω αύξηση του εισοδήματος. Έχουμε δηλαδή, μία πολλαπλασιαστική διαδικασία.

(II) Το υπόδειγμα των «κατά πρόωθηση» επενδύσεων

Μία πιο ρεαλιστική υπόθεση είναι ότι το ύψος των επενδύσεων εξαρτάται από το επίπεδο του εισοδήματος και μάλιστα ότι υπάρχει μία αύξουσα συναρτησιακή σχέση μεταξύ των δύο. Η σχέση αυτή, οφείλεται στο γεγονός ότι η αύξηση του επιπέδου του εθνικού εισοδήματος και της οικονομικής δραστηριότητας γενικότερα, δημιουργεί ευνοϊκότερες συνθήκες επιχειρηματικής δραστηριότητας και δυνατότητες επιτεύξεως υψηλότερων επιχειρηματικών κερδών και επομένως, ενθαρρύνει την ανάληψη μεγαλύτερου ύψους επενδύσεων. Στην περίπτωση αυτή, η γραμμική μορφή της συναρτήσεως των επενδύσεων είναι:

²⁷ Νούλας, Α. (2000). *Χρήμα και Τράπεζες*. Θεσσαλονίκη: εκδ. Πανεπιστημίου Μακεδονίας.

$$I_t = I_0 - a \times Y$$

Όπου

I_0 : το ύψος των αυτόνομων επενδύσεων

$a > 0$: η κλίση της συνάρτησης επενδύσεων

Σε κάθε επίπεδο εισοδήματος I_0 αντιστοιχεί επίπεδο αυτόνομων επενδύσεων και aY_t επίπεδο κατά προώθηση επενδύσεων.

(III) Το υπόδειγμα των ιδιωτικών ακαθάριστων επενδύσεων

Μια διάκριση που γίνεται στις συνολικές επενδύσεις της οικονομίας είναι μεταξύ ακαθάριστων (gross) και καθαρών επενδύσεων (net investment). Το σύνολο των ακαθάριστων επενδύσεων της οικονομίας, προκύπτει από το άθροισμα των επενδύσεων για αποσβέσεις και των καθαρών επενδύσεων. Το σύνολο των ιδιωτικών ακαθάριστων επενδύσεων (I_t) εξαρτάται από διάφορους παράγοντες όπως: το μακροχρόνιο επιτόκιο, το σύνολο των διαθέσιμων πόρων (Y_t) σε σταθερές τιμές αγοράς καθώς και τις επενδύσεις του προηγούμενου έτους. Η συνάρτηση των ιδιωτικών ακαθάριστων επενδύσεων παρουσιάζεται παρακάτω:

$$I_t = \beta_0 + \beta_1 \cdot Y_t + \beta_2 \cdot r_t + \beta_3 \cdot I_{t-1} + e_t$$

με $\beta_0 > 0$, $\beta_1 < 0$, $0 < \beta_3 < 1$

Ανακεφαλαιώνοντας λοιπόν, θα λέγαμε ότι το σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον αποτελεί τροχοπέδη για την επιχειρηματική απόδοση, καθώς μέσα από την αύξηση των επιτοκίων δανεισμού μειώνει την επιθυμία των επιχειρήσεων για επενδύσεις.

3.2 Ζητήματα ρευστότητας και προβλήματα διαχείρισης εμπορικής πίστωσης σε εταιρικούς πελάτες

Οι κυριότεροι συντελεστές της αλυσίδας αξίας των προϊόντων και υπηρεσιών (value chain) είναι οι προμηθευτές, παραγωγοί, χονδρέμποροι, λιανικοί έμποροι και καταναλωτές. Λόγω της οικονομικής κρίσης ο ένας παράγοντας της αγοράς πιέζει τον

άλλον για μεγαλύτερη πίστωση σύμφωνα με τη διαπραγμάτευση δύναμη που διαθέτει στην εκάστοτε αγορά (π.χ. κυκλοφορούν μεταχρονολογημένες επιταγές που φτάνουν και τους δεκαοκτώ μήνες). Γενικά μιλώντας, οι επιχειρήσεις που αδυνατούν να μεταφέρουν στους προμηθευτές την πίστωση ή και την έκπτωση που προσφέρουν στους (εταιρικούς) πελάτες τους τότε δεν μπορούν να διατηρήσουν την αναγκαία ισορροπία μεταξύ των ταμειακών εισροών και εκροών²⁸.

Με απλά λόγια, όταν οι επιχειρήσεις πληρώνουν με μετρητά και πουλάνε με πίστωση τότε διατρέχουν τον κίνδυνο ταμειακού ελλείμματος με ότι αυτό συνεπάγεται. Η κατάσταση επιβαρύνεται ακόμη περισσότερο εάν προσθέσουμε στα παραπάνω και την άρνηση δανειοδότησης από τις τράπεζες τόσο προς τους ιδιώτες όσο και τις επιχειρήσεις. Το αποτέλεσμα, σε αυτή την περίπτωση είναι διπλά αρνητικό: υποτονική κίνηση της αγοράς με ταυτόχρονη αδυναμία χρηματοδότησης των επιχειρηματικών δραστηριοτήτων.

Η πρόκληση για τον οικονομικό διευθυντή είναι να βοηθήσει την επιχείρηση του να επιβιώσει από την παραπάνω κρίση και να διαχειριστεί τα όποια περιθώρια ευελιξίας εμπορικής πίστωσης διαθέτει με τον καλύτερο δυνατό τρόπο. Θα πρέπει να διαλέξει ποιοι εταιρικοί πελάτες αξίζουν να πάρουν πίστωση και ποιοι είναι επικίνδυνοι όσο αφορά την φερεγγυότητα και την πιστοληπτική τους ικανότητα ώστε να προστατεύσει την επιχείρηση από πιθανές μελλοντικές ζημιές. Στο πλαίσιο αξιολόγησης των πελατών μιας επιχείρησης υπάρχουν λογιστικά «συμπτώματα» που υποδηλώνουν πιθανό οικονομικό πρόβλημα του εταιρικού πελάτη.

Ένα προφανές σύμπτωμα είναι η συρρίκνωση του λογαριασμού των ταμειακών διαθεσίμων του ή η υπερβολική αύξηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων του, ιδιαίτερα προς ασφαλιστικά ταμεία (π.χ. Ι.Κ.Α.) ή εφορία. Επίσης πρόβλημα μπορεί να υπάρξει όταν ο πελάτης δεν είναι σε θέση να εισπράξει τις δικές του απαιτήσεις έγκαιρα με αποτέλεσμα αυτές να παρουσιάζονται συνεχώς αυξημένες στους ισολογισμούς του. Όμως τα λογιστικά «συμπτώματα» δεν είναι πάντα εύκολο

²⁸ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

να εντοπιστούν αφού είναι πολύ πιθανό ο εταιρικός πελάτης να μην υποχρεώνεται να εκδώσει οικονομικές καταστάσεις (π.χ. Εταιρίες με σύσταση Ο.Ε., Ε.Π.Ε, κτλ) ή ακόμα και όταν υπάρχουν δημοσιευμένες καταστάσεις, αυτές παρουσιάζονται τις περισσότερες φορές «κατόπιν εορτής» και δεν μπορούν να αξιοποιηθούν έγκαιρα από την επιχείρηση που συναλλάσσεται μαζί τους²⁹.

Έτσι πέρα από τα λογιστικά συμπτώματα υπάρχουν και συμπτώματα συμπεριφοράς κάποιων πελατών που θα πρέπει να προβληματίσει την οικονομικό υπεύθυνο της επιχείρησης. Για παράδειγμα πελάτης που για πολλά χρόνια είχατε μαζί του άψογη συνεργασία αρχίζει και παρουσιάζει δυστροπίες όσο αφορά την ποιότητα των προϊόντων ή καθυστερεί την εξόφληση τιμολογίων με διάφορες δικαιολογίες (το σύστημα είναι κάτω, ο λογιστής λείπει, χάθηκε το παραστατικό), ή ο υπεύθυνος δεν απαντά στο τηλέφωνο. Άλλο ανησυχητικό παράδειγμα είναι η προσπάθεια αναδιαπραγμάτευσης της πίστωσης σε πολύ σύντομο διάστημα από την προηγούμενη φορά που συμφωνήσατε τους όρους. Επίσης οι φήμες στην αγορά, η συχνή αλλαγή προσώπων στην διοίκηση της εταιρίας-πελάτη, και η άρνηση τους να δώσουν τα οικονομικά τους στοιχεία παρόλο που δεν είχαν αντίρρηση στο παρελθόν είναι σημάδια έντονων προβλημάτων στον πελάτη τόσο στο οργανωτικό όσο και στο οικονομικό τομέα.

Όμως δεν είναι μόνο τα αρνητικά συμπτώματα που θα πρέπει να εγείρουν την υποψία του οικονομικού στελέχους της επιχείρησης. Απρόσμενα μεγάλες παραγγελίες από πελάτες που συνήθως αγόραζαν πολύ μικρότερες ποσότητες ίσως κρύβουν απάτη. Επίσης πολλά «κανόνια» στη αγορά στήνονται με «νεοφερμένους» επιχειρηματίες που στην προσπάθεια τους να κερδίσουν την εμπιστοσύνη των προμηθευτών αρχικά αγοράζουν με μετρητά σημαντικές ποσότητες σε σχετικά υψηλές τιμές. Ύστερα συνεχίζουν να αγοράζουν ακόμα μεγαλύτερες ποσότητες ζητώντας διευκολύνσεις στην εξόφληση τους ενώ παράλληλα εισπράττουν προκαταβολές από ανυποψίαστους πελάτες που προσπαθούν να επωφεληθούν από τις

²⁹ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

ιδιαίτερα χαμηλές τιμές και τις «απίστευτες» προσφορές που είναι πολύ καλές για να είναι αληθινές³⁰.

3.3 Προβλήματα στις χρηματοοικονομικές επιδόσεις

Η έλλειψη ρευστότητας έχει άμεση επίδραση στις ταμειακές ροές της επιχείρησης. Στη χρηματοοικονομική θεωρία οι ταμειακές ροές έχουν ιδιαίτερη σημασία αφού θεωρούνται το μέσο με το οποίο η εταιρία προσπαθεί να μεγιστοποιήσει την αξία της επένδυσης των μετόχων της. Ο σκοπός της επιχείρησης είναι να παράγει όσο το δυνατόν μεγαλύτερο πλεόνασμα στις ταμειακές της ροές (free cash flow) οι οποίες ισούνται με τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων μείον την απαιτούμενη επένδυση που χρειάστηκε να προβεί η επιχείρηση στο συγκεκριμένο χρονικό διάστημα για να επιτύχει αυτή την κερδοφορία.

Παρόλο που το συγκεκριμένο άρθρο δεν επιδιώκει μια λεπτομερή τεχνική ανάλυση των ταμειακών ροών, είναι σημαντικό να γίνει κατανοητό ότι δεν είναι αρκετό για μια επιχείρηση απλά να παράγει κέρδη σε μια συγκεκριμένη περίοδο αλλά αυτά τα κέρδη θα πρέπει να είναι μεγαλύτερα από την επένδυση που πραγματοποίησε η επιχείρηση την ίδια περίοδο.

Όταν αναφερόμαστε στο όρο επένδυση δεν εννοούμε μόνο εκείνες τις επενδύσεις σε πάγια στοιχεία ενεργητικού που τις θεωρούμε αυτονόητες όπως την εγκατάσταση μιας παραγωγικής μονάδας, ή την αγορά ενός μηχανήματος αλλά και τις επενδύσεις στο κεφάλαιο κίνησης όπως αύξηση του αποθέματος εμπορευμάτων και πρώτων υλών ή αύξηση στην πίστωση που δίνεται στους πελάτες της επιχείρησης. Το τελευταίο είναι ιδιαίτερα σημαντικό αφού πολλές φορές η επιχείρηση για να πραγματοποιήσει πωλήσεις προσφέρει πίστωση στους πελάτες της. Αυτό το ποσό που προσφέρει ως πίστωση είναι στην ουσία η χρηματοδότηση που προσφέρει η επιχείρηση στους πελάτες της και αποτελεί φυσικά μια ταμειακή εκροή

³⁰ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

αφού όσο μεγαλύτερη πίστωση προσφέρει σε μια συγκεκριμένη περίοδο τόσο λιγότερα εισπράττει στο ταμείο της.

Σε πρόσφατη έρευνα που πραγματοποιήθηκε από το μη κερδοσκοπικό ίδρυμα πιστωτικής έρευνας των ΗΠΑ (Credit Research Foundation) σε δείγμα 1,085 μη-τραπεζικών επιχειρήσεων, το 94% των ερωτηθέντων πιστεύει ότι οι πελάτες τους χρησιμοποιούν την πίστωση που τους προσφέρουν ως μέσο χρηματοδότησης του δικού τους κεφαλαίου κίνησης ενώ το 79% έχει αντιμετωπίσει καθυστερήσεις στην είσπραξη οφειλών από τους πελάτες τους και σχεδόν το ίδιο ποσοστό αναφέρει ότι οι τράπεζες έχουν μειώσει την χρηματοδότηση των πελατών τους (βλέπε CFO.com “Customers Banking on Your Working Capital” By Sarah Johnson, March 4, 2009)³¹.

Τα παραπάνω αποτελέσματα δείχνουν ότι οι εταιρίες αναγκάζονται εν μέρει να αναλάβουν το ρόλο των τραπεζών και να αναπληρώσουν την ελλειπή πίστωση που προσφέρεται στους εταιρικούς πελάτες, πραγματοποιώντας με αυτό τον τρόπο μια ιδιότυπη, ανεπιθύμητη, αλλά συγχρόνως και αναγκαστική, επένδυση.

Η πρόχειρη ερμηνεία των ταμειακών ροών που παράγουν οι διάφορες επιχειρήσεις μπορεί να οδηγήσει σε λανθασμένα συμπεράσματα. Για παράδειγμα, δύο ξεχωριστές επιχειρήσεις μπορεί να έχουν το ίδιο λειτουργικό κέρδος ή ακόμα τις ίδιες καθαρές ταμειακές ροές αλλά να διαφέρουν στο είδος της επένδυσης που έχουν κάνει. Η μία επιχείρηση μπορεί να έχει επενδύσει σε νέα προϊόντα που θα φέρουν πωλήσεις και μεγαλύτερα κέρδη στο μέλλον ενώ η άλλη επιχείρηση μπορεί να έχει επενδύσει κυρίως στην πίστωση που προσέφερε στους πελάτες της σε μια προσπάθεια να προστατέψει την κερδοφορία της. Μια πρόχειρη σύγκριση των ταμειακών ροών θα οδηγούσε στο συμπέρασμα ότι οι δύο εταιρίες είναι το ίδιο αποτελεσματικές στην δημιουργία χρηματικού πλεονάσματος (αφού παράγουν ίσες ταμειακές ροές). Όμως, αυτό θα οδηγούσε σε λάθος συμπεράσματα σχετικά με την αξιολόγηση των δυο επιχειρήσεων. Παρόλο ότι έχουν τις ίδιες ταμειακές ροές, οι

³¹ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

προσδοκίες για το μέλλον της κάθε επιχείρησης διαφέρουν σημαντικά λόγω της ποιοτικής διαφοράς των επενδύσεων που πραγματοποιήσαν.

Αυτή η ποιοτική υποβάθμιση των ταμειακών ροών που συχνά παραβλέπεται από τη βιβλιογραφία της χρηματοοικονομικής διοίκησης εντοπίζεται κυρίως σε περιόδους κρίσης. Σε αυτές τις περιόδους, η πτώση των πωλήσεων αναγκάζει τις επιχειρήσεις να προσφέρουν κίνητρα όπως εκπτώσεις και ευκολίες πληρωμής, με αποτέλεσμα να παρατηρείται πτώση στις ταμειακές ροές τόσο σε απόλυτο μέγεθος όσο και στα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους μιας και οι παραγωγικές επενδύσεις σε περίοδο κρίσης λιγοστεύουν σημαντικά ενώ οι όποιες επενδύσεις γίνονται περιορίζονται σε επίπεδο κεφαλαίου κίνησης κυρίως υπό τη μορφή πιστώσεων.

Ακόμα μια ευρεία γνωστή μέθοδος αξιολόγησης της χρηματοοικονομικής απόδοσης των επιχειρήσεων είναι η Οικονομική Προστιθέμενη Αξία (ΟΠΑ) (Economic Value Added) η οποία ισούται με τα λειτουργικά κέρδη μετά φόρων μείον το κόστος κεφαλαίου, πόσο δηλαδή η επιχείρηση πρέπει να αποδώσει στους επενδυτές της, μετόχους και τράπεζες). Σημειώνεται ότι το κόστος κεφαλαίου αποτελεί την απόδοση της επένδυσης που απαιτούν οι επενδυτές σύμφωνα με το ρίσκο που έχουν αναλάβει μέσω της επένδυσης τους. Δηλαδή όσο πιο υψηλό ρίσκο έχει μία επένδυση τόσο μεγαλύτερο θα είναι το κόστος κεφαλαίου που θα επιβαρύνει την επιχείρηση και τόσο χαμηλότερη θα είναι η ΟΠΑ³².

Σε περιόδους κρίσης η επιχείρηση προσφέρει πίστωση στους πελάτες της και αυτό το κάνει με τα λεφτά που έχουν επενδύσει οι επενδυτές. Εφόσον λοιπόν οι επενδυτές είναι οι τελικοί αποδέκτες του ρίσκου που απορρέει από τις πιστώσεις που προσφέρει η επιχείρηση τότε το κόστος κεφαλαίου θα αυξάνεται όσο η επιχείρηση αναλαμβάνει μεγαλύτερο ρίσκο με το να πιστώνει επισφαλείς πελάτες. Αυτό εξηγεί και την δισταγμό των τραπεζών να προσφέρουν κεφάλαιο κίνησης στις επιχειρήσεις αφού με αυτό τον τρόπο εκτίθενται στο ρίσκο της επιχείρησης που δανείζουν αλλά και σε εκείνους που χρωστούν στην επιχείρηση.

³² Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

3.4 Ζητήματα λειτουργικού και χρηματοοικονομικού κινδύνου (μόχλευσης)

Η πτώση των πωλήσεων και η πίεση για χαμηλότερες τιμές και μεγαλύτερη πίστωση αυξάνουν την ανάγκη για δανεισμό από τις τράπεζες. Όπως έχει αναφερθεί παραπάνω το τραπεζικό σύστημα δεν έχει ανταποκριθεί όσο θα επιθυμούσαν οι παράγοντες της αγοράς και δεν είναι ο σκοπός του άρθρου να αναλύσει τους λόγους αυτής της ολιγορίας. Αυτό που θα πρέπει να προσέξουν οι επιχειρήσεις είναι ότι ο δανεισμός δεν αποτελεί πανάκεια στη κρίση που αντιμετωπίζουν εάν δεν συνοδευτεί και με αντίστοιχη ένεση ρευστότητας στους ιδιώτες ώστε να τονωθεί η ζήτηση στην αγορά.

Από χρηματοοικονομική άποψη ο επιπλέον δανεισμός όταν γίνεται απλά για να καλυφθούν τα λειτουργικά έξοδα και να δοθεί μεγαλύτερη πίστωση στους πελάτες αυξάνει το χρηματοοικονομικό ρίσκο της επιχείρησης και την συνολική μόχλευση αφού τα έξοδα τόκων θα προστεθούν με τα υπόλοιπα σταθερά έξοδα αυξάνοντας το ελάχιστο απαιτούμενο επίπεδο πωλήσεων νεκρού σημείου (break-even) κάτω από το οποίο η επιχείρηση θα πραγματοποιήσει ζημιά. Εάν ο δανεισμός απλά χρηματοδοτεί την ζημιογόνα κατά τα άλλα λειτουργία της επιχείρησης τότε το πρόβλημα της έλλειψης κερδοφορίας δεν επιλύεται αλλά απλά καλύπτεται και μετατίθεται στο μέλλον με ποιο επώδυνες συνέπειες ειδικά όταν η ζήτηση αναμένεται να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα³³.

Προτεραιότητα της επιχείρησης πρέπει να είναι η ευελιξία και η ικανότητα να λειτουργεί κερδοφόρα σε χαμηλά επίπεδα πωλήσεων. Με άλλα λόγια η επιχείρηση θα πρέπει να χαμηλώσει το νεκρό σημείο πωλήσεων ώστε να επιβιώσει σε περιόδους κρίσης. Αυτό επιτυγχάνεται με την μετατροπή μερικών σταθερών εξόδων σε μεταβλητά έξοδα. Τέτοια παραδείγματα βρίσκουμε στην χρηματοδοτική μίσθωση (Leasing), outsourcing, και την ευέλικτη απασχόληση. Η χρηματοδοτική μίσθωση ενδείκνυται όταν το κόστος απόκτησης ή συντήρησης του πάγιου στοιχείου είναι ιδιαίτερα υψηλό και η επιχείρηση δεν είναι σίγουρη ότι θα το χρησιμοποιήσει στο

³³ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

μέλλον. Το outsourcing προτιμείται στην περίπτωση που το κόστος και η ποιότητα των υπηρεσιών είναι καλύτερα όταν προσφέρονται από μία εταιρία εξειδικευμένη στο συγκεκριμένο τομέα (π.χ. υπηρεσίες logistics). Η χρήση της ευέλικτης απασχόλησης μπορεί να μειώσει σημαντικά τα έξοδα της επιχείρησης. Όμως επιφέρει μια σειρά από προβλήματα μερικά από τα οποία σχετίζονται με θέματα ποιότητας και αξιοπιστίας της παραγωγικής διαδικασίας ενώ άλλα σχετίζονται με τις αρνητικές επιπτώσεις στη ζωή και τα δικαιώματα των εργαζομένων³⁴.

³⁴ Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 4: ΠΡΟΣΠΑΘΕΙΕΣ ΔΙΑΦΥΛΑΞΗΣ ΤΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΜΑΤΙΚΗΣ ΑΠΟΔΟΣΗΣ

4.1 Δημόσια παρέμβαση για νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Οι ενδείξεις από τις αντιδράσεις των κυβερνήσεων και των κεντρικών τραπεζών στην κρίση είναι θετικές, και ο συντονισμός που επιτεύχθηκε ικανοποιητικός, με αποκορύφωμα τις αποφάσεις της Συνόδου Κορυφής της Ευρωζώνης της 12ης Οκτωβρίου 2008. Στη Σύνοδο αυτή υιοθετήθηκε ουσιαστικά το σχέδιο του Βρετανού πρωθυπουργού Gordon Brown για την ενίσχυση της ρευστότητας, της φερεγγυότητας, και της κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με δημόσιους πόρους και εγγυήσεις. Αυτό όμως δεν αρκεί. Απαιτείται επείγοντως η εκπόνηση μιας νέας αρχιτεκτονικής για το χρηματοπιστωτικό σύστημα προκειμένου να εξαλειφθούν, κατά το δυνατόν, τα αίτια που προκάλεσαν αυτή την κρίση.

Στη νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος, το μεγαλύτερο βάρος της ευθύνης για την αποφυγή παρόμοιων κρίσεων στο μέλλον ανήκει στις εποπτικές αρχές. Αυτές πρέπει να εξασφαλίσουν³⁵:

(α) Διαφάνεια, με την εγγραφή όλων ανεξαιρέτως των συναλλαγών στους ισολογισμούς και τα αποτελέσματα των τραπεζών και την εξασφάλιση μη απόκρυψης των κινδύνων καθώς και με την υποχρέωση λεπτομερούς ενημέρωσης των αντισυμβαλλομένων για τους κινδύνους των παρεχομένων χρηματοοικονομικών προϊόντων.

(β) Βελτίωση των μεθόδων και διαδικασιών διαχείρισης κινδύνων, με ελέγχους σε καταστάσεις έντασης – stress testing, κυρίως όμως με τη σύνδεση των απαιτήσεων κεφαλαιακής επάρκειας των τραπεζών με τον οικονομικό κύκλο. Στο πλαίσιο αυτό πρέπει να θεσμοθετηθούν πρόσθετες προβλέψεις κεφαλαιακής επάρκειας όταν ο ρυθμός αύξησης του ενεργητικού των τραπεζών ξεπερνά ένα όριο, το οποίο σχετίζεται με την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ, καθώς και μηχανισμοί έγκαιρης διάγνωσης κινδύνων.

³⁵ Στουρνάρας, Ι. (2010). *Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική*. Αθήνα: Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνών (Ι.Ο.Β.Ε.).

(γ) Συντονισμό μεταξύ τους (των εποπτικών αρχών), με σκοπό την αποφυγή του ρυθμιστικού arbitrage. Ιδανικά, η παγκοσμιοποίηση του χρηματοπιστωτικού συστήματος απαιτεί την δημιουργία μιας παγκόσμιας εποπτικής αρχής. Το ΔΝΤ, του οποίου ο ρόλος έχει υποβαθμιστεί τα τελευταία χρόνια, θα μπορούσε να συμβάλει στην κατεύθυνση αυτή.

(δ) Αναβάθμιση και ανεξαρτητοποίηση των εποπτικών αρχών, με την τοποθέτηση στελεχών μεταξύ ατόμων αδιαμφισβήτητου κύρους, ανεξαρτησίας και ικανοτήτων.

(ε) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων εποπτείας του λεγόμενου «σκιώδους» χρηματοπιστωτικού συστήματος (hedge funds, private equity funds, κλπ).

(στ) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων εταιρικής διακυβέρνησης, ιδιαίτερα του τρόπου εγκρίσεως των πάσης φύσεως αμοιβών και κινήτρων των στελεχών του χρηματοπιστωτικού συστήματος. (ζ) Αναθεώρηση, επί το αυστηρότερο, των κανόνων λειτουργίας των οργανισμών αξιολόγησης της πιστοληπτικής ικανότητας των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων και του κινδύνου των προϊόντων που παρέχουν.

(η) Αναθεώρηση των λογιστικών κανόνων, με τροποποίηση (όχι κατάργηση) της εφαρμογής της μεθόδου “mark to market” η οποία έχει συμβάλει στην «προκυκλικότητα». Σε όρους πολιτικής οικονομίας, η νέα αρχιτεκτονική του χρηματοπιστωτικού συστήματος ως αδήριτη ανάγκη της τρέχουσας κρίσης θα είναι, όπως πολλές φορές στο παρελθόν, ένας νέος συμβιβασμός μεταξύ της δημοκρατίας και του παγκοσμιοποιημένου καπιταλισμού. Διότι δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι βασική αρχή της δημοκρατίας είναι ότι η ελευθερία του ενός σταματά εκεί που αρχίζει η ελευθερία του άλλου. Η αρχή αυτή παραβιάστηκε βάνανυσα με τη μετατροπή κολοσσιαίων χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων, στην ουσία της καρδιάς του συστήματος της ελεύθερης οικονομίας, σε καζίνο.

4.2 Χρηματοοικονομική Καινοτομία

Ο χαρακτηρισμός και η ανάλυση της χρηματοοικονομικής καινοτομίας ως διαδικασίας δημιουργίας καινοτομικών χρηματοοικονομικών προϊόντων αποτελεί ένα εγχείρημα με πολλές οπτικές γωνίες. Το θεωρητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο είναι δυνατή η ανάλυση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας αφορά τους ακόλουθους παράγοντες:

- 1) Τους κανονιστικούς περιορισμούς που αντιμετωπίζει μια επιχείρηση. Σύμφωνα με τον Silber (1983), οι επιχειρήσεις μεγιστοποιούν την χρησιμότητά τους καθώς υπόκεινται σε μία σειρά από περιορισμούς, μερικοί από τους οποίους επιβάλλονται από τις κυβερνητικές αρχές (εξωτερικοί περιορισμοί), ενώ άλλοι θεσπίζονται από την ίδια την επιχείρηση (εσωτερικοί περιορισμοί). Η ισορροπία αυτών των περιορισμών επιβάλλεται είτε από την αγορά, είτε από την ίδια την επιχείρηση. Μέσα σ' αυτό το πλαίσιο, η χρηματοοικονομική καινοτομία αποτελεί υποπροϊόν των κανονιστικών ρυθμίσεων (by-product of regulation), και ενεργοποιείται εξαιτίας του αυξανόμενου κόστους προσκόλλησης σε ένα συγκεκριμένο περιορισμό. Αυτό το αυξανόμενο κόστος αποτελεί τον παράγοντα που θα υποκινήσει την καινοτομική δραστηριότητα να χαλαρώσει αυτόν τον συγκεκριμένο περιορισμό, και κατά συνέπεια να μειώσει το κόστος προσκόλλησης σε αυτόν³⁶.
- 2) Την σχέση της καινοτομίας με την λειτουργία των χρηματοοικονομικών αγορών. Σύμφωνα με την συγκεκριμένη προσέγγιση, για να εξελιχθεί μια ιδέα σε ένα πραγματικό καινοτομικό προϊόν ή διαδικασία πρέπει να καθιστά εφικτή την λειτουργία των αγορών σε πιο αποτελεσματικά επίπεδα ή και να τις μετατρέψει σε τέλειες αγορές³⁷. Μια χρηματοοικονομική καινοτομία μπορεί να μετατρέψει τις αγορές σε πιο αποτελεσματικές μειώνοντας το κόστος της χρηματοοικονομικής διαμεσολάβησης στους καταναλωτές χρηματοοικονομικών υπηρεσιών.

³⁶ Silber, W. L. (1983). The Process of Financial Innovation. *American Economic Review* (May), p.p. 89-95.

³⁷ Van Horne, J. C. (1985). Of Financial Innovations and Excesses. *Journal of Finance* (July), p.p. 621-631.

- 3) Τις απροσδόκητες μεταβολές μεταβλητών, όπως οι φόροι και οι κανονιστικές ρυθμίσεις. Σύμφωνα με τον Miller (1991), τα καινοτομικά χρηματοοικονομικά εργαλεία περιγράφονται σαν «απρόβλεπτες βελτιώσεις» (unforecastable improvements) στο γενικότερο πλαίσιο των χρηματοοικονομικών προϊόντων και διαδικασιών, τα οποία προήλθαν ως αποτέλεσμα μη-αναμενόμενων φορολογικών και κανονιστικών αλλαγών και μετασχηματισμών³⁸.
- 4) Την οικονομική αποτελεσματικότητα που προάγεται μέσα από την διαδικασία. Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες μπορούν να βελτιώσουν την οικονομική αποτελεσματικότητα επεκτείνοντας τις ευκαιρίες για μεγαλύτερη διασπορά κινδύνου, μειώνοντας σημαντικά τα κόστη συναλλαγών και μετριάζοντας την ασύμμετρη πληροφόρηση και το κόστος αντιπροσώπευσης. Η συνολική μείωση του κόστους έχει ως αποτέλεσμα την μείωση περιθωρίου κέρδους που χρειάζεται για να καλυφθεί το κόστος ενός καινοτομικού προϊόντος. Αυτό το αποτέλεσμα «επανατροφοδότησης» («feedback» effect) μεταξύ καινοτομίας και ελαχιστοποίησης κόστους, όπου η μείωση του συνολικού κόστους που προκαλεί μια καινοτομία έχει ως συνέπεια την μείωση του κόστους δημιουργίας ενός νέου χρηματοοικονομικού προϊόντος, μπορεί να οδηγήσει σε ακόμα μεγαλύτερη καινοτομική δραστηριότητα, ιδιαίτερα στον τομέα της διαχείρισης κινδύνου³⁹.
- 5) Την προβληματική σχετικά με την αλληλοεπίδραση των δυνάμεων των ρυθμιστών (regulators), οι οποίοι αποτελούν τους εμπνευστές και θεματοφύλακες των κανονιστικών πλαισίων λειτουργίας των αγορών και των ρυθμιζόμενων (regulatees)/επιχειρήσεις, οι οποίοι προσπαθούν να παρακάμψουν αυτές τις ρυθμίσεις (διαδικασία ρυθμιστικής διαλεκτικής). Ο διεθνής βιβλιογραφία χαρακτηρίζει την ρυθμιστική διαλεκτική ως μια κυκλική διαδικασία κατά την οποία οι αντιτιθέμενες δυνάμεις των ρυθμιστών και των ρυθμιζόμενων συνεχώς αναπροσαρμόζονται. Αυτή η αναπροσαρμογή της συμπεριφοράς των ρυθμιστών και των ρυθμιζόμενων εμπεριέχει μια προσπάθεια αναζήτησης της μεγιστοποίησης των αντικειμενικών σκοπών τους, σε συνάρτηση με το πως αντιλαμβάνονται της συμπεριφορά της αντίθετης ομάδας.

³⁸ Miller, M. N. (1991). *Financial Innovation and Market Volatility*. Oxford: Basil Blackwell.

³⁹ Merton, R. C. (1993). *Operation and Regulation in Financial Intermediation: a Functional Perspective*. Stockholm: The Economic Council.

Η ενεργοποίηση της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και η επιταχυνόμενη πορεία της τα τελευταία χρόνια οφείλεται σε μία σειρά από παράγοντες, που η συνεπίδρασή τους δημιούργησε τις κατάλληλες συνθήκες σχεδιασμού και ανάπτυξης καινοτομικών προϊόντων και διαδικασιών. Από οποιαδήποτε οπτική γωνία και αν αναλυθεί η διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας, είναι φανερό ότι η δημιουργία ενός παγκοσμιοποιημένου πλαισίου ευνοϊκών συνθηκών για αυτήν συνδυάζεται με μία σειρά σημαντικών αλλαγών στις διεθνείς χρηματαγορές και κεφαλαιαγορές και στο ευρύτερο οικονομικό περιβάλλον.

Αυτές οι αλλαγές δημιούργησαν τις προϋποθέσεις εμφάνισης επικερδών ευκαιριών και δραστηριοτήτων, δίνοντας παράλληλα ένα τέλος σε μία μακροχρόνια σταθερή κατάσταση ισορροπίας των διεθνών αγορών. Οι σημαντικότεροι παράγοντες που αποτέλεσαν τον κινητήριο άξονα ανάπτυξης των χρηματοοικονομικών καινοτομιών, και που σύμφωνα με την διεθνή αρθρογραφία και βιβλιογραφία χαρακτηρίστηκαν ως οι αλλαγές που μετασχημάτισαν το status quo του διεθνούς χρηματοοικονομικού συστήματος, παρουσιάζονται στον παρακάτω πίνακα⁴⁰.

ΤΑ ΒΑΣΙΚΑ ΑΙΤΙΑ ΔΗΜΙΟΥΡΓΙΑΣ ΚΑΙΝΟΤΟΜΙΚΩΝ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΠΡΟΪΟΝΤΩΝ

1. Επίπεδο και μεταβλητότητα των τιμών
2. Επίπεδο και μεταβλητότητα των επιτοκίων
3. Ρυθμιστικές ή νομοθετικές αλλαγές
4. Ακαδημαϊκή έρευνα*
5. Φορολογικές αλλαγές
6. Τεχνολογική πρόοδος
7. Κόστη συναλλαγών
8. Κόστη αντιπροσώπευσης
9. Ευκαιρίες μείωσης κινδύνου ή αναδιανομής του
10. Ευκαιρίες αύξησης ρευστότητας
11. Λογιστικά οφέλη

* Ως ιδιαίτερα σημαντικά επιτεύγματα της επιστημονικής κοινότητας θεωρούνται οι έρευνες σχετικά με τα υποδείγματα αποτίμησης κεφαλαιακών στοιχείων (CAPM και APT), τα επιτόκια, τις αγορές προθεσμιακών συμβολαίων, τα χρηματοοικονομικά δικαιώματα (options) και γενικότερα τα παράγωγα χρηματοοικονομικά προϊόντα (derivative securities)

⁴⁰ Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών (2005). *Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση*. Τεύχος 7. σελ. 137-154.

Στα πλαίσια των διεθνών εξελίξεων και τάσεων του χρηματοοικονομικού συστήματος (διεθνοποίηση αγορών, ενοποίηση αγορών χρήματος και κεφαλαίου και απελευθέρωση/αποδιαμεσολάβηση χρηματοοικονομικών υπηρεσιών), η επιταχυνόμενη πορεία της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας έχει επιφέρει σημαντικές αλλαγές τόσο στην χρηματοοικονομική δομή και τις τεχνικές αντιμετώπισης επιχειρηματικών κινδύνων, όσο και στην φύση των εργασιών και τον ανταγωνιστικό ρόλο των οργανισμών που προσφέρουν χρηματοοικονομικές υπηρεσίες. Οι συνέπειες των χρηματοοικονομικών καινοτομιών εμφανίζονται στα ακόλουθα πεδία.

4.3 Πεδία Εφαρμογής της Χρηματοοικονομικής Καινοτομίας

4.3.1 Λειτουργικό Πλαίσιο Αγορών και Μακροοικονομική Λειτουργία των Επιχειρήσεων

Τα τελευταία χρόνια, η ανάπτυξη της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας έχει προσφέρει μια σειρά από αβέβαια και «μελλοντικά» καινοτομικά προϊόντα (η οικονομική βιβλιογραφία τα αποκαλεί Arrow-Debreu χρεόγραφα), τα οποία έχουν δημιουργήσει φθηνότερους και πιο ευέλικτους όρους δανεισμού, αποταμίευσης, ασφάλισης, αντιστάθμισης και νέων ευκαιριών διαπραγμάτευσης. Η έκδοση και διαπραγμάτευση νέων ρευστοποιήσιμων καινοτομικών εργαλείων έχει συμβάλει σημαντικά στην αύξηση της ρευστότητας του χρηματοπιστωτικού συστήματος, συντελώντας ταυτόχρονα και στην βελτίωση της ρευστότητας των ήδη υπαρχόντων χρηματοοικονομικών εργαλείων.

Ειδικότερα, οι μεταβολές στις ευρύτερες χρηματοδοτικές συνθήκες που αντιμετωπίζει ο επιχειρηματικός (μη τραπεζικός) τομέας αφορούν⁴¹:

- Την απευθείας επένδυση των επιχειρήσεων μέσω καινοτομικών χρηματοδοτικών εργαλείων σε πρωτογενείς αγορές (primary markets).

⁴¹ Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών (2005). *Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση*. Τεύχος 7. σελ. 137-154.

- Την παροχή στις ελλειμματικές μονάδες εναλλακτικών πηγών μακροπρόθεσμης χρηματοδότησης, φθηνότερων σε θέματα κόστους και πιο ευέλικτων στους όρους χρηματοδότησης.
- Την μείωση του κόστους των υπαρχόντων πηγών χρηματοδότησης,
- Την μείωση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων προς τους τραπεζικούς οργανισμούς, και ειδικότερα προς τις μορφές συναλλαγών έμμεσης αγοράς (indirect market), αγοράς δηλαδή που διαμεσολαβείτε από τις υποχρεώσεις και τις απαιτήσεις ενός πιστωτικού ιδρύματος.
- Την αποτελεσματικότερη διαχείριση των διαφόρων μορφών κινδύνου (πιστωτικός κίνδυνος, κίνδυνος επιτοκίων/ τιμών, συναλλαγματικός κίνδυνος) μέσω καινοτομικών χρηματοοικονομικών εργαλείων.
- Τον αποτελεσματικότερο έλεγχο διαχείρισης της χρηματοοικονομικής καινοτομίας (managerial control of financial innovation), με την ανάπτυξη πιο εξελιγμένων μοντέλων και τεχνικών αξιολόγησης των κινδύνων και την δημιουργία βασικών εργαλείων και πρακτικών χρηματοοικονομικής ανάλυσης των καινοτομικών προϊόντων που εκδίδονται και διαπραγματεύονται στις διεθνείς χρηματοπιστωτικές αγορές.

Αναφορικά με το μικροοικονομικό πλαίσιο λειτουργίας των επιχειρήσεων, η δημιουργία καινοτομικών προϊόντων επιφέρει:

- Μείωση του κόστους συναλλαγών (transactions cost).
- Αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση του προβλήματος της ασύμμετρης πληροφόρησης (asymmetric information) και του κόστους αντιπροσώπευσης (agency cost).
- Επαναπροσδιορισμό του πλέγματος των σχέσεων επιχειρηματιών-διευθυντικών στελεχών-επενδυτών-κεφαλαιακής διάρθρωσης-απόδοσης της επιχείρησης, με την εφαρμογή αποτελεσματικότερων συστημάτων διοικητικών κινήτρων, ελέγχων και ποινών σε περιπτώσεις μειωμένης απόδοσης των διευθυντικών στελεχών και με την καταλληλότερη χρήση της πληροφόρησης σχετικά με την μεταβολή της κεφαλαιακής διάρθρωσης και την απόδοση της επιχείρησης, ως μηχανισμό αποκάλυψης της αξίας της (signaling) στο ευρύ επενδυτικό κοινό.

4.3.2 Αποκανικοποίηση και διεύρυνση των μορφών ανταγωνισμού

Μέσα σε αυτό το απελευθερωμένο διεθνές τραπεζικό σύστημα και υπό την πίεση της συρρίκνωσης των ανταγωνιστικών πλεονεκτημάτων των διεθνών τραπεζών και την διεύρυνση του τύπου εργασιών των πιστωτικών ιδρυμάτων, η διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και τα καινοτομικά προϊόντα στήριξαν τις νέες εξελίξεις στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα και διεύρυναν τις μορφές ανταγωνισμού μεταξύ οργανισμών παροχής χρηματοοικονομικών υπηρεσιών. Επιπρόσθετα τα νέα χρηματοοικονομικά προϊόντα αναδείχθηκαν σε χαρακτηριστικούς παράγοντες “ευελιξίας” και “εμπλουτισμού” του χρηματοπιστωτικού συστήματος, παρέχοντάς του την ικανότητα άμεσης προσαρμογής στις διεθνείς εξελίξεις και ικανοποιώντας τις ανάγκες των επιχειρήσεων και του κάθε ατομικού ή θεσμικού επενδυτή.

Τις τελευταίες δεκαετίες, οι εξελίξεις που παρατηρούνται στη δομή και τις διαδικασίες του Ευρωπαϊκού αλλά και συνολικότερα του παγκόσμιου χρηματοπιστωτικού συστήματος αφορούν⁴²:

- Την κατακόρυφη ανάπτυξη της διασυννοριακής ζήτησης τίτλων σε εθνικές κεφαλαιαγορές καθώς και των διεθνών συναλλαγών σε μορφές άμεσης αγοράς παραγώγων χρηματοοικονομικών εργαλείων αντιστάθμισης του συναλλαγματικού κινδύνου και του κινδύνου διακύμανσης των διεθνών επιτοκίων.
- Την μετατροπή των μεγάλων ιδιαίτερα τραπεζών προς τον τύπο της τράπεζας γενικών συναλλαγών (universal bank).
- Σε επίπεδο τραπεζικών εργασιών, την διεθνοποίηση της εμπορικής τραπεζικής, τον διαχωρισμό των «λιανικών» (retail banking) από τις «χονδρικές» (wholesale) εργασίες, την ενεργότερη στροφή προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (ιδιαίτερα στην Ε.Ε), την τιτλοποίηση (securitization), την αγορά ακίνητης περιουσίας και εταιρικών ομολόγων (corporate bonds), με σκοπό την εύρεση νέων πεδίων επίτευξης κέρδους και την διατήρηση ή οικοδόμηση ισχυρών συγκριτικών πλεονεκτημάτων.

⁴² Van Horne, J. C. (1985). Of Financial Innovations and Excesses. *Journal of Finance* (July), p.p. 621-631.

- Την απομάκρυνση από το παραδοσιακό τραπεζικό μοντέλο, και την σταδιακή μετατροπή των τραπεζών σε χρηματοπιστωτικά πολυκαταστήματα (“one stop shopping system”).
- Τη δυνατότητα προσφοράς των απαιτούμενων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών και προϊόντων από διάφορους μη χρηματοπιστωτικούς φορείς (ασφαλιστικές επιχειρήσεις, εταιρίες χρηματοδοτήσεων, εταιρίες διαχείρισης αμοιβαίων κεφαλαίων, αποταμιευτικά ιδρύματα.
- Τις τεράστιες τεχνολογικές εξελίξεις που σχετίζονται με τις τηλεπικοινωνίες και την εφαρμογή της πληροφορικής στους τομείς συστημάτων πληρωμών, συνδυασμού υπηρεσιών και μεταβίβαση πληροφοριών (αρχιτεκτονικές συστημάτων και δικτύων client/server, σύγχρονες μεθόδους «αποθήκευσης» αρχείων, «έξυπνες» κάρτες, κλπ).
- Τις στρατηγικές επιλογές εξασφάλισης του άριστου μεγέθους λειτουργίας των τραπεζικών ιδρυμάτων για την επιτυχή αντιμετώπιση των ισχυρών ανταγωνιστικών πιέσεων. Τέτοιες στρατηγικές αφορούν τις συμμαχίες (friendly alliances), και τις συγχωνεύσεις και εξαγορές (mergers & acquisitions) που συνάπτονται μεταξύ των τραπεζικών ιδρυμάτων σε εγχώριο και διεθνές επίπεδο.

4.3.3 Οικονομική και χρηματοπιστωτική πολιτική

Η φιλελευθεροποίηση των νέων χρηματοοικονομικών προϊόντων έχει προκαλέσει μια σειρά από σημαντικές αλλαγές στην λειτουργικότητα των χρηματοπιστωτικών αγορών και στην διαχείριση των διαφόρων και σύνθετων μορφών κινδύνου. Ωστόσο, η γενικευμένη αυτή διαδικασία αλλαγής που παρατηρείται σχεδόν σε παγκόσμια κλίμακα έχει εγείρει ένα σύνολο θεμάτων και ερωτηματικών σχετικά με την οικονομική και χρηματοπιστωτική πολιτική που ακολουθείται και εφαρμόζεται από τις αναπτυγμένες και μη χώρες του παγκόσμιου χάρτη. Τρία είναι τα θέματα που σχετίζονται με την χρηματοπιστωτική και γενικότερα την οικονομική πολιτική και διαχείριση, τα οποία η επιταχυνόμενη ανάπτυξη της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας τα έχει επηρεάσει σε μεγάλο βαθμό⁴³:

⁴³ Miller, M. N. (1991). *Financial Innovation and Market Volatility*. Oxford: Basil Blackwell.

- ✓ Αποτελεσματικότητα (efficiency),
- ✓ Σταθερότητα (stability),
- ✓ Δίκαιη μεταχείριση (equity) του χρηματοπιστωτικού συστήματος

Η παραδοχή ότι τα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία προωθούν την καταναμητική αποτελεσματικότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος μιας χώρας στηρίζεται σε μια σειρά από συγκεκριμένους λόγους. Οι περισσότεροι από τους λόγους αυτούς συνδέονται με συγκεκριμένες προτάσεις σύμφωνα με τις οποίες⁴⁴:

- Η τιμολόγηση στις χρηματοπιστωτικές αγορές βελτιώνεται (μέσω της αυξήσεως του ανταγωνισμού).
- Οι επενδυτές και γενικότερα οι συμμετέχοντες στις αγορές έχουν την δυνατότητα να απευθύνονται σε ένα διευρυμένο πλαίσιο προϊόντων.
- Ένας μεγαλύτερος αριθμός μελλοντικών αβέβαιων γεγονότων (contingencies)
- μπορεί να διαχειριστεί μέσω των νέων σύνθετων εργαλείων.
- Η ευκολία απόκτησης ενός χρηματοπιστωτικού στοιχείου ή υποχρέωσης που συνδέεται πολύ στενά με τις συγκεκριμένες ανάγκες και επιθυμίες του δανειστή ή του δανειζόμενου (tailored products).

Αναφορικά με την σταθερότητα του χρηματοπιστωτικού συστήματος, αυτή προάγεται με τρεις τρόπους⁴⁵:

1. Με την δυνατότητα που παρέχουν τα καινοτομικά μέσα για αντιστάθμιση όμοιων και αντιθέτων θέσεων απέναντι στον κίνδυνο. Για ένα ενοποιημένο χρηματοπιστωτικό σύστημα, αυτή η δυνατότητα μπορεί να αποδειχθεί ιδιαίτερα επικερδής αν ο κίνδυνος μετατοπίζεται σε εκείνους τους παράγοντες της αγοράς οι οποίοι, εξαιτίας της άριστης πληροφόρησης, των αυξημένων αποθεματικών ή των αρνητικών συσχετιζόμενων απαιτήσεων που κατέχουν, έχουν μεγαλύτερες δυνατότητες να τον αποδεχθούν και να τον αντιμετωπίσουν.

⁴⁴ Merton, R. C. (1993). *Operation and Regulation in Financial Intermediation: a Functional Perspective*. Stockholm: The Economic Council.

⁴⁵ Miller, M. N. (1991). *Financial Innovation and Market Volatility*. Oxford: Basil Blackwell.

2. Τα νέα χρηματοοικονομικά εργαλεία, επιτρέποντας την ευκολότερη πρόσβαση σε νέες αγορές και διευρύνοντας το πλαίσιο δραστηριοτήτων που αναλαμβάνουν οι συμμετέχοντες σ' αυτές, διευκολύνουν, και ενεργοποιούν, αν όχι αυτομάτως, μια αυξημένη διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου (portfolio diversification), η οποία αναμένεται συνολικά να μειώσει τον κίνδυνο.
3. Στον μετασχηματισμό των στρατηγικών διαχείρισης ρευστότητας (liquidity management strategies). Οι χρηματοοικονομικές καινοτομίες, ελαχιστοποιώντας τα κόστη συναλλαγών, συνέβαλλαν αποφασιστικά στην ανάπτυξη δευτερογενών αγορών (secondary markets) διαπραγματεύσιμων χρεογράφων, μια εξέλιξη που αναφέρεται γενικότερα ως τιτλοποίηση (securitization).

Η δίκαιη μεταχείριση που προσφέρει ένα χρηματοπιστωτικό σύστημα σε όλους τους συμμετέχοντες σ' αυτό εξαρτάται από σε τρία βασικά ζητήματα⁴⁶:

- Την προστασία του επενδυτή (investor protection). Τα τελευταία χρόνια ιδιαίτερη σημασία και διερεύνηση σε πολλές αναπτυγμένες χώρες έχει λάβει το θέμα της θέσπισης ρυθμιστικών κανόνων για την προστασία των μικροεπενδυτών από την χρήση των νέων χρηματοοικονομικών εργαλείων και υπηρεσιών.
- Τις συναλλαγές και εξαγορές επιχειρήσεων που γίνονται με βάση εμπιστευτικές ή απόρρητες πληροφορίες και στοιχεία από διάφορα στελέχη τους (insider trading). Στην έκταση κατά την οποία αυτού του είδους οι συναλλαγές/ εξαγορές επιχειρήσεων προκαλούν την ενσωμάτωση της πρώην ιδιωτικής πληροφόρησης στην τιμή ενός περιουσιακού στοιχείου πιο γρήγορα από κάποιον άλλο τρόπο, γίνεται εμφανής η πρόωθηση της αποτελεσματικότητας. Ωστόσο, στον βαθμό κατά τον οποίο αυτού του είδους συναλλαγές/ εξαγορές συνεπάγονται μια αναστάτωση των τιμών και μια παραποίηση/ αλλοίωση των χαρακτηριστικών της αγοράς, τότε μπορεί να μειώσουν την αποτελεσματικότητα.

⁴⁶ Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών (2005). *Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση*. Τεύχος 7. σελ. 137-154.

- Στην ίση μεταχείριση που πρέπει να απολαμβάνουν διαφορετικού τύπου και εθνικότητας χρηματοοικονομικοί οργανισμοί και διαμεσολαβητές στο εσωτερικό μιας χώρας. Η βασική άποψη που κυριαρχεί διεθνώς σχετικά με το συγκεκριμένο αυτό ζήτημα αφορά την πρακτική της ισορροπίας των δικαιωμάτων και των υποχρεώσεων, έτσι ώστε κανένα συγκεκριμένο ίδρυμα να μην αντιμετωπίζεται μειονεκτικά και αμερόληπτα ή να απολαμβάνει προνομιακή μεταχείριση για διάφορους εθνικούς/ οικονομικούς/ πολιτικούς λόγους. Τα τελευταία χρόνια, οι αλλαγές που παρατηρούνται στο ενοποιημένο πλέον παγκόσμιο χρηματοοικονομικό σύστημα, έδειξαν ότι τα εμπόδια και οι φραγμοί εισόδου σε μια αγορά από τις αρχές μιας χώρας έπαψαν πλέον να αποτελούν παράγοντα δημιουργίας οιωνοί - μονοπωλιακών κερδών και ότι η ίση μεταχείριση σε διαφορετικές αγορές έχει αυξηθεί με ραγδαίους ρυθμούς.

4.4 Χρηματοοικονομική Μηχανική

Τα τελευταία χρόνια, η Χρηματοοικονομική Μηχανική (Financial Engineering), ως κλάδος της Χρηματοοικονομικής, διαδραματίζει τον ιδιαίτερο ρόλο του αιμοδότη της διαδικασίας της χρηματοοικονομικής καινοτομίας, προσφέροντας μια πανοπλία από εργαλεία και τεχνικές διαχείρισης συνολικού κινδύνου και χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Η διαδικασία της χρηματοοικονομικής μηχανικής που εφαρμόζει ένας χρηματοοικονομικός οργανισμός μπορεί να διαχωριστεί σε πέντε βασικά στάδια⁴⁷:

- A. Διάγνωση (Diagnosis):** Αναγνώριση της φύσης και της πηγής του προβλήματος
- B. Ανάλυση (Analysis):** Εύρεση της καλύτερης λύσης στο πρόβλημα υπό το φως της τρέχουσας κατάστασης όσο αφορά το κανονιστικό πλαίσιο, την τεχνολογία και την οικονομική θεωρία.
- C. Παραγωγή (Production):** Παραγωγή ενός νέου εργαλείου, είτε με την ανάληψη κινδύνου και των δύο πλευρών της συναλλαγής, είτε συνθέτοντάς το μέσω μιας δυναμικής στρατηγικής διαπραγμάτευσης, ή με συνδυασμό και των δύο.

⁴⁷ Galitz, L. (1995). *Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk*. Irwin Professional.

D. Τιμολόγηση (Pricing): Καθορισμός του κόστους παραγωγής και του περιθωρίου κέρδους.

E. Προσαρμογή του εργαλείου στις συγκεκριμένες ανάγκες κάθε πελάτη (Customization): Στις περισσότερες περιπτώσεις το νέο εργαλείο σχετίζεται και απευθύνεται σε περισσότερους από έναν πελάτες.

Ο συγκεκριμένος κλάδος αφορά τον σχεδιασμό, την ανάπτυξη και την υλοποίηση καινοτομικών χρηματοοικονομικών εργαλείων και διαδικασιών, καθώς και την εφαρμογή δημιουργικών λύσεων σε προβλήματα χρηματοδότησης των επιχειρήσεων. Από τον ορισμό της χρηματοοικονομικής μηχανικής διαχωρίζονται τρεις κύριες κατηγορίες καινοτομικών μέσων: *καινοτομίες χρεογράφων, καινοτομικές χρηματοοικονομικές διαδικασίες και νέες χρηματοοικονομικές στρατηγικές/ λύσεις*⁴⁸.

Οι καινοτομίες χρεογράφων αφορούν την ανάπτυξη καινοτομικών χρηματοοικονομικών εργαλείων, στα οποία εμπεριέχονται τόσο εφαρμογές καταναλωτικού τύπου, όσο και εφαρμογές της χρηματοοικονομικής των επιχειρήσεων. Τα χρηματοοικονομικά εργαλεία καταναλωτικού τύπου (Consumer - type financial instruments) αναφέρονται σε νέες μορφές τραπεζικών καταθέσεων (π.χ. εγγυημένου κεφαλαίου, απόδοσης συνδεδεμένη με χρηματιστηριακούς δείκτες ή συναλλαγματικές ισοτιμίες, φοροαπαλλαγής τόκων), σε νέους τύπους αμοιβαίων κεφαλαίων, σε νέα είδη ασφαλιστικών προϊόντων, καθώς και σε νέες μορφές δανείων με εγγραφή υποθήκης σε κατοικία (residential mortgages).

Τα καινοτομικά χρηματοοικονομικά εργαλεία αφορούν εφαρμογές χρηματοοικονομικής διαχείρισης των επιχειρήσεων και αναφέρονται σε νέα εργαλεία χρέους, σε νέους τύπους προνομιούχων μετοχών (κυμαινόμενου επιτοκίου, επιτοκίου καθοριζόμενου από πλειοδοσία), σε νέες μορφές μετατρέψιμων χρεογράφων¹⁴ (κυμαινόμενου επιτοκίου, μηδενικού τοκομεριδίου, συνθετικά μετατρέψιμα), σε νέους τύπους εργαλείων μετοχικού κεφαλαίου, σε νέους τύπους χρηματοοικονομικών δικαιωμάτων, προθεσμιακών συμβολαίων, ανταλλαγών και σε άλλα καινοτομικά μέσα διαχείρισης κινδύνου (πιστωτικά παράγωγα, ενεργειακά παράγωγα, και VAR παράγωγα).

⁴⁸ Finnerty, J. D. (1988). Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview. *Financial Management* (winter), p.p. 14-33.

Ο σκοπός των καινοτομικών αυτών εργαλείων είναι η ανάπτυξη μηχανισμών δημιουργίας θετικής καθαρής παρούσας αξίας. Τρεις είναι οι κύριες πηγές προστιθέμενης αξίας που δημιουργούνται μέσω των καινοτομικών χρεογράφων. Η πρώτη πηγή προστιθέμενης αξίας αφορά την ανακατανομή ή μείωση του κινδύνου και την συνεπακόλουθη μείωση της απαιτούμενης απόδοσης που προσφέρουν τα συγκεκριμένα αυτά εργαλεία. Η δεύτερη πηγή αφορά χαρακτηριστικά των εργαλείων που οδηγούν στην ελαχιστοποίηση των εξόδων έκδοσης κατά την διάρκεια της περιόδου που η χρηματοοικονομική υποχρέωση παραμένει ενεργή, ενώ η τρίτη πηγή αναφέρεται σε χαρακτηριστικά που δημιουργούν φορολογικό “arbitrage” για τους εκδότες και τους επενδυτές, σε βάρος βέβαια των δημόσιων εσόδων μιας χώρας. Η προστιθέμενη αξία που προκύπτει από την χρησιμοποίηση των καινοτομικών χρεογράφων κατανέμεται μεταξύ των μετόχων της εταιρίας, των επενδυτών που επενδύουν σε καινοτομικά εργαλεία και των αναδόχων (underwriters) που αποτιμούν τα εργαλεία και θέτουν τις προμήθειες για την διάθεσή τους στην αγορά.

Οι καινοτομικές χρηματοοικονομικές διαδικασίες αναφέρονται κυρίως σε νέους τρόπους έκδοσης ομολογιακών δανείων, μεσολάβησης για αγοραπωλησίες χρεογράφων και διαπραγμάτευσης τίτλων με χαμηλές προμήθειες και αντανακλούν τρεις βασικούς παράγοντες:

- Την ανάληψη προσπαθειών για την μείωση του κόστους συναλλαγής,
- Την υιοθέτηση ενεργειών για την μείωση των αδρανών (μη παραγωγικών) υπολοίπων ταμείων και την επένδυσή τους με υψηλότερες αποδόσεις,
- Την διαθεσιμότητα σχετικά φθηνών πληροφοριακών συστημάτων και τεχνολογίας για την προώθηση γρηγορότερων χρηματοοικονομικών συναλλαγών.

Οι νέες χρηματοοικονομικές στρατηγικές αποτελούν απόρροια των προσπαθειών, τόσο των τραπεζών όσο και των διαχειριστών κεφαλαίων, για την εξεύρεση δημιουργικών λύσεων στα χρηματοδοτικά προβλήματα των επιχειρήσεων. Οι λύσεις αυτές αφορούν στρατηγικές διαχείρισης ταμειακών διαθεσίμων (cash management strategies), καινοτομικές στρατηγικές διαχείρισης χρέους (innovative debt management strategies), και διάφορες δομές χρηματοδότησης πελατών, όπως οι

μορφές χρηματοδότησης που βασίζονται σε περιουσιακά στοιχεία (asset-based financing)⁴⁹.

4.5 Τεχνικές για να ανταπεξέλθουν οι επιχειρήσεις στο δυσμενές χρηματοοικονομικό περιβάλλον

Από μακροοικονομικής άποψης, είναι σαφές ότι η πιστωτική κρίση επηρεάζει σήμερα τη γενικότερη οικονομία, με την καταναλωτική ζήτηση σε πολλές αναπτυγμένες χώρες να βρίσκεται ήδη σε πτώση. Σε συνδυασμό με τη συνεχιζόμενη αστάθεια στις τιμές της ενέργειας, την αυξανόμενη ανεργία και τη δραματική επιβράδυνση της αγοράς στέγασης, η εξέλιξη αυτή αναμένεται να μειώσει την οικονομική ανάπτυξη κατά τα επόμενα μερικά τρίμηνα. Το Τμήμα Οικονομικών των PwC έχει αναθεωρήσει προς τα κάτω την πρόβλεψή του για την Πραγματική Παγκόσμια Αύξηση του ΑΕΠ στο 2,4% για το 2008 και 1,0% για το 2009, ως αποτέλεσμα των προβλέψεων για αρνητική ανάπτυξη σε όλες τις κύριες αναπτυγμένες χώρες το 2009.

Η αυτοκινητοβιομηχανία, τα βιομηχανικά προϊόντα και οι τομείς του λιανικού εμπορίου ήταν οι πρώτοι κλάδοι που έχουν πληγεί. Σήμερα, ωστόσο, αρχίζουν να υποφέρουν και εταιρείες άλλων κλάδων. Τι μπορείτε λοιπόν να κάνετε για να ανταπεξέλθετε σε αυτή την πρόκληση; Υπάρχουν επτά μέτρα που μπορείτε να υιοθετήσετε για να προσδιορίσετε και να διαχειριστείτε τον κίνδυνο, ώστε να επιβιώσετε της σημερινής κρίσης και να διασφαλίσετε την αποτελεσματική ανταγωνιστικότητα σας για το μέλλον.

Όλα τα μέτρα αξίζουν την πλήρη προσοχή, αφορούν ωστόσο διαφορετικά ζητήματα. Τα μέτρα που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική κρίση – αυτά που έχουν να κάνουν με προβλέψεις ταμειακών διαθέσιμων (cash forecasting), πηγές χρηματοδότησης, ρευστότητα και κεφάλαιο κίνησης – είναι σχεδιασμένα ώστε να ανταποκρίνονται σε ζωτικής σημασίας βραχυπρόθεσμα προβλήματα. Η επικέντρωση στο κεφάλαιο κίνησης, για παράδειγμα, αποτελεί ένα γρήγορο τρόπο με τον οποίο οι

⁴⁹ Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών (2005). *Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση*. Τεύχος 7. σελ. 137-154.

εταιρείες μπορούν να αντλήσουν ταμειακά διαθέσιμα από τους ισολογισμούς τους, αυξάνοντας έτσι βραχυπρόθεσμα τη ρευστότητά τους.

Τα μέτρα που σχετίζονται με την οικονομική επιβράδυνση – και που αφορούν τη μείωση του κόστους, τη διαχείριση του κεφαλαίου και τα πιστωτικά ανοίγματα – είναι σημαντικά τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και μακροπρόθεσμα. Οι προκλήσεις που προκύπτουν κατά τη διάρκεια μιας οικονομικής επιβράδυνσης δεν είναι μόνο χρηματοοικονομικής φύσης. Αφορούν άμεσα αποφάσεις σχετικές με αποδέσμευση επενδύσεων και ανεξαρτητοποίηση / πώληση επιχειρησιακών δραστηριοτήτων (ελαχιστοποίηση της επίδρασης στις εργασίες, περιορισμός των απωλειών και διαχείριση θεμάτων συμμόρφωσης), απλοποίηση επιχειρηματικών μοντέλων (οργανωτική αναδιάρθρωση ή αναδιοργάνωση πόρων) και με ενοποιήσεις (τήρηση επιθετικής στάσης και προστασία από ανεπιθύμητες εξαγορές)⁵⁰.

Σε οποιαδήποτε οικονομική επιβράδυνση, η ύπαρξη του κατάλληλου προσωπικό είναι ένας ακόμη ουσιώδης παράγοντας. Είναι αναγκαία η διατήρηση των εργαζομένων που είναι απαραίτητοι για τις σχέσεις με πελάτες, για την τεχνογνωσία στην εργασία και το πνευματικό κεφάλαιο. Σημαντική είναι επίσης η πρόσληψη ικανών ανθρώπων. Το να προσπαθείς να χειριστείς το θέμα της ρευστότητας χωρίς να φροντίζεις για το ταλαντούχο προσωπικό σου είναι το ίδιο με το να διαθέτεις καύσιμα χωρίς όμως να έχεις αυτοκίνητο.

Παρακάτω αναλύονται τελικώς οι βασικές τεχνικές που πρέπει να εφαρμόσουν οι επιχειρήσεις για να διέλθουν αλώβητες από το σύγχρονο χρηματοοικονομικό περιβάλλον.

⁵⁰ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

4.5.1 Ανάπτυξη και διατήρηση έγκυρων οικονομικών Προβλέψεων

Η σωστή χρηματοοικονομική διαχείριση βασίζεται στην ύπαρξη έγκαιρων και ορθών πληροφοριών σε ό,τι αφορά τις προβλέψεις ταμειακών διαθέσιμων. Οι πιο επιτυχημένες εταιρείες έχουν μια σαφή εικόνα της πορείας προς την οποία κατευθύνονται και παρακολουθούν πολύ στενά τα προβλεπόμενα κέρδη και τις ταμειακές ροές τους. Ακόμη, επεξηγούν και προσαρμόζουν τις διάφορες προβλέψεις που γίνονται σε διαφορετικές χρονικές περιόδους (βραχυπρόθεσμα, μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα) αλλά και για διαφορετικούς λειτουργικούς τομείς όπως είναι η Ταμειακή Διαχείριση, ο Χρηματοοικονομικός Σχεδιασμός και Ανάλυση, ο Οικονομικός Έλεγχος και η Φορολογία. Τέλος, προβαίνουν σε εκτιμήσεις και αναφορές σε σχέση με την ακρίβεια των προβλέψεών τους και αξιοποιούν τις πληροφορίες που προκύπτουν, με στόχο τη συνεχή βελτιστοποίηση των προβλέψεων αυτών.

Οι πιθανές συνέπειες της μη ετοιμασίας επακριβών και έγκαιρων προβλέψεων είναι προφανείς. Περιλαμβάνουν, μεταξύ άλλων, προβλήματα ρευστότητας, περιορισμένη ή με αυξημένο κόστος πρόσβαση σε κεφάλαια, αστάθεια στα κέρδη και χαμηλότερες αποδόσεις. Πράγματι, στο σημερινό οικονομικό περιβάλλον, οι κακές προβλέψεις μπορεί να οδηγήσουν ακόμη και σε παραβιάσεις συμφωνιών εξόφλησης χρεών. Το καλύτερο σενάριο σε μια τέτοια περίπτωση θα είναι η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης της εταιρείας, ενώ το χειρότερο θα ήταν μια ενδεχόμενη έξαρση απαιτήσεων για πιο γρήγορη αποπληρωμή του κεφαλαίου, οδηγώντας έτσι την εταιρεία σε κατάσταση αφερεγγυότητας⁵¹.

Σε μια περίοδο ύφεσης, όπως αυτήν που διανύουμε σήμερα, οι επιπτώσεις μπορεί να είναι ευρείας κλίμακας. Για να αποφύγουν λοιπόν οι επιχειρήσεις να πέσουν θύματα των επιπτώσεων αυτών – αλλά και για να επιτύχουν σημαντικά οφέλη όπως μια σαφέστερη κατανόηση των αναγκών της εταιρείας σε χρηματικά διαθέσιμα και βελτίωση της λήψης αποφάσεων, της αποδοτικότητας και του ελέγχου – θα ήταν

⁵¹ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

λογικό να συμπεριλάβουν στην επιχειρηματική στρατηγική στους τακτικές, έγκυρες και ολοκληρωμένες διαδικασίες προβλέψεων.

Στο πλαίσιο αυτό κρίνεται απαραίτητο να απαντηθούν καίρια ερωτήματα όπως: Πώς η χρηματοοικονομική κρίση θα επηρεάσει τη σημερινή επιχειρηματική στρατηγική μας, και πώς μπορούμε να προσαρμόσουμε τη στρατηγική αυτή για να επιτύχουμε ένα καλύτερο αποτέλεσμα; Πώς μπορούμε να περάσουμε στους διάφορους εμπλεκόμενους φορείς το μήνυμα ότι τα «μετρητά είναι βασιλιάς» (cash is king);

4.5.2 Προσδιορισμός κυριότερων κινδύνων, προβλέψεις και εντοπισμός τρόπων χειρισμού αυτών

Είναι απαραίτητο να κατανοήσουμε τους κινδύνους που ενδεχομένως να επηρεάσουν την απόδοση μιας εταιρείας, καθώς και τον πιθανό αντίκτυπό τους στα προβλεπόμενα κέρδη και τις ταμειακές ροές. Όταν προσδιορίσουμε τους κινδύνους αυτούς, μαζί με τον αντίκτυπο που πιθανόν να έχουν στη διαφοροποίηση των προβλέψεων, θα μπορούμε να λάβουμε προληπτικά μέτρα για τη διαχείρισή τους.

Αν, για παράδειγμα, μια εταιρεία εκτίθεται στις διακυμάνσεις των τιμών της ενέργειας – είτε μέσω της άμεσης κατανάλωσης καυσίμων είτε μέσω της αγοράς βασικών ειδών που έχουν ως βάση τους την ενέργεια – θα πρέπει να μελετήσει το ενδεχόμενο αξιοποίησης προγραμμάτων αντιστάθμισης κινδύνου (hedging programmes) ή διευθετήσεων προμήθειας σε σταθερές τιμές (fixed price procurement). Κατά παρόμοιο τρόπο, αν η εταιρεία εκτίθεται σε κινδύνους ξένου συναλλάγματος, ως αποτέλεσμα μεγαλύτερης αστάθειας στις αγορές ξένου νομίσματος, θα πρέπει να βεβαιωθεί ότι έχει μια λεπτομερή αντίληψη του προφίλ του κινδύνου που μπορεί να την επηρεάσει και του αντίκτυπου των ενδεχόμενων αρνητικών επιπτώσεων στις επιχειρηματικές αποφάσεις και στους βασικούς δείκτες απόδοσης της επιχείρησης⁵².

⁵² PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου:

Η άσκηση χρηματοοικονομικής πειθαρχίας σε ό,τι αφορά τις προβλέψεις είναι απαραίτητη, αλλά επίσης σημαντική είναι και η αξιοποίηση διαδικασιών προβλέψεων στη διαχείριση του ανθρώπινου δυναμικού . Οι επιχειρήσεις θα πρέπει να προσδιορίσουν άμεσα τους τομείς με τη μεγαλύτερη συνεισφορά και αποδοτικότητα, και να προσαρμόσουν τυχόν μειώσεις προσωπικού στις μελλοντικές ανάγκες της εταιρείας, παρά να υιοθετήσουν μια προσέγγιση του τύπου «το ίδιο μέγεθος ταιριάζει σε όλους».

4.5.3 Διασφάλιση επαρκών πηγών ρευστότητας

Χρησιμοποιώντας ως βάση τις προβλέψεις της, κάθε εταιρεία θα πρέπει να διασφαλίζει πρόσβαση σε επαρκείς πηγές ρευστότητας για χρηματοδότηση των εργασιών της σε περίοδο ύφεσης. Η «φθηνότερη» και πιο ευέλικτη πηγή ρευστότητας είναι τα ταμειακά διαθέσιμα. Ίσως λοιπόν να πρέπει να μελετήσει το ενδεχόμενο μεταφοράς ταμειακών διαθέσιμων από θυγατρικές, που δραστηριοποιούνται σε άλλες χώρες κατά τρόπο αποδοτικό από φορολογική άποψη. Πρόσθετες πηγές ρευστότητας περιλαμβάνουν τραπεζικές πιστωτικές διευκολύνσεις, προγράμματα εμπορικών χρεογράφων και τιτλοποίηση ή άλλες μορφές δανεισμού με βάση στοιχεία ενεργητικού.

Ο προθεσμιακός δανεισμός (term debt) και τα ίδια κεφάλαια επίσης αποτελούν εξαιρετικές πηγές ρευστότητας, εφόσον δεν απαιτούν συχνή αναχρηματοδότηση. Ωστόσο, η εξασφάλιση κεφαλαίων με αυτούς τους τρόπους είναι συνήθως πιο χρονοβόρα και πιο δαπανηρή, γι' αυτό ίσως και θεωρούνται κατάλληλοι κυρίως για «προχρηματοδότηση» αναγκών ρευστότητας.

Επίσης, η τρέχουσα πιστωτική κρίση ίσως δυσχεραίνει την πρόσβαση σε οποιοσδήποτε εξωτερικές πηγές χρηματοδότησης, ακόμη και σε αυτές που θεωρούντο προηγουμένως ασφαλείς, όπως οι «δεσμευμένες» πιστωτικές διευκολύνσεις (“committed” credit lines). Ιδιαίτερη προσοχή θα πρέπει να δώσετε σε χαρτοφυλάκια επενδύσεων για επιπλέον ταμειακά διαθέσιμα. Πολλές εταιρείες προσπαθούν ακόμη

http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf

αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

να ανακάμψουν από το φιάσκο των χρεογράφων με επιτόκιο πλειστηριασμού (auction rate securities) ενώ έχουμε σήμερα προειδοποιητικές ενδείξεις ότι και άλλες επενδύσεις, που θεωρούνταν προηγουμένως ασφαλείς, βρίσκονται σε κίνδυνο. Ένα μεγάλο αμοιβαίο κεφάλαιο χρηματαγοράς των ΗΠΑ, για παράδειγμα, ανακοίνωσε πρόσφατα ότι η καθαρή αξία του ενεργητικού του μειώθηκε κάτω από την τιμή που κατέβαλαν για τις μετοχές του οι επενδυτές και ότι θα καθυστερούσε την εξαργύρωση (redemption) προς τους πελάτες του. Εγείρονται λοιπόν ερωτήματα για το πόσο εύκολη είναι η πρόσβαση που μπορούν να έχουν οι εταιρείες στα χαρτοφυλάκια επενδύσεών τους όταν παραστεί ανάγκη. Δεδομένου ότι τα αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς είναι σημαντικοί αγοραστές βραχυπρόθεσμου χρέους που εκδίδεται από εταιρείες και χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, προκύπτει η απειλή για ακόμη μεγαλύτερη επιδείνωση της πιστωτικής κρίσης⁵³.

Η απόφαση για το ποιες πηγές χρηματοδότησης και ρευστότητας θα πρέπει να προσεγγίσουν οι επιχειρήσεις και τότε, θα πρέπει να λαμβάνεται στα πλαίσια μιας ολοκληρωμένης χρηματοοικονομικής στρατηγικής που λαμβάνει υπόψη τη βέλτιστη κεφαλαιουχική δομή της εταιρείας, το συνολικό κόστος χρηματοδότησης, την έκθεση στα επιτόκια και τον κίνδυνο ρευστότητας. Πολλοί οργανισμοί αρχίζουν σήμερα να διευρύνουν την προσέγγισή τους, προσθέτοντας «μη παραδοσιακές» πηγές όπως επενδυτικές εταιρείες ιδιωτικών κεφαλαίων, κρατικά επενδυτικά ταμεία και αμοιβαία κεφάλαια αντιστάθμισης κινδύνου. Κύριος στόχος είναι η διασφάλιση επαρκώς διαφοροποιημένων πηγών χρηματοδότησης και σχέσεων με τραπεζικούς οργανισμούς, ώστε να μπορούν να αντιμετωπίσουν κατά τρόπο ικανοποιητικό τυχόν αποδιάρθρωση (dislocation) σε ορισμένα τμήματα της αγοράς. Έτσι λοιπόν, αν η εταιρεία πληρώνει μέρισμα ή διαθέτει ένα σημαντικό πρόγραμμα επαναγοράς μετοχών, θα ήταν ίσως καλή ιδέα να μελετήσει το ενδεχόμενο μείωσης οποιωνδήποτε πληρωμών για να διατηρήσετε τη ρευστότητά της. Θα πρέπει επίσης να μελετήσει

⁵³ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

τους κινδύνους που σχετίζονται με τη χρηματοοικονομική βιωσιμότητα των προμηθευτών της⁵⁴.

Εν κατακλείδι, κάθε εταιρεία θα πρέπει να προβεί σε αυστηρή επανεξέταση των αισιόδοξων και απαισιόδοξων σεναρίων και να εκτιμήσει τι θα πρέπει να πράξει, αν οι προβλέψεις της αποδειχθούν λανθασμένες. Μόνο έτσι θα είναι αρκετά ευέλικτη και ευπροσάρμοστη για να αντιμετωπίσει την αστάθεια στις χρηματοοικονομικές αγορές και στην αγορά γενικότερα.

4.5.4 Ενίσχυση της αποδοτικότητας στο κεφαλαίο κίνησης

Η καλύτερη πηγή ρευστότητας και η φθηνότερη χρηματοδότηση πηγάζουν, με μεγάλη διαφορά από τις υπόλοιπες, από τη μείωση της ανάγκης χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης. Ακόμη και μικρές αλλαγές στα επίπεδα του κεφαλαίου κίνησης μπορεί να έχουν δραματικό αντίκτυπο στην παραγωγή ταμειακής ροής, ενώ βελτιώσεις στα εισπρακτέα, στα πληρωτέα και στις διεργασίες αποθεμάτων (inventory processes) οδηγούν συνήθως σε χαμηλότερο κόστος λειτουργίας καθώς και σε βελτιωμένη ακρίβεια στις προβλέψεις. Οι επιχειρήσεις μπορούν ακόμη να δημιουργήσουν πρόσθετη ταμειακή ροή προβαίνοντας σε μια ολοκληρωμένη αναθεώρηση της συνολικής ταμειακής φορολογικής θέσης (cash tax position) και των συναφών επιλογών ελαχιστοποίησης της.

Σε ό,τι αφορά τα υπόλοιπα των εισπρακτέων λογαριασμών, είναι σημαντικό να μελετηθούν προσεκτικά τα πιστωτικά όρια της επιχείρησης και να στοχευθούν οι εισπράξεις με τρόπο πιο επιθετικό. Η επιθυμία, ωστόσο, για περιορισμό των πιστωτικών ανοιγμάτων και ενίσχυση της είσπραξης μετρητών θα πρέπει να σταθμίζεται βάσει άλλων εταιρικών στόχων, όπως η διαχείριση των σχέσεων με τους πελάτες και η αύξηση των πωλήσεων.

⁵⁴ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

Κατά παρόμοιο τρόπο, σε ό,τι αφορά τα αποθέματα, πολλές εταιρείες επιθυμούν να μειώσουν τα επίπεδα αποθεμάτων τους στις αλυσίδες εφοδιασμού τους, δεδομένου κυρίως του υψηλού κόστους της ενέργειας που αναλώνεται κατά τη μετακίνηση και αποθήκευση εμπορευμάτων. Θα πρέπει, ωστόσο, πάντοτε να σταθμίζεται η επιθυμία για ελαχιστοποίηση των αποθεμάτων με την επιθυμία για μετριασμό του κινδύνου «αναστάτωσης» της αλυσίδας εφοδιασμού. Θα πρέπει ακόμη να σταθμίζεται η επιθυμία για παράταση των όρων πληρωμής από τους προμηθευτές έναντι του μακροπρόθεσμου κόστους που προκύπτει από τη διαταραχή των μεταξύ σχέσεων και από μια πιο αδύναμη βάση προμηθευτών.

Η έννοια της ρευστότητας επεκτείνεται και στο ανθρώπινο δυναμικό. Σε δύσκολους για την οικονομία καιρούς, είναι σημαντικό για τις επιχειρήσεις να αξιολογούν το ενδεχόμενο επαναδιαπραγμάτευσης των όρων συνεργασίας τους με ανεξάρτητους εργολάβους και συμβούλους, αναβολής προσλήψεων, επιτάχυνσης των συνταξιοδοτήσεων, μείωσης εκπατριζόμενων στελεχών (expatriate executives), ενδεχόμενη μείωση των βαθμίδων διεύθυνσης, προσαρμογή των κρίσιμων αναλογιών (ratio) προσωπικού και εξάλειψης «περιττών» (redundant) ρόλων⁵⁵.

4.5.5 «Επιθετική» διαχείριση του κόστους

Η συγκράτηση του κόστους θεωρείται εδώ και πολύ καιρό ως ένα αξιόπιστο εργαλείο βελτίωσης της χρηματοοικονομικής απόδοσης. Τα τελευταία χρόνια, βελτιώσεις στην κεντρικοποιημένη εξασφάλιση προμηθειών (procurement), η καλύτερη χρήση της τεχνολογίας και η ανάθεση επιχειρηματικών διεργασιών σε τρίτους, έχουν βοηθήσει τις εταιρείες να μειώσουν δραματικά τα κόστη τους. Πολλοί μεγάλοι, βιομηχανικοί οργανισμοί έχουν καταφέρει επίσης να μειώσουν τα κόστη τους διαφοροποιώντας τα οφέλη που προσφέρουν. Σήμερα, όλο και περισσότεροι Οίκοι επιχειρούν να αξιοποιήσουν πιο αποτελεσματικά τα υφιστάμενα συστήματά

⁵⁵ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

τους, παρά να επενδύσουν σε νέα, προβαίνοντας σε τυποποίηση της τεχνολογικής υποδομής τους.

Επιπλέον όσων έχουμε ήδη αναφέρει, υπάρχουν και άλλα μέτρα συγκράτησης του κόστους που μπορούν να υιοθετηθούν σε ό,τι αφορά το ανθρώπινο κεφάλαιο. Σε αυτά περιλαμβάνονται μεταξύ άλλων η αξιοποίηση της εξ αποστάσεως ή μέσω ηλεκτρονικού υπολογιστή εκπαίδευσης και ηλεκτρονικών διεργασιών για κατάρτιση νέων εργαζομένων, η ανάθεση εργασιών σε τρίτους και η υιοθέτηση μικρότερης σε διάρκεια βδομάδας εργασίας.

4.5.6 Άσκηση πειθαρχίας στις κεφαλαιουχικές επενδύσεις

Μετά από πολύχρονες προσπάθειες αντιμετώπισης των συνεπειών της πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας, εταιρείες διαφόρων κλάδων αρχίζουν εκ νέου να προβαίνουν σε μεγάλες επενδύσεις σε ό,τι αφορά τη συντήρηση, την επέκταση της παραγωγικής ικανότητας, την ανάπτυξη νέων προϊόντων, τις τεχνολογικές αναβαθμίσεις και την είσοδο σε νέες αγορές. Αν η εταιρεία εμπίπτει στην πιο πάνω κατηγορία, είναι απαραίτητο να διασφαλίσει ότι διαθέτει μια αυστηρή διαδικασία για τον προσδιορισμό των ολικών κεφαλαιουχικών της δαπανών, την κατανομή τους στους διάφορους τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας, την αξιολόγηση μεμονωμένων έργων και την παρακολούθηση της αποδοτικότητας των δαπανών αυτών⁵⁶.

Ενώ πολλές εταιρείες αξιολογούν σωστά τα διάφορα έργα, δε διαθέτουν ολοκληρωμένες διαδικασίες κατανομής κεφαλαίου και κατάρτισης του προϋπολογισμού, με αποτέλεσμα τη μείωση της συνολικής αποδοτικότητας των κεφαλαιουχικών τους δαπανών. Είναι ιδιαίτερα σημαντικό, υπό τις τρέχουσες συνθήκες αναταραχής, οι εταιρείες αυτές να αναθεωρήσουν τα υφιστάμενα σχέδιά τους σε όσον αφορά το κεφάλαιο και να μελετήσουν το ενδεχόμενο καθυστέρησης ή

⁵⁶ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

εγκατάλειψης οποιωνδήποτε επενδύσεων που ίσως να μην μπορούν πλέον να αποφέρουν τις επιθυμητές αποδόσεις.

Αν η εταιρεία είναι σε θέση να προβεί στην ολοκλήρωση συγχωνεύσεων και εξαγορών, θα πρέπει επίσης να αντιληφθεί ότι δε θα μπορέσει να αξιοποιήσει στο έπακρο τα οφέλη μιας τέτοιας συναλλαγής, εκτός αν δημιουργήσει ένα επιχειρηματικό μοντέλο που θα είναι κατανοητό τόσο για τους επενδυτές όσο και για τους εργαζόμενους. Άλλοι ζωτικής σημασίας παράγοντες επιτυχίας περιλαμβάνουν την επικέντρωση στις αποδοτικές διατμηματικές πωλήσεις (cross-selling) και στην αύξηση του μεριδίου της αγοράς, διαχειρίζοντας, ταυτόχρονα σωστά τυχόν διαφορές κουλτούρας μεταξύ εταιρειών και διατηρώντας ικανό προσωπικό.

4.5.7 Αξιολόγηση και παρακολούθηση των πιστωτικών ανοιγμάτων

Τα μέτρα που έχουμε περιγράψει μέχρι τώρα αφορούν το πώς μπορούν να διαχειριστούν οι επιχειρήσεις τους κινδύνους που σχετίζονται με τη μειωμένη πρόσβαση σε ρευστότητα. Ωστόσο, η πιστωτική κρίση έχει ταυτόχρονα αυξήσει το πιστωτικό άνοιγμα μερικών οργανισμών μέσω των συνήθων εμπορικών συναλλαγών και χρηματοοικονομικών αντισυμβαλλομένων (financial counterparties). Πολλές εταιρείες έχουν συνεπώς αρχίσει να μειώνουν την πίστωση που προσφέρουν στους πελάτες τους, να απαιτούν πρόσθετες εξασφαλίσεις και να ενισχύουν τις προσπάθειές τους για παρακολούθηση και είσπραξη των χρεών. Έχουν κατά παρόμοιο τρόπο αρχίσει να παρακολουθούν πιο στενά την ποιότητα πίστωσης παράγωγων αντισυμβαλλομένων (derivative counterparties), ασφαλιστικών φορέων και άλλων χρηματοοικονομικών εταίρων, μειώνοντας έτσι την έκθεσή τους και διαφοροποιώντας τις σχέσεις τους με τραπεζικούς οργανισμούς⁵⁷.

Πέραν από τις προφυλάξεις αυτές, θα πρέπει να αξιολογηθεί και η αλυσίδα εφοδιασμού, περιλαμβανομένων των προμηθευτών που παρέχουν ζωτικής σημασίας

⁵⁷ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

χρηματοοικονομικές υπηρεσίες όπως ασφάλειες. Σε περιόδους κρίσεων, οι ασφαλιστές βρίσκονται κάτω από μεγάλη πίεση από τον αυξανόμενο αριθμό αιτουμένων. Είναι λοιπόν σημαντικό να εξεταστεί όχι μόνο το επίπεδο του κινδύνου που έχει μεταφέρει η επιχείρηση, αλλά και σε ποιους ασφαλιστές έχει μεταφέρει αυτό τον κίνδυνο, και να βεβαιωθεί ότι πρόκειται για αξιόπιστους, οικονομικά βιώσιμους αντισυμβαλλόμενους με ισχυρή φήμη σε όσον αφορά τη διαχείριση των δικών της κινδύνων.

Το χρηματοοικονομικό προφίλ ενός ασφαλιστή δεν είναι το μόνο που έχει σημασία. Εξίσου σημαντικές είναι οι μέθοδοι και οι διαδικασίες που χρησιμοποιεί για τη διαχείριση του επιχειρηματικού κινδύνου. Μια καλή μέθοδος εξασφάλισης σχετικών πληροφοριών είναι η μελέτη αξιολόγησης ασφαλιστών (Standard and Poor's credit rating), που περιλαμβάνει ξεχωριστές αξιολογήσεις και σχόλια για τις διαδικασίες διαχείρισης επιχειρηματικού κινδύνου διαφόρων ασφαλιστικών εταιρειών. Η κάλυψη είναι σημαντική μόνο εάν παρέχεται από έναν ασφαλιστή που θα πληρώσει τις απαιτήσεις.

Σε συνέχεια των πρόσφατων πολυάριθμων αναταραχών στην αλυσίδα εφοδιασμού με την εμπλοκή πασίγνωστων οργανισμών, πολλές εταιρείες επενδύουν επίσης περισσότερους πόρους στην αξιολόγηση της αξιοπιστίας των διασυνδέσεων τους στις αλυσίδες αξίας του κλάδου τους. Όπου χρειάζεται, λαμβάνουν διορθωτική δράση όπως, μεταξύ άλλων στρατηγικών, παροχή χρηματοοικονομικής βοήθειας σε πωλητές, διατήρηση περισσότερων αποθεμάτων και αναζήτηση εναλλακτικών πηγών εφοδιασμού⁵⁸.

⁵⁸ PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Η κρίση που αρχικά ξεκίνησε στο χρηματοπιστωτικό τομέα και στη συνέχεια επεκτάθηκε στην πραγματική οικονομία κυριαρχεί στην ατζέντα των οικονομικών στελεχών της χώρας μας αλλά και όλου του κόσμου. Επιπλέον αποτελεί το κύριο χαρακτηριστικό του παγκόσμιου οικονομικού περιβάλλοντος και έχει σημαντικές αρνητικές επιδράσεις στην επιχειρηματική απόδοση. Η παρούσα εργασία πραγματεύτηκε αυτές τις προκλήσεις που επιφέρει η κρίση στη πιστωτική πολιτική, στις μεθόδους μέτρησης της χρηματοοικονομικής απόδοσης και την διαχείριση των δαπανών. Αν θέλαμε να συνοψίσουμε τα κύρια χαρακτηριστικά του σύγχρονου χρηματοοικονομικού περιβάλλοντος, θα καταλήγουμε στις εξής μεταβλητές:

- Κρίση ρευστότητας, καθώς μέσω της μη χορήγησης επαγγελματικών και καταναλωτικών δανείων, τίθεται πρόβλημα ρευστότητας στην αγορά και την κατανάλωση.
- Δυσκολία παροχής δανείων.
- Αύξηση επιτοκίων, βραχυπρόθεσμα μείωση επενδυτικής δραστηριότητας και περιορισμός καταναλωτικής πίστης.
- Μείωση παραγωγής, μείωση κατανάλωσης και μείωση εθνικού εισοδήματος.
- Μείωση του εμπορικού ισοζυγίου.
- Αύξηση του πληθωρισμού και αύξηση της παγκόσμιας ανεργίας.

Δυστυχώς δεν υπάρχει κάποια μυστική συνταγή που θα μας βγάλει από την προαναφερόμενη κρίση. Πολλές φορές η απερίσκεπτη περικοπή διάφορων δαπανών όπως η εκπαίδευση στελεχών, διαφήμιση, ή άλλων δαπανών στο μάρκετινγκ κάνουν μεγαλύτερο κακό παρά όφελος αφού η επιχείρηση θα χρειαστεί στο μέλλον να καταβάλει πολλή μεγαλύτερη προσπάθεια να ανακτήσει το χαμένο έδαφος στην αγορά. Η συνετή χρηματοοικονομική διαχείριση μπορεί να προστατέψει την επιχείρηση από τα χειρότερα και ενώ παράλληλα δίνει την ευκαιρία στα στελέχη της να μάθουν από τη κρίση και να επιφέρουν αλλαγές ώστε η επιχείρηση τους να είναι καλύτερα προετοιμασμένη για τις μελλοντικές εξελίξεις.

Παρόλο που κανείς δεν ξέρει τι θα γίνει στο άμεσο μέλλον και πότε η κατάσταση θα αναστραφεί ώστε να η αγορά να ακολουθήσει την επόμενη φάση του οικονομικού κύκλου, ένα είναι σίγουρο: **ότι η αβεβαιότητα αυξάνει σε ένα**

παγκοσμιοποιημένο επιχειρηματικό περιβάλλον χωρίς κανείς να μπορεί να μείνει ανεπηρέαστος από τις εξελίξεις. Για να επιβιώσουν οι σύγχρονες επιχειρήσεις θα πρέπει να αναπτύξουν και να οργανώσουν εξίσου σύγχρονα τμήματα οικονομικής διεύθυνσης που δεν θα θυμίζουν σε τίποτα τα παραδοσιακά απαρχαιωμένα οικονομικά τμήματα που ήταν κρυμμένα σε κάποια γραφεία μακριά από το φως της ημέρας. Το οικονομικό τμήμα στο σύγχρονο περιβάλλον πρέπει να είναι κοντά στα υπόλοιπα τμήματα της επιχείρησης, να συνεργάζεται στενά μαζί τους και να αφουγκράζεται τις εξελίξεις στο ευρύτερο περιβάλλον. Ευελιξία και η διαχείριση κινδύνου είναι τα κύρια χαρακτηριστικά μια πετυχημένης χρηματοοικονομικής διαχείρισης που θα λαμβάνει υπόψη τα συμφέροντα και τις ανάγκες όλων των συμμετόχων της επιχείρησης (Stakeholders).

Για να ανακεφαλαιώσουμε λοιπόν, είναι σήμερα η κατάλληλη στιγμή για τις επιχειρήσεις να αντιμετωπίσουν τους ιδιαίτερα σημαντικούς βραχυπρόθεσμους κινδύνους ρευστότητας και χρηματοδότησης και να προετοιμαστούν για μια ενδεχόμενη παρατεταμένη οικονομική ύφεση. Οι τεχνικές που προτάθηκαν μέσα από την παρούσα εργασία για τη διαφύλαξη της επιχειρηματικής απόδοσης είναι οι εξής:

- Επένδυση σε καινοτομικά χρηματοοικονομικά προϊόντα και ωφέλεια από τις εφαρμογές της χρηματοοικονομικής μηχανικής.
- Ανάπτυξη και διατήρηση έγκυρων οικονομικών προβλέψεων
- Εντοπισμός των σημαντικότερων κινδύνων και ανάπτυξη των κατάλληλων τρόπων χειρισμού αυτών
- Εξασφάλιση των αναγκαίων πηγών ρευστότητας και του αναγκαίου κεφαλαίου κίνησης
- Πρέπουσα διαχείριση του κόστους
- Πειθαρχία στις δαπάνες κεφαλαιουχικού εξοπλισμού
- Και τέλος σε επίπεδο κρατικής παρέμβασης, η δημιουργία μιας νέας αρχιτεκτονικής του χρηματοπιστωτικού συστήματος.

Τα μέτρα αυτά είναι ζωτικής σημασίας στη διαχείριση των κινδύνων, την αποφυγή των παγίδων και την αξιοποίηση στο έπακρο των ευκαιριών που προκύπτουν σε περιόδους χρηματοοικονομικών και οικονομικών αναταραχών.

ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

ΕΛΛΗΝΙΚΗ

- Επιθεώρηση Οικονομικών Επιστημών (2005). *Διαδικασία της χρηματοοικονομικής καινοτομίας και χρηματοοικονομική μηχανική: μια συνολική θεωρητική προσέγγιση και ανάλυση*. Τεύχος 7. σελ. 137-154.
- Ζάρκος, Σ. (2009). Η επίδραση της οικονομικής κρίσης στη χρηματοοικονομική διαχείριση των επιχειρήσεων. Alba Business School. Διαθέσιμο μέσω διαδικτύου: <http://www.alba.edu.gr/crisis> αντλήθηκε την 22/9/2010: 12.00.
- Καζάζης, Ν. (2006). *Αποτελεσματικό Μάρκετινγκ για κερδοφόρες πωλήσεις*. Αθήνα: εκδ. Σταμούλη.
- Μαλαβάκης, Χ. (2008). Σημειώσεις Στρατηγικού Μάνατζμεντ Ι. ICBS.
- Μερτζάνης, Χ. (2008). *Η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση: χαρακτηριστικά, προκλήσεις και προτάσεις πολιτικής*. Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς. Διεύθυνση Μελετών.
- Νούλας, Α. (2000). *Χρήμα και Τράπεζες*. Θεσσαλονίκη: εκδ. Πανεπιστημίου Μακεδονίας.
- Πανηγυράκης, Γ. (2001). *Σύγχρονη Διοικητική Δημοσίων Σχέσεων*. Αθήνα: εκδ. Μπένου.
- Προβόπουλος, Γ. και Γκόρτσος, Χ. (2004). *Το Νέο Ευρωπαϊκό Χρηματοοικονομικό Περιβάλλον: Τάσεις και Προοπτικές*. Ένωση Ελληνικών Τραπεζών. Αθήνα: εκδ. Σάκκουλα.
- Στουρνάρας, Ι. (2010). *Η παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση, οι επιπτώσεις, οι προοπτικές και η νέα αρχιτεκτονική*. Αθήνα: Ίδρυμα Οικονομικών και Βιομηχανικών Ερευνάς (Ι.Ο.Β.Ε.).
- Σφακιανάκης, Κ. (1998). *Διοικητική Κρίσεων*. Αθήνα: εκδ. Έλλην.
- Τσακίριδης, Κ. (2008). Επιχειρησιακός Οδηγός: Στρατηγικός Σχεδιασμός (2). *Κ.Ε.Τ.Α. – ΚΕ.ΜΑΚ.*..σελ. 5-7.
- Χαρδούβελης, Γ. (2008). Διεθνής Χρηματοοικονομική Κρίση 2007-2008 & Οικονομικές Επιπτώσεις. *Greek Money*. 31/03/2008.
- PricewaterhouseCoopers (Marketing & Communications) Ltd. (2009). Πώς να χειριστείτε την πρόκληση τη σημερινής χρηματοοικονομικής κρίσης. Διαθέσιμο

μέσω διαδικτύου: http://www.pwc.com/en_CY/cy/publications/assets/pwc-cy_meeting_the_challenge-gr.pdf αντλήθηκε την 22/9/2010: 13.00.

- Kotler, P. and Keller, L. (2006). *Μάρκετινγκ Μάνατζμεντ*. 12^η Αμερικάνικη έκδοση. Αθήνα: εκδ. Κλειδάριθμος.

ΞΕΝΗ

- Blundell-Wignal, A. and Atkinson, P. (2008). The sub-prime crisis – causal distortions and regulatory reform. *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*. Reserve Bank of Australia.
- Davis, E.P. (2008). Liquidity, financial crises and the lender of last resort – How much of a departure is the sub-prime crisis? *Lessons from the financial turmoil of 2007 and 2008*. Reserve Bank of Australia.
- Finnerty, J. D. (1988). Financial Engineering in Corporate Finance: An Overview. *Financial Management* (winter), p.p. 14-33.
- Galitz, L. (1995). *Financial Engineering: Tools and Techniques to Manage Financial Risk*. Irwin Professional.
- Merton, R.C. (1992). Financial Innovation and Economic Performance. *Journal of Applied Corporate Finance*. Vol. 4. pp. 12-22.
- Merton, R. C. (1993). *Operation and Regulation in Financial Intermediation: a Functional Perspective*. Stockholm: The Economic Council
- Miller, M. N. (1991). *Financial Innovation and Market Volatility*. Oxford: Basil Blackwell.
- Silber, W. L. (1983). The Process of Financial Innovation. *American Economic Review* (May), p.p. 89-95.
- Van Horne, J. C. (1985). Of Financial Innovations and Excesses. *Journal of Finance* (July), p.p. 621-631.

INTERNET

- <http://users.hol.gr/~kokkonis/courses/interwar/depression.htm>
- <http://www.enthesis.net>
- <http://www.makthes.gr>
- <http://www.madata.gr/epikairoτητα/economy/51158.html>