



ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ & ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ

ΕΝΩΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

Μέλος της Συμβουλευτικής Επιτροπής στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς
website: www.sed.gr e-mail: info@sed.gr

ΜΕΤΟΧΙΚΟΣ ΑΚΤΙΒΙΣΜΟΣ

Το Ηλεκτρονικό Περιοδικό του ΣΕΔ

14ο τεύχος, 18 Μαρτίου 2020

20 ΧΡΟΝΙΑ ΣΕΔ



17^ο Συνέδριο του ΣΕΔ, από αριστερά: **Μπάμπης Εγγλέζος** Πρόεδρος ΣΕΔ, **κ. Γιώργος Ζαββός** Υφυπουργός Οικονομικών, **κ. Γιώργος Χαντζηνικολάου** Πρόεδρος ΧΑ της Τρ. ΠΕΙΡΑΙΩΣ & Ε.Ε.Τ., **Βαγγέλης Νταγκουνάκης** Αντιπρόεδρος ΣΕΔ, **Σοφία Ασωνίτου** μέλος ΔΣ καθηγήτρια ΠΑΔΑ, **Ιωάννα Κωνσταντοπούλου** Κοσμήτορας, **Νίκος Οικονομόπουλος** Αντιπρόεδρος ΣΕΔ και **κ. Γιάννης Φίλος** καθηγητής ΠΑΝΤΕΙΟΥ



ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ & ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ
ΕΝΩΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ

ΜΕΤΟΧΙΚΟΣ ΑΚΤΙΒΙΣΜΟΣ

Ηλεκτρονικό περιοδικό της Κεφαλαιαγοράς

Υπεύθυνος κατά το νόμο το Διοικητικό Συμβούλιο του
 Συνδέσμου Επενδυτών & Διαδικτύου (ΣΕΔ)

Σύνθεση Διοικητικού Συμβουλίου:



Πρόεδρος: **Χαράλαμπος (Μπάμπης) Εγγλέζος**

Α! Αντιπρόεδρος: **Βαγγέλης Νταγκουνάκης**

Β! Αντιπρόεδρος: **Γιώργος Κουμπάρος**

Γ! Αντιπρόεδρος: **Νίκος Οικονομόπουλος**

Γεν. Γραμματέας: **Ανδρέας Κουτούπης**

Ειδ. Γραμματέας: **Μιχαέλα Θεοδώρου**

Ταμίας : **Νίκος Μαρκόπουλος**

Κοσμήτορας: **Ιωάννα Κωνσταντοπούλου**

Μέλη : **Σοφία Ασωνίτου, Τριαντάφυλλος Κατσαρέλης, Γιάννης Σαρρής**

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1	ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	ΣΕΛΙΔΑ
2	20 Χρόνια ΣΕΔ, Μπάμπης Εγγλέζος	4
3	Χαιρετισμός Βασιλικής Λαζαράκου, Πρόεδρος Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς	8
4	Χαιρετισμός Γιώργου Χαντζηνικολάου, Προεδρος Πειραιώς-ΕΧΑΕ-Ε.Ε.Τ.	10
5	Χαιρετισμός Σωκράτη Λαζαρίδη, CEO ΕΧΑΕ	12
6	Χαιρετισμός Παναγιώτη Δράκου, Πρόεδρος ΕΝΕΙΣΕΤ	14
7	Χαιρετισμός Γιάννη Β. Πολυχρονίου, Πρόεδρος ΔΣ ΣΕΠΕΥ	15
8	17ο Επενδυτικό Συνέδριο & Πίτα ΣΕΔ-Ημερίδα, Μπάμπης Εγγλέζος	17
9	Συνέντευξη Αργύρη Οικονόμου στην Μιχαέλα Θεοδώρου	29
10	Going Concern, Γιάννης Φίλος	38
11	Initial Coin Offerings-ICOs, Νικόλαος Δασκαλάκης και Παναγιώτης Γεωργιτσέας	45
12	Καλή Πρακτική και ανάπτυξη Κριτικής Σκέψης στην Τριτοβάθμια Εκπαίδευση, Σοφία Ασωνίτου	53
13	Εταιρική Διακυβέρνηση από το TI; στο ΠΩΣ, Τριαντάφυλλος Κατσαρέλης	65
14	Audit Automation, Δρ. Ανδρέας Κουτούπης	69
15	Νομισματική πολιτική και ποιότητα ζωής να είναι σε αρμονία από την ΕΚΤ, Κων/νος Σ. Μαργαρίτης	90
16	Ελληνικό Χρηματιστήριο. Το τέλειο πείραμα επιβίωσης, Βαγγέλης Νταγκουνάκης	93
17	Πέντε προαπαιτούμενα για επιτυχίες στις Χρηματαγορές, Γιώργος Μάρκοβιτς	95
18	Από την Κόλαση στον Παράδεισο, χωρίς Καθατήριο, Ιωάννης Κανταρτζής	103
19	Πως ο κοροναϊός μπορεί από εχθρός να γίνει σύμμαχος των χρηματιστηρίων, Θεόδωρος Σεμερτζίδης	106
20	Frigoglass - Ιστορική Αναδρομή, Τάκης Μορφωνιός	113
21	«Βυθίζονται» οι αγορές λόγω... “Κορωνοϊού”», Κατερίνα Κωστοπούλου	122
22	Η σκλαβιά προ των πυλών μέσα από την ψευδαίσθηση της ελευθερίας, Τάκης Βενέτος	128
23	Αξιολόγηση Πιστωτικού κινδύνου Ελληνικών Εταιρειών, Πέτρος Μιχ. Πέτρουλας	137
24	Η Lehman Brothers επιστρέφει, Βασίλης Κοκοτής	158
25	BDI AND FREIGHT RATES, Δήμητρα Κωστοπούλου	164
26	Η επιχειρηματική αξιολόγηση ως βάση μιας ελκυστικής επενδυτικής πρότασης, Παντελής Λάμπρου	167
27	Οι οικονομικές επιπτώσεις του νέου κορωνοϊού στην Ελληνική Οικονομία, Χρήστος Κουπελίδης	170
28	Επισκόπηση 14ου Τεύχους, Νίκος Οικονομόπουλος	173

20 ΧΡΟΝΙΑ ΣΕΔ

Μπάμπης Εγγλέζος
Πρόεδρος ΣΕΔ



Όταν, εκείνο το [Σάββατο 18 Μαρτίου του 2000](#), μαζευτήκαμε στο [ΗΛΕΚΤΡΑ ΠΑΛΛΑΣ](#) οι 57 ιδρυτές του [ΣΕΔ](#), ποιος από εμάς να το φανταζόταν ότι θα φτάναμε να γιορτάσουμε τα 20χρονα του Συνδέσμου, κλεισμένοι μέσα στα σπίτια μας, με την απειλή του Κορωνοϊού...Αναβάλαμε φυσικά και τη γιορτή που είχαμε προγραμματίσει να γίνει στο **Χρηματιστήριο Αθηνών**, την Τετάρτη **18 Μαρτίου 2020**, όπως αναβάλαμε και όλες τις δράσεις μας με φυσική παρουσία, μέχρι να περάσει αυτή η σοβαρή κρίση. Τα σεμινάρια για το «[Πρόγραμμα Παρακολούθησης Γεν. Συνελεύσεων 2020](#)» θα γίνουν με φωνητικό πρόγραμμα, μέσω διαδικτύου. Αυτό που προέχει είναι η δημόσια υγεία και πρέπει όλοι να βοηθήσουμε σε αυτή τη δύσκολη στιγμή για τη χώρα μας, αλλά και για την ανθρωπότητα γενικότερα.

20 Χρόνια ΣΕΔ λοιπόν και, έστω υπό αυτές τις συνθήκες, σε αυτές τις περιπτώσεις συνηθίζεται να γίνεται ένας απολογισμός...Απολογισμός μιας 20ετίας γεμάτης από δράσεις, από παρεμβάσεις, από Ημερίδες, Συνέδρια, Μετοχικό Ακτιβισμό και τα τελευταία 5-6 χρόνια την **παγκόσμια πρωτοτυπία**, που είναι το «[Πρόγραμμα Παρακολούθησης Γενικών Συνελεύσεων](#)»...

Η δεύτερη δεκαετία του ΣΕΔ ξεκίνησε με τη συμμετοχή του Συνδέσμου στη «**Συμβουλευτική Επιτροπή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς**». Ήταν η πρώτη επίσημη αναγνώριση μιας Ένωσης Μετόχων στα 144 χρόνια ζωής του Ελληνικού Χρηματιστηρίου, που επιλέχθηκε να εκπροσωπεί τους ιδιώτες επενδυτές στη **Συμβουλευτική Επιτροπή**. Μια θέση από την

οποία, εδώ και 10 χρόνια, μας δίνεται η δυνατότητα να παρεμβαίνουμε σε θέματα της Κεφαλαιαγοράς και να καταθέτουμε προτάσεις στα νομοσχέδια που προτείνει η Διοίκηση της Ε.Κ. προς την εκάστοτε Κυβέρνηση.

Στον τελευταίο νόμο περί Εταιρικής Διακυβέρνησης, έχουν ενσωματωθεί αρκετές προτάσεις του ΣΕΔ, οι οποίες έχουν διαμορφωθεί από την εικοσαετή πείρα που έχουμε αποκτήσει στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά και από την παρακολούθηση εκατοντάδων Γεν. Συνελεύσεων Εισηγμένων Εταιρειών, μια διαδικασία επίπονη μεν, αλλά απόλυτα χρήσιμη, αν θέλει κάποιος να συμμετέχει ενεργά στα δρώμενα των εισηγμένων εταιρειών και να διαμορφώσει σαφή γνώση του αντικειμένου, για να μπορεί να υποβάλλει χρήσιμες, αλλά και ρεαλιστικές προτάσεις προς τις Εποπτικές Αρχές.

Το **ετήσιο Συνέδριο του ΣΕΔ**, το οποίο όταν ξεκίνησε, το 2002, ήταν και αυτό μια (τουλάχιστον) Πανελλήνια πρωτοτυπία, έφτασε αισίως στον αριθμό 17! Το [17^ο Συνέδριο](#) έγινε στο ΗΛΕΚΤΡΑ ΠΑΛΛΑΣ, 21-22 Δεκεμβρίου 2019 και στη συνέχεια ακολούθησε η [μετα-συνεδριακή Ημερίδα](#) στις 19 Ιανουαρίου 2020 στο Caravel, όπου κόψαμε και την πίτα του Συνδέσμου. Οι δύο αυτές πολύ σημαντικές εκδηλώσεις μας, περιγράφονται αναλυτικά σε επόμενο άρθρο.

Παράλληλα όλες οι άλλες δράσεις μας τρέχουν, με αποτέλεσμα η κοινότητα του ΣΕΔ να μεγαλώνει συνεχώς, τόσο από επενδυτές και επαγγελματίες της Κεφαλαιαγοράς, όσο και από καθηγητές και φοιτητές των Ελληνικών Πανεπιστημίων, που έρχονται για μία δράση και μένουν μαζί μας, συμμετέχοντας στην διευρυμένη και πολυπληθή γραμματεία του ΣΕΔ.

Το «[Πρόγραμμα Παρακολούθησης Γεν. Συνελεύσεων 2020](#)» για 6^η συνεχόμενη χρονιά συνεχίζεται, έστω και με αντίξοες συνθήκες και θα συνεχιστεί ακόμα περισσότερο όταν λήξει αυτή η δοκιμασία για όλους μας.

Εύχομαι σε όλους Καλή Δύναμη, Υγεία και στον ΣΕΔ μακροήμερευση, προς όφελος των επενδυτών, των φοιτητών και της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς γενικότερα!

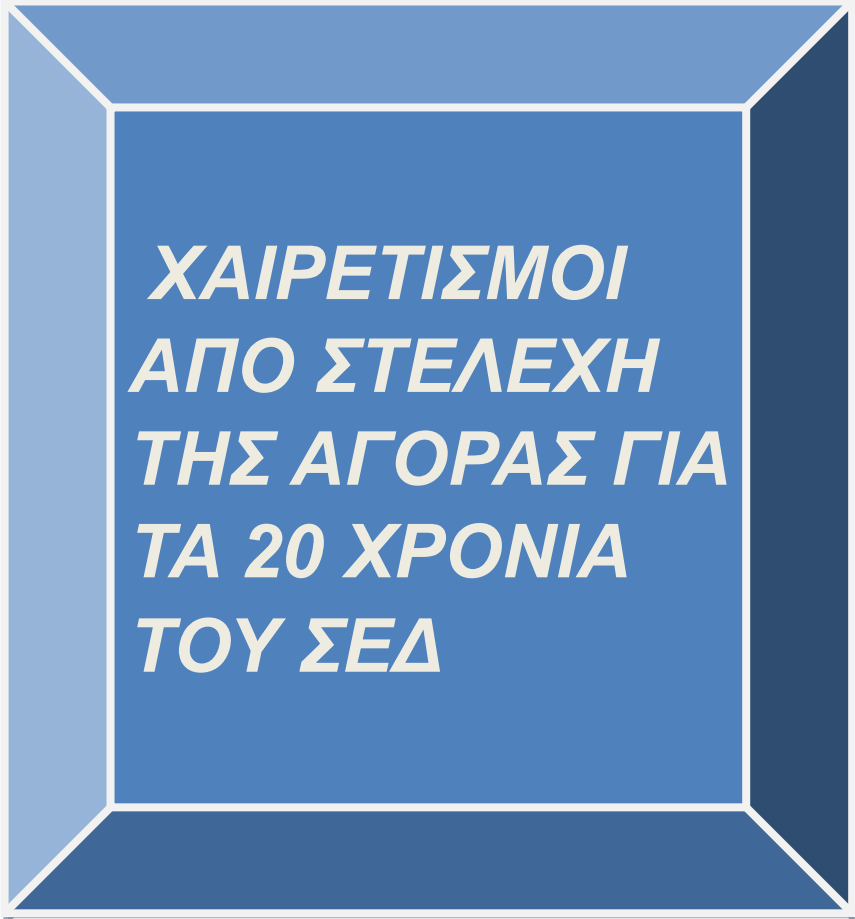
Η ΓΡΑΜΜΑΤΕΙΑ ΤΟΥ ΣΕΔ

Τα τελευταία χρόνια, με τη συνεργασία που έχουμε εγκαινιάσει με όλα τα Πανεπιστήμια, έχουν έλθει στον ΣΕΔ αρκετοί φοιτητές και φοιτήτριες εξαιρετικού επιπέδου, που στελεχώνουν την γραμματεία του ΣΕΔ.

Θέλω από αυτό το βήμα να ευχαριστήσω όλα αυτά τα νέα παιδιά, που με τα νιάτα και τον ενθουσιασμό τους συμβάλλουν σε τεράστιο βαθμό, στην επιτυχία όλων των εκδηλώσεων του Συνδέσμου!



Η φωτογραφία από το 17^ο Συνέδριο του ΣΕΔ, 21/12/2019, με μία ομάδα από τα στελέχη της πολυπληθούς γραμματείας του ΣΕΔ!



**ΧΑΙΡΕΤΙΣΜΟΙ
ΑΠΟ ΣΤΕΛΕΧΗ
ΤΗΣ ΑΓΟΡΑΣ ΓΙΑ
ΤΑ 20 ΧΡΟΝΙΑ
ΤΟΥ ΣΕΔ**

Χαιρετισμός Βασιλικής Λαζαράκου, Προέδρου Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς για τα 20 Χρόνια του ΣΕΔ



Είναι ευτυχής συγκυρία ότι η επέτειος των 20 χρόνων του ΣΕΔ συμπίπτει με την επικείμενη υιοθέτηση του νομοσχεδίου της κεφαλαιαγοράς που επιχειρεί τόσο να εκσυγχρονίσει το θεσμικό πλαίσιο της εταιρικής διακυβέρνησης των εισηγμένων εταιριών στην Ελληνική αγορά όσο και να προχωρήσει σε ρυθμίσεις που αφορούν σε ενσωμάτωση νεότερης κοινοτικής νομοθεσίας σε θέματα κεφαλαιαγοράς και, βέβαια, σε επιμέρους τροποποιήσεις της εθνικής νομοθεσίας σε θέματα που έχρηζαν βελτιώσεων ή ρυθμίσεων (όπως, Επιτροπή Ελέγχου εισηγμένων εταιριών, και άλλα).

Καθώς όμως ο ΣΕΔ δραστηριοποιείται κυρίως στο θέμα της λειτουργίας των εισηγμένων εταιριών, δεδομένης και της έντονης δραστηριότητας του σε σχέση με τα προγράμματα παρακολούθησης των γενικών συνελεύσεων των μετόχων, θα αναφερθώ κυρίως στα θέματα της εταιρικής διακυβέρνησης τα οποία έχουν και θεμελιώδη σημασία για την κεφαλαιαγορά. Στόχος λοιπόν του σχεδίου αυτού είναι να τροποποιήσει το προηγούμενο πλαίσιο (Νόμος 3016/2002 και Απόφαση ΕΚ 5/204/2000) που είναι

πλέον παρωχημένο και αντίστοιχα να εκσυγχρονίσει και να ενισχύσει συγκεκριμένους μηχανισμούς σε κάθε εταιρία όπως αυτόν του εσωτερικού ελέγχου. Επιπλέον, αποσκοπεί στην αποτελεσματικότερη διάρθρωση των διοικητικών συμβουλίων της και στην ύπαρξη περισσότερων κριτηρίων ανεξαρτησίας που θα πρέπει να πληρούνται για το χαρακτηρισμό μελών ως ανεξάρτητων αλλά και στην ουσιαστική παρέμβασή τους στην λειτουργία μίας εταιρίας. Τέλος, οι προτεινόμενες τροποποιήσεις από την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς σε σχέση με την εταιρική διακυβέρνηση είχαν ως στόχο πέραν του εκσυγχρονισμού της λειτουργίας κάθε εταιρίας, την καλύτερη οργάνωση τους με εμπλουτισμό, μεταξύ άλλων, των προβλέψεων του Κανονισμού Λειτουργίας ώστε να καλύπτονται πλήρως οι ανάγκες διαφάνειας και ενίσχυσης των δικαιωμάτων των μικρομετόχων ή τη θεσμοθέτηση επιτροπών που επιτρέπουν την αποτελεσματικότερη λειτουργία της (πχ Επιτροπή Αμοιβών, Υποψηφιοτήτων και Τοποθετήσεων). Ευελπιστούμε ότι και το τελικό σχέδιο που θα υιοθετηθεί θα διατηρήσει τις διατάξεις αυτές που αποσκοπούν στην ενίσχυση και εκσυγχρονισμό της κεφαλαιαγοράς.

Η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς εξετάζει και επεξεργάζεται καινοτόμες παρεμβάσεις για την λειτουργία της κεφαλαιαγοράς ως μοχλού ανάπτυξης της ελληνικής οικονομίας κατά την παρούσα χρονική στιγμή τις οποίες θα γνωστοποιήσει άμεσα στους φορείς της αγοράς προς διαβούλευση προκειμένου στη συνέχεια να τις εισηγηθεί και στο αρμόδιο υπουργείο.

Στόχος μας είναι η διαμόρφωση των συνθηκών εκείνων που θα κάνουν την ελληνική αγορά ελκυστικότερη και ανταγωνιστικότερη στην ευρωπαϊκή και διεθνή σκηνή και η λειτουργία της κεφαλαιαγοράς ως μοχλού ανάπτυξης της πραγματικής οικονομίας.

Με εκτίμηση

Βασιλική Λαζαράκου, Δ.Ν.

Πρόεδρος

Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς

Χαιρετισμός Γιώργου Χαντζηνικολάου, Προέδρου Χ.Α., Τράπεζας ΠΕΙΡΑΙΩΣ & Ε.Ε.Τ. για τα 20 Χρόνια του ΣΕΔ



Μέσα σε μια 20ετία ενεργούς και επιτυχημένης παρουσίας του στο χώρο της Ελληνικής κεφαλαιαγοράς, ο ΣΕΔ έχει καθιερωθεί ως ένας υπεύθυνος και αξιόπιστος φορέας εκπροσώπησης και υποστήριξης των ιδιωτών επενδυτών, λαμβάνοντας χαρακτηριστικά θεσμού που ανταποκρίνεται στα σύγχρονα πρότυπα των αναπτυγμένων αγορών.

Με τεχνογνωσία, διαφάνεια, προσήλωση στις βέλτιστες διεθνείς πρακτικές και ιδιαίτερα στις αρχές και τους κανόνες της Εταιρικής Διακυβέρνησης, ο ΣΕΔ έχει αναδείξει τη σημασία της διασφάλισης των δικαιωμάτων των ιδιωτών επενδυτών και μεταφέρει με απόλυτη σοβαρότητα τις συλλογικές τους επιδιώξεις στα θεσμικά όργανα που εποπτεύουν τη λειτουργία της.

Η παρουσία και οι δραστηριότητές του θα γίνονται όλο και πιο αναγκαίες, καθώς η ελληνική οικονομία ξεπερνάει την κρίση και η ελληνική κεφαλαιαγορά ανακάμπτει και ανακτά την εμπιστοσύνη των επενδυτών, έτσι ώστε να παίξει αποτελεσματικά τον αναπτυξιακό της ρόλο.

Ο ρόλος του ΣΕΔ στην επιστροφή των ιδιωτών επενδυτών στην κεφαλαιαγορά είναι κρίσιμος και συνιστά μια ακόμα πρόκληση για την οικονομία μας. Στην πρόκληση αυτή πιστεύω πως ο ΣΕΔ θα συμβάλλει καθοριστικά συνεχίζοντας με την ίδια σοβαρότητα το έργο του. Σε αυτό το έργο εύχομαι κάθε επιτυχία.

Γιώργος Χαντζηνικολάου

Πρόεδρος Χ.Α. , Τράπεζας ΠΕΙΡΑΙΩΣ & Ε.Ε.Τ.

Χαιρετισμός Σωκράτη Λαζαρίδη, CEO Χ.Α. για τα 20 Χρόνια του ΣΕΔ



Τα τελευταία 20 χρόνια ο Σύνδεσμος Επενδυτών & Διαδικτύου συμβάλλει πολύπλευρα στην ανάπτυξη και εμπλουτισμό του γνωστικού πεδίου των Ελλήνων επενδυτών ενώ με καίριες παρεμβάσεις υπερασπίζεται τα δικαιώματα και προασπίζει τα συμφέροντά τους. Με σειρά δράσεων και πρωτοβουλιών έχει έντονη παρουσία στην εγχώρια αγορά ενώ ως εκπρόσωπος των ιδιωτών επενδυτών στην Συμβουλευτική Επιτροπή της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς συμμετέχει με γνώμονα το όφελος αυτών.

Από το 2004 ο Σύνδεσμος Επενδυτών & Διαδικτύου εφαρμόζει στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά τον Μετοχικό Ακτιβισμό, έναν διεθνώς αποδεκτό θεσμό που συνίσταται στην ενεργό συμμετοχή των μετόχων στις Γενικές Συνελεύσεις των επιχειρήσεων. Άξια ειδικής μνείας είναι και η πρωτοβουλία του ΣΕΔ «Πρόγραμμα Παρακολούθησης Γενικών Συνελεύσεων Ανωνύμων Εταιρειών» που πραγματοποιείται ανελλιπώς τα τελευταία 6 χρόνια σε συνεργασία με καθηγητές ΑΕΙ της χώρας και αφορά στην παρακολούθηση Γενικών Συνελεύσεων από

ομάδες φοιτητών και κατ'επέκταση την εξοικείωσή τους με τον τρόπο λειτουργίας των σχετικών διαδικασιών.
Εύχομαι η συμβολή του Συνδέσμου Επενδυτών & Διαδικτύου στην διαρκή ανάπτυξη της ελληνικής κεφαλαιαγοράς να παραμείνει το ίδιο καίρια και τα επόμενα χρόνια.

Σωκράτης Λαζαρίδης

Διευθύνων Σύμβουλος του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών

Χαιρετισμός Παναγιώτη Δράκου, Προέδρου της ΕΝΕΙΣΕΤ για τα 20 Χρόνια του ΣΕΔ



ΕΙΚΟΣΑΧΡΟΝΟΣ ΣΕΔ

Ο Σύνδεσμός σας χαιρετίζει την εικοσαετία του. Η δημιουργία του κατέστη η απαραίτητη συμπλήρωση των θεσμών που περιβάλλουν δημιουργικά το Χρηματιστήριο, την Κεφαλαιαγορά, και τους κανόνες τους. Όταν σας γνώρισα σε ένα από τα πρώτα Συνέδρια σας, τρόμαξα. Είχα αναλάβει να πω δυο λόγια στην αίθουσα του Χρηματιστηρίου της Σοφοκλέους και με διέκοψε ένας καυγάς μελών σας για το αν είχα δίκιο ή άδικο για αυτά που έλεγα.

Ευτυχώς πιο ήρεμες κεφαλές σαν αυτή του Προέδρου σας γρήγορα μου άνοιξαν τα μάτια και αποδέχθηκα την συμβολή σας στις κοινές μας επιδιώξεις. Τώρα ο Σύνδεσμος Επενδυτών και Διαδικτύου είναι απαραίτητος, που αν δεν υπήρχε, θα έπρεπε να εφευρεθεί. Χαίρομαι για τον δρόμο που διανύσατε και διανύσαμε μαζί και αισιοδοξώ ότι θα πορευθούμε εξ ίσου αποδοτικά για την οικονομία της Πατρίδας μας και στο δύσκολο εγγύς, αλλά πολύ πιο ευνοϊκό μέλλον μπροστά μας.

Παναγιώτης Δράκος, Πρόεδρος της ΕΝΕΙΣΕΤ

Χαιρετισμός Γιάννη Β. Πολυχρονίου, ΠΡΟΕΔΡΟΥ ΔΣ ΣΕΠΕΥ για τα 20 Χρόνια του ΣΕΔ



Φέτος συμπληρώνονται τα 20 χρόνια από την ίδρυση του ΣΕΔ.

Ενός Συνδέσμου που εκπροσωπεί τους ιδιώτες επενδυτές αυτής της χώρας. (retail)

Ο ΣΕΔ ιδρύθηκε σε στιγμή όπου το Ελληνικό Χρηματιστήριο “μάτωνε ”, ακριβώς την περίοδο που ήδη είχε σκάσει η φούσκα την περίοδο εκείνη. Από τότε λόγω της κακής πορείας της Εθνικής οικονομίας έχουμε ζήσει μόνο 3 ανοδικές περιόδους :

α) εκείνη της περιόδου 2003-2007

β) εκείνη της περιόδου 2012-2014 και

γ) εκείνη της περιόδου 2016-2019.

Στο μεγαλύτερο μέρος αυτής της εικοσαετούς ιστορικής διαδρομής, χάθηκαν περιουσίες, έκλεισαν εταιρείες και περίπου 170 δισ άλλαξαν χέρια, όσο περίπου το ΑΕΠ μιας ολόκληρης χρονιάς.

Ίσως πρόκειται για τη μεγαλύτερη αναδιανομή πλούτου στην Ελληνική Οικονομική Ιστορία.

Από 1 εκ. Ενεργές μερίδες, φτάσαμε μόλις στις 20.000 μερίδες και το 93% περίπου των εγχώριων χαρτοφυλακίων ιδιωτών επενδυτών έχουν ύψος κάτω από 10.000ευρω.

Όλη αυτή η ιστορία έπρεπε λογικά να επηρεάσει αρνητικά τη λειτουργία και ακόμη και την ύπαρξη αυτού του Συνδέσμου.

Αντ' αυτού ως αποτέλεσμα είχαμε τη συνεχόμενη παρουσία του ΣΕΔ και μάλιστα αντί για συρρίκνωση, είδαμε την εξέλιξη του. Συμμετοχή σε διάφορα θεσμικά όργανα όπως π.χ. :

Συμβουλευτική Επιτροπή της Ε.Κ – Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης – σύνδεση με την Ακαδημαϊκή κοινότητα, συμμετοχή στην Γ.Σ Εταιρειών είναι μερικά από εκείνα που έκαναν πανελληνίως γνωστό το ΣΕΔ.

Προσωπικά θεωρώ πως συμβάλει ουσιαστικά στην “ καλλιέργεια ” των επενδυτών μιας και μέσω της Γ.Σ τους “ φυτεύει” το σπόρο των επενδύσεων.

Ίσως να είναι δόκιμο να παρομοιάσω το ΣΕΔ με ένα φυτώριο νέων επενδυτών ή ως έναν

“ επενδυτικό γεωργό ”

Με καπετάνιο του το Μπάμπη Εγγλέζο έναν άνθρωπο με μεράκι , με όραμα και κυρίως με αγνές προθέσεις και ήθος , έχει δημιουργηθεί ένα υψηλό επίπεδο στην αγορά.

Έχουμε συνεργαστεί με επιτυχία επί σειρά ετών και κάθε φορά είναι χαρά μου να συνεργαζόμαστε.

Εύχομαι πραγματικά ο ΣΕΔ να συνεχίσει να δραστηριοποιείται στην Ελληνική Κεφαλαιαγορά , να μεγαλώσει κι άλλο , να παρεμβαίνει όπου και όταν χρειάζεται και αισίως να γιορτάσουμε και τα τριακοστά γενέθλια του στο μέλλον.

Τέλος Εύχομαι καλό κουράγιο , δύναμη και δημιουργικότητα.

Με εκτίμηση

Γιάννης Β. Πολυχρονίου

ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΔΣ ΣΕΠΕΥ

-ΤΟ 17^ο ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ & ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ
ΚΑΙ Η ΜΕΤΑΣΥΝΕΔΡΙΑΚΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΗΜΕΡΙΔΑ ΤΟΥ ΣΕΔ

Γράφει ο Μπάμπης Εγγλέζος

Το διήμερο Σάββατο 21 και Κυριακή 22 Δεκεμβρίου 2019, έγινε στο ξενοδοχείο ΗΛΕΚΤΡΑ ΠΑΛΛΑΣ, το 17^ο Συνέδριο του ΣΕΔ, με μεγάλη συμμετοχή Επενδυτών, μελών και φίλων του ΣΕΔ. Στο Συνέδριο παρουσιάστηκαν τα Συμπεράσματα από το «Πρόγραμμα Παρακολούθησης Γεν. Συνελεύσεων Εισηγμένων Εταιρειών 2019», καθώς και μια σειρά από άλλα θέματα επικαιρότητας, για την Ελληνική Κεφαλαιαγορά.

Ο γενικός τίτλος του Συνεδρίου ήταν:
«Εταιρική Διακυβέρνηση, Επενδύσεις και Αγορά Εργασίας»
και διοργανώθηκε υπό την αιγίδα του Ομίλου Χρηματιστηρίου Αθηνών και σε συνεργασία με το Ελληνικό Συμβούλιο Εταιρικής Διακυβέρνησης και το Πανεπιστήμιο Πειραιώς, Τμήμα Χρηματοοικονομικής Τραπεζικής.

Η κατάμεστη αίθουσα και τις δύο ημέρες του Συνεδρίου, το υψηλό επίπεδο των ομιλιών και των τοποθετήσεων, αλλά και ο γόνιμος και εποικοδομητικός διάλογος, ήταν τα κύρια χαρακτηριστικά αυτού του Συνεδρίου, το οποίο κράτησε αμείωτο το ενδιαφέρον των Συνέδρων καθ' όλη του τη διάρκεια.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση, οι Γεν. Συνελεύσεις των εισηγμένων εταιρειών, οι προοπτικές του Χρηματιστηρίου Αθηνών, της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς γενικότερα, αλλά και οι νεότερες εξελίξεις στην αγορά εργασίας, που ενδιαφέρουν τους φοιτητές των Ελληνικών Πανεπιστημίων, ήταν τα κυριότερα θέματα αυτού του Συνεδρίου, το οποίο είμαστε σίγουροι ότι ωφέλησε σε μεγάλο βαθμό όσους το παρακολούθησαν.

Ευχαριστούμε όλα τα μέλη των ομάδων εργασίας του ΣΕΔ, που εργάστηκαν με ενθουσιασμό για την διοργάνωση του 17ου Συνεδρίου, τον Όμιλο Χρηματιστηρίου Αθηνών για την εξαιρετική συνεργασία και υποστήριξη, αλλά και όλους όσους συμμετείχαν στο Συνέδριο και με τις εξαιρετικές τοποθετήσεις τους, συνέβαλλαν στη μεγάλη του επιτυχία.

ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ ΤΕΛΙΚΟ ΒΙΟΓΡΑΦΙΚΑ ΟΜΙΛΗΤΩΝ-ΓΡΑΜΜΑΤΕΙΑΣ
[ΤΟ ΠΛΗΡΕΣ VIDEO ΤΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ](#)

ΦΩΤΟΓΡΑΦΙΕΣ ΑΠΟ ΤΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ



ΑΠΟΨΗ ΤΗΣ ΑΙΘΟΥΣΑΣ



ΤΟ ΠΡΩΤΟ ΠΑΝΕΛ ΜΕ ΤΑ ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ ΑΠΟ ΤΟ Π.Π.Γ.Σ. 2019



ΤΟ ΔΕΥΤΕΡΟ ΠΑΝΕΛ ΓΙΑ ΤΗΝ ΕΤΑΙΡΙΚΗ ΔΙΑΚΥΒΕΡΝΗΣΗ



ΤΟ ΤΡΙΤΟ ΠΑΝΕΛ ΤΟΥ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ



ΤΟ ΤΕΛΕΥΤΑΙΟ ΠΑΝΕΛ ΤΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ



Ο ΠΡΟΕΔΡΟΣ ΤΟΥ ΣΕΔ ΜΕ ΤΗΝ ΔΙΕΥΘΥΝΤΡΙΑ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΤΙΤΛΩΝ ΤΟΥ ΧΑ ΚΑ ΓΕΩΡΓΙΑ ΜΟΥΡΛΑ & ΤΟΥΣ ΚΑΘΗΓΗΤΕΣ ΤΟΥ ΠΑ.ΠΕΙ. κ.κ. ΜΑΝΩΛΗ ΤΣΙΡΙΤΑΚΗ & ΔΗΜΗΤΡΗ ΚΥΡΙΑΖΗ



ΟΙ ΦΟΙΤΗΤΕΣ ΤΟΥ ΔΗΜΟΚΡΕΤΕΙΟΥ ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟΥ ΘΡΑΚΗΣ ΕΡΧΟΝΤΑΙ ΚΑΘΕ ΧΡΟΝΟ ΚΑΙ ΠΑΡΑΚΟΛΟΥΘΟΥΝ ΤΟ ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΜΑΣ



ΤΟ ΠΑΝΕΛ ΤΗΣ ΔΕΥΤΕΡΗΣ ΗΜΕΡΑΣ ΤΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ 22/12/2019



Η ΑΙΘΟΥΣΑ ΚΑΤΑΜΕΣΤΗ ΚΑΙ ΤΗ ΔΕΥΤΕΡΗ ΗΜΕΡΑ ΤΟΥ ΣΥΝΕΔΡΙΟΥ

-ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΗΜΕΡΙΔΑ ΚΑΙ ΠΙΤΑ ΤΟΥ ΣΕΔ

Στη συνέχεια, έγινε και μία πολύ ενδιαφέρουσα μετα-συνεδριακή Ημερίδα, την Κυριακή 19 Ιανουαρίου 2020, στο ξενοδοχείο Divani Caravel, η οποία ήταν αφιερωμένη στην Εταιρική Διακυβέρνηση και στο νέο νόμο, που πρότεινε η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς, στον οποίο έχουν ενσωματωθεί αρκετές προτάσεις του ΣΕΔ. Η ομιλία της Προέδρου της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς σε αυτή την Ημερίδα ήταν ιδιαίτερα σημαντική.

Στο τέλος της Ημερίδας, κόψαμε και την 20^η πίτα του ΣΕΔ!

ΦΩΤΟΓΡΑΦΙΕΣ ΑΠΟ ΤΗΝ ΗΜΕΡΙΔΑ



Η ΚΥΡΙΑ ΛΑΖΑΡΑΚΟΥ ΣΤΟ ΒΗΜΑ

ΤΑ ΠΑΝΕΛ ΤΩΝ ΟΜΙΛΗΤΩΝ

Η 20^η ΠΙΤΑ ΤΟΥ ΣΕΔ







Η ΤΥΧΕΡΗ ΙΩΑΝΝΑ ΚΩΝΣΤΑΝΤΟΠΟΥΛΟΥ



Η κα ΛΑΖΑΡΑΚΟΥ ΑΝΑΛΥΕΙ ΤΟ ΝΕΟ ΝΟΜΟ ΠΕΡΙ Ε.Δ.

[ΦΩΤΟΓΡΑΦΙΕΣ ΚΑΙ VIDEO ΑΠΟ ΤΗΝ ΗΜΕΡΙΔΑ](#)

**Συνέντευξη ΑΡΓΥΡΗ ΟΙΚΟΝΟΜΟΥ Νομικού
Συμβούλου ΔΕΗ στην ΜΙΧΑΕΛΑ ΘΕΟΔΩΡΟΥ Ειδική
Γραμματέα του ΣΕΔ**



- Πώς έχετε βιώσει εσείς την εμπειρία σας στην Εταιρική Διακυβέρνηση (Ε.Δ) Σε τι βαθμό έχει γίνει κατανοητή η σημασία της εταιρικής διακυβέρνησης στην Ελλάδα;

-Η ενασχόλησή μου με το θεσμό της Α.Ε. είναι 30 χρόνια πίσω. Απέκτησε όμως μια άλλη δυναμική όταν άρχισα να κάνω ελέγχους σε εταιρίες και ομίλους για χρηματιστηριακές δουλειές. Το γραφείο στο οποίο δούλευα τότε έκανε σημαντικές εταιρίες στο κομμάτι, είχαμε κάνει τις τρεις μετοχοποιήσεις του ΟΤΕ, αργότερα τις τρεις της ΔΕΗ, εξ' ου και η σχέση μου με τη ΔΕΗ, αλλά σαν ανεξάρτητοι νομικοί ελεγκτές. Είχαμε κάνει οργανισμό Λαμπράκη, Ιντεραμέρικαν, Βιοχάλκο, τρεις τράπεζες, την Τράπεζα Χίου, που ενσωματώθηκε και μετατράπηκε σε Τράπεζα Πειραιώς, ένα κομμάτι του Νομικού Ελέγχου της Eurobank, την Τράπεζα Κύπρου και πολλές άλλες εταιρίες κάθε φύσεως, κλάδου και αντικειμένου.

Το πρώτο πράγμα που έβλεπε κάποιος ήταν η διαφορά θεωρίας και πράξης. Δηλαδή του πώς έλεγαν τα εγχειρίδια ότι λειτουργούσαν τα πράγματα και πως λειτουργούσαν στην πράξη.

-Υπήρχε κάποια σύνδεση ή ήταν πολύ διαφορετικά τα πράγματα;

-Υπήρχε αλλά κατά το επιφαινόμενο. Να δώσω δύο παραδείγματα, σε δύο από τις εταιρίες που προανέφερα, ένα ζήτημα αιχμής, το management αρνήθηκε να το συζητήσει στο ΔΣ για λόγους εμπιστευτικότητας. Ανοίγοντας τα βιβλία μετά για να δούμε αν δικαιούται το management να το κάνει αυτό, είδαμε ότι κατά τη θεωρία μπορούσε και να γίνει, για λόγους εταιρικού συμφέροντος και λοιπά. Αυτό το θέμα αφορούσε μια εξαγορά κάποιων δις δραχμών της εποχής. Από την άλλη, μέσα από αυτή την ενασχόληση, προέκυψαν σε μένα διάφορα ζητήματα, τα οποία ακόμη και σήμερα δεν έχουν επαρκώς αναλυθεί, όπως εν παραδείγματι, τι σημαίνει εκπροσώπηση και τι σημαίνει διοίκηση μιας εταιρίας. Αυτή η ανάλυση που οδηγεί στα όρια της εκπροσωπευτικής εξουσίας δεν έχει γίνει επαρκώς. Ας πούμε ότι ο νόμιμος εκπρόσωπος της εταιρίας μπορεί να διαχειρίζεται, για παράδειγμα κλείνοντας έναν εξώδικο συμβιβασμό, το σύνολο της εταιρικής περιουσίας ακόμη, ή έστω ένα πολύ μεγάλο τμήμα της; Διότι δε νομίζω να υπερβάλλω αν πω ότι ένα πρακτικό ΔΣ, πολύ περισσότερο καταστατικές διατάξεις, περιγράφουν τα όρια διαχειριστικής εξουσίας των φυσικών προσώπων που εκπροσωπούν την εταιρία, πχ. ο Πρόεδρος ή ο Διευθύνων Σύμβουλος, να εκπροσωπεί την εταιρία, αν καταλαμβάνει όλα. Θα μου πείτε εκεί, ναι αλλά το τεκμήριο αρμοδιότητας είναι στο ΔΣ. Υπάρχουν όμως περιπτώσεις που αυτό δεν είναι πολύ ευδιάκριτο. Αυτό είναι το ένα. Το άλλο είναι, ποιος είναι ο ρόλος του Προέδρου.

- Του Προέδρου σκέτο ή του Προέδρου που αποτελεί συγχρόνως και Διευθύνοντα Σύμβουλο;

-Του Προέδρου σκέτο, το άλλο είναι καθαρό. Δεν θα μπορούμε τώρα στη διαδικασία του ποια είναι η βέλτιστη πρακτική, εκτός κι αν θέλετε να μπορούμε γιατί έχει ενδιαφέρον.

- Ωραία, οπότε ας κάνουμε μια παρένθεση και ας συζητήσουμε γι' αυτό.

- Τι διαβάζει κανείς στα βιβλία; Ότι η βέλτιστη πρακτική Ε.Δ είναι η μη σύμπτωση των δύο ιδιοτήτων. Η μη σύμπτωση των δύο ιδιοτήτων, αν οδηγεί σε ένα σύστημα checks and balances καλό, όπου καθένας ενασκει τα καθήκοντά του με ένα πνεύμα συστατικό και όχι επεκτατικό, μπορεί να λειτουργήσει. Μπορεί να

λειτουργήσει δηλαδή με τον 24/14 του '96 εισαχθεί για τις Δημόσιες Επιχειρήσεις, που έχεις ένα Πρόεδρο να εποπτεύει την υλοποίηση του management contract του Διευθύνοντος Συμβούλου. Αν αυτός ο Πρόεδρος κάνει τη δουλειά καλά, αυτό μπορεί να έχει καλά αποτελέσματα. Αν όμως ο Πρόεδρος μπει πάρα πολύ στην καθημερινή Διοίκηση της εταιρίας ή αν ο διευθύνων αρνηθεί το ρόλο του Προέδρου, αυτό θα δημιουργήσει συγκρούσεις, στη ΔΕΗ είχαμε μια τέτοια περίοδο, φτάνει τη λειτουργία της εταιρίας σε αδιέξοδο. Υπήρξε δηλαδή μια περίοδος όπου ο Πρόεδρος με το Διευθύνοντα ήταν σε τόσο οξύτατη σύγκρουση, που κατέληξε και σε ποινικοποίηση αυτής. Τα απόνερα αυτής της ποινικοποίησης, 15 χρόνια αργότερα, δεν έχουν εντελώς εξαλειφθεί. Όπου άσχετα με το ποιος είχε δίκιο, η εταιρία δεν μπορούσε να λειτουργήσει ένα τέτοιο σχέδιο και αυτό οδήγησε έκτοτε, να καταλήξει στο μονιστικό μοντέλο. Το μοντέλο αυτό καθιστά ένα Διευθύνοντα πανίσχυρο. Το δυϊστικό μοντέλο δημιουργεί διφυή εξουσία που αν δε λειτουργήσει εναρμονισμένα, οδηγεί σε πολύ μεγάλες δυσκολίες για μια επιχείρηση. Επομένως, εκεί που δεν υπάρχει ταύτιση ιδιοκτησίας και εταιρίας, όπου ο Διευθύνων ή ο Πρόεδρος και Διευθύνων είναι συγχρόνως και μεγαλομέτοχος, οπότε τα πράγματα είναι αρκετά καθαρά, αλλά υπάρχει μια πραγματικά πολυμετοχική εταιρία που κανείς δεν μπορεί να θεωρεί ότι έχει πράγματι τον έλεγχο της εταιρίας, εκεί πράγματι το μονιστικό μοντέλο δεν ανταποκρίνεται στη μετοχική διάρθρωση της εταιρίας και καθίσταται εις βάρος της Γ.Σ των μετόχων ο Πρόεδρος-Διευθύνων να είναι πιο ισχυρός από ότι θα έπρεπε. Αντίθετα, εκεί που υπάρχει ένας σαφής ιδιοκτήτης της εταιρίας, μόνος του ή μαζί με άλλους, το μονιστικό μοντέλο μπορεί να είναι πιο σωστό. Επομένως, εγώ αμφισβητώ για το ποια είναι η βέλτιστη πρακτική. Η βέλτιστη πρακτική θα πρέπει να αφήνεται σε κάθε εταιρία να τη διαμορφώνει κατά το δικό της βέλτιστο τρόπο, που όμως έχει το εξής δυσανάλογο αποτέλεσμα: δε βοηθά το benchmarking. Η πανσπερμία μορφών και εκδοχών διάρθρωσης και λειτουργίας, θεσμικά μιλώντας, των αρχών και πρακτικών εταιρικής διακυβέρνησης, δε μπορεί να οδηγήσει σε συγκρίσεις. Δηλαδή, δε μπορεί να βοηθήσει στη διεξαγωγή συμπερασμάτων. Επομένως, πρέπει να αναζητούμε πάντα ένα σημείο ισορροπίας

μεταξύ της ευελιξίας από τη μία και της ομοιομορφίας από την άλλη.

-Το κατά πόσο εξηγούνται οι αποκλίσεις της κάθε της εταιρίας μέσω ενός κοινού κώδικα βέλτιστων πρακτικών, δεν είναι σημαντικό;

- Συμφωνώ απόλυτα, γι' αυτό εγώ που δεν πιστεύω στους κώδικες αυτορρύθμισης σε μια χώρα όπως η Ελλάδα, γιατί στην Ελλάδα το hard law είναι soft law και το soft law είναι no law. Δε είμαστε σαν κουλτούρα υπέρ της αυτορρύθμισης και επομένως κάνουμε αυτά που μας επιβάλλονται. Ξεκινώντας με αυτή την παραδοχή, που δεν είναι αδιαμφισβήτητη, θεωρώ ότι πρέπει να υπάρχει ένα hard law που να επιβάλλει κάποια πράγματα. Όμως το hard law θα μπορούσε να λέει αυτό είναι η Αρχή, πάρε και 4, 5 παραδείγματα εφαρμογής, όπως ήταν και ο συνδυασμένος κώδικας του Ηνωμένου Βασιλείου, που σου έλεγε πάρε την αρχή και σου έδινε μερικά παραδείγματα που θα μπορούσες να ακολουθήσεις ή και να αποκλίνεις, αλλά η αρχή ήταν εκεί. Να δώσω ένα παράδειγμα. Ένα Δ.Σ εταιρίας πρέπει να έχει αποτελεσματικές διαδικασίες εποπτείας και ελέγχου του Διευθύνοντος Συμβούλου. Ωραία, εγώ θα περίμενα να έρθει η εταιρία να πει εγώ έχω αυτές τις διαδικασίες και τις εφαρμόζω έτσι, γιατί το μεγάλο πρόβλημα που βλέπω στην Ε.Δ στην Ελλάδα είναι ότι πολλά πράγματα γίνονται επειδή πρέπει να δείχνουμε ότι γίνονται, ενώ στην πραγματικότητα δεν γίνονται όπως θα έπρεπε να γίνονται. Αυτό είναι σε όλο το φάσμα, από το ρόλο των ανεξάρτητων μελών του Δ.Σ μέχρι τον εσωτερικό έλεγχο. Σε όλα αυτά υπάρχει μια απόκλιση μεταξύ αυτών που λένε τα βιβλία και της πράξης. Ωραία, υπάρχει ο εσωτερικός έλεγχος που βάσει του 3016 αλλά του 4449 έχει ως αρμοδιότητα τα πάντα. Η διατύπωση είναι τόσο ευρεία όσον αφορά τις αρμοδιότητες, που ο εσωτερικός ελεγκτής μπορεί να διαπιστώσει οποιοδήποτε ζήτημα αφορά την εσωτερική και εξωτερική νομιμότητα της εταιρίας. Έθετα εγώ το ερώτημα σε ελεγκτές, υπάρχουν ελεγκτές που ξέρουν από δημόσιες συμβάσεις ή περιβαλλοντικό δίκαιο κλπ κλπ; Ή γενικότερα πράγματα που δεν είναι συνδεδεμένα με οικονομικές καταστάσεις μιας και οι ελεγκτές έχουν συνήθως οικονομικό υπόβαθρο. Ας δούμε το άρθρο 8 του 3016, περίπτωση Α: «η

υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου έχει τις α αρμοδιότητες: παρακολουθώ την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας, καθώς και της εν γένει νομοθεσίας που αφορά την εταιρία» και ιδιαίτερα αυτής των ανωνύμων εταιριών και της χρηματιστηριακής. Αν κάποιος θεωρήσει ότι των ανωνύμων και της χρηματιστηριακής δεν έχει ιδιαίτερη αξία και ότι οι εσωτερικοί ελεγκτές έχουν αρμοδιότητα παρακολούθησης της εφαρμογής και συνεχούς τήρησης της εν γένει νομοθεσίας, σημαίνει ότι ο εσωτερικός έλεγχος θα πρέπει να κοιτάζει αν αναρτώνται οι υπερωρίες, αν τηρούνται τα βιβλία που προβλέπονται απ' την εργασιακή νομοθεσία, αν καταβάλλονται εγκαίρως πάντα οι ασφαλιστικές εισφορές, οι φόροι κλπ, γιατί όλα αυτά είναι η νομοθεσία που αφορά την Α.Ε. Υπάρχουν λοιπόν οικονομολόγοι-ελεγκτές που μπορούν να κάνουν αυτό εδώ, δεδομένου ότι χρειάζεται και ένας μηχανισμός που δεν υπάρχει; Επομένως, χρειάζεται να γίνουν ενέργειες προτεραιοποίησης.

- Εσείς θα είχατε να προτείνετε κάποιες αλλαγές στο ευρύτερο πλαίσιο;

- Θα είχα, όπως και έχω συμβάλει στις εργασίες της Επιτροπής Κεφαλαιαγοράς που κατέληξαν στο να υποβληθεί το δεύτερο σχέδιο νόμου, για την αλλαγή του 3016. Η Εταιρική Διακυβέρνηση δε λέγεται Εταιρική Διοίκηση και ξεκινώ απ' αυτό, επειδή έχει εισαγάγει το στοιχείο του ελέγχου. Η αποτελεσματικότητα του ελέγχου κρίνει σε σημαντικό βαθμό την αποτελεσματικότητα της Ε.Δ. Το checks and balances μπορεί να προκύπτει είτε από εξωτερικές παρεμβάσεις αρχών (Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς κατά πρώτον), ή και δικαστικών θα σου έλεγα, είτε αποτέλεσμα εσωτερικών ευρημάτων που αυτός είναι και ο ορθότερος τρόπος. Για να μιλήσουμε όμως σοβαρά και να το εφαρμόσουμε πρέπει να δώσουμε προτεραιότητες. Κατά τη γνώμη μου ο 3016 πρέπει να ερμηνευθεί κατά τέτοιο τρόπο -και οι εσωτερικοί ελεγκτές να τον δεχτούν- ώστε να πούμε ότι το α,β,γ,δ και κυρίως το α,β είναι η ένδειξη προτεραιοποίησης του νόμου. Τι λέει ο νόμος, λοιπόν; «παρακολουθώ την εφαρμογή και τη συνεχή τήρηση του εσωτερικού κανονισμού λειτουργίας και του καταστατικού της εταιρίας και αν ερμηνεύσουμε ότι η εν γένει νομοθεσία δίνει σαν

προτεραιότητα των ανωνύμων και της χρηματιστηριακής σημαίνει ότι ο εσωτερικός έλεγχος πρέπει να δίνει έμφαση σε αυτά. Άκου και το άλλο. Αναφέρει στο Δ.Σ της εταιρίας περιπτώσεις σύγκρουσης των ιδιωτικών συμφερόντων μελών του Δ.Σ ή των διευθυντικών στελεχών με τα συμφέροντα της εταιρίας που ασκεί κατά την άσκηση των καθηκόντων του. Θα με ενδιέφερε να μάθω, λοιπόν, αν υπάρχει έστω ένα ελεγκτής που δεν έχει αναφέρει τέτοια φαινόμενα. Αν έχουμε ένα ζήτημα αποτελεσματικότητας του εσωτερικού ελέγχου σχετικά με του νόμους, διαπιστώνω εμπειρικά ότι τα θέματα σύγκρουσης συμφερόντων, όπως τα λέει ο νόμος και απαιτεί από τον εσωτερικό έλεγχο να τα διαπιστώνει και αυτός, δεν έχουν εντοπιστεί και αναδειχθεί τέτοια φαινόμενα, εμένα κάτι μου λέει αυτό.

- Ποιος είναι ο ρόλος, τελικά, της Επιτροπής Ελέγχου;

- Ποιος είναι τελικά; Παρακολουθεί ή εποπτεύει; Κάποιοι λένε ότι έχει μόνο αρμοδιότητα παρακολούθησης. Αν, λοιπόν, είναι μόνο παρακολούθηση, τότε ποιος έχει την εποπτεία για την αποτελεσματική λειτουργία του εσωτερικού ελέγχου; Από την άλλη, υπάρχει η αρχή ότι κάποιος λογοδοτεί σε αυτόν που τον επέλεξε. Αν με διάλεξε η Γενική Συνέλευση, εγώ πώς λογοδοτώ σε μια Γ.Σ που συνέρχεται μια φορά το χρόνο; Επομένως, θα πρέπει να ξανασκεφτούμε ποιος λογοδοτεί σε ποιον και ποιος κάνει reporting σε ποιον. Υπάρχει ένα σοβαρό έλλειμα σχετικά με τα όρια του εσωτερικού ελέγχου όσον αφορά τις αρμοδιότητες του κατ' ελάχιστο, όπου ο εσωτερικός έλεγχος δεν μπορεί να γίνει υπερδιόικηση. Εδώ, υπήρξε περίπτωση που εσωτερικός ελεγκτής ήθελε να εφαρμόσει υπερδιόικηση για δικούς του λόγους και η νομοθεσία του το επέτρεπε.

- Είναι η πρώτη φορά που εντοπίσατε το φαινόμενο;

- Ναι, συνήθως το ανάποδο έβλεπα, κάποιος ελεγκτής να μην κάνει τη δουλειά του.

- Βλέπουμε, λοιπόν, ότι ξεκινάτε από τις αρχές που πρέπει να τεθούν, πώς οι ελεγκτές θα τις ακολουθήσουν και εν τέλει, πώς οι εταιρίες θα μάθουν τελικά τι πρέπει να εφαρμόσουν.

- Όπως το είπες, αλλά επέτρεψέ μου να το διαφοροποιήσω λίγο. Θεωρώ ότι υπάρχει ένα ζήτημα στο νόμο που δε βοηθά στο ξεκαθάρισμα του ρόλου του εσωτερικού ελέγχου, υπάρχει αμφισβήτηση για το ρόλο και την ευθύνη της Επιτροπής Ελέγχου. Έχω δει επίσης την Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς να κάνει τυπικό έλεγχο και όχι ουσιαστικό. Υπάρχουν περιθώρια βελτίωσης, αλλά ας ξεκινήσουμε από τους ρόλους. Οι συγκρούσεις συμφερόντων, επίσης, είναι ένα πολύ σημαντικό κομμάτι. Επομένως, χρηματιστηριακή νομοθεσία πρώτη, νομοθεσία Α.Ε δεύτερη, καταστατικό κάπου ανάμεσα, εν γένει νομοθεσία πολύ αργότερα. Η Επιτροπή Ελέγχου πρέπει να ξεκαθαριστεί ότι έχει ευθύνη εποπτείας στον εσωτερικό έλεγχο και όχι παρακολούθησης.

- Σκάνδαλα γίνονται όχι μόνο στην Ελλάδα, αλλά και εκτός όπως Deutsche Bank, Volkswagen κλπ πρότυπο ως προς τους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης;

- Το πρόγραμμα ethics & compliance δίνει απάντηση στο πώς δε γίνονται σκάνδαλα, όχι η Ε.Δ, αν και δεν είναι κάτι τελείως διακριτό. Στο εξωτερικό εδώ και χρόνια μιλούν για GRC (Governance, Risk, Compliance). Αυτές θεωρούνται συνιστώσες ενός ιδίου ζητήματος της εταιρίας. Επομένως, η Ε.Δ απαντά ποιος διοικεί και χάριν ποιου την εταιρία. Το compliance είναι χάριν της διοίκησης, το πως διασφαλίζεται η λειτουργία της εταιρίας σύμφωνα με το νόμο. Έστω, έχουμε έναν περιφερειακό και δεν έχουν καταβληθεί εγκαίρως κάποια τέλη ή δεν αναρτήθηκαν εγκαίρως οι πίνακες υπερωριών. Ποιος ευθύνεται γι' αυτό; Θα έρθει ο εισαγγελέας να ασκήσει δίωξη και θα ζητήσει το λόγο απ' το ΔΣ, για το πώς επόπτευσε τον εκάστοτε περιφερειακό για το πως άσκησε τα καθήκοντά του. Σε αυτό το ερώτημα απαντά το Compliance. Η Ε.Δ έρχεται να συνδεθεί με τα παραπάνω αλλά όχι να ταυτιστεί. Για παράδειγμα, ποιες είναι οι αμοιβές ενός ανώτατου Διευθυντικού Στελέχους μιας εταιρίας;

- Μέσω σταθερών και μεταβλητών αμοιβών.

- Ο κώδικας του ΕΣΕΔ δεν απαντά στο ερώτημα βάσει ποιων αποτελεσμάτων, των δικών του; Ο απόλυτος κανόνας, με μια μόνο εξαίρεση, λέει ότι βάσει των δικών του κι είναι και εύλογο. Αυτό όμως οδηγεί στο ώστε πράγματα που έχουν κόστος σήμερα, να

μπορεί να σπρωχτεί το κόστος μεθαύριο. Στην Toyota, όταν κάποιος αποχωρούσε παίρνοντας το μεγάλο του πακέτο, δεν το έπαιρνε βάσει των δικών του επιδόσεων, αλλά βάσει αυτών του διαδόχου του. Αυτό έχει συνέπεια να έχεις κάθε κίνητρο και συμφέρον να υπάρξει ένας καλός διάδοχος, αλλά και να μην διογκώνεις τεχνητά τα δικά σου αποτελέσματα. Κοιτώντας μακροσκοπικά την εταιρία, να διευκολύνεις τον επόμενο και από εκεί θα πάρεις και τα λεφτά σου. Αυτό είναι εκπληκτικό σύστημα που δίνει άλλη προοπτική στο short-termism (βραχυχρονικότητα). Άρα, την Ε.Δ είναι καλό να τη βελτιώνεις χάριν όμως της ιδιοκτησιακής μη ταύτισης του management και της εταιρίας. Χρειάζονται να επαναπροσδιοριστούν τα όρια του ελέγχου, η ευθύνη και ο ρόλος της Επιτροπής Ελέγχου και των Ανεξαρτήτων Μελών. Έχω καταλάβει ότι μόνο οι θεσμικοί και όχι οι βραχυπρόθεσμοι επενδυτές μπορούν να ζητήσουν και να επιβάλλουν πράγματα στη διοίκηση.

- Από τι αντιλαμβάνεστε ότι εξαρτάται η ουσιαστική ανεξαρτησία των Ανεξαρτήτων Μελών;

- Η ανεξαρτησία είναι εσωτερική κατάσταση και σημαίνει ότι και να του κοστίζει η θέση στο Δ.Σ της εταιρίας δε σημαίνει και πολλά γι' αυτόν. Επειδή κανείς δεν μπορεί να ξέρει την εσωτερική συγκρότηση κάθε μέλος του Δ.Σ, ας το σκεφτούμε σαν ομόκεντρους κύκλους, που ο ένας είναι ότι δεν μπορείς να έχεις σχέση με το management της εταιρίας (συγγένεια) και να είσαι ανεξάρτητος και ο άλλος ότι δεν μπορείς να έχεις άμεσα συμφέροντα από την εταιρία (πελάτες, προμηθευτές κλπ). Όλα αυτά βέβαια είναι σχετικά, πχ. αν μια εταιρία είναι υπερχρεωμένη, τι να πεις του μεγαλοπιστωτή, αν σου κόψει την πίστωση; Του λες ότι μήπως να βάλεις ένα μέλος στο Δ.Σ να δεις αν εκτελείται το πλάνο για το οποίο έχω δεσμευθεί; Άρα, τα Ανεξάρτητα Μέλη πρέπει να επικεντρώνονται στο αν το Business Plan εκτελείται και πώς, αλλά και να ελέγχεται ο εκτελεστικός βραχίονας για το κατά πόσο λειτουργεί στα όρια του check and balances που προαναφέραμε.

Γενικότερα, ένας Κώδικας Ε.Δ πρέπει να είναι πλαίσιο και αρχές, όχι δογματικές προσεγγίσεις. Μια εταιρία σαν τη ΔΕΗ που είναι

συγχρόνως βιομηχανική, εξορυκτική, εμπορική, κρατική, Υπηρεσιών Κοινής Ωφέλειας και εισηγμένη στο Χρηματιστήριο και στοιχεία ιδιωτικής, πρέπει να εφαρμόζει ένα συνδυασμό από τον ΟΟΣΑ σαν principles και όχι σαν Κώδικα. Έχεις τον Κώδικα, τη νομοθεσία και κάποιες πρακτικές που προκύπτουν από οργανισμούς όπως ο ΟΟΣΑ με guidelines και principles, τα οποία πρέπει να μαζευτούν σε ένα κείμενο. Εκεί που υπάρχει έντονη η επιρροή του κράτους, όλες οι αρχές αυτές παραμερίζονται. Όταν υπάρχει ανάγκη και δεν υπάρχει ρύθμιση, τα ζητήματα πρέπει να αντιμετωπίζονται εκτάκτως.

- **Δεν πρέπει όμως να τεθούν κάποιες ισχυρές βάσεις ώστε να μη χρειάζεται να στρεφόμαστε στο τι κάνουμε σε επείγουσες καταστάσεις;**

- Ακόμη και να τις θέσουμε, στο πρώτο φύσημα του αέρα, ποιος εξασφαλίζει ότι δε θα καταρρεύσουν. Αν γυρίσουμε, λοιπόν, στα θεμελιώδη πρέπει να αναρωτηθούμε γιατί θέλουμε Ε.Δ, για να είναι πιο διαφανή τα πράγματα για τον επενδυτή και πιο σίγουρη η διαχείριση της εταιρίας από του managers χάριν των μετόχων. Συνεπώς, αυτό που πρέπει να εξυπηρετεί η Ε.Δ είναι να λέμε τα πράγματα όπως είναι και δε τα λέμε. Πχ πόσες φορές έλεγε η Siemens στο επενδυτικό κοινό ότι η Γερμανική νομοθεσία δεν απαγόρευε Γερμανική Εταιρία να λαδώνεται στο εξωτερικό; Μέχρι να ξεσπάσει το σκάνδαλο, όντως δε το απαγόρευε. Εγώ όμως ζηλεύω ότι όταν είχε γίνει η Γ.Σ της σε ένα γήπεδο μπάσκετ και σκόπευε να ανακοινώσει τα καλύτερα εταιρικά αποτελέσματα όλων των εποχών, 20.000 μέτοχοι πήγαν και ψήφησαν υπέρ της αποπομπής της διοίκησής της. Άρα, μεγάλο μέρος της ευθύνης, έγκειται και στους μετόχους. Όταν δεν ασκούν τα δικαιώματά τους, τα ασκούν στρεβλά ή με υπερβολές, φέρουν ευθύνη.

- **Σημαντικό ρόλο εδώ παίζει και η επενδυτική παιδεία.**

- Ναι, αλλά είναι πιο σύνηθες να τη συναντήσεις στους θεσμικούς επενδυτές, που έχουν τα απαραίτητα εργαλεία και τα χρήματα βασικά να επενδύσουν.

Η ‘Συνέχιση της Δραστηριότητας’ (‘Going Concern’) από Λογιστική και Ελεγκτική άποψη: Βασικά Σημεία



**Γιάννης Φίλος,
Καθηγητής, Πάντειο Πανεπιστήμιο**

A. Εισαγωγή

Το Διεθνές Πρότυπο Ελέγχου Νο 570 αποτελεί το πλαίσιο αναφοράς ως προς το ιδιαίτερα σημαντικό θέμα της δυνατότητας οποιασδήποτε οντότητας (οικονομικής μονάδας/ επιχείρησης) να συνεχίσει τη δραστηριότητά της.

Ξεκινώντας από τη λογιστική πλευρά, σύμφωνα με τη λογιστική βάση συνέχισης της δραστηριότητας, οι οικονομικές καταστάσεις καταρτίζονται βάσει της παραδοχής ότι η οντότητα έχει τη δυνατότητα να εξακολουθήσει τη δραστηριότητά της για το προβλεπτό μέλλον. Δηλαδή, οι οικονομικές καταστάσεις γενικού σκοπού (όταν δηλαδή δεν υπάρχει πρόβλημα ως προς τη συνέχιση της δραστηριότητας) καταρτίζονται σύμφωνα με τη λογιστική βάση συνέχισης της δραστηριότητας, εκτός εάν η διοίκηση προτίθεται είτε να εκκαθαρίσει την οντότητα είτε να σταματήσει τις επιχειρηματικές της λειτουργίες, ή δεν έχει ρεαλιστική εναλλακτική επιλογή, από το να το πράξει. Κατά τη χρήση της λογιστικής βάσης συνέχισης της δραστηριότητας, τα περιουσιακά στοιχεία και οι υποχρεώσεις καταχωρούνται βάσει του ότι η οντότητα θα είναι σε θέση να ρευστοποιήσει τα περιουσιακά της στοιχεία και να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της κατά τη συνήθη πορεία της επιχειρηματικής της δραστηριότητας.

Σημειωτέον ότι το ΔΠΕ 570 (αναθεωρημένο, ισχύει για ελέγχους οικονομικών καταστάσεων για περιόδους που ξεκινούν την 15^η Δεκεμβρίου 2016 ή αργότερα), «Συνέχιση της δραστηριότητας» πρέπει να μελετάται σε συνδυασμό με το ΔΠΕ 200 «Γενικοί στόχοι

του ανεξάρτητου ελεγκτή και η διενέργεια ελέγχου σύμφωνα με τα Διεθνή Πρότυπα Ελέγχου».

Σχετικά με την ευθύνη για την εκτίμηση της ικανότητας της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της, το Διεθνές Λογιστικό Πρότυπο (ΔΛΠ) 1 απαιτεί από τη διοίκηση να προβαίνει σε εκτίμηση της ικανότητας συνέχισης της δραστηριότητας της οντότητας. Οι λεπτομερείς απαιτήσεις αναφορικά με την ευθύνη της διοίκησης να εκτιμά την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της, καθώς και οι σχετικές γνωστοποιήσεις των οικονομικών καταστάσεων, μπορεί επίσης να προβλέπονται από νόμο ή κανονισμό.

Οι στόχοι του ελεγκτή είναι:

- (α) Να αποκτήσει επαρκή και κατάλληλα ελεγκτικά τεκμήρια και να συμπεράνει αναφορικά με το εάν ενδείκνυται η χρήση της λογιστικής βάσης συνέχισης της δραστηριότητας από τη διοίκηση κατά την κατάρτιση των οικονομικών καταστάσεων,
- (β) Να εξαγει συμπέρασμα βάσει των αποκτηθέντων ελεγκτικών τεκμηρίων για το εάν υπάρχει ουσιώδης αβεβαιότητα σχετικά με γεγονότα ή συνθήκες που μπορεί να εγείρουν σημαντικές αμφιβολίες για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της, και
- (γ) Να συντάξει την έκθεσή του σύμφωνα με τα ΔΠΕ.

B. Βασικά Σημεία

Στα βασικά σημεία που εξετάζονται στο ΔΠΕ 570, περιλαμβάνονται και τα κατωτέρω:

1. Αξιολόγηση της εκτίμησης της διοίκησης

Η εκτίμηση της διοίκησης για την ικανότητα συνέχισης της δραστηριότητας της οντότητας περιλαμβάνει την άσκηση κρίσης, σε συγκεκριμένο χρονικό σημείο, αναφορικά με ενδογενώς αβέβαιη μελλοντική έκβαση γεγονότων ή συνθηκών. Οι ακόλουθοι παράγοντες είναι σχετικοί για την κρίση αυτή:

- (α) Ο βαθμός αβεβαιότητας που συνδέεται με την έκβαση ενός γεγονότος ή μιας συνθήκης αυξάνεται σημαντικά όσο μακρύτερα στο μέλλον προκύπτει ένα γεγονός ή μια συνθήκη ή μια έκβαση.
- (β) Το μέγεθος και η πολυπλοκότητα της οντότητας, η φύση και οι συνθήκες των επιχειρηματικών της δραστηριοτήτων, καθώς και ο βαθμός στον οποίο επηρεάζεται από εξωτερικούς παράγοντες, επηρεάζουν την κρίση αναφορικά με την έκβαση των γεγονότων ή των συνθηκών.

(γ) Οποιαδήποτε κρίση για το μέλλον βασίζεται σε πληροφορίες που είναι διαθέσιμες κατά το χρόνο που η κρίση πραγματοποιείται. Μεταγενέστερα γεγονότα μπορεί να οδηγήσουν σε έκβαση που να μην είναι συνεπής με κρίσεις που ήταν εύλογες κατά το χρόνο που έγιναν.

2. Πρόσθετες ελεγκτικές διαδικασίες όταν εντοπίζονται γεγονότα ή συνθήκες

Εάν έχουν εντοπιστεί γεγονότα ή συνθήκες που μπορεί να εγείρουν σημαντική αμφιβολία για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της, ο ελεγκτής πρέπει να αποκτήσει επαρκή και κατάλληλα ελεγκτικά τεκμήρια ώστε να καθορίσει εάν υπάρχει ή όχι ουσιώδης αβεβαιότητα η οποία να σχετίζεται με γεγονότα ή συνθήκες που ενδέχεται να εγείρουν σημαντική αμφιβολία για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της, μέσω της εκτέλεσης πρόσθετων ελεγκτικών διαδικασιών, περιλαμβανομένης της εξέτασης παραγόντων που μετριάζουν την ουσιώδη αβεβαιότητα. Αυτές οι διαδικασίες πρέπει να περιλαμβάνουν:

(α) Αίτημα προς τη διοίκηση να διενεργήσει την εκτίμησή της για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της, όταν αυτή δεν έχει διενεργηθεί.

(β) Αξιολόγηση των σχεδίων της διοίκησης για μελλοντικές ενέργειες που σχετίζονται με την εκτίμησή της για τη συνέχιση της δραστηριότητας, εάν η έκβαση αυτών των σχεδίων είναι πιθανό να βελτιώσει την κατάσταση και εάν τα σχέδια της διοίκησης είναι εφικτά υπό τις περιστάσεις.

(γ) Όταν η οντότητα έχει διενεργήσει μια πρόβλεψη ταμειακών ροών, και η ανάλυση της πρόβλεψης είναι σημαντικός παράγοντας για την εξέταση της μελλοντικής έκβασης γεγονότων ή συνθηκών στα πλαίσια της αξιολόγησης των σχεδίων της διοίκησης για μελλοντικές ενέργειες: (i) αξιολόγηση της αξιοπιστίας των υποκείμενων δεδομένων που παράχθηκαν για την κατάρτιση της πρόβλεψης, και (ii) διαπίστωση του εάν οι παραδοχές της πρόβλεψης υποστηρίζονται επαρκώς.

(δ) Εξέταση του εάν, από την ημερομηνία κατά την οποία η διοίκηση έκανε την εκτίμησή της, είναι διαθέσιμα τυχόν πρόσθετα γεγονότα ή πληροφορίες.

(ε) Αίτημα έγγραφων διαβεβαιώσεων από τη διοίκηση και, όπου ενδείκνυται, από τους υπεύθυνους για τη διακυβέρνηση, αναφορικά με τα σχέδια αυτών για μελλοντικές ενέργειες καθώς για τη σκοπιμότητα των σχεδίων αυτών.

3. Συνέπειες για την έκθεση του ελεγκτή

Στο ΔΠΕ αναφέρονται τρεις ξεχωριστές περιπτώσεις:

- Εάν γίνεται επαρκής γνωστοποίηση της ουσιώδους αβεβαιότητας στις οικονομικές καταστάσεις, ο ελεγκτής εκφράζει γνώμη χωρίς επιφύλαξη και η έκθεση του ελεγκτή πρέπει να περιλαμβάνει ξεχωριστό τμήμα υπό τον τίτλο «Ουσιώδης αβεβαιότητα που σχετίζεται με τη δυνατότητα συνέχισης της δραστηριότητας» ώστε (α) να επιστήσει την προσοχή στη σημείωση των οικονομικών καταστάσεων, που γνωστοποιεί τα θέματα που ορίζονται, και (β) να δηλώσει ότι αυτά τα γεγονότα ή οι συνθήκες δείχνουν ότι υπάρχει ουσιώδης αβεβαιότητα που μπορεί να εγείρει σημαντική αμφιβολία για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της και ότι η γνώμη του ελεγκτή δεν έχει διαφοροποιηθεί σε σχέση με το θέμα αυτό.
- Εάν δεν γίνεται επαρκής γνωστοποίηση της ουσιώδους αβεβαιότητας στις οικονομικές καταστάσεις, ο ελεγκτής πρέπει: (α) να εκφράσει γνώμη με επιφύλαξη ή αρνητική γνώμη, κατά περίπτωση, σύμφωνα με το ΔΠΕ 705, και (β) στο τμήμα «Βάση για γνώμη με επιφύλαξη» της έκθεσής του, να δηλώσει ότι υπάρχει ουσιώδης αβεβαιότητα που ενδεχομένως εγείρει σημαντική αμφιβολία για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητά της και ότι οι οικονομικές καταστάσεις δεν γνωστοποιούν επαρκώς το θέμα αυτό.
- Εάν η διοίκηση είναι απρόθυμη να διενεργήσει ή να επεκτείνει την εκτίμησή της όταν αυτό της ζητείται από τον ελεγκτή, ο ελεγκτής πρέπει να εξετάσει τις συνέπειες για την έκθεσή του.

4. Γεγονότα ή συνθήκες που μπορεί να εγείρουν σημαντικές αμφιβολίες για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της

Τα ακόλουθα είναι παραδείγματα γεγονότων ή συνθηκών που, ατομικά ή συλλογικά, μπορεί να εγείρουν σημαντική αμφιβολία για την ικανότητα της οντότητας να συνεχίσει τη δραστηριότητάς της. Αυτός ο κατάλογος δεν περιλαμβάνει όλες τις περιπτώσεις, ούτε η ύπαρξη ενός ή περισσότερων από τα περιεχόμενά του σημαίνει ότι υπάρχει πάντα ουσιώδης αβεβαιότητα.

Χρηματοοικονομικά θέματα

- Καθαρές υποχρεώσεις ή καθαρές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις.

- Δανεισμός με σταθερούς όρους του οποίου πλησιάζει η ημερομηνία λήξης, χωρίς ρεαλιστική προοπτική ανανέωσης ή αποπληρωμής, ή υπέρμετρη εξάρτηση από βραχυπρόθεσμο δανεισμό για τη χρηματοδότηση μακροπρόθεσμων περιουσιακών στοιχείων.
- Ενδείξεις άρσης της χρηματοοικονομικής υποστήριξης από πιστωτές.
- Αρνητικές λειτουργικές ταμειακές ροές, από τις ιστορικές ή από προβλεπόμενες οικονομικές καταστάσεις.
- Αρνητικοί βασικοί χρηματοοικονομικοί δείκτες
- Σημαντικές λειτουργικές ζημίες ή σημαντική υποτίμηση της αξίας των περιουσιακών στοιχείων που χρησιμοποιούνται για την παραγωγή ταμειακών ροών.
- Καθυστερήσεις ή διακοπή μερισμάτων.
- Αδυναμία πληρωμής των πιστωτών στις προβλεπόμενες ημερομηνίες.
- Αδυναμία συμμόρφωσης με τους όρους δανειακών συμβάσεων.
- Αλλαγή των όρων συναλλαγών με τους προμηθευτές από πίστωση σε εξόφληση με την παράδοση.
- Αδυναμία εξασφάλισης χρηματοδότησης για σημαντική ανάπτυξη νέου προϊόντος ή για άλλες σημαντικές επενδύσεις.

Λειτουργικά θέματα

- Προθέσεις της διοίκησης να ρευστοποιήσει την οντότητα ή να διακόψει λειτουργίες της.
- Απώλεια βασικών μελών της διοίκησης χωρίς αντικατάσταση.
- Απώλεια κύριας αγοράς, βασικού/ών πελάτη/ών, δικαιώματος χρήσης, άδειας ή βασικού/ών προμηθευτή/τών.
- Εργασιακές δυσκολίες.
- Ελλείψεις σημαντικών προμηθειών / εφοδίων.
- Εμφάνιση ενός πολύ επιτυχημένου ανταγωνιστή.

Άλλα θέματα

- Μη συμμόρφωση με κεφαλαιακές ή άλλες κανονιστικές απαιτήσεις, όπως απαιτήσεις φερεγγυότητας ή ρευστότητας για τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα.
- Εκκρεμή νομικά ή κανονιστικά μέτρα εναντίον της οντότητας που μπορεί, εάν είναι επιτυχή, να έχουν ως αποτέλεσμα αξιώσεις που η οντότητα είναι απίθανο να είναι σε θέση να ικανοποιήσει.

- Αλλαγές νόμων ή κανονισμών ή κυβερνητικών πολιτικών που αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την οντότητα.
- Ανασφάλιστες ή μερικά ασφαλισμένες καταστροφές, όταν προκύψουν.

Η σημασία τέτοιων γεγονότων ή συνθηκών μπορεί συχνά να μετριάζεται από άλλους παράγοντες. Για παράδειγμα, η επίδραση του ότι μια οντότητα αδυνατεί να πραγματοποιήσει τις κανονικές αποπληρωμές χρέους μπορεί να εξισορροπηθεί από σχέδια της διοίκησης να διατηρήσει επαρκείς ταμειακές ροές με εναλλακτικά μέσα, όπως με τη διάθεση περιουσιακών στοιχείων, με την αναδιάρθρωση της αποπληρωμής δανείων ή με την απόκτηση πρόσθετου κεφαλαίου. Ομοίως, η απώλεια ενός βασικού προμηθευτή μπορεί να μετριάζεται από τη διαθεσιμότητα κατάλληλης εναλλακτικής πηγής προμηθειών.

Γ. Συμπερασματικά

Κλείνοντας, πρέπει να αναφέρω ότι:

- Στο πρόσφατο παρελθόν, τόσο στην Ελλάδα, όσο και διεθνώς, έχουν παρατηρηθεί αρκετές περιπτώσεις όπου επιχειρηματικές οντότητες αντιμετωπίζουν θέματα συνέχισης της δραστηριότητας, με κατάληξη τη διακοπή λειτουργίας ή την κατάσχεση από προμηθευτές ή εμπλοκή σε σύνθετες δικαστικές περιπέτειες ή – ενδεχομένως – την ανάκαμψη, που μπορεί να οφείλεται σε ευνοϊκές συνθήκες, στην ικανότητα της διοίκησης να στραφεί σε νέες δραστηριότητες ή νέες αγορές, σε αποτελεσματικές διαπραγματεύσεις κλπ.
- Για τους ορκωτούς ελεγκτές, το θέμα της δυνατότητας συνέχισης της δραστηριότητας οποιασδήποτε ελεγχόμενης μονάδας (σε ατομικό ή/και σε ενοποιημένο επίπεδο) αποτελεί θέμα σημαντικότερου ενδιαφέροντος, ιδιαίτερα σε περιπτώσεις οικονομικής κρίσης (παγκόσμιας, εθνικής, κλαδικής κλπ) αλλά και σε ιδιαιτερότητες που μπορεί να αφορούν συγκεκριμένες επιχειρήσεις, είτε αυτές χρησιμοποιούν μεθόδους παραποίησης οικονομικών καταστάσεων είτε παραλείπουν γνωστοποιήσεις ή μετέρχονται άλλων μέσων.
- Όλοι οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων (τράπεζες, άλλοι πιστωτές, μέτοχοι – και ιδιαίτερα μικρομέτοχοι – εργαζόμενοι) έχουν συμφέρον και υποχρέωση για την ορθή αντιμετώπιση – λογιστικά και ελεγκτικά – του θέματος της δυνατότητας συνέχισης δραστηριότητας.

- Τέλος, το θέμα έχει αποτελέσει, αποτελεί και θα συνεχίσει να αποτελεί αντικείμενο ερευνών και μελετών, κυρίως στη βάση χρησιμοποίησης (και περαιτέρω ανάπτυξης και αξιολόγησης) μοντέλων πτώχευσης επιχειρήσεων.

I. Φίλος

Αρχικές Προσφορές Νομισμάτων (Initial Coin Offerings – ICOs):

Μια καινοτόμος μέθοδος αποκεντρωμένης χρηματοδότησης και μια νέα επενδυτική τάση



Νικόλαος Δασκαλάκης^α και Παναγιώτης Γεωργιτσέας^β

Εισαγωγή

Η χρηματοδότηση και οι επενδύσεις ανέκαθεν βρίσκονταν στο επίκεντρο της τεχνολογικής καινοτομίας καθώς ο χρηματοπιστωτικός κλάδος είναι ένας κλάδος που συνεχώς μεταβάλλεται, στην προσπάθειά του να αφομοιώσει τις νέες τεχνολογίες. Κι ενώ στο παρελθόν, η καινοτομία στη χρηματοδότηση αναπτυσσόταν κυρίως από τα ίδια τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, τα τελευταία χρόνια η καινοτομία στην χρηματοπιστωτική βιομηχανία αναπτύσσεται εξωγενώς, και κυρίως μέσω της χρήσης του διαδικτύου, και τείνει στις μέρες μας να αναζητά όλο και πιο αποκεντρωμένες μορφές όπως αυτές που εκφράζονται μέσω της τεχνολογίας του Blockchain¹.

¹ Η τεχνολογία Blockchain είναι στην ουσία μια ψηφιακή πλατφόρμα η οποία χρησιμοποιεί τεχνολογία κατακεντρωμένου καθολικού. Σε άλλη διατύπωση είναι μια κοινόχρηστη και κατακεντρωμένη βάση δεδομένων στην οποία επικυρώνεται και αποθηκεύεται όλο το ιστορικό των συναλλαγών που πραγματοποιούνται μεταξύ των

Οι αρχικές προσφορές νομισμάτων (Initial Coin Offerings – ICOs)² είναι ο πιο καινοτόμος και πλέον δημοφιλής τρόπος χρηματοδότησης / άντλησης κεφαλαίων των επιχειρηματικών σχεδίων (projects) νεοσύστατων επιχειρήσεων (start-ups), που έχουν ως βάση τους την τεχνολογία του blockchain. Οι ICOs εκτελούνται από τις εταιρείες πριν την έναρξη ενός έργου κι αποσκοπούν στην απευθείας άντληση των κεφαλαίων που απαιτούνται για την λειτουργία του project από την εκκίνηση ως την πραγματοποίησή του³.

Με τον τρόπο αυτό δίνεται η ευκαιρία σε νεοσύστατες εταιρείες που δραστηριοποιούνται στον τομέα καινοτόμων εφαρμογών που κάνουν χρήση της κρυπτογραφίας, να χρηματοδοτούνται απευθείας από το επενδυτικό κοινό παρακάμπτοντας τόσο τις τράπεζες όσο και τα επιχειρηματικά κεφάλαια (venture capitals).

Πως διενεργούνται οι ICOs

Η χρηματοδότηση προέρχεται μέσω μιας διαδικασίας κατά την οποία η επιχείρηση αρχικά δημοσιεύει ένα whitepaper με το οποίο γνωστοποιεί στους επενδυτές όλες τις πληροφορίες που αφορούν το project που θέλει να πραγματοποιήσει⁴. Στην συνέχεια προβαίνει στη δημιουργία των tokens (ψηφιακές μάρκες)⁵ και της απευθείας πώλησης τους στο κοινό με αντάλλαγμα διάφορα

χρηστών του δικτύου και η οποία χρησιμοποιεί κρυπτογραφικές μεθόδους για την αποθήκευση πληροφοριών οι οποίες δεν είναι δυνατόν να τροποποιηθούν.

² Οι αρχικές προσφορές νομισμάτων αναφέρονται συχνά και ως tokens presales (προπωλήσεις tokens), ή tokens crowdsale.

³ Στην πορεία τα κεφάλαια αυτά άρχισαν να χρησιμοποιούνται και για την κάλυψη επιπλέον εξόδων όπως αυτά της προώθησης του προϊόντος.

⁴ Στο whitepaper γίνεται λεπτομερής ανάλυση, που πέρα των βασικών χαρακτηριστικών του έργου καλύπτει και όλες τις τεχνικές του λεπτομέρειες. Επιπλέον καθορίζεται το ακριβές ποσό των κεφαλαίων που πρέπει να συγκεντρωθούν για την πραγματοποίησή του, όπως επίσης καθορίζεται και το ακριβές χρονικό διάστημα που θα διαρκέσουν οι προσφορές. Παράλληλα με αυτά αναλύονται τα χαρακτηριστικά του token που θα εκδοθεί και ανακοινώνεται η ακριβής μέρα και ώρα έναρξης της πώλησης.

⁵ Στην υπάρχουσα μέχρι σήμερα βιβλιογραφία συνηθίζεται τα tokens να αναφέρονται και ως appcoins (application coins) ή απλά coins.

κρυπτονομίσματα (κυρίως bitcoin και Ether) ή συμβατικά νομίσματα (USD, EUR, GBP κ.α).

Όταν η νεοσύστατη επιχείρηση καταφέρει (στο χρονικό πλαίσιο που έχει θέσει) να συγκεντρώσει τα απαιτούμενα κεφάλαια, τα tokens αυτόματα διανέμονται στα ηλεκτρονικά πορτοφόλια των επενδυτών. Αφού ολοκληρωθεί η ICO η εταιρεία έχει την δυνατότητα να μετατρέψει τα κρυπτονομίσματα που έχει συγκεντρώσει σε συμβατικά (fiat) νομίσματα και με τον τρόπο αυτό να χρηματοδοτήσει την ανάπτυξη του έργου που έχει σχεδιάσει. Από την άλλη πλευρά οι επενδυτές γίνονται κάτοχοι των tokens, τα οποία είτε μπορούν να χρησιμοποιήσουν κάνοντας χρήση των υπηρεσιών που προσφέρονται στην πλατφόρμα του project είτε μπορούν να τα ανταλλάξουν στην δευτερογενή αγορά.

Τα Tokens

Ο αριθμός των tokens που θα εκδοθεί αποφασίζεται από την εταιρεία, και είναι συνήθως προκαθορισμένος (fixed) ⁶ πριν την έναρξη της αρχικής προσφοράς. Επίσης η αρχική τιμή αγοράς του εκάστοτε token καθορίζεται από την εταιρία. Το token δεν εμπεριέχει το δικαίωμα ιδιοκτησίας σε μια επιχείρηση αλλά παρέχει στους κατόχους του κάποια δικαιώματα χρήσης (utility tokens). Αυτό σημαίνει ότι οι κάτοχοι μέσω των tokens θα αποκτήσουν προνομιακή πρόσβαση στα προϊόντα ή τις υπηρεσίες του έργου που έχουν χρηματοδοτήσει όταν αυτό ολοκληρωθεί.

Εναλλακτικά οι επενδυτές μπορούν να χρησιμοποιήσουν τα tokens για κερδοσκοπικούς σκοπούς. Αν μετά την ολοκλήρωση της ICO το project πετύχει, το token του μετατρέπεται σε κρυπτονόμισμα το

⁶ Στην πλειοψηφία των ICOs ο αριθμός των tokens που θα εκδοθούν είναι εξαρχής καθορισμένος αλλά υπάρχουν και κάποιες περιπτώσεις που μπορεί να εκδοθούν νέες ψηφιακές μάρκες.

οποίο συναλλάσσεται σε δημόσιες ηλεκτρονικές πλατφόρμες ανταλλαγής κρυπτονομισμάτων. Αυτό σημαίνει ότι τα tokens μπορούν πλέον να διαπραγματεύονται και να εκτιμάται η αξία τους η οποία προσδιορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης.

Κύριοι παράγοντες ανάπτυξης του φαινομένου των ICOs

Οι αρχικές προσφορές νομισμάτων είναι ένας καινοτόμος μηχανισμός χρηματοδότησης που επιτρέπει στις νεοσύστατες επιχειρήσεις να αντλήσουν μεγάλο ύψους κεφάλαια σε πολύ μικρό χρονικό διάστημα ενώ παράλληλα αποτελεί ένα νέο εργαλείο στα χέρια των επενδυτών.

Όταν οι υποψήφιοι επενδυτές θεωρούν ότι το έργο που σχεδιάζει να πραγματοποιήσει η επιχείρηση θα είναι μελλοντικά επιτυχημένο τότε προβαίνουν στην αγορά των tokens. Αυτό σημαίνει πως οι επενδυτές κυρίως έλκονται από την προσδοκία της μελλοντικής επιτυχίας του project, η οποία θα οδηγήσει στην ενίσχυση της αξίας των tokens που κατέχουν.

Δύο από τους βασικότερους παράγοντες που οδήγησαν στην ραγδαία ανάπτυξη του φαινομένου ήταν (i) το ύψος των κεφαλαίων που συγκέντρωσαν αρκετές αρχικές προσφορές νομισμάτων και (ii) το σύντομο χρονικό διάστημα ολοκλήρωσης της χρηματοδότησης τους. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν οι πωλήσεις tokens του Gnosis, για την δημιουργία μιας αποκεντρωμένης πλατφόρμας προβλέψεων που κατάφερε να συγκεντρώσει περίπου 12,5 εκ. δολάρια μέσα σε 12 μόλις λεπτά (Απρίλιος, 2016), ενώ η αρχική προσφορά νομισμάτων του FirstBlood συγκέντρωσε 5,5 εκ. δολάρια μέσα σε 2 λεπτά (Μάιος, 2016). Ένα μήνα αργότερα το ίδρυμα Bancor (Bancor Foundation)

συγκέντρωσε σε διάστημα 3 ωρών κεφάλαια ύψους 153 εκ. δολαρίων και μια νεοσύστατη εταιρεία με την ονομασία Brave για την δημιουργία ενός αποκεντρωμένου προγράμματος περιήγησης ιστού στο διαδίκτυο συγκέντρωσε 35,5 εκ. δολάρια σε 30 δευτερόλεπτα.

Το κανονιστικό πλαίσιο και οι κίνδυνοι που απορρέουν από τις ICOs

Σε γενικές γραμμές οι κίνδυνοι που εντοπίζονται μέχρι στιγμής απορρέουν κυρίως (i) από τον τρόπο που διενεργούνται οι ICOs από τις εταιρείες, (πολλά projects είναι τεχνικώς ανέφικτο να πραγματοποιηθούν), (ii) από την οικονομική συμπεριφορά των επενδυτών (σχήματα ponzi, rumps and dumps) και (iii) το ασταθές κανονιστικό πλαίσιο μέσα στο οποίο λειτουργούν. Όλα αυτά σε συνδυασμό με την υψηλή μεταβλητότητα που παρουσιάζουν τα tokens και την δυσκολία αποτίμησης της δίκαιης τιμής τους κατατάσσουν τις αρχικές προσφορές κρυπτονομισμάτων στην κατηγορία των επενδύσεων αυξημένου κινδύνου.

Η κερδοσκοπική επιτυχία που παρουσιάζουν οι ICOs σε συνδυασμό με την έλλειψη σαφούς ρυθμιστικού πλαισίου αυξάνουν το επίπεδο κινδύνου για τους επενδυτές. Αυτός είναι ο βασικός λόγος για τον οποίο οι ICOs έχουν αρχίσει να απασχολούν πλέον σοβαρά τις ρυθμιστικές αρχές των περισσότερων χωρών. Ένας επιπλέον λόγος που οδηγεί τις ρυθμιστικές αρχές να επικεντρώνονται στην λειτουργία των αρχικών προσφορών κρυπτονομισμάτων είναι το αν και υπό ποιες προϋποθέσεις από την δομή τους προκύπτουν προϊόντα που έχουν την μορφή χρηματοοικονομικών τίτλων και αν θα πρέπει ως τέτοιοι να αντιμετωπιστούν.

Σε επίπεδο κανονιστικής νομολογίας δεν υπάρχει ακόμα κάτι επίσημο για τις ICOs και μέχρι στιγμής προσεγγίζονται διαφορετικά. Για παράδειγμα στις ΗΠΑ οι ICOs αντιμετωπίζονται βάσει των λειτουργιών του token προκειμένου να αποφασιστεί ποιες εμπίπτουν στον νόμο περί τίτλων. Στην Ευρώπη υπάρχει μια πιο ισορροπημένη προσέγγιση ωστόσο δεν είναι ενιαία για όλες τις χώρες. Ενώ στην Ασία παρατηρούνται μεγάλες αντιθέσεις οι οποίες περιλαμβάνουν από την πλήρη αποδοχή των ICOs σε κάποιες χώρες (Σιγκαπούρη, Ιαπωνία), μέχρι και την πλήρη απαγόρευσή τους σε κάποιες άλλες (Κίνα, Νότια Κορέα). Επειδή όμως οι αρχικές προσφορές κρυπτονομισμάτων λόγω της φύσης τους διενεργούνται σε παγκόσμιο επίπεδο, οι διαφοροποιήσεις που ήδη υπάρχουν σε κανονιστικό επίπεδο δημιουργούν αρκετά προβλήματα στην διεξαγωγή τους.

Συμπεράσματα

Οι αρχικές προσφορές νομισμάτων (ICOs) αποτελούν μια καινοτόμο μορφή άντλησης κεφαλαίων των νεοσύστατων

επιχειρήσεων, μέσω της τεχνολογίας blockchain. Οι εταιρείες που διεξάγουν τις ICOs απευθύνονται άμεσα στον παγκόσμιο επενδυτή, έχουν ελάχιστες ρυθμιστικές υποχρεώσεις, ενώ τη τεχνολογία blockchain τους δίνει τη δυνατότητα να αντλήσουν γρήγορα κεφάλαια. Κατά τη διαδικασία πραγματοποίησης μιας ICO, η εταιρία θα πρέπει, πριν την έναρξη της πώλησης του token, να προχωρά σε σαφή προσδιορισμό του τι ακριβώς αντιπροσωπεύει το token της, ποιες λειτουργίες θα επιτελεί και ποια θα είναι η χρησιμότητά του. Παράλληλα θα πρέπει να διαθέτει τα τεχνικά μέσα που θα παρέχουν ασφάλεια τόσο στο δίκτυό της όσο και στα ηλεκτρονικά πορτοφόλια των επενδυτών από τις επιθέσεις των hackers. Ο βασικότερος στόχος της εταιρίας που διενεργεί ένα ICO είναι να κερδηθεί η εμπιστοσύνη των επενδυτών, και αυτό επιτυγχάνεται με την παροχή της μέγιστης δυνατής πληροφόρησης για το project.

Οι επενδυτές οφείλουν από την πλευρά τους να είναι, καταρχήν, ενημερωμένοι για τους γενικούς κινδύνους που συνοδεύουν τις ICOs, αλλά και να διαθέτουν τις σχετικές τεχνικές γνώσεις πριν εμπλακούν σε μια τέτοιου είδους επένδυση. Η ενημέρωση και η παροχή στην πληροφορία είναι σημαντική στο πλαίσιο διεξαγωγής μιας ICOs. Οι επενδυτές λοιπόν θα πρέπει να διαβάζουν πολύ προσεκτικά το αντίστοιχο whitepaper του project στο οποίο ενδιαφέρονται να επενδύσουν, και να τηρούν όλους τους απαιτούμενους ελέγχους αυξημένης δέουσας επιμέλειας πριν προχωρήσουν σε οποιαδήποτε επένδυση.

Μελλοντικά, η εξέλιξη της τεχνολογίας blockchain αναμένεται να επηρεάσει και άλλους τομείς της οικονομίας αλλά και της κοινωνίας. Για παράδειγμα, στον χώρο των συναλλαγών, είναι ήδη

γνωστή η πρωτοβουλία του Facebook να αναπτύξει ένα κρυπτονόμισμα με βάση το οποίο θα μπορούν να διενεργούνται συναλλαγές στην κοινότητα του Facebook. Όπως επίσης είναι γνωστές οι προσπάθειες διερεύνησης της εφαρμογής της τεχνολογίας blockchain σε τομείς όπως η υγεία και η οικονομία διαμοιρασμού. Στο πλαίσιο αυτό, οι ρυθμιστικές αρχές καλούνται να προσεγγίσουν την τεχνολογία και τις εφαρμογές της με γνώμονα την μέγιστη εκμετάλλευση των θετικών χαρακτηριστικών της, σε ένα περιβάλλον προστασίας του καταναλωτή.

^α Ο Δρ. Νικόλαος Δασκαλάκης είναι Επίκουρος Καθηγητής Χρηματοοικονομικής και Λογιστικής στο Τμήμα Δημόσιας Διοίκησης του Πάντειου Πανεπιστημίου.

^β Ο κ. Παναγιώτης Γεωργιτσέας είναι CFT Analyst στο Τμήμα AML/CFT της Τράπεζας Eurobank.

"Αρχικές Προσφορές Νομισμάτων (Initial Coin Offerings – ICOs): Μια καινοτόμος μέθοδος αποκεντρωμένης χρηματοδότησης και μια νέα επενδυτική τάση", για πιθανή δημοσίευση στο περιοδικό του Συνδέσμου.

Με εκτίμηση,

Nikos Daskalakis

Assistant Professor in Finance and Accounting

Department of Public Administration

Panteion University

**6^ο ΣΥΝΕΔΡΙΟ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΗΣ ΕΝΩΣΗΣ
ΕΚΠΑΙΔΕΥΣΗΣ ΕΝΗΛΙΚΩΝ
ΜΑΡΑΣΛΕΙΟΣ ΑΚΑΔΗΜΙΑ, 23-25/6/2017 ΑΘΗΝΑ**

Καλή Πρακτική και Ανάπτυξη Κριτικής Σκέψης στην

Τριτοβάθμια Εκπαίδευση:

«Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη»⁷



Σοφία Ασωνίτου, Επίκουρη Καθηγήτρια Λογιστικής Εκπαίδευσης

sasonitou@uniwa.gr

Περίληψη

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει μια πρωτότυπη καλή πρακτική στην τριτοβάθμια εκπαίδευση με στόχο την ανάπτυξη της κριτικής σκέψης και τη βιωματική μάθηση των φοιτητών και μελλοντικών επενδυτών ή στελεχών επιχειρήσεων.

Το μάθημα «Εταιρική Διακυβέρνηση και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη» εισάγει τους φοιτητές στους κανόνες διακυβέρνησης και διοίκησης μιας επιχείρησης, καθώς και στο πλαίσιο δεοντολογίας μέσα στο οποίο οφείλει αυτή να λειτουργεί απέναντι στο κράτος, στους εργαζομένους και στους μετόχους της.

Οι φοιτητές παράλληλα με την παρακολούθηση των διαλέξεων, με την εκπόνηση και παρουσίαση ερευνητικών εργασιών, οργανώνονται επίσης σε ομάδες, παρακολουθούν ενημερωτικές συναντήσεις από εκπροσώπους των εταιρειών και συμμετέχουν σε εξειδικευμένες συζητήσεις ανάλυσης της πορείας των επιχειρήσεων, με την πρωτοβουλία ενός ιδιωτικού θεσμικού φορέα (ΣΕΔ). Κατόπιν με ειδική άδεια παρακολουθούν τις Γενικές

⁷ Η παρούσα εργασία είναι μέρος μιας έρευνας που χρηματοδοτείται από τον Ειδικό Λογαριασμό Έρευνας του ΤΕΙ Αθήνας, στο πλαίσιο του Εσωτερικού Προγράμματος Ενίσχυσης των Ερευνητών του ΤΕΙ Αθήνας για το 2015.

Συνελεύσεις (Γ.Σ.) των μετόχων και προετοιμάζουν μια σχετική αναφορά για την κάθε επιχείρηση.

Μέσα από αυτή τη διαδικασία, οι φοιτητές έρχονται σε άμεση επαφή με μια «εσωτερική διαδικασία» των οργανισμών, παρακολουθούν τα πραγματικά δρώμενα, προσλαμβάνουν ένα βίωμα πραγματικής δράσης που μπορεί να τους βοηθήσει να επαναπροσδιορίσουν τις αντιλήψεις τους, τους εφοδιάζει με σημαντικές δεξιότητες ενώ παράλληλα ενδυναμώνει την ακαδημαϊκή τους γνώση.

Λέξεις-Κλειδιά: βιωματική-μετασχηματίζουσα μάθηση, ανώτατη εκπαίδευση, δεξιότητες

Abstract

This study presents a good practice in management education during the course of Corporate Governance and Corporate Social Responsibility. The aim of the activities that took place during course time has been the development of critical thinking and autonomous learning of management students.

Corporate Governance and Corporate Social Responsibility introduces students to the spirit and rules of corporate governance and moral decision making. Through dialogue, video, discussions with market experts, and attending the Annual General Meeting of Shareholders of listed companies, it was attempted to trigger transformative learning, urging students to reflect critically on their prior assumptions about entrepreneurship, ethical decision making, environmental protection and fraud.

Keywords: experiential-transformative learning, higher education, skills

Εισαγωγή

Η εκπαιδευτική διαδικασία στην τριτοβάθμια εκπαίδευση στο πεδίο της Διοίκησης Επιχειρήσεων δεν είναι εύκολη ούτε και προφανής δεδομένου ότι οφείλει να συνδυάσει αποτελεσματικά την επαγγελματική προετοιμασία των φοιτητών, την γνωστική εξειδίκευση, την παροχή των οριζοντίων δεξιοτήτων (soft skills) αλλά και την υποστήριξη της ολοκλήρωσης της προσωπικότητάς

τους (Asonitou, 2014). Απαιτείται σε αυτά τα πλαίσια ένας συνδυασμός της γνωστικής και της συναισθηματικής διάστασης της μάθησης (Dirkx et al., 2006).

Οι φοιτητές/φοιτήτριες είναι νέοι οι οποίοι προσέρχονται στην τριτοβάθμια εκπαίδευση έχοντας τυπικά ενηλικιωθεί. Τις περισσότερες φορές όμως οι νέοι βρίσκονται σε ένα ενδιάμεσο στάδιο, μεταξύ εφηβείας και ενηλικίωσης. Προσπαθούν να νοηματοδοτήσουν τις εμπειρίες τους και να βρουν την ταυτότητά τους, αντιμετωπίζοντας εσωτερικές και εξωτερικές συγκρούσεις (Illeris, 2016). Οι νέοι έχουν ενσωματώσει αντιλήψεις για την οικονομική πραγματικότητα, οι οποίες προέρχονται από το κοινωνικό, οικονομικό και πολιτιστικό περιβάλλον που έχουν μεγαλώσει. Κάποιες από αυτές τις αντιλήψεις έρχονται σε αντίθεση με τις επίκαιρες, παγκόσμιες εξελίξεις. Υποχρέωση του διδάσκοντος είναι να υποστηρίξει τους νέους στη μεταβολή των αντιλήψεων οι οποίες τους έχουν επιβληθεί μέσω του περιβάλλοντός τους και οι οποίες θα γίνουν ίσως τροχοπέδη στην επαγγελματική, κοινωνική και προσωπική τους ζωή.

Η Εταιρική Διακυβέρνηση (ΕΔ) και Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη (ΕΚΕ) είναι ένα μάθημα του 4ου εξαμήνου σπουδών στο τμήμα Διοίκησης Επιχειρήσεων του ΤΕΙΑθήνας. Εταιρική Διακυβέρνηση ονομάζεται το σύνολο των κανόνων που χαρακτηρίζουν τις σχέσεις των μετόχων με τους διοικούντες και όλους όσους ασκούν επιρροή και έχουν λόγο στη λειτουργία της εταιρείας, όπως λ.χ. εργαζόμενοι, προμηθευτές, πελάτες, κοινωνικό σύνολο. Η ΕΚΕ περιλαμβάνει την πρακτική έκφραση της ηθικής διάθεσης μιας εταιρείας να επιστρέψει στην κοινωνία μέρος της προστιθέμενης αξίας (δηλαδή των πραγματικών κερδών) που έχει αποκομίσει (Βελέντζας & Μπρώνη, 2014). Η ΕΔ ως λειτουργία και ως έννοια «συσχετίζεται» με πολλές επιστήμες: τη Διοικητική, τη Νομική, την Οικονομική, τη

Λογιστική & Χρηματοοικονομική επιστήμη, ακόμη και τη Ψυχολογία. Κυρίαρχος ρόλος μέσα στην ΕΔ είναι αυτός του Εσωτερικού Ελέγχου ο οποίος ως λειτουργία έχει γίνει υποχρεωτική για τις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο επιχειρήσεις (Ν. 3016/ 2002).

Η παρούσα εργασία παρουσιάζει μια καλή πρακτική, εφαρμοσμένη στο μάθημα της ΕΔ και ΕΚΕ, η οποία ενδυναμώνει την χειραφετητική προοπτική της εκπαίδευσης, αναπτύσσοντας τις δεξιότητες και όλα τα ποιοτικά εκείνα στοιχεία τα οποία οι φοιτητές θα προσλάβουν ως εφόδια για να συνεχίσουν τον κριτικό διάλογο

και τον κριτικό στοχασμό ως ενήλικες και ως επαγγελματίες (Knight & Yorke, 2003; Κόκκος, 2017).

Θεωρητικό Υπόβαθρο

Η παρούσα εργασία στηρίζεται στην αναγκαιότητα ανάπτυξης των οριζοντίων δεξιοτήτων και ικανοτήτων (soft skills) των φοιτητών Διοίκησης Επιχειρήσεων (Pavlovich, et al., 2009; Arquerio et al., 2010; Asonitou, 2015), στη διδακτική μέθοδο «Μετασχηματισμός Δυσλειτουργικών Αντιλήψεων» (Κόκκος, 2017) καθώς και στις απόψεις του Illeris (2016) για τις τρεις διαστάσεις της μάθησης (περιεχόμενο, υποκίνηση, αλληλεπίδραση).

Η διδακτική μέθοδος «Μετασχηματισμός Δυσλειτουργικών Αντιλήψεων» διαμορφώθηκε από τον Κόκκο (2017), αποτελείται από 5 στάδια και έχει ως θεωρητικό της υπόβαθρο τη Θεωρία της Μετασχηματίζουσας Μάθησης (MM) (Mezirow, 2007). Στόχος της μεθόδου είναι οι εκπαιδευόμενοι να υποστηρίζονται στη διαμόρφωση ενός δημιουργικού και συγκροτημένου τρόπου σκέψης, αποβάλλοντας μέσω του κριτικού στοχασμού τυχόν δυσλειτουργικές και στερεοτυπικές αντιλήψεις που έχουν υιοθετήσει ή είναι διάχυτες στην κοινωνία.

Εφαρμογή της διδακτικής μεθόδου «Μετασχηματισμός Δυσλειτουργικών Αντιλήψεων»

Ο στόχος της μεθόδου είναι η βαθμιαία αλλαγή στερεοτυπικών-δυσλειτουργικών αντιλήψεων κυρίως μέσω του κριτικού στοχασμού. Η παρούσα εργασία αναφέρεται σε μια καλή πρακτική σε συνεργασία με τον Σύνδεσμο Ιδιωτών Επενδυτών (ΣΕΔ) ο οποίος είχε και την πρωτοβουλία να εισάγει τους φοιτητές στις Γ.Σ. των εισηγμένων επιχειρήσεων.

Στάδιο 1: Εντοπισμός ή πρόληψη των στερεοτυπικών/δυσλειτουργικών αντιλήψεων των εκπαιδευομένων:

Μέσα από συζητήσεις στην τάξη φάνηκαν πολύ νωρίς οι παρακάτω στερεοτυπικές αντιλήψεις των φοιτητών:

1. Το «επιχειρείν» είναι ταυτόσημο με την απληστία και την εκμετάλλευση των εργαζομένων
2. Το χρηματιστήριο είναι ο «ναός του χρήματος», υπάρχει για να βρίσκουν τρόπο να εκμεταλλεύονται τους αθώους κάποιοι επιτήδριοι οι οποίοι ξέρουν να «ποντάρουν» σωστά.

3. Η εταιρική διακυβέρνηση είναι ένα σύνολο κανόνων που όλα τα στελέχη των επιχειρήσεων βρίσκουν τρόπους να παρακάμψουν χωρίς να εντοπιστούν
4. Η εταιρική κοινωνική ευθύνη είναι ένα προσωπίο των επιχειρήσεων για να γίνουν αρεστές στους πιθανούς πελάτες τους και να αυξήσουν έτσι τα κέρδη τους
5. Οι πλούσιοι ιδιοκτήτες των επιχειρήσεων, «αρπάζουν» τα χρήματα και πάντα βρίσκουν τρόπους να αποφύγουν την τιμωρία
6. Δεν μπορούμε ως πολίτες να κάνουμε τίποτε για να αλλάξουμε το κατεστημένο όλων των παραπάνω απόψεων
7. Η στυγνή κερδοσκοπία και η απληστία επικρατούν πάντα και δεν μπορούν να κάνουν τίποτε οι μέτοχοι μειοψηφίας για να προστατευθούν ή να αλλάξουν το κατεστημένο αυτό

Στάδιο 2: Νοηματοδότηση και ιεράρχηση των αντικειμένων του μετασχηματισμού

2α: Προσδιορισμός με ακρίβεια των αντικειμένων του μετασχηματισμού

Μέσα από τις απόψεις των φοιτητών ανιχνεύονται 3 νοητικές συνήθειες ως εξής:

Νοητική Συνήθεια 1: Αρνητική άποψη για το «επιχειρείν» (απόψεις φοιτητών 1,4,5)

Νοητική Συνήθεια 2: Έλλειψη εμπιστοσύνης σε θεσμούς (οικονομικούς, νομικούς) (απόψεις φοιτητών 1,2,3)

Νοητική Συνήθεια 3: Έλλειψη εμπιστοσύνης/απογοήτευση στην ανάληψη πρωτοβουλίας σε κοινωνικό και ατομικό επίπεδο (απόψεις φοιτητών 6,7)

2β: Ιεράρχηση των αντικειμένων του μετασχηματισμού

Έχοντας υπόψη το περιεχόμενο της διδακτέας ύλης, τις εργασίες που θα αναλάβουν οι φοιτητές καθώς και την υποστήριξη του ΣΕΔ, αποφασίστηκε η επικέντρωση στο μετασχηματισμό των νοητικών συνηθειών 2 και 3.

Η νοητική συνήθεια 1 είναι συνισταμένη πολλών απόψεων και πολύ δυσκολότερων να εντοπιστούν και να μεταβληθούν απευθείας. Επίσης η αλλαγή των υπολοίπων απόψεων μπορεί να επιφέρει θετικά αποτελέσματα και στη νοητική συνήθεια 1.

Στάδιο 3: Σχεδιασμός και εφαρμογή διδακτικών δραστηριοτήτων/Σύνδεση της μετασχηματιστικής διεργασίας με τη διδακτέα ύλη

Δραστηριότητα 3α: Αξιοποιήθηκε όλο το σχετικό περιεχόμενο των συγγραμμάτων και οι ερευνητικές εργασίες που μελετήθηκαν από τους φοιτητές.

Δραστηριότητα 3β: Σχεδιάστηκαν και αξιοποιήθηκαν διάφορες βιωματικές δραστηριότητες.

- Η διδάσκουσα εκτός από τη διάλεξη, έκανε χρήση των τεχνολογιών πληροφορικής και επικοινωνίας, με τη χρήση βίντεο, ίντερνετ και projector για να γίνει το μάθημα περισσότερο ενδιαφέρον και πολύπλευρο.
- Έγινε εκτεταμένη χρήση της διαλεκτικής μεθόδου δεδομένου ότι και η φύση του μαθήματος διευκόλυνε αυτή τη μέθοδο. Το μάθημα προδιαθέτει για συζήτηση σχετικά με διάφορα ζητήματα της οικονομικής ζωής, π.χ. για θέματα διαφάνειας και λογοδοσίας των διοικήσεων των εταιρειών αλλά και των δημοσίων οργανισμών, για απάτες, οικονομικά σκάνδαλα, απληστία, για την πραγματική αξία του εσωτερικού και εξωτερικού ελέγχου των επιχειρήσεων, για την προστασία του περιβάλλοντος και τα επιχειρηματικά κέρδη.
- Οι φοιτητές ανέλαβαν τη μελέτη ερευνητικών επιστημονικών εργασιών σε ομάδες, τις οποίες παρουσίασαν στην τάξη με τη βοήθεια διαφανειών.
- Χρήση μελετών περίπτωσης για περιπτώσεις απατών από ιδιοκτήτες επιχειρήσεων που τιμωρήθηκαν από το νόμο. Παρουσιάστηκαν βίντεο με ιδιοκτήτες και στελέχη επιχειρήσεων που έδιναν συνεντεύξεις μέσα από τα σωφρονιστήρια και περιέγραφαν τις σχετικές εμπειρίες τους.
- Δημιουργία καλής πρακτικής μέσω συνεργασίας με εξωτερικό φορέα, τον Σύνδεσμο Επενδυτών και Διαδικτύου (ΣΕΔ).

Περιγραφή του Εξωτερικού Φορέα και της Καλής Πρακτικής

Ο Σύνδεσμος Επενδυτών & Διαδικτύου (ΣΕΔ) είναι Σωματείο μη κερδοσκοπικού χαρακτήρα, αναγνωρισμένο από τη Βουλή των Ελλήνων σαν Θεσμικός Φορέας της Ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Συμμετέχει, στη «Συμβουλευτική Επιτροπή στην Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς», σαν εκπρόσωπος των Ιδιωτών Επενδυτών. Σκοπός του ΣΕΔ είναι η ανάπτυξη του μετοχικού ακτιβισμού, η προστασία των δικαιωμάτων των μετόχων μειοψηφίας, και η συνεισφορά στην εξυγίανση του οικονομικών δομών της χώρας. Ο

ΣΕΔ έχει δικαίωμα να συμμετέχει σε όλες τις Γ.Σ. όλων των εισηγμένων επιχειρήσεων στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Ο ΣΕΔ ανέλαβε την πρωτοβουλία από το 2014 έως σήμερα της συνεργασίας με τριτοβάθμια ιδρύματα όπως το ΤΕΙ Αθήνας, το Πανεπιστήμιο Πειραιά κλπ. διοργανώνοντας τις ακόλουθες δράσεις:

Δράση 1: Οι φοιτητές παρακολουθούν εκτός ακαδημαϊκού χώρου π.χ. σε αίθουσα του χρηματιστηρίου ή σε αίθουσα κεντρικού ξενοδοχείου την παρουσίαση εταιρειών και των οικονομικών αποτελεσμάτων τους από τα αντίστοιχα στελέχη τους. Ακολουθεί συζήτηση, και σχολιασμός από μέλη του ΣΕΔ σε θέματα οικονομικά, στρατηγικής, χρηματιστηριακής πορείας, σύνδεση με την τρέχουσα οικονομική κατάσταση.

Δράση 2: Οι φοιτητές μέσω του ΣΕΔ παίρνουν ειδική άδεια για να παρακολουθήσουν τις Γ.Σ. κάποιων επιχειρήσεων. Στις ετήσιες Γ.Σ. μετόχων επιτρέπεται η συμμετοχή μόνο σε όσους κατέχουν μετοχές, και περιλαμβάνουν τον οικονομικό απολογισμό των εταιρειών. Οι φοιτητές συμπληρώνουν στο τέλος της Γ.Σ. σχετικό ερωτηματολόγιο που μετράει μεταξύ άλλων το επίπεδο της Ε.Δ. της συγκεκριμένης επιχείρησης.

Δράση 3: Αφού έχει ολοκληρωθεί η παρακολούθηση των Γ.Σ. σχηματίζονται εθελοντικές ομάδες επεξεργασίας των ερωτηματολογίων και τα αποτελέσματά τους παρουσιάζονται σε σχετικό ετήσιο συνέδριο που διοργανώνεται από τον ΣΕΔ.

Στάδιο 4: Αποτίμηση της Μετασχηματιστικής Διεργασίας

Οι φοιτητές στο τέλος του εξαμήνου παραδίδουν μια γραπτή αναφορά στη διδάσκουσα σχετικά με αυτά που παρακολούθησαν στις Γ.Σ. και με όλη την εμπειρία που αποκόμισαν. Έγινε μετασχηματισμός των αντιλήψεών τους; Αυτό είναι ένα ερώτημα το οποίο είναι δύσκολο να απαντηθεί για πολλούς λόγους. Ένας λόγος είναι ότι δεν είχαν μετρηθεί με εμπειρικές μεθόδους οι αντιλήψεις πριν τις δραστηριότητες και μετά τις δραστηριότητες ώστε να καταγραφούν επιστημονικά οι διαφορές. Δεύτερος λόγος είναι ότι μερικές φορές οι φοιτητές τείνουν να απαντούν με τρόπο που να ευχαριστεί τον καθηγητή ή με τρόπο που να του εξασφαλίζει έναν καλό προβιβάσιμο βαθμό.

Τα δυνητικά αναμενόμενα οφέλη της συνολικής προσέγγισης για τους φοιτητές είναι:

- Καλλιέργεια του σωστού επιχειρείν και της σωστής αντιμετώπισης των μετόχων οι οποίοι αποτελούν την κυτταρική δομή της κάθε επιχείρησης.
- Δημιουργία ενός φυτωρίου νέων πιθανών μετόχων, διοικούντων, επενδυτών οι οποίοι θα είναι ενημερωμένοι και θα προστατεύουν τους θεσμούς με όλα τα οφέλη που συνεπάγεται αυτό για την κοινωνία.
- Πρόσληψη πρακτικών και θεωρητικών γνώσεων, για μια αμεσότερη οικονομική εκπαίδευση σε σχέση με το χρηματιστήριο και τις επιχειρήσεις.
- Αναγνώριση της αξίας του χρηματιστηρίου ως οικονομικού θεσμού και του ρόλου του στην οικονομική ζωή της χώρας
- Επαφή με φοιτητές άλλων πανεπιστημιακών ιδρυμάτων, με μετόχους, με στελέχη της αγοράς και ανάπτυξη συναφών δεξιοτήτων (επικοινωνίας, συνεργασίας, διεπιστημονικότητας, δεοντολογίας, ηγεσίας, τεχνολογικών εξελίξεων, αυτονομίας μάθησης, κλπ.)
- Ανάπτυξη της συναισθηματικής νοημοσύνης μέσω της συναναστροφής με έμπειρους επαγγελματίες, με συμφοιτητές και με επενδυτές (Goleman, (2000)
- Δυνατότητα ανάπτυξης επαγγελματικού δικτύου γνωριμιών ωφέλιμων για το μέλλον τους (business networking).
- Ώθηση στην υπευθυνότητα και ωριμότητα των οικονομικών τους πράξεων, στην αυτογνωσία και την ενηλικίωση μέσω εμπέδωσης της έννοιας του υπεύθυνου επενδυτή
- Ανάπτυξη της κριτικής σκέψης μέσα από το συνολικό βίωμα που έζησαν μέσα και έξω από την τάξη.

Στάδιο 5: Προσδιορισμός επόμενων βημάτων και συνεργειών, εκτός των τειχών, αξιοποίηση κοινωνικής πρωτοβουλίας

Οι στερεοτυπικές αντιλήψεις δεν εξαλείφονται σε ένα ακαδημαϊκό εξάμηνο ούτε είναι αρκετή η συνεισφορά ενός μόνο ακαδημαϊκού μαθήματος. Σε περίπτωση δε, όπου οι δυσλειτουργικές αντιλήψεις συνεχιστούν έντονες και μετά το τέλος των πανεπιστημιακών σπουδών υπάρχει πιθανότητα να μετατραπούν και σε καθλώσεις (βαθιά ριζωμένες αντιλήψεις) ή νευρώσεις οπότε τότε χρειάζεται η βοήθεια της ψυχοθεραπείας από εξειδικευμένους επιστήμονες (Κόκκος, 2017). Στη συγκεκριμένη περίπτωση οι φοιτητές ωθούνται να συμμετέχουν στις δραστηριότητες του ΣΕΔ και μετά τη λήξη του ακαδημαϊκού έτους.

Προϋποθέσεις μιας επιτυχημένης μετασχηματιστικής διαδικασίας

Υπάρχουν κάποιες προϋποθέσεις ενεργούς συμμετοχής και ανάληψης ενεργού ρόλου εκ μέρους των εκπαιδευομένων ώστε να λειτουργήσει και να αποδώσει η μετασχηματιστική διεργασία (Κόκκος, 2017). Οι προϋποθέσεις αυτές μπορεί να μειωθούν στην περίπτωση της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης λόγω των διαφορών που υπάρχουν με την εκπαίδευση ενηλίκων: α) οι φοιτητές δεν επιλέγουν το εκπαιδευτικό περιεχόμενο β) πολλές απουσίες των φοιτητών από τα μαθήματα με συνέπεια ο καθηγητής να απευθύνεται καθημερινά σε διαφορετικό ακροατήριο γ) η έλλειψη ωριμότητας των φοιτητών ώστε να «εκμεταλλευτούν» επαρκώς τις ευκαιρίες που τους δίνει η χρήση βιωματικών μεθόδων.

Η δυναμική στην ορολογία

Η συμμετοχή στις Γ.Σ. των επιχειρήσεων ενδυναμώνει τη διάχυση των ιδεών και των καλών πρακτικών. Δημιουργούνται συνθήκες διαφάνειας και έκθεσης των επιχειρήσεων στο ευρύ κοινό, μια εξωστρέφεια των επιχειρήσεων προς τον πολίτη. Επομένως η παρούσα καλή πρακτική υποστηρίζει την εμπέδωση της έννοιας της λογοδοσίας (accountability), μιας έννοιας που δεν έχει επαρκώς αναδειχθεί στην ελληνική κουλτούρα. Πολλές φορές οι όροι που χρησιμοποιούμε είναι ενδεικτικοί των απόψεών μας και ενσωματώνουν γνώμες και πεποιθήσεις.

Στην αγγλοσαξονική ορολογία οι εισηγμένες εταιρείες ονομάζονται *listed companies* αλλά και *public companies*, δηλαδή δημόσιες επιχειρήσεις, που ανήκουν «στο δήμο, στο λαό». Μέσα από τις λέξεις αποδίδεται καλύτερα η πραγματικότητα και αναδύεται η ανάγκη ύπαρξης λογοδοσίας των διοικούντων απέναντι στη δημόσια περιουσία και ανάλογη διαφάνεια στις κινήσεις της διοίκησης. Αντίθετα, στον ελληνικό όρο «εισηγμένη εταιρεία» δεν αντικατοπτρίζεται η έννοια του «κοινού» συμφέροντος, οι λέξεις αναφέρονται σε κάτι άγνωστο στους περισσότερους πολίτες, κάτι ξένο που δεν χρειάζεται να γνωρίζουν πολλά, επομένως παραγνωρίζεται και η απαίτηση για λογοδοσία και για διαφάνεια εκ μέρους των διοικούντων. Με τον όρο «δημόσια επιχείρηση» στη χώρα μας εννοούμε την «κρατική επιχείρηση», και αν το δούμε από τη σκοπιά της ψυχοδυναμικής, η κρατική επιχείρηση δεν είναι παρά μια μετεξέλιξη του κλειστού κυκλώματος: οικογένεια – κόμμα – κράτος. Σε αυτό το κύκλωμα ο λαός δεν έχει συμμετοχή, επομένως παραγνωρίζεται πάλι η έννοια της «λογοδοσίας».

Μαθησιακή Κοινότητα (Community of Learning)

Μέχρι τώρα γνωρίζαμε τις προσπάθειες της ακαδημίας να προετοιμάσει τους φοιτητές για τον επαγγελματικό κόσμο κυρίως μέσω των γνώσεων, των δεξιοτήτων αλλά και της πρακτικής άσκησης. Ο σκοπός είναι όχι μόνο οι απόφοιτοι να βρουν απασχόληση αλλά και να είναι σε θέση στο μέλλον να δράσουν, διορθώνοντας προβληματικές καταστάσεις στην κοινωνική και οικονομική ζωή σύμφωνα με το μετασχηματισμό που ένιωσαν και «μη υποκύπτοντας μπροστά στα τεράστια εμπόδια από τις πολιτιστικές νόρμες ή τις κοινωνικο-οικονομικές δομές (Mezirow, 2007).

Στην παρούσα εργασία είδαμε ότι δημιουργήθηκε ένα πρωτότυπο συνεργατικό σχήμα τριών μερών, μεταξύ *ακαδημίας, επιχειρήσεων και κοινωνικής πρωτοβουλίας* για την βελτίωση της μαθησιακής εμπειρίας. Δημιουργήθηκε μια μαθησιακή κοινότητα (community of learning) η οποία μπορεί να συνεισφέρει και στην αύξηση της απασχολησιμότητας των αυριανών αποφοίτων αλλά και στο πιθανό μετασχηματισμό κάποιων δυσλειτουργικών αντιλήψεων.

Συμπέρασμα

Οι εκπαιδευτικοί της τριτοβάθμιας εκπαίδευσης, είτε αποδέχονται τη ψυχαναλυτική χροιά της MM (μάθηση μέσω ψυχής και φαντασίας), όπως την ανέπτυξαν οι Dirkx (2001), Elias (1997) και Boyd (1991) είτε επιδοκιμάζουν τη μάθηση μέσω ενσυνείδητων ορθολογικών διαδικασιών (Mezirow και Συνεργάτες, 2007), θα κερδίσουν πολλαπλά ερχόμενοι σε επαφή με τη Μετασχηματίζουσα Μάθηση, ανεξάρτητα του επιστημονικού τους πεδίου.

Η στρατηγική και προσεκτική εφαρμογή της MM στην ανώτατη εκπαίδευση (Fraser, 2015) και η δημιουργία μιας μαθησιακής κοινότητας με τη βοήθεια της κοινωνικής πρωτοβουλίας, θα συμβάλλουν «τηρουμένων των αναλογιών, σε σημαντικό βαθμό στην προαγωγή της ψυχικής υγείας τόσο των εκπαιδευτών όσο και των εκπαιδευομένων» (Χασίδου, 2009, σελ.70). Επίσης θα συνεισφέρουν ώστε οι φοιτητές να αποκτήσουν πεποιθήσεις που θα τους κάνουν «αυτοδύναμους διαμορφωτές της ζωής τους και ευρύτερα του κοινωνικού γίνεσθαι» (Κόκκος, 2017, σελ. 11).

Βιβλιογραφικές Αναφορές

Ελληνόγλωσσες

- Goleman, D. (2000). *Η Συναισθηματική Νοημοσύνη στο Χώρο της Εργασίας*. Αθήνα: Ελληνικά Γράμματα
- Illeris, K. (2016). *Ο τρόπος που μαθαίνουμε: Οι πολλαπλές διαστάσεις της Μάθησης στην τυπική και άτυπη εκπαίδευση*. Αθήνα: Μεταίχμιο.
- Mezirow, J. (2007). Μαθαίνοντας να σκεφτόμαστε όπως ένας ενήλικος: Κεντρικές έννοιες της θεωρίας μετασχηματισμού. Στο J. Mezirow & Συνεργάτες (Επιμ.), *Η Μετασχηματίζουσα Μάθηση* (σσ. 43-71). Αθήνα: Μεταίχμιο
- Mezirow, J., & Συνεργάτες (2007). *Η Μετασχηματίζουσα Μάθηση*. Αθήνα: Μεταίχμιο
- Βελέντζας, Γ. και Μπρώνη, Γ. (2014) *Επιχειρηματική Ηθική, Εταιρική Διακυβέρνηση & Εταιρική Κοινωνική Ευθύνη, Λογιστική & Ελεγκτική Ηθική & Δεοντολογία*. Θεσσαλονίκη
- Κόκκος, Α. (2017). *Εκπαίδευση και Χειραφέτηση, Μετασχηματίζοντας στερεοτυπικές αντιλήψεις στο σχολείο και στην εκπαίδευση ενηλίκων*. Αθήνα: Επιστημονική Ένωση Εκπαίδευσης Ενηλίκων
- Χασίδου Μ. (2009). *Κριτικός Στοχασμός και Μετασχηματισμός στην Εκπαίδευση Ενηλίκων μέσω του Θεάτρου, Το παράδειγμα «Βρικόλακες» του Ερ. Ίψεν*. Αθήνα: Επιστημονική Ένωση Εκπαίδευσης Ενηλίκων

Ξενόγλωσσες

- Arquero, J.L., González, J.M., Hassall, T., Joyce, J., Germanou, E. & Asonitou, S. (2010). The approaches to learning of European accounting students. *EuroMed Journal of Business*, 5 (3), 345-362.
- Asonitou, S. (2014). *Embedding generic employability skills in Greek Accounting Education Studies: Development and Impediments*. Unpublished PhD. UK: Business School, Sheffield Hallam University.
- Asonitou, S. (2015). Barriers to the Teaching of Skills in the Greek Higher Education Accounting Courses: Insight from Accounting

Teachers. *International Journal of Strategic Innovative Marketing*, 2(3), 14-26.

Boyd, R. D. (1991). *Personal Transformation in Small Groups: A Jungian Perspective*. London and New York: Routledge

Dirkx, J. (2001). The Power of Feelings: Emotion, Imagination, and the Construction of Meaning in Adult Learning. S. Merriam (Ed.). *The New Update on Adult Learning Theory. New Directions for Adult and Continuing Education*, no 89. San Francisco: Jossey-Bass.

Dirkx, J. M., Mezirow, J., & Cranton, P. (2006). Musings and reflections on the meaning, context, and process of transformative learning: A dialogue between John M. Dirkx and Jack Mezirow. *Journal of Transformative Education*, 4, 123–139.

Elias, D. (1997). It's time to change our minds. *ReVision*, 1, 2-6

Fraser, S. P. (2015). Transformative Science Teaching in Higher Education. *Journal of Transformative Education*, 13(2), 140-160

Knight, T. P. & Mantz Yorke (2003). Employability and Good Learning in Higher Education. *Teaching in Higher Education*, 8 (1), 3-16

Pavlovich, K., Collins, E., Glyndwr, J. (2009). Developing Students' Skills in Reflective Practice, Design and Assessment. *Journal of Management Education*, 33(1), 37-58

Εταιρική Διακυβέρνηση από το ΤΙ; στο ΠΩΣ



Του Τριαντάφυλλου Κατσαρέλη, Πολιτικού Μηχανικού EMPI – MBA, Quality Systems Manager EOQ, Project Manager IPMA, Συμβούλου Αριστείας Έργων και Οργανισμών, Μέλους Δ.Σ. Συνδέσμου Επενδυτών και Διαδικτύου – Εφόρου για την Βιωσιμότητα και την Κοινωνική Ευθύνη.

Θεωρώ ότι δεν αρκούν τα νομικά κείμενα για αποτελεσματική και αποδοτική Εταιρική Διακυβέρνηση, αλλά χρειάζονται και τα συστημικά εργαλεία διαχείρισης. Παρακάτω συνοψίζω την προσέγγιση μου, όπως την παρουσίασα συνοπτικώς στην Επενδυτική Ημερίδα του ΣΕΔ τον Ιανουάριο του 2020.

Γενικεύοντας την προσέγγιση της Εταιρικής Διακυβέρνησης, ας δούμε πως ορίζεται στο ISO 26000. Το πρότυπο αυτό είναι το μοναδικό διεθνές πρότυπο, το οποίο εφοδιάζει όλους τους Οργανισμούς: Κερδοσκοπικούς (Εταιρίες) ή Όχι (Δημόσιος Τομέας, Τοπική Αυτοδιοίκηση, Συνδικάτα, ΜΚΟ), ανεξαρτήτως του μεγέθους τους, με **κατευθυντήριες οδηγίες** για την **Κοινωνική** τους **Ευθύνη** (ή Υπευθυνότητα).

Γνωρίζετε ότι ο ISO είναι Μη Κυβερνητική – Μη Κερδοσκοπική Οργάνωση, όπως και ο ΣΕΔ.



- Η εταιρική διακυβέρνηση είναι το **σύστημα** με το οποίο ο Οργανισμός λαμβάνει και υλοποιεί αποφάσεις για την επίτευξη των στόχων του.
- Μπορεί να περιλαμβάνει τόσο τους **τυπικούς μηχανισμούς διακυβέρνησης** που βασίζονται στις καθορισμένες δομές και διεργασίες όσο τους **άτυπους μηχανισμούς** που δημιουργούνται σε σχέση με την **κουλτούρα** και τις **αξίες** του Οργανισμού, όπως διαμορφώνονται από την ηγεσία του.
- Η εταιρική διακυβέρνηση αποτελεί μια **βασική λειτουργία** για κάθε οργανισμό, δεδομένου ότι αποτελεί το πλαίσιο για τη λήψη των αποφάσεων του.
- Τα συστήματα διακυβέρνησης ποικίλλουν, ανάλογα με το μέγεθος και το είδος του οργανισμού και τις περιβαλλοντικές, οικονομικές, πολιτικές, πολιτιστικές και κοινωνικές συνθήκες λειτουργίας.
- Τα συστήματα αυτά διευθύνονται από ένα πρόσωπο ή μια ομάδα προσώπων (ιδιοκτήτες, μέλη, εταίροι ή άλλοι) που έχουν την αρμοδιότητα και την ευθύνη για τον καθορισμό και την επίτευξη των στόχων του Οργανισμού.

- Η αποτελεσματική διακυβέρνηση θα πρέπει να βασίζεται στην ενσωμάτωση των αρχών της κοινωνικής ευθύνης στη λήψη και υλοποίηση αποφάσεων. Οι αρχές αυτές είναι:
 - Λογοδοσία
 - Διαφάνεια
 - Ηθική συμπεριφορά
 - Σεβασμός των συμφερόντων των ενδιαφερομένων μερών
 - Τήρηση της νομοθεσίας
 - Σεβασμός των διεθνών κανόνων συμπεριφοράς
 - Σεβασμός των ανθρωπίνων δικαιωμάτων

Οι δομές και οι διεργασίες/διαδικασίες αποτελούν ένα ουσιώδες στοιχείο της διακυβέρνησης κάθε φορέα. Αυτές λειτουργούν αποτελεσματικά και αποδοτικά, εάν αξιοποιούν την συμπυκνωμένη διεθνή εμπειρία και βέλτιστες πρακτικές, οι οποίες υπάρχουν σε διεθνή πρότυπα. Το άρθρο προτείνει μια σειρά προτύπων τα οποία μπορούν να αξιοποιηθούν ως εργαλεία, πέρα από τα νομικά κείμενα. Πως δηλαδή θα περάσουμε από το «ΤΙ» στο «ΠΩΣ».

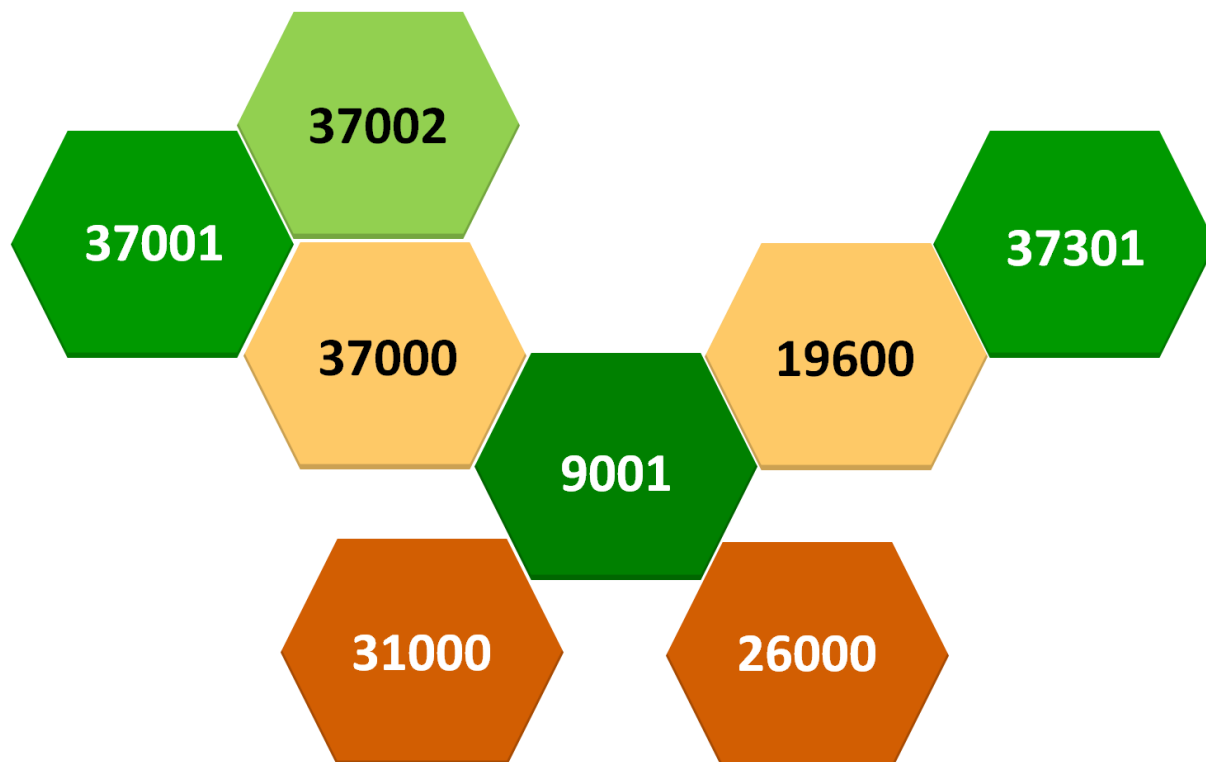
Τα πρότυπα αυτά καλύπτουν το σύνολο σχεδόν των ζητημάτων, στα οποία καλούνται να ανταποκριθούν οι εταιρείες στην εφαρμογή των νομικών κειμένων και προτείνεται να επισυναφθούν στα νομικά κείμενα ως Παράρτημα Οδηγιών.

Ζητώ συγγνώμη διότι η συντριπτική πλειοψηφία τους δεν έχει ακόμη μεταφραστεί στα ελληνικά από τον ΕΛΟΤ και έτσι τα παραθέτω όλα στα αγγλικά, με τον κωδικό, τον τίτλο και μια σύντομη περιγραφή.

Στις «ρίζες του δέντρου» έχω τοποθετήσει δύο πρότυπα τα οποία δεν πιστοποιούνται. Είναι Οδηγίες, *στηρίζουν* και *διαχέονται* σε όλα τα άλλα και είναι μεταφρασμένα.

«Κορμός» είναι το πρότυπο για την Ποιότητα της λειτουργίας, το οποίο παρέχει το σύστημα διαχείρισης, ώστε να είναι δυνατή, μεταξύ άλλων, και η ενσωμάτωση των υπολοίπων προτύπων.

Σημειώστε ότι τα πρότυπα **ISO 37000:(2020)** και **ISO 37301:(2020)** τα οποία δεν έχουν εκδοθεί, αλλά προβλέπονται μέσα στο τρέχον έτος, αφορούν ειδικώς στην **Διακυβέρνηση** και την **Συμμόρφωση!**



Σχήμα 1. Τα προτεινόμενα πρότυπα ISO

ISO 9001:2015 <i>Quality management systems Requirements</i>	Sets out the criteria for a quality management system and is the only standard in the family that can be certified to.
ISO 31000:2018 <i>Risk management – Guidelines</i>	Provides principles, framework and a process for managing risk. It can be used by any organization regardless of its size, activity or sector.
ISO 26000:2010 Guidance on social responsibility	Provides guidance on the underlying principles of social responsibility, recognizing social responsibility and engaging stakeholders, the core subjects and issues pertaining to social responsibility and on ways to integrate socially responsible behaviour into the organization.

Σχήμα 2. Πρότυπα «ριζών και κορμού»

<p>ISO 37000:(2020) Guidance for the Governance of Organizations</p>	<p>Clarifying the distinction between the governance realm and the management realm. Supporting existing national legislation, policy, regulation, or guidance and considering existing international guidance relating to the governance of organizations. Proposing a consistent set of recommendations for organizations to cope with different environments and stakeholders. Facilitating the setup of a clean and complete design of the governance of an organization, as a system.</p>
<p>ISO 37001:2016 Anti-bribery management systems — Requirements with guidance for use</p>	<p>Specifies requirements and provides guidance for establishing, implementing, maintaining, reviewing and improving an anti-bribery management system.</p>
<p>ISO 37002:(2021) Whistle-blowing management systems - Guidelines</p>	<p>Guidelines for implementing, managing, evaluating, maintaining and improving a robust and effective management system within an organization for whistle-blowing.</p>

Σχήμα 3. Πρότυπα σχετικά με την Διακυβέρνηση

<p>ISO 19600:2014 Compliance management systems — Guidelines</p>	<p>Provides guidance for establishing, developing, implementing, evaluating, maintaining and improving an effective and responsive compliance management system within an organization. The guidelines are applicable to all types of organizations. The extent of the application of these guidelines depends on the size, structure, nature and complexity of the organization. ISO 19600:2014 is based on the principles of good governance, proportionality, transparency and sustainability.</p>
<p>ISO 37301:(2020) Compliance management systems - Requirements with guidance for use</p>	<p>Specify requirements and provides guidance for use for establishing, developing, implementing, evaluating, maintaining and improving an effective and responsive compliance management system within an organization. This International Standard is based on the principles of good governance, proportionality, transparency and sustainability.</p>

Σχήμα 4. Πρότυπα σχετικά με την Συμμόρφωση

Η Αυτοματοποίηση των Ελέγχων (Audit Automation) κλειδί για την προσθήκη αξίας στις σύγχρονες Υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου



Δρ. Ανδρέας Γ. Κουτούπης, CMIIA, CIA, CICA, CCSA, CRMA, CCS
Αναπληρωτής Καθηγητής Χρηματοοικονομικής Λογιστικής και
Ελεγκτικής

Τμήμα Λογιστικής και Χρηματοοικονομικής

Πανεπιστήμιο Θεσσαλίας

e-mail: andreas.koutoupis@yahoo.gr

1. Εισαγωγή

Την τελευταία εικοσαετία έχουν συντελεστεί σοβαρές εξελίξεις στο παγκόσμιο οικονομικό σύστημα οι οποίες έχουν μεταβάλλει ριζικά το περιβάλλον και τους όρους λειτουργίας της παγκόσμιας οικονομίας. Οι εξελίξεις στην τεχνολογία και η δημιουργία νέων τάξεων δράσης των αγορών αποτελούν τις θεμελιώδεις δυνάμεις που διαμορφώνουν το νέο αυτό περιβάλλον. Οι προκλήσεις και οι ευκαιρίες που παρουσιάζονται διαρκώς στο χώρο των επιχειρήσεων μεταβάλλουν με γοργούς ρυθμούς τις ανάγκες και τις

πρακτικές για τη βελτίωση της παραγωγικότητας του κεφαλαίου και για την οικονομική εν γένει ανάπτυξη.

Ωστόσο, οι αλλαγές δεν περιορίστηκαν μόνο στο επιχειρηματικό επίπεδο αλλά επεκτάθηκαν σε θεσμικό επίπεδο και σε επίπεδο εταιρικής κουλτούρας. Η καθιέρωση των αρχών της εταιρικής διακυβέρνησης, επέβαλλε την ανάπτυξη και εξέλιξη του θεσμού του εσωτερικού ελέγχου, ο ρόλος του οποίου είναι πλέον πολύ σημαντικός για την ανάπτυξη και την ενίσχυση της προστιθέμενης αξίας μιας επιχειρηματικής οντότητας.

Η γνώση της επιχείρησης και των κινδύνων που την απειλούν ο σχεδιασμός και η ορθή λειτουργία ενός συστήματος εσωτερικού ελέγχου, ο έλεγχος εφαρμογής των διαδικασιών, η σύνταξη αναφορών προς τη διοίκηση και η συνεχής παρακολούθηση των εργασιών της επιχείρησης αποτελούν τους βασικούς άξονες εργασίας μιας Υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου.

Η εξέταση αυτή, όμως, πρέπει να είναι συνεχής, αφού τόσο οι κίνδυνοι, όσο και οι δικλείδες ασφαλείας μεταβάλλονται με την πάροδο του χρόνου, αλλάζουν τα πρόσωπα που τις εφαρμόζουν, όπως ακριβώς μεταβάλλονται και οι στρατηγικοί στόχοι της εταιρείας.

Οι αλλαγές αυτές επηρέασαν και τον τρόπο διενέργειας του εσωτερικού ελέγχου, ο οποίος, μέσα από τη βελτίωση της αποτελεσματικότητας των λειτουργιών ενός οργανισμού και τη δημιουργία υγιών δομών, καλείται μέσα σε αυστηρά καθορισμένα χρονοδιαγράμματα να καλύψει ένα μεγάλο όγκο δουλειάς τόσο σε εύρος όσο και σε ποιότητα, που δεν θα μπορούσε να διεκπεραιωθεί αλλιώς παρά μόνο με κατάλληλο σχεδιασμό και αξιοποίηση των δυνατοτήτων που η τεχνολογία παρέχει. Έτσι η χρήση, της τεχνολογίας πληροφοριών στη διαδικασία ελέγχου αφενός, αλλά και η διαχείριση γνώσης που σχετίζεται με τον έλεγχο αφετέρου, απετέλεσαν τα τελευταία κυρίως έτη για τις μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες και τις μεγάλες κυρίως Διευθύνσεις Εσωτερικού

Ελέγχου (ή Διευθύνσεις Επιθεώρησης όπως συνηθίζεται να ονομάζονται στις τράπεζες) στόχο καίριας σημασίας προκειμένου να βελτιώσουν την ποιότητα της εργασίας ελέγχου και την παραγωγικότητα του προσωπικού τους.

2. Μεθοδολογία Έρευνας

Πριν πραγματοποιηθεί η παρούσα έρευνα, αναλύθηκε η υπάρχουσα βιβλιογραφία προκειμένου να εκτιμηθεί η γενική δραστηριότητα του εσωτερικού ελέγχου, η διασύνδεση με άλλους φορείς και η ειδική συμβολή που μπορεί να δοθεί στην επιχειρησιακή δραστηριότητα και, κατά συνέπεια, στη διαδικασία δημιουργίας αξίας. Ειδικότερα, γενικές και ειδικές μελέτες για την εσωτερική λειτουργία του ελέγχου ελήφθησαν υπόψη (όπως εκείνες που αφορούν τη διαχείριση του κινδύνου κ.λ.π.) Φυσικά, ένα σημαντικό μέρος του φόντου της έρευνας ήταν η επεξήγηση της δραστηριότητας του εσωτερικού ελέγχου που συνδέεται με κάποιες κύριες συνεισφορές στην θεωρία και πρακτική της διοίκησης των επιχειρήσεων, όπως αυτές που βασίζονται στη διαχείριση βάση αξίας [Knight, 1997], στη προσέγγιση των ενδιαφερόμενων μερών [Freeman, 1984] και στο πνευματικό κεφάλαιο [Edvinsson, 2002].

Στόχος της έρευνας είναι να εκτιμηθεί η δραστηριότητα του εσωτερικού ελέγχου, η παρακολούθηση των πρακτικών που χρησιμοποιούνται στις σημαντικότερες εταιρείες και να παρέχει πληροφορίες σχετικά με δυνατότητες και την έμμεση συμβολή του στη διαδικασία δημιουργίας αξίας. Ειδικότερα, απαιτείται ο έλεγχος επί των διαδικασιών Εταιρικής Διακυβέρνησης αξιολόγησης κινδύνων. Ειδική έμφαση θα δοθεί επίσης στην εξέταση των ελεγκτικών εργαλείων που χρησιμοποιούνται από τον εσωτερικό έλεγχο και εάν η χρήση αυτών των εργαλείων προσθέτουν αξία στις Υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου.

Τα βασικά ερωτήματα της έρευνας μας έχουν ως εξής:

- Συμβάλλει η δραστηριότητα εσωτερικού ελέγχου στη δημιουργία αξίας (με έμφαση στις διαδικασίες, τους κινδύνους, και στην εταιρική διακυβέρνηση);
- Μπορεί η χρήση συγκεκριμένου λογισμικού αυτοματοποίησης των ελέγχων να βελτιώσει την αποτελεσματικότητα και την αποδοτικότητα των δραστηριοτήτων εσωτερικού ελέγχου;

Το πρώτο ερώτημα εστιάζει στις δυνατότητες συμβολής της δραστηριότητας του εσωτερικού ελέγχου στη δημιουργία αξία. Αναμένεται να είναι έμμεση, μέσω του ελέγχου και της δραστηριότητας παροχής συμβουλών σχετικά με τις διαδικασίες, την εταιρική διακυβέρνηση και την αξιολόγηση του κινδύνου [Cowan, 2004].

Το δεύτερο ερώτημα αναφέρεται στη χρήση εργαλείων ελέγχου, που όλο και περισσότερο εφαρμόζονται στις σύγχρονες επιχειρήσεις. Τα συγκεκριμένα εργαλεία συνήθως χρησιμοποιούνται για την εξαγωγή και ανάλυση δεδομένων, καθώς επίσης και για τη χαρτογράφηση των κινδύνων και για τη διαχείριση των ελέγχων.

Το κύριο ερευνητικό εργαλείο που χρησιμοποιήσαμε ήταν η συνέντευξη με τη χρήση σχετικού ερωτηματολογίου – Checklist. Η προκαταρκτική έκδοση του ερωτηματολογίου χρησιμοποιήθηκε πιλοτικά για συνεντεύξεις σε περιορισμένο αριθμό Διευθυντών Εσωτερικού Ελέγχου εισηγμένων στο Χρηματιστήριο Αθηνών επιχειρήσεων προκειμένου να λάβουμε σχετικά σχόλια. Με την λήψη των σχολίων οριστικοποιήθηκε η τελική έκδοση την οποία χρησιμοποιήσαμε για την προσέγγιση των μεγαλύτερων σε κεφαλαιοποίηση εισηγμένων εταιρειών στο Χρηματιστήριο Αθηνών (FTSE 20 και σε 20 τυχαία επιλεγμένες εταιρείες του Δείκτη Μεσαίας – Χαμηλής Κεφαλαιοποίησης)

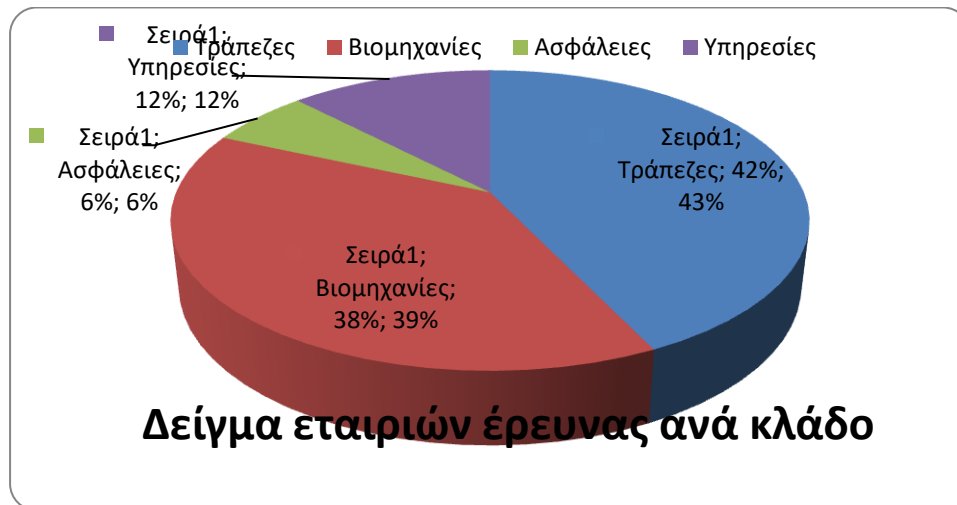
Λαμβάνοντας υπόψη τον περιορισμένο αριθμό των εταιρειών που ανήκουν στο δείγμα το αναμενόμενο ποσοστό ανταπόκρισης για τη σημασία της έρευνας ήταν τουλάχιστον 50%. Το τελικό ποσοστό απόκρισης ήταν 75%.

Η δομή του ερωτηματολογίου είχε ως εξής:

- Σκοπός της έρευνας
- Γενικές Πληροφορίες για την εταιρία
- Καθήκοντα εσωτερικού ελέγχου
- Η χρήση των εργαλείων ελέγχου για την υπηρεσία εσωτερικού ελέγχου
- Εξέλιξη των καθηκόντων του εσωτερικού ελέγχου

Η παρούσα έρευνα διεξήχθη μέσω συνεντεύξεων που διενεργήθηκαν βάσει σχετικού δομημένου ερωτηματολογίου σε Διευθυντές Εσωτερικού Ελέγχου που δέχτηκαν να συμμετέχουν στην έρευνα (βλέπε ανωτέρω). Το δείγμα ανά κλάδο παρουσιάζεται στον παρακάτω διάγραμμα

Διάγραμμα 1



3. Αυτοματοποίηση του ελέγχου και ελεγκτικές εργασίες

Ανέκαθεν οι περισσότερες εταιρείες ορκωτών ελεγκτών και συμβούλων επιχειρήσεων ήταν στην πρώτη γραμμή της χρήσης μικροϋπολογιστών για πολλά χρόνια κυρίως για την προετοιμασία πλάνων ελέγχου, προγραμματισμού ελεγκτικών εργασιών, απολογισμών, εκθέσεων ελέγχου καθώς και ειδικής φύσεως ελέγχων με πιο συγκεκριμένες πρακτικές διεξαγωγής. Η απομάκρυνση όμως από τα συστήματα και τους ελέγχους συναλλαγών και η προσέγγιση των ελέγχων με εστίαση στον κίνδυνο (Risk based Audit), ο οποίος συγκεντρώνει την προσπάθεια της ομάδας ελέγχου στους τομείς επιχειρηματικής δράσεως του πελάτη με τον υψηλότερο κίνδυνο, οδήγησαν τόσο τις ελεγκτικές εταιρίες, όσο και τις μεγάλες Μονάδες Εσωτερικού Ελέγχου στην υιοθέτηση μιας στρατηγικής συνδεδεμένης με τη χρήση του ελέγχου βασισμένου στον κίνδυνο αφ' ενός, και στην υιοθέτηση της τεχνολογίας πληροφοριών για την πραγματοποίηση περισσότερο αυτοματοποιημένων και στερεότυπων ελεγκτικών διαδικασιών αφετέρου. Αυτές οι εφαρμογές περιγράφονται γενικά ως «Αυτοματοποίηση του Ελέγχου» η οποία μπορεί να οριστεί ως: «η χρήση των υπολογιστών στην διεύθυνση, στον προγραμματισμό, στην απόδοση και στην ολοκλήρωση των

ελέγχων προκειμένου να εξαλειφθεί ή να μειωθεί ο χρόνος που ξοδεύεται στις υπολογιστικές ή στις εργασίες γραφείου, ώστε να βελτιωθεί η ποιότητα στην ελεγκτική κρίση και να εξασφαλιστεί συνέπεια στην ποιότητα του ελέγχου».

Εκτός όμως από τα οφέλη αυτά, η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να βελτιώσει τα κίνητρα, την ικανοποίηση από την εργασία και την απόδοση του προσωπικού, με την εξάλειψη των μη παραγωγικών βημάτων ελέγχου. Η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί, επίσης, να αποδεσμεύσει προσωπικό ελέγχου και από τις γραμματειακές υπηρεσίες, το οποίο μπορεί παραγωγικότερα να απασχοληθεί σε άλλους τομείς υποστηρικτικούς των υπηρεσιών ελέγχου, όπως π.χ. στην ανάλυση δεδομένων κλπ. Με τον τρόπο αυτόν και το προσωπικό αυτό δυνατόν να συμβάλλει στην παροχή ποιοτικής υπηρεσίας στους πελάτες, ενισχύοντας την αντίληψη των πελατών για την ποιότητα της υπηρεσίας ελέγχου και βελτιώνοντας τη γνώση και του προσωπικού του πελάτη στην χρήση της τεχνολογίας πληροφοριών.

Η αυτοματοποίηση του ελέγχου χρησιμοποιείται σήμερα στις περισσότερες πτυχές της διαδικασίας ελέγχου αν και ένα μεγάλο μέρος αυτού που καλείται αυτοματοποίηση ελέγχου αποτελείται μόνο από εφαρμογές επεξεργασίας κειμένου (word) και υπολογισμών με λογιστικά φύλλα (spreadsheets). Πάντως οι ελεγκτικές εταιρίες καταβάλλουν σημαντικές προσπάθειες και πραγματοποιούν μεγάλες επενδύσεις στην αυτοματοποίηση του ελέγχου προβάλλοντας την ανάγκη να βελτιωθεί η ποιότητα της εργασίας ελέγχου αφενός και να μειωθούν οι δαπάνες ελέγχου αφετέρου. Έτσι, η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να θεωρηθεί ως μια άλλη τεχνολογία που οι εταιρίες ορκωτών ελεγκτών υιοθετούν για να διατηρήσουν κυρίως την ανταγωνιστικότητα και την αποδοτικότητά τους.

4. Επιπτώσεις από την αυτοματοποίηση του ελέγχου

Οι επιπτώσεις (θετικές και αρνητικές) από την αυτοματοποίηση του ελέγχου θα μπορούσαν να εξεταστούν σε σχέση με πολλές παραμέτρους. Στην παρούσα εργασία μας, κατ' οικονομίαν, θα περιοριστούμε σε τρεις τις οποίες θεωρούμε ιδιαίτερα ενδιαφέρουσες. Κατ' αρχήν η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να έχει ιδιαίτερα θετική επίπτωση στον τομέα διαχείρισης γνώσης σχετικά με τον έλεγχο τόσο σε στρατηγικό, όσο και σε τακτικό και τεχνικό επίπεδο. Δεύτερον, η αυτοματοποίηση του ελέγχου, μπορεί να έχει επιπτώσεις στη δομή και στις διαδικασίες της οργάνωσης μας υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου και τρίτον, η αυτοματοποίηση μπορεί να έχει θετικές (και αρνητικές ενίοτε) επιπτώσεις στη συμπεριφορά και στις συνήθειες των ατόμων που ασχολούνται με τον έλεγχο.

Ειδικότερα:

4.1 Επιπτώσεις στον Τομέα Διαχείρισης Γνώσης

Η χρησιμότητα των λειτουργιών διαχείρισης γνώσης είναι εμφανής και στα τρία επίπεδα μιας καλά οργανωμένης Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου. Στο στρατηγικό επίπεδο, δηλαδή στο επίπεδο που σχετίζεται με έναν μακροπρόθεσμο σχεδιασμό εργασιών, η σχεδίαση των μελλοντικών δραστηριοτήτων μιας Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου επιβάλλεται να γίνει εξετάζοντας την υπάρχουσα γνώση αφενός και τη γνώση που σχετίζεται με μελλοντικές διαδικασίες αφετέρου. Στο τακτικό επίπεδο η Υπηρεσία προσπαθεί να προσδιορίσει και να τυποποιήσει την υπάρχουσα γνώση, να αποκτήσει νέα γνώση για μελλοντική χρήση και να την αρχειοθετήσει σε οργανωσιακές μνήμες. Ακόμη, πρέπει να δημιουργήσει συστήματα πληροφοριών τέτοια που θα επιτρέπουν την αποδοτική χρήση της γνώσης ελέγχου μέσα στην υπηρεσία. Τέλος, στο τεχνικό επίπεδο, η γνώση ελέγχου χρησιμοποιείται στην καθημερινή πρακτική διεξαγωγής της ελεγκτικής εργασίας από τους ελεγκτές που την αξιοποιούν στην εκτέλεση των καθημερινών

τους καθηκόντων και που πρέπει να μπορούν να έχουν πρόσβαση στη χρήσιμη γνώση στον κατάλληλο τόπο και χρόνο.

Έτσι, για την υποστήριξη των λειτουργιών διαχείρισης γνώσης στον έλεγχο, οι ελεγκτές χρησιμοποιούν ένα μεγάλο αριθμό τεχνολογιών πληροφορικής όπως π.χ. τη χρήση ηλεκτρονικής αλληλογραφίας (e-mail), τη χρήση ηλεκτρονικών προγραμμάτων ελέγχου και φύλλων εργασίας, τεχνολογίες διαχείρισης εγγράφων, τοπικών δικτύων, παράγουν αυτοματοποιημένα εκθέσεις ελέγχου και άλλες αναφορές, αυτοματοποιούν τις διαδικασίες επανελέγχων (follow up) κ.λ.π.

Τα αγαθά που σχετίζονται με τη γνώση (Knowledge Assets) στον τομέα του ελέγχου αποτελούν τον παράγοντα που ενδυναμώνει την ικανότητα της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου να λειτουργεί πιο αποδοτικά και να πετυχαίνει περισσότερα αποτελέσματα (CCH WoltersKluwer, 2011), όπως:

- Ενίσχυση της δυνατότητας ομαδικής εργασίας τόσο ταυτόχρονα (π.χ. 2 ή περισσότεροι χρήστες να έχουν πρόσβαση), όσο και μεταγενέστερα της ελεγκτικής εργασίας (π.χ. 1 προϊστάμενος να επισκοπεί την εργασία των ελεγκτών του).
- Δυνατότητα επισκόπησης της ελεγκτικής εργασίας των σχετικών φύλλων εργασίας και του φακέλου εργασιών από απόσταση (Remote review).
- Δυνατότητα πρόσβασης σε σημαντικά στοιχεία και δεδομένα από απόσταση.
- Δυνατότητα ευκολότερης σύνδεσης των ευρημάτων ελέγχου με καλές πρακτικές, πολιτικές και διαδικασίες και κινδύνους (διαμέσου σχετικών βάσεων δεδομένων).
- Δυνατότητα ευκολότερης μελέτης και ανάλυσης αντίστοιχων παλαιών εκθέσεων ελέγχου και επιτυγχάνεται αποδοτικότερη χρήση των ήδη καταγεγραμμένων στοιχείων και δεδομένων.
- Δυνατότητα αναζήτησης (search) βάσει οποιασδήποτε λέξης-κλειδί (Keyword) με σκοπό την γρήγορη ανεύρεση της πληροφορίας στον κατάλληλο τόπο και χρόνο.
- Η αποτελεσματική Διαχείριση της γνώσης διευκολύνει το αποτελεσματικότερο «follow up» των εκκρεμοτήτων δια μέσου της δυνατότητας υπενθύμισης (π.χ. Lotus Notes Agenda).

- Αυξάνει την αποτελεσματικότητα, την αποδοτικότητα και την οικονομικότητα στην χρήση των πόρων της υπηρεσίας εσωτερικού ελέγχου.
- Η απασχόληση μόνο συγκεκριμένων στελεχών στην ενημέρωση και την διαχείριση των συγκεκριμένων βάσεων δεδομένων έχει ως αποτέλεσμα να επιτυγχάνεται μεγιστοποίηση της δυνατότητας αποτελεσματικής χρησιμοποίησης του χρόνου για τα υπόλοιπα στελέχη.
- Εξασφαλίζεται η ομοιόμορφη διεκπεραίωση των ελέγχων σύμφωνα με την μεθοδολογία της εκάστοτε εταιρείας, καθώς επίσης και η απαραίτητη διάχυση της γνώσης εντός των υπηρεσιών εσωτερικού ελέγχου.

Εξάλλου, η διαχείριση γνώσης στον τομέα του ελέγχου δεν σχετίζεται μόνο με τη διαχείριση των αγαθών που προαναφέραμε, αλλά και με τη διαχείριση των διαδικασιών που σχετίζονται με τη γνώση. Τέτοιες διαδικασίες είναι:

- η δημιουργία της γνώσης,
- η διαφύλαξη της γνώσης,
- η χρήση και ο διαμερισμός της γνώσης.

Το τρίπτυχο αυτό πρέπει να αποτελεί την «οργανωσιακή μνήμη» μιας σύγχρονης Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου, όπως αυτή μπορεί να καταγραφεί και να αξιοποιηθεί με βάση την πείρα, τις γνώσεις και την ερευνητική ικανότητα των μελών της.

4.2 Επιπτώσεις στη δομή και στις διαδικασίες της οργάνωσης μιας Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου

Οποιοσδήποτε τύπος συστήματος αυτοματοποίησης εισάγεται σε έναν οργανισμό, θα παράγει κάποια απροσδόκητα αποτελέσματα, επειδή προκαλεί αλλαγή στο σύστημα και τη δομή του οργανισμού αυτού. Σε μια μελέτη (Coombs et to al. 1992) υποστηρίζεται ότι η τεχνολογία πληροφοριών έχει έναν ιδιαίτερο χαρακτήρα σε αντίθεση με άλλες τεχνολογίες. Οι πληροφορίες συνδέονται στενά με τις σχέσεις δύναμης – γνώσης και τις μορφές υποκειμενικότητας που υπάρχουν μέσα σε αυτές.

Από την αντίληψη αυτή δεν εξαιρούνται οι ελεγκτικές εταιρίες που έπρεπε από πολύ νωρίς να προσαρμόσουν τις λειτουργικές τους μεθόδους και στρατηγικές, προκειμένου να διατηρηθεί η ανταγωνιστική θέση τους. Έτσι η υιοθέτηση της αυτοματοποίησης του ελέγχου η παραγωγή σύγχρονων λογισμικών πακέτων ελέγχου, κ.λ.π. αποτέλεσαν μια απάντηση σε αυτές τις ανταγωνιστικές πιέσεις.

Γενικά, ο έλεγχος είναι μέρος του ρυθμιστικού πλαισίου που ορίζει τις πρακτικές εργασίας και τη συμπεριφορά των ελεγκτικών εταιριών και του προσωπικού τους και υπό αυτή την αντίληψη μπορεί να διατηρηθεί ενδοϋπηρεσιακά μέσα στην πρακτική του ελέγχου (Power, 1997). Ένας από τους τρόπους με τους οποίους φανερώνεται αυτή η έννοια του ελέγχου είναι μέσω των πρακτικών που σχεδιάζονται ώστε να παραδώσουν ένα υψηλής ποιότητας τυποποιημένο προϊόν – πόρισμα ελέγχου με το ελάχιστο κόστος. Στη συνέχεια, η επιλογή των μηχανισμών ελέγχου και της αποτελεσματικότητάς τους έχει επιπτώσεις στη δυνατότητα ή μη της εταιρίας να ανταγωνιστεί επιτυχώς στην αγορά.

Επιπτώσεις στη συμπεριφορά και στις συνήθειες των ατόμων που ασχολούνται με τον έλεγχο

Η αυτοματοποίηση του ελέγχου περιλαμβάνει και τη νέα τεχνολογία (υπό την ευρεία έννοια) και την τεχνολογία πληροφοριών καθώς και οι δύο μπορούν να ενισχύσουν την διεκπεραίωση των ελεγκτικών διαδικασιών. Η αυτοματοποίηση του ελέγχου επιτρέπει στην εταιρία να επιβάλει αποτελεσματικότερα τον επιθυμητό τρόπο προσέγγισης του ελέγχου και τις τυποποιημένες διαδικασίες στο προσωπικό που ασχολείται με τον έλεγχο. Παραδείγματος χάριν η ιδιαίτερη χρήση «προτύπων» στη σύνταξη εκθέσεων προς τη Διοίκηση και των εκθέσεων στις Ρυθμιστικές Αρχές, κλπ.

Η Τεχνολογία Πληροφοριών χρησιμοποιείται ως μηχανισμός ελέγχου μέσα από τις διαδικασίες εξασφάλισης ποιότητας της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου. Συγκεκριμένα, η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να χρησιμοποιηθεί για να εξασφαλίσει ότι το προσωπικό του ελέγχου ακολουθεί τις διαδικασίες που καθορίζονται στα προγράμματα ελέγχου.

Εντούτοις, θα μπορούσε να θεωρηθεί ότι η χρήση της αυτοματοποίησης του ελέγχου μέσα στη διαδικασία εξασφάλισης ποιότητας θα εμπόδιζε τη χρήση της κρίσης των ελεγκτών που ιδιαίτερα εκτιμάται από τις Υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου. Αλλά κάτι τέτοιο δεν παρατηρήθηκε· τουναντίον έχει αποδειχθεί ότι η αυτοματοποίηση του ελέγχου βελτιώνει την ποιότητα της σκέψης στην οποία το προσωπικό είναι αναγκασμένο να κινείται και να λειτουργεί.

Αν και οι διευθυντές και οι συνεργάτες του ελέγχου θεωρούν ότι η αυτοματοποίηση του ελέγχου είναι συμβατή με τη δημιουργικότητα και την κρίση, υπήρξαν κάποια στοιχεία στο παρελθόν που έδειξαν ότι το προσωπικό που ασχολείται με τον λογιστικό έλεγχο βυθίζεται εντατικά στη χρησιμοποίηση των υπολογιστών στον εργασιακό χώρο, γεγονός που φανερώνει, ίσως, εξάρτηση στην τεχνολογία που οδηγεί στην υιοθέτηση μίας πιο μηχανιστικής, και λιγότερο κρίσεως προσέγγιση.

Οι αλλαγές που επέρχονται στη διαδικασία ελέγχου από την αυτοματοποίησή του, προς ανταπόκριση σε μια αλλαγή για τη διευκόλυνση του τρόπου διακυβέρνησης, εμφανίζονται να ενισχύουν τη νέα δομή διακυβέρνησης επειδή η ένταση του ελέγχου από τους συνεργάτες αυξάνεται. Η γενική αποδοχή από το προσωπικό αυτού του αυξανόμενου ελέγχου μπορεί να εξηγηθεί από την κουλτούρα της πειθαρχίας που ενσωματώνεται στις ελεγκτικές εταιρίες και στις Υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου και τις διαδικασίες εργασίας τους. Η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να προσθέσει ένα περαιτέρω «στρώμα» ελέγχου του κατώτερου ελεγκτικού προσωπικού ή να επιφέρει τις αλλαγές στις σχέσεις ελέγχου. Κατ' αυτό τον τρόπο, η αυτοματοποίηση του ελέγχου ενισχύει και επαναδημιουργεί τις δομές της σπουδαιότητας, της νομιμοποίησης και της διακυβέρνησης στις ελεγκτικές εταιρίες και στις Υπηρεσίες Εσωτερικού Ελέγχου.

Εκτός από τη χρησιμοποίηση της τεχνολογίας πληροφοριών για τη διευκόλυνση του ελέγχου, οι ελεγκτές κάνουν πλέον εκτενή χρήση του ηλεκτρονικού ταχυδρομείου για τη μεταξύ τους επικοινωνία αλλά και με τους πελάτες τους. Έτσι, δεν είναι απαραίτητο για αμφότερα τα συμβαλλόμενα μέρη να είναι παρόντα αφού τα μηνύματα ηλεκτρονικού ταχυδρομείου μπορούν να σταλούν, να διαβαστούν και να απαντηθούν αναλόγως από τα συμβαλλόμενα μέρη.

Η χρήση της Τεχνολογίας Πληροφοριών και των συγκεκριμένων εφαρμογών αυτοματοποίησης του ελέγχου, μπορεί ακόμη, να επιφέρει θετικές αλλαγές στη μεθοδολογία της εταιρίας. Η αυτοματοποίηση του ελέγχου επιτρέπει στους ελεγκτές να κάνουν πράγματα που δεν θα μπορούσαν να γίνουν χωρίς αυτήν, π.χ. λεπτομερειακές στατιστικές αναλύσεις, Αναλυτικές Διαδικασίες Ελέγχου (Analytical Reviews) κλπ. Μπορεί επίσης, να αλλάξει τη φύση της διαχείρισης της ίδιας της διαδικασίας του ελέγχου, π.χ. επιτρέποντας την εξ αποστάσεως πρόσβαση στα αρχεία από τους συνεργάτες κλπ.

Η αυτοματοποίηση του ελέγχου μπορεί να επηρεάσει αμεσότερα τη σχέση ελέγχου μεταξύ της διοίκησης του ελέγχου, της διεύθυνσης και των συνεργατών. Ένας από τους κύριους τρόπους με τους οποίους η σχέση ελέγχου αλλάζει είναι με την χρήση διαμοιρασμού των πληροφοριών μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου. Τέτοιοι τεχνολογικοί τρόποι επικοινωνίας μπορούν να βοηθήσουν τη διαδικασία ελέγχου χωρίς την ανάγκη για άμεση προσωπική επαφή και χωρίς τη χαλάρωση του ελέγχου.

Η αυτοματοποίηση του ελέγχου χρησιμοποιείται επίσης από την ανώτερη διοίκηση της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου, εν μέρει, για να ενισχύσει τον έλεγχο των αντιστάσεων των κατώτερων τμημάτων που θα εμφανιστούν με την υλοποίηση ενός αυτοματοποιημένου μοντέλου εργασίας. Παραδείγματος χάριν, η επικοινωνία με ηλεκτρονικό ταχυδρομείο μπορεί να αλλάξει τη μορφή και τη φύση της διαδικασίας ελέγχου ως εξής: Αφ' ενός η δυνατότητα των διευθυντών και των συνεργατών του ελέγχου να έχουν συνεχή πρόσβαση στο κατώτερο προσωπικό ελέγχου, δίνει την εντύπωση αυξημένου ελέγχου και επιτήρησης. Αφ' ετέρου, η έλλειψη άμεσης επαφής μέσω ηλεκτρονικού ταχυδρομείου σε αντίθεση με αυτή της τηλεφωνικής επικοινωνίας, επιτρέπει στο κατώτερο προσωπικό ελέγχου να υιοθετήσει συμπεριφορές που μπορούν αν υπονομεύσουν το μηχανισμό ελέγχου, παραδείγματος χάριν αφήνοντας τα μηνύματα αναπάντητα ή δίνοντας ελλιπείς απαντήσεις (Giddens) κλπ.

Από την άλλη πλευρά όμως, η χρήση του ηλεκτρονικού ταχυδρομείου στους μεγάλους οργανισμούς μπορεί να δημιουργήσει μια νέου είδους επικοινωνία που πραγματοποιείται μεταξύ των ανθρώπων που δεν θα επικοινωνούσαν κανονικά άμεσα ο ένας με τον άλλον. Η διεύρυνση και η αύξηση της επικοινωνίας είναι άμεση συνέπεια της εκτενούς χρήσης του συστήματος ηλεκτρονικού ταχυδρομείου και της αυτοματοποίησης του συστήματος. Επιπλέον, η ανωνυμία και η διατήρηση της απόστασης που προσφέρουν οι υπηρεσίες ηλεκτρονικών ταχυδρομείων, μπορούν να βοηθήσουν στην καταστολή μερικών από τα διαπροσωπικά εμπόδια που ίσως να υπάρχουν μεταξύ των ατόμων τόσο μέσα, όσο και έξω από την εταιρία. Αυτά αποτελούν

ένα ελάχιστο δείγμα προβληματισμών που απασχολούν τους ερευνητές του χώρου και ειδικά τις πέντε μεγάλες ελεγκτικές εταιρίες.

5. Αυτοματοποίηση ελέγχου και εφαρμογές

Στην παραπάνω λογική σχετικά με τη χρησιμότητα και τα πλεονεκτήματα που προσφέρει η αυτοματοποίηση του ελέγχου στις εταιρείες, κινούνται και οι διάφορες εφαρμογές, τα διάφορα πακέτα ελέγχου και διαχείρισης κινδύνων (λογισμικό) που έχουν κατά καιρούς αναπτυχθεί από διάφορες ελεγκτικές εταιρίες.

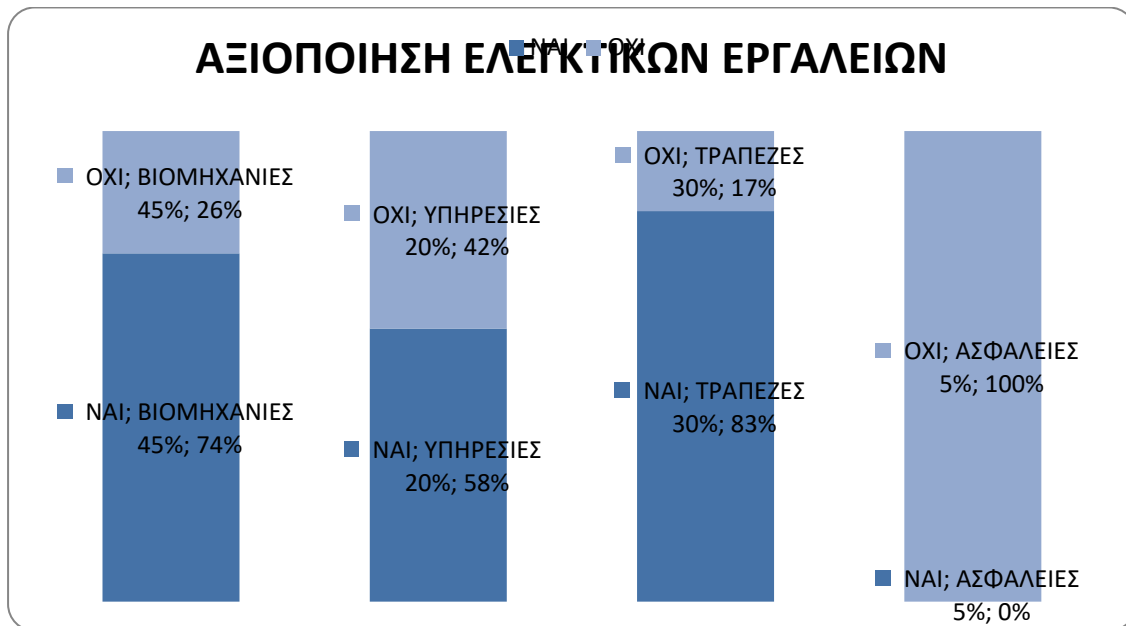
Η προστιθέμενη αξία που απορρέει από την χρήση τέτοιων μηχανογραφικών εργαλείων προέρχεται από:

- Την αύξηση της παραγωγικότητας σε ποσοστά έως και 20%-25% (CCH WoltersKluwer, 2011).
- Την μείωση του χρόνου που αναλώνεται σε εκείνα τα στοιχεία που παρέχουν τη λιγότερη αξία.
- Την ανεξάρτητη λειτουργία τους και τη δυνατότητα εφαρμογής του στα περισσότερα Τεχνολογικά Πληροφοριακά συστήματα.
- Την δυνατότητα παράλληλης ανταλλαγής πληροφοριών από τους χρήστες του.
- Το επίπεδο ασφάλειας που περιλαμβάνει την αυτόματη κρυπτογράφηση και τη συμπίεση όλων των στοιχείων ελέγχου.
- Την εφαρμογή του σε όλα τα είδη των επιχειρήσεων.
- Την εύκολη χρήση του, την ταχεία εκπαίδευση των χρηστών κλπ.

5.1 Αποτελέσματα Έρευνας στην Αυτοματοποίηση των Ελέγχων

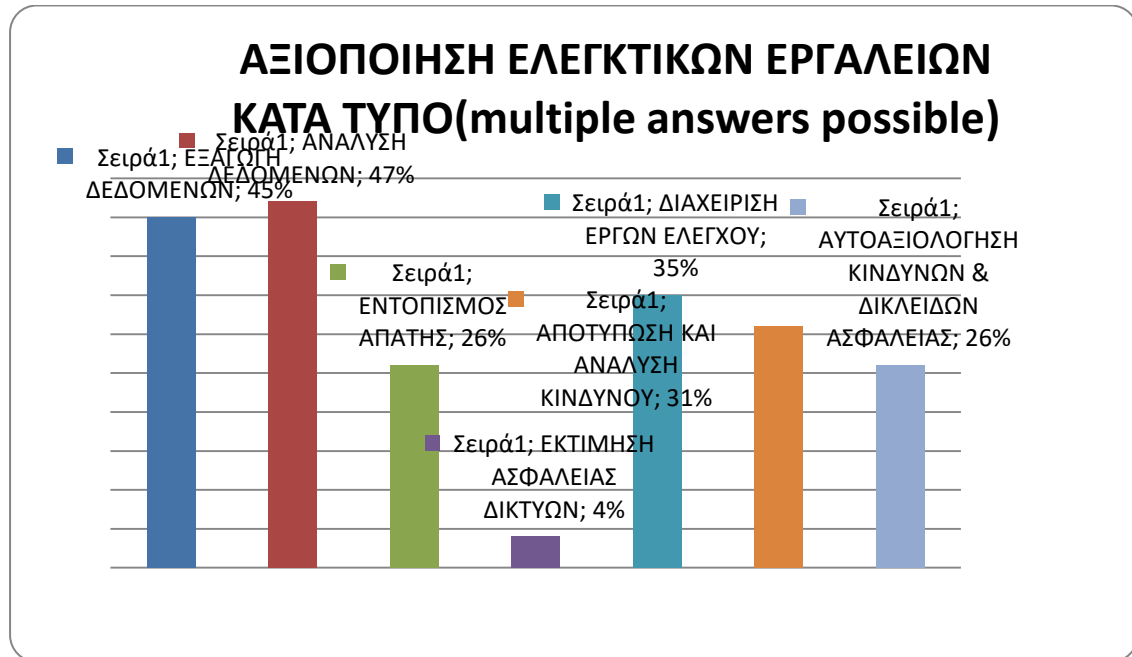
Κατά την ανάλυση των δεδομένων που προέκυψαν από τις συνεντεύξεις που διενεργήσαμε, παρατηρούμε στο διάγραμμα 2 που ακολουθεί την αξιοποίηση ελεγκτικών εργαλείων που κάνουν οι επιχειρήσεις σήμερα ανά κλάδο. Παρατηρούμε ότι σε μεγάλο βαθμό οι επιχειρήσεις του δείγματος χρησιμοποιούν τέτοιου είδους εργαλεία, με μία σημαντική υστέρηση των επιχειρήσεων του κλάδου των υπηρεσιών έναντι των άλλων. Το δείγμα των ασφαλιστικών επιχειρήσεων ήταν μικρό παρόλα αυτά καμία δεν χρησιμοποιεί ελεγκτικά εργαλεία.

Γράφημα 2

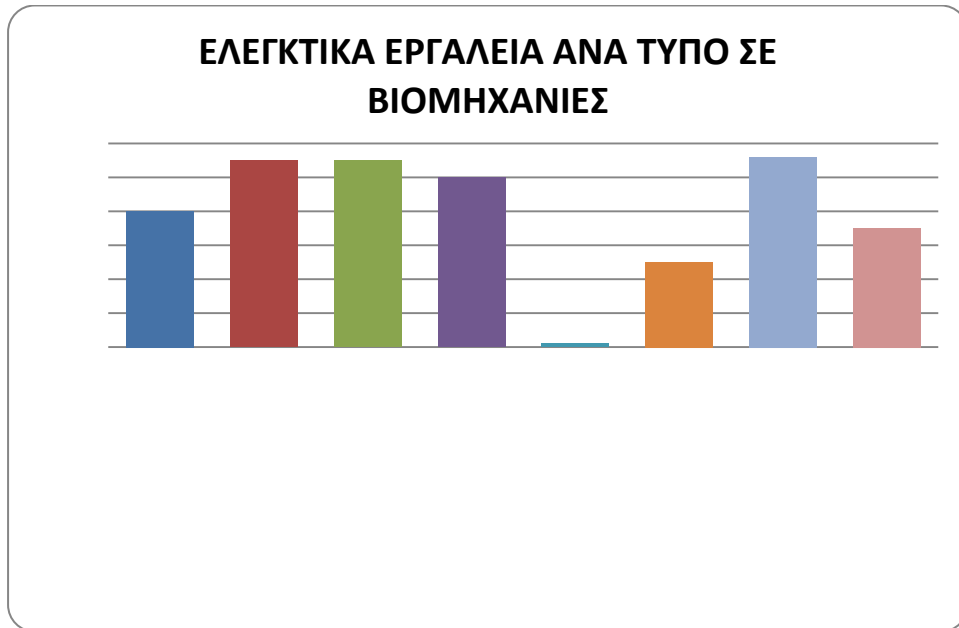


Στο επόμενο γράφημα, που περιλαμβάνει την ανάλυση της απάντησης σχετικά με τον τύπο ελεγκτικών εργαλείων που αξιοποιούν οι επιχειρήσεις του δείγματος, παρατηρούμε ότι μεγαλύτερη έμφαση από τις επιχειρήσεις δίνεται στη διαχείριση των δεδομένων(εξαγωγή-ανάλυση), λιγότερο σε διαχείριση του κινδύνου αυτών με τέτοια εργαλεία, ενώ στην ασφάλεια των δικτύων δίνεται μικρή έμφαση(στην ερώτηση υπήρχε η δυνατότητα πολλαπλών απαντήσεων). Στο γράφημα 4 που ακολουθεί παρουσιάζονται ενδεικτικά οι τύποι ελεγκτικών εργαλείων που χρησιμοποιούνται από τον κλάδο της βιομηχανίας.

Γράφημα 3



Γράφημα 4



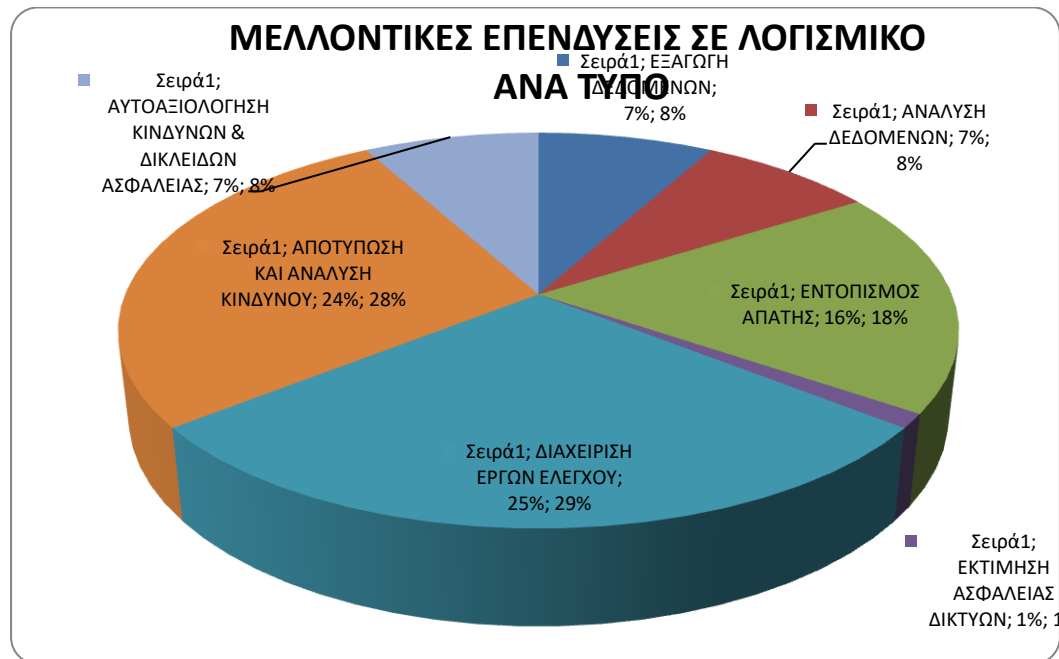
Στη συνέχεια, οι επιχειρήσεις κλήθηκαν να απαντήσουν για την ικανοποίηση που αντλούν από τα ελεγκτικά εργαλεία που χρησιμοποιούν και σε τι επίπεδο (χαμηλό-μέσο-υψηλό-μη καθορισμένο).

Γράφημα 5



Τέλος, αφού διαγνώστηκαν οι σημερινές αξιοποιήσεις τέτοιων εργαλείων από τις επιχειρήσεις, ερωτήθηκαν σχετικά με τις μελλοντικές επενδύσεις σε τέτοια εργαλεία ελέγχου, δηλαδή για προθέσεις επένδυσης σε δεδομένο τύπο. Οι απαντήσεις εμπεριέχονται στο γράφημα 6.

Γράφημα 6



6. Συμπεράσματα

Οι ανωτέρω διαπιστώσεις δείχνουν ότι η αυτοματοποίηση του ελέγχου δεν μπορεί να αντιμετωπισθεί απλά ως τεχνολογία για τη βελτίωση της ποιότητας ή / και της παραγωγικότητας της διαδικασίας ελέγχου. Έχει επίσης αξία και ως σύμβολο της ανταγωνιστικότητας της εταιρίας στην αγορά και ως εκ τούτου βοηθά την προαγωγή της εταιρίας τόσο εσωτερικά, όσο και εξωτερικά. Επιπλέον, η αυτοματοποίηση του ελέγχου προσφέρει μεγάλη δυνατότητα για καλύτερη παρακολούθηση και έλεγχο, αλλά συγχρόνως διευκολύνει την εφαρμογή μιας λιγότερο ιεραρχικής οργανωτικής δομής. Η αλλαγή αυτή της οργανωτικής δομής εμφανίζεται επιτακτική για την εισαγωγή ενός αυτοματοποιημένου συστήματος ελέγχου, ώστε να μπορέσει το σύστημα αυτό να συμβάλει στην αύξηση της αποδοτικότητας των Δραστηριοτήτων Εσωτερικού Ελέγχου και να προσδώσει αξία στο οργανισμό που την υιοθετεί.

Νομισματική πολιτική και ποιότητα ζωής να είναι σε αρμονία από την ΕΚΤ



Κων/νος Σ. Μαργαρίτης, Δημοσιογράφος

Η Ελλάδα πετυχαίνει τους στόχους της και οι δανειστές άρχισαν «να λειτουργούν» με μεγαλύτερη επιείκεια. Απαιτείται **στρατηγική και οριοθέτηση δράσεων.**

Ο δρόμος είναι μακρύς και επίπονος. **Οι μικρομεσαίοι επιχειρηματίες** αναμένουν με αγωνία την ρύθμιση των σχέσεων με τις τράπεζες, που για μια ακόμη φορά παραμένουν στο απυρόβλητο.

Στοχεύοντας στην ενίσχυση της **επιβραδυνόμενης ανάπτυξης της οικονομίας της ΕΕ** και στην προώθηση **αναπτυξιακών πολιτικών**, οι ευρωβουλευτές ζήτησαν από την **ΕΚΤ** να διατηρήσει τόσο τις κατάλληλες συνθήκες ρευστότητας όσο και ένα βαθμό **νομισματικής διευκόλυνσης.**

Ωστόσο, **η βιώσιμη ανάπτυξη** δε μπορεί να επιτευχθεί μόνο μέσω της νομισματικής πολιτικής, συνεπώς τα κράτη μέλη θα πρέπει να υιοθετήσουν κατάλληλες **δημοσιονομικές πολιτικές** και να εφαρμόσουν **οικονομικές μεταρρυθμίσεις**, σύμφωνα με το ψήφισμα. Επιπροσθέτως, τα μέλη του **Ευρωπαϊκού Κοινοβουλίου** τονίζουν τον πιθανό αρνητικό αντίκτυπο που μπορεί να έχουν τα πολύ **χαμηλά ή αρνητικά επιτόκια** στα

συνταξιοδοτικά και ασφαλιστικά συστήματα, παρά τα πιθανά οφέλη για την απασχόληση και τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις. Για αυτές ειδικά, ζητούν την βελτίωση της πρόσβασής του σε **χρηματοπιστωτικούς πόρους**.

Το ψήφισμα **με τις προτεραιότητες του Κοινοβουλίου** για τις μελλοντικές πολιτικές της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ), το οποίο συνέταξε ο εισηγητής Κώστας Μαυρίδης (Σοσιαλιστές, Κύπρος), εγκρίθηκε με 452 ψήφους υπέρ, 142 κατά και 33 αποχές σε συνέχεια της συζήτησης στη σύνοδο της ολομέλειάς την Τρίτη, με την **πρόεδρο της ΕΚΤ Christine Lagarde**.

Οι ευρωβουλευτές εκφράζουν τη λύπη τους για το γεγονός ότι η **ΕΚΤ** δεν έχει συμπεριλάβει ακόμα **ομόλογα του ελληνικού δημοσίου** στο πρόγραμμα αγοράς τίτλων του δημόσιου τομέα (**PSPP**), παρά τη θετική πορεία της Ελλάδας, και παροτρύνουν την ΕΚΤ να προβεί σε ανάλυση της βιωσιμότητας του χρέους σε σχέση με τα ελληνικά ομόλογα.

Το Κοινοβούλιο καλεί την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα να εφαρμόσει **καλύτερα περιβαλλοντικές, κοινωνικές και σχετικές με τη βέλτιστη διακυβέρνηση αρχές στις πολιτικές της**, καθώς και να επανασχεδιάσει το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων του επιχειρηματικού τομέα (CSPP) για την καλύτερη στήριξη περιβαλλοντικά βιώσιμων πρωτοβουλιών. Οι ευρωβουλευτές καταδικάζουν το γεγονός ότι η έκδοση **«πράσινων» ομολόγων** αντιστοιχεί μόλις στο 1% της συνολικής διάθεσης ομολόγων σε ευρώ, ενώ οι περισσότερες (62,1%) αγορές ομολόγων από την ΕΚΤ αφορούν τομείς που ευθύνονται για το 58,5% των εκπομπών αερίων του θερμοκηπίου στην ευρωζώνη.

Η ΕΚΤ να εντείνει τις προσπάθειές της για την **καταπολέμηση της νομιμοποίησης εσόδων από παράνομες δραστηριότητες**, της φοροδιαφυγής και άλλων μορφών **οικονομικού εγκλήματος**, μέσω της σύστασης ενός συστήματος για την καλύτερη παρακολούθηση των μεγάλων συναλλαγών.

Οι απαιτήσεις και οι ανάγκες των κρατών-μελών έχουν αυξηθεί.

Απαιτείται άμεση ανταπόκριση από την ΕΚΤ. Οι λαοί δεν θα δείξουν άλλη ανοχή.

Η ευημερία των αριθμών είναι σε αναντιστοιχία με την **ποιότητα ζωής των πολιτών**.

Ελληνικό Χρηματιστήριο. Το τέλειο πείραμα επιβίωσης



Βαγγέλης Νταγκουνάκης, Αντιπρόεδρος ΣΕΔ

Στην τελευταία δεκαετία το Χρηματιστήριο μας, έχει περάσει τα πάνδεινα. Το ίδιο και όσοι έχουν την τύχη η την ατυχία, όπως το πάρει κανείς, να επενδύουν σε αυτό

Χρηματοπιστωτικές διεθνείς κρίσεις, ΜΠΡΕΞΙΤ, πολέμους Αμερικής Κίνας κλπ .

Όλα αυτά απλώς παρωνυχίδες στο τι έχει συμβεί εγχώρια :Capital controls, μια ανάσα από έξοδο από ευρώ κλπ. Δυο φορές μάλιστα , μια το 2012 και άλλη μια το 2015

Μηδενισμός και συντριβή κατά 99% !!!!! των τραπεζικών αξιών σε επίπεδο δεκαετίας Και βέβαια το πρωτοφανές:

Κλείσιμο εντελώς του Χρηματιστηρίου μας επι δίμηνο !!

Ιούλιος-Αύγουστος 2015

Το πρώτο εν καιρώ ειρήνης κλείσιμο χρηματιστηρίου Ευρωπαϊκής Χώρας επι τόσο μακρά περίοδο Με όλα αυτά ένα έχω να πω με αφορμή και την ..γρίπη πανδημία των σημερινών καιρών .Όσοι έχουν επιβιώσει όλων αυτών των προηγούμενων δεινών και δεν εννοώ μόνο επενδυτών αλλά και Εταρειών που επιβίωσαν και συνεχίζουν με τα πάνω κάτω τους να ΥΠΑΡΧΟΥΝ αλλά και να μοιράζουν μερίσματα να αναπτύσσονται κλπ,δεν έχουν να φοβηθούν τίποτα πλέον.

Τα έχουν δει κυριολεκτικά ΟΛΑ

Για αυτό παρομοιάζω τους Έλληνες επενδυτές που επιβίωσαν όλων αυτών και συνεχίζουν να ασχολούνται, σαν πραγματικούς χαμαιλέοντες ,το ίδιο και τις εταιρείες εκείνες που στέκονται στα πόδια τους μετά όλα αυτά

Δεν έχουμε σχέση επενδυτικά πια με το 1999

Είμαστε πολύ λιγότεροι αλλά έχουμε άλλο επίπεδο γνώσης και άποψης πλέον

Ας είμαστε η θρυαλλίδα γνώσης για την επόμενη γενιά που η Ελλάδα θα σταθεί ξανά στα πόδια της,θα έχει επενδυτική βαθμίδα κλπ ώστε τα νέα παιδιά να μην κάνουν ποτέ τα λάθη του παρελθόντος

Να κοιτάνε πρώτα τα ΘΕΜΕΛΙΩΔΗ πριν αποφασίσουν να ρίξουν τον οβολό τους οπουδήποτε χρηματιστηριακά

Πέντε προαπαιτούμενα για επιτυχίες στις Χρηματαγορές



Γιώργος Μάρκοβιτς

Αναλυτής, Πρόεδρος Ελεγκτικής Επιτροπής ΣΕΑ

Ξεκινώντας την καριέρα μου στο Χρηματιστήριο Αθηνών, τον καιρό που υπήρχε το ξύλινο ταμπλό και το κάγκελο και δεν υπήρχαν πινακίδια, ο μέντορας μου χαμογελώντας μου είπε «Γιώργο, το Χρηματιστήριο είναι κάτι απλό, φρόντισε να αγοράζεις χαμηλά και να πουλάς ψηλότερα». Πέρασαν χρόνια για να καταλάβω γιατί χαμογελούσε και σταδιακά έψαξα και βρήκα τα στοιχεία που πιστεύω ότι είναι απαραίτητα για να κερδίζει κάποιος στις Αγορές.

Μετά το μεγάλο πανηγύρι που είχαμε στο Χρηματιστήριο Αθηνών την διετία 1999-2000 η Χρηματιστηριακή ενασχόληση μπήκε για χρόνια στη ζωή του μέσου Έλληνα, με την εκτόξευση του αριθμού των κωδικών εκείνη την περίοδο σε πάνω από ένα εκατομμύριο από τις λίγες δεκάδες χιλιάδων που ήταν πριν. Έκτοτε με την τεράστια πτώση των τιμών οι ενεργοί επενδυτές συρρικνώθηκαν στα πρώην χαμηλά επίπεδα, αλλά και με τους νέους επενδυτές να κάνουν τα ίδια λάθη που έκαναν και οι προγενέστεροι τους. Επειδή η εκτέλεση των πράξεων με τις πλατφόρμες που έχουμε στη διάθεση μας είναι πιά παιχνιδάκι, το ίδιο εύκολο πιστεύουν ότι είναι και οι λείψεις αποφάσεων που απαιτούνται για μία κερδοφόρο πορεία. Έτσι συχνά οι πράξεις από άπειρους γίνονται τυχαία και στα κουτουρού.

Έχοντας τα 31 χρόνια που ασχολούμαι με το Χρηματιστήριο Αθηνών συναντήσκει αμέτρητες επιτυχίες και καταστροφές έχω κατασταλάξει ότι υπάρχουν πέντε στοιχεία που διαφοροποιούν τους κερδισμένους από τους χαμένους. Τα έχω ταξινομήσει μάλιστα με απόλυτη σειρά αναγκαιότητας, που σημαίνει ότι εάν δεν

έχεις τα πρώτα όσο καλός και να είσαι στα επόμενα δεν θα σε βοηθήσουν. Τα θεωρώ δε προαπαιτούμενα πλέον και τα αναφέρω σε κάθε επενδυτή που συνομιλώ. Αυτά είναι:

Πειθαρχία

Η έλλειψη πειθαρχίας είναι η κυρίαρχη αιτία που χάνουν οι επενδυτές και όχι οι χίλιοι άλλοι λόγοι και δικαιολογίες που επικαλούνται. Για να μπορεί κάποιος επενδυτής να έχει μία επαναλαμβανόμενη θετική απόδοση θα πρέπει να υπάρχει ένα σχέδιο για το πως θα κινηθεί. Το σχέδιο πρέπει να περιέχει μερικές βασικές παραμέτρους, όπως τον μηχανισμό λήψης της αρχικής απόφασης εισόδου σε μία θέση, την διαχείριση της θέσεως με συγκεκριμένα επίπεδα που θα αποκομίσει τα κέρδη του ή θα υποστεί τις ζημιές του. Αυτά πρέπει να είναι οριοθετημένα με το άνοιγμα της θέσης σε λογικά και εφικτά επίπεδα και τέλος την στρατηγική εξόδου από τη θέση του.

Τα παραπάνω είναι λίγο πολύ γνωστά στο μέσο επενδυτή αλλά εκεί που αρχίζει το αλαλούμ είναι στην εφαρμογή τους. Η πλέον συνηθισμένη απειθαρχία είναι ενώ έχουν τεθεί τα επίπεδα της ζημιάς μόλις οι τιμές στο ταμπλό την πλησιάζουν ο επενδυτής μετακινεί την τιμή του stop loss εις βάρος του. Η δε φθηνότερη δικαιολογία για αυτή την πράξη του είναι ότι κάποια φορά η τιμή διαπέρασε λίγο το όριο του stop loss που είχε θέσει και μετά αναπήδησε προς την κατεύθυνση που είχε προβλέψει αρχικά. Με την επιλεκτική μνήμη που έχουμε όλοι μας αγνοεί όμως τις πολλοστές φορές που το stop loss τον γλύτωσε από τεράστιες ζημιές.

Η πλέον όμως καταστροφική απειθαρχία είναι όταν ξεφεύγει ο επενδυτής από το αρχικό του σχέδιο σε μία θέση που χάνει και αφαιρεί τα stop loss και αντί αυτού αυξάνει συνεχώς την θέση του μειώνοντας το κόστος κτήσης του. Έτσι θέλει να κλείσει την θέση του με κέρδος, κάνοντας το γνωστό μουαγιέν, επειδή δεν αντέχει να πάρει την ζημιά του και να δει τι πως θα βελτιωθεί στην επόμενη πράξη του. Επειδή αρκετές φορές αυτή η τακτική αποδίδει, ο μέσος επενδυτής ξεθαρρεύει και την κάνει όλο και πιο συχνά, μέχρι να έρθει εκείνη η μία φορά που θα τον έχει αναγκάσει να βάλει και τα ρέστα του και να τα χάσει όλα.

Απειθαρχίες υπάρχουν πολλές άλλες και μπορεί κάποιος να τις κατηγοριοποιήσει σε οτιδήποτε παρεκκλίνει από κάποιο σχέδιο που έχει καταστρώσει σε ανύποπτο χρονικό διάστημα. Μία άλλη κλασική περίπτωση είναι ότι ενώ βλέπουμε κάποιο τίτλο να έχει τα χαρακτηριστικά που θέσαμε για να ανοίξουμε μία θέση να το αγνοούμε και μετά να κλαιγόμαστε γιατί το είδαμε αλλά δεν το παίξαμε.

Μπορώ να αναφερθώ σε αμέτρητα άλλα παραδείγματα απειθαρχίας αλλά είμαι βέβαιος όταν ο καθένας μας κάνει την αυτοκριτική του θα βρει από λίγες έως πολλές στιγμές που δεν πειθάρχησε και καλό θα είναι να μειώνονται αυτές οι περιπτώσεις συνεχώς, γιατί πρωτίστως πρέπει να παραμείνουμε στις Αγορές αλλά και να έχουμε καλύτερες αποδόσεις.

Συναισθηματικός έλεγχος

Είναι από τα λιγότερα γνωστά και συζητημένα θέματα που σχετίζονται με τις Χρηματαγορές. Οι νέες επιστήμες όμως όπως τα συμπεριφορικά οικονομικά και η συμπεριφορική χρηματοοικονομική που γίνονται συνεχώς πιο αποδεκτές του δίνουν την ιδιαίτερη σημασία που του αρμόζει. Στην ουσία αυτό που απαιτείται για την επιτυχία μας στις Αγορές είναι να ενεργούμε με απόλυτη ηρεμία χωρίς έντονα συναισθήματα θετικά ή αρνητικά που αλλοιώνουν την συμπεριφορά μας και μας οδηγούν σε λανθασμένες κινήσεις. Την ώρα που πατάμε το ποντίκι για να βάλουμε μία εντολή πρέπει η ψυχολογική μας κατάσταση να είναι παρόμοια με του ψυχρού εκτελεστή που το μόνο που βλέπει είναι να κάνει τη δουλειά του.

Συναισθήματα που είναι καταστροφικά είναι οτιδήποτε τaráσει την ψυχική μας ηρεμία. Μεταξύ αυτών που συχνά έχω δει να επηρεάζει αρνητικά τις αποφάσεις των επενδυτών είναι ο υπερβολικός ενθουσιασμός μετά από κάποια καλή κίνηση, που μας κάνει να αγνοούμε το ρίσκο της επόμενης. Επίσης οι πρώτες συνεδριάσεις που παρακολουθούμε μετά από διακοπές και είμαστε μέσα στη τρελή χαρά, αλλά και αρνητικές στιγμές όπως η απληστία μας, ο φόβος, ο θυμός, ο πόνος, η απογοήτευση και οτιδήποτε γενικά καταλαμβάνει και κυριαρχεί τη σκέψη μας χωρίς να μπορούμε να το αποβάλουμε.

Οι επιτυχημένοι επενδυτές είναι αυτοί που απομακρύνοντας κάθε συναίσθημα μπορούν με καθαρό μυαλό να αντιμετωπίζουν κάθε πράξη σαν αν είναι η μοναδική της ζωής τους, που απαιτεί πλήρη αφοσίωση, ώστε να εκτελέσουν το σχέδιό τους όπως το προγραμματίσαν.

Μία από τις πλέον χρηστικές συμβουλές που δίνω σε άτομα που έχουν χάσει τον συναισθηματικό τους έλεγχο και έχουν φθάσει σε σημείο που δεν αντέχουν να δουν την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου τους, και ελάχιστοι δεν έχουν βιώσει τέτοιες άσχημες ημέρες, είναι να ρευστοποιήσουν άμεσα όλο το χαρτοφυλάκιο για να ξεκαθαρίσει το μυαλό και να ανακτηθεί η απαιτούμενη ψυχολογία. Με αυτή την τακτική είναι αμέτρητες οι φορές που πολλοί γλίτωσαν σημαντικά κεφάλαια από περαιτέρω ζημιές. Εάν μπορείτε θυμηθείτε τότε και εσείς δεν αντέξατε, εάν δεν αντέξατε, να δείτε την αποτίμηση του χαρτοφυλακίου σας κάποια στιγμή και κατά πόσο αυτή η πρακτική θα σας είχε ωφελήσει.

Διαχείριση Κεφαλαίων

Ο πλούτος κάθε επενδυτή είναι συγκεκριμένος σε μια δεδομένη στιγμή και το πώς κατανέμεται είναι θέμα τελείως υποκειμενικό, που αποτελεί και τη κεντρική παράμετρο του επενδυτικού προφίλ καθενός μας. Το τι ποσά αφιερώνουμε για τις επενδύσεις μας έχω δει να κυμαίνεται σε ποσοστά από μικρό μονοψήφιο αριθμό του συνολικού πλούτου μέχρι πάνω από 100%. Φυσικά αυτές οι ακραίες καταστάσεις ξεφεύγουν κάθε λογικής για αυτό η μόνη εύλογη πρακτική είναι να ρισκάρουμε στις Χρηματαγορές μόνο τα κεφάλαια που δεν θα μας αλλάξουν τον τρόπο της ζωής μας εάν χαθούν.

Πέραν όμως αυτής της στρατηγικής τακτικής αυτό που αποκτά ιδιαίτερη σημασία είναι πως επιμερίζουμε τα επενδυτικά μας πλέον κεφάλαια ανάλογα με το ρίσκο που εμπεριέχουν. Επειδή οι προσδοκίες απόδοσης σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο ρίσκο διαφέρουν ριζικά μεταξύ επενδυτών δεν υπάρχει μία ιδανική συσχέτιση εφαρμόσιμη σε όλους αλλά είναι κάτι που προσδιορίζεται με ευκολία από τους έμπειρους παίκτες ή συμβούλους.

Εκεί όμως που θέλω να σταθώ είναι στη χειρότερη διαχείριση κεφαλαίων που βλέπω να γίνεται συχνά και να οδηγεί σε οικονομικό όλεθρο. Αυτό παρατηρείται κυρίως όποτε υπάρχει μόχλευση, είτε μέσω margin, είτε σε παράγωγα, ή στο forex κ.ο.κ. όπου οι επενδυτές δεν αντιλαμβάνονται ότι αυξάνοντας συνεχώς το μέγεθος των θέσεων που παίρνουν, με μία ή δύο ατυχείς επιλογές καταστρέφουν όλο το λογαριασμό τους. Αυτό γίνεται συνήθως όταν μία θέση είναι χαμένη εξ αρχής και είτε την ενισχύουν είτε στην επόμενη ρισκάρουν μεγαλύτερα κεφάλαια. Όσο όμως και να ακούγεται παράξενο είναι ακόμα πιο επιζήμιο όταν κερδίζοντας σε θέσεις αυξάνουν συνεχώς το μέγεθος των επόμενων νέων πράξεων με αποτέλεσμα όταν έρθει η ανάποδη να τους μηδενίζει τα κεφάλαια.

Ο μηχανισμός αποφυγής αυτού είναι εύκολος στη σύλληψη αλλά οι αρχάριοι επενδυτές τον αθετούν και μαθαίνουν παθαίνοντας. Το τι πρέπει να γίνεται είναι πριν καν γίνει η πρώτη επένδυση να καθορίζεται επακριβώς το μέγιστο μέγεθος έκθεσης κεφαλαίων σε ρίσκο, και άσχετα του τι γίνεται να μην αλλάζει αυτό τουλάχιστον για ένα μήνα και ακόμα καλύτερα για ένα τρίμηνο.

Οι Χρηματαγορές είναι μαραθώνιου δρόμοι και όχι κούρσες ταχύτητας. Άριστος στόχος είναι να προσπαθούμε για μία θετική απόδοση κάθε εβδομάδα, ασχέτους μεγέθους της απόδοσης. Αφού λοιπόν εδραιώσουμε τη βιωσιμότητα του συστήματος που χρησιμοποιούμε, τότε έχουμε όλο το χρόνο μπροστά μας να αυξάνουμε σταδιακά και με μικρούς ρυθμούς το μέγιστο μέγεθος των κεφαλαίων μας που εκθέτουμε σε ρίσκο και έτσι σε λίγα χρόνια θα έχουμε βελτιώσει ριζικά και θετικά την Οικονομική μας ζωή μέσω των Χρηματαγορών.

Τεχνικές Αναλύσεις (TA)

Αρκετοί επενδυτές που δεν γνωρίζουν το θέμα πιστεύουν ότι η TA είναι μία και μοναδική και την αντιμετωπίζουν με δέος και φοβία. Οι γνώστες του θέματος συχνά πιστεύουν λανθασμένα ότι αυτή είναι το A και το Ω των Χρηματαγορών, αγνοώντας τα τρία παραπάνω προαπαιτούμενα και προσπαθούν να ταιριάξουν κάποια από τις πολλές TA που χρησιμοποιούν ακόμα και σε περιόδους που οι ειδήσεις παίζουν κυρίαρχο ρόλο στην διαμόρφωση των τιμών.

Οι ΤΑ είναι σαν τις διάφορες γλώσσες και διαλέκτους που υπάρχουν παγκοσμίως. Αυτές είναι καμιά διακοσαριά επώνυμες και ανήκουν σε ομάδες όπως και οι γλώσσες που έχουν κοινές ρίζες και μετά υπάρχουν αμέτρητες άλλες ΤΑ όπως και οι διάλεκτοι. Όλες οι ΤΑ έχουν ένα κοινό και ουσιαστικό χαρακτηριστικό, το ότι δεν σε αφήνουν να χρεοκοπήσεις εάν τις ακολουθείς ευλαβικά. Πέραν αυτού υπάρχουν τεράστιες διαφορές μεταξύ τους αν και βασικά υπάρχουν δύο μεγάλες σχολές, αυτές που ακολουθούν την τάση και αυτές που παρακολουθούν διάφορες ζώνες.

Επίσης όλες οι ΤΑ βασίζονται σε αυτά που καταγράφει το ταμπλό και οι παλαιότερες χρησιμοποιούν πέντε μόνο στοιχεία από αυτά, όπως είναι οι τιμές του ανοίγματος, η ψηλή, η χαμηλή, η τιμή κλεισίματος και ο όγκος συναλλαγών. Με την διευκόλυνση που μας παρέχουν οι υπολογιστές τις τελευταίες δεκαετίες έχουν προστεθεί και άλλα δύο στοιχεία για ανάλυση, αυτά των ρυθμών των πράξεων και των εντολών, που ελάχιστοι δυστυχώς χρησιμοποιούν σήμερα στην Ελλάδα.

Αν και κατατάσσω την ΤΑ στην τέταρτη βαθμίδα των προαπαιτούμενων είναι όμως εκ των ουκ άνευ γιατί έχουν την ίδια αναγκαιότητα να χρησιμοποιούνται όπως είναι ένας μπούσουλας, μία πυξίδα, σε ένα πλοίο για να μην πέσει στα βράχια. Ακόμα και μία απλή ΤΑ, ένα απλός Δείκτης, όπως είναι η τομή δύο κινητών μέσων όρων είναι ικανή εάν εφαρμόζεται πιστά να δημιουργήσει σημαντικές υπεραξίες με την πάροδο του χρόνου. Ο λόγος όμως που οι έμπειροι επενδυτές χρησιμοποιούν μία σειρά από ΤΑ είναι για να επιτύχουν τους στόχους τους νωρίτερα και με χαμηλότερο ρίσκο. Αρκετοί όμως μπλέκουν σε ένα δαιδαλώδες πλέγμα πολλών Δεικτών και καταλήγουν σε πολύ σύνθετα συμπεράσματα με αρκετές προϋποθέσεις που βασικά καλύπτουν και την εκδοχή να πάει κάτι επάνω αλλά και κάτω και φυσικά δεν πέφτουν έτσι ποτέ έξω.

Οι ΤΑ πρέπει να καταλήγουν σε ένα ξεκάθαρο και αντικειμενικό σημείο εισόδου σε μία θέση και σε ένα σημείο εξόδου ενώ το τι γίνεται στα ενδιάμεσα είναι άκρως υποκειμενικό και έχει σχέση με την διαχείριση της θέσης με σημεία κέρδους και ζημιάς. Ο λόγος που αφιέρωσα μερικές δεκάδες χιλιάδες ώρες της ζωής μου δημιουργώντας τους δικούς μου Δείκτες δεν είναι ότι δεν βρήκα κάτι άλλο να χρησιμοποιήσω. Απλά θέλησα να χρησιμοποιώ ότι

καλύτερο είχε να δώσει το κάθε τι που εύρισκε μπροστά μου. Έτσι αποφάσισα να κάνω επιλογές και συνδυασμούς από όποιο πρωτογενές υλικό εύρισκε δημιουργώντας κάτι το μοναδικό. Σε αυτή την προσπάθεια μία σημαντική πηγή βοήθειας προήλθε από το σκεπτικό πολλών έμπειρων επενδυτών που υπήρξαν ταυτόχρονα και πελάτες μου. Επιδίωξα λοιπόν και πιστεύω ότι κατάφερα να ενσωματώσω σε κώδικα το σύνολο του σύνθετου σκεπτικού μου που καταλήγει σε κάτι πολύ απλό σε εμφάνιση και χρήση ενώ όλη τη σκληρή δουλειά την κάνουν οι αλγόριθμοι. Με αυτό τον τρόπο αποφεύγω οτιδήποτε υποκειμενικό ώστε με τα ίδια δεδομένα από το ταμπλό η επεξεργασία τους να καταλήγει στο ίδιο αποτέλεσμα, χωρίς κόπωση, χωρίς λάθη και χωρίς να απαιτείται πλέον πολύ φαιά ουσία στη χρήση τους. Με άλλα λόγια από Τέχνη που απαιτεί ταλέντο όπως χρησιμοποιείται κυρίως η ΤΑ από πολλούς αναλυτές φρόντισα να την κάνω Επιστήμη που μπορεί να λειτουργήσει και ρομποτικά..

Πληροφορίες

Πρωτεύουσα θέση στον τομέα της πληροφόρησης κατέχουν τα θεμελιώδη στοιχεία κάθε Εταιρείας. Πριν μπόυνε οι υπολογιστές στα Χρηματιστήρια όπου τα στοιχεία των πράξεων διαδίδονται αστραπιαία και πριν υπάρξει η δυνατότητα ηλεκτρονικών συναλλαγών, που σήμερα μπορεί να γίνονται και με συχνότητα κλασμάτων του δευτερολέπτου, η ανάλυση των θεμελιωδών στοιχείων έπαιζε κυρίαρχο ρόλο στις επιλογές των επενδύσεων. Τώρα παίζει το ρόλο του κομπάρσου, που έρχεται στο προσκήνιο μόνο την περίοδο που δημοσιεύονται οι λογιστικές καταστάσεις και όποτε υπάρχει κάποια σημαντική εταιρική είδηση.

Οι αναλύσεις διαφόρων οίκων είναι και αυτές από τις καλύτερες πηγές πληροφόρησης, αν και διαβάζοντας τις εκθέσεις τους είναι πάντα καλύτερο από το να δίνουμε έμφαση σε μία απλή τιμή στόχου. Τα μέσα ενημέρωσης ηλεκτρονικά και μη, ακόμα και τα παπαγαλάκια και τα ξαδέλφια του περιπτερά μας έχουν και αυτά την αξία τους σαν πηγή πληροφόρησης.

Αλλά όλες οι παραπάνω πληροφορίες είναι καλό να τις λαμβάνουμε μεν υπ' όψη μας αλλά πρέπει οπωσδήποτε να είναι το έναυσμα μίας μελέτης με ΤΑ παρά να τις αξιοποιούμε αυτοτελώς. Γιατί συχνά επαίοντες γνωρίζουν τις πληροφορίες νωρίτερα από εμάς και παίρνουν θέσεις για να τις αντιστρέψουν με την εμφάνιση

της πληροφορίας ως γεγονόςτος, για αυτό και καλές ειδήσεις μπορεί να οδηγήσουν σε πτώση τίτλων και το αντίστροφο.

Συμπέρασμα

Για να είναι αποδοτική η ενασχόληση κάθε επενδυτή στις Χρηματαγορές χρειάζονται τα κατάλληλα εφόδια τα οποία ξεκινούν από θέματα χαρακτήρα, που κάποιος πρέπει να είναι απόλυτα πειθαρχημένος, συνεχίζουν με την ψυχολογία του, την ικανότητα του να διασπείρει τα κεφάλαια ανάλογα με τις εξωγενείς συνθήκες, τα εργαλεία της ΤΑ που θα χρησιμοποιήσει και τις προσλαμβάνουσες πληροφορίες με τον τρόπο που θα τις αξιολογήσει.

Οι επενδύσεις στις Αγορές είναι φαινομενικά κάτι απλό, αλλά οι απαιτήσεις για μία επαναλαμβανόμενη κερδοφορία είναι τεράστιες. Κάποιος πρέπει συνειδητά να αφιερώσει αρκετό χρόνο και να αναλύει την κάθε του κίνηση εξετάζοντας σε καθημερινή βάση, τα πρώτα χρόνια τουλάχιστον, κατά πόσο αυτό που κάνει ήταν και το πρότερον με βάση τα δικά του σχέδια και τις πέντε παραπάνω παραμέτρους.

Σημείωση: Το παραπάνω άρθρο δημοσιεύθηκε αρχικά τον Μάρτιο 2015 στο ηλεκτρονικό περιοδικό TRADERS'.

Από την Κόλαση στον Παράδεισο, χωρίς Καθατήριο



Ιωάννης Κανταρτζής

Ειδίκευση σε παράγωγα προϊόντα και online συναλλαγές

Για την Ελλάδα, η Κόλαση του Δάντη μετατρέπεται πιθανώς σε Παράδεισο, χωρίς ενδιάμεση στάση στο Καθατήριο.

«Ο Δρόμος Που Δεν Πήρα» είναι ένα κλασσικό ποίημα του Ρόμπερτ Φροστ, τετράκις νικητή του Αμερικανικού βραβείου Πούλιτζερ.

Ο Φροστ ξεκινάει παρατηρώντας ένα σταυροδρόμι που οδηγεί σ' ένα κιτρινωπό δάσος, και το δίλημμά του είναι ποιον από τους δυο δρόμους να διαλέξει. Στο τέλος, θα πρέπει να διαλέξει μόνο έναν.

Στον κόσμο της διαχείρισης των επενδύσεων, δυο δρόμοι υπάρχουν όσον αφορά στις μετοχικές αξίες – το μοντέλο Growth v Value (ελληνιστί, μετοχές με μεγάλη δυναμική ανάπτυξης έναντι αυτών με αναγνωρισμένη αξία).

Κατά συνέπεια, στην Ελλάδα του σήμερα, αλλά και αλλού, η ερώτηση που τίθεται είναι η εξής: Θα έπρεπε κανείς να αγοράσει μετοχές growth ή μετοχές value; Η απάντηση είναι «ναι» και στις δυο.

Στον κόσμο των value επενδύσεων, οι διαχειριστές από καταβολής χρόνου έψαχναν για το Άγιο Δισκοπότηρο των μετρήσεων έτσι ώστε να μπορέσουν να εντοπίσουν τις καλύτερες μετοχές με τη χρήση συμβατικών «λόγων» όπως ένα χαμηλό P/E, χαμηλό λόγο Τιμής/Πωλήσεων, χαμηλό λόγο Τιμής/Λογιστική Αξία, ή ακόμη και υψηλές Μερισματικές Αποδόσεις. Αλλά η έρευνά μας έχει δείξει ότι καμιά από αυτές τις μετρήσεις δεν εξυπηρετεί σε μακροπρόθεσμο επίπεδο. Σαφώς και ο Κέυνς είχε πει ότι 'μακροπρόθεσμα θα

είμαστε όλοι πεθαμένοι' οπότε μένει κανείς να διευκρινίσει το πόσο μακριά είναι αυτό το μακροπρόθεσμο. Αλλά με σημερινές μετρήσεις, καμία από τις αμερικάνικες μετοχές, λόγω χάριν, δεν πιάνει το στόχο. Είναι όλες υπερτιμημένες και οι περισσότερες που ξεχωρίζουν είναι growth μετοχές οι οποίες παρακρατούν κέρδη και δεν διανέμουν μέρισμα. Καλώς ήρθατε στον καινούριο, θαυμαστό κόσμο των επενδύσεων. Ή ακόμα καλύτερα, πίσω στο μέλλον. Το ίδιο είχε συμβεί και κατά τη διάρκεια του τέλους των '90s.

Σήμερα οι επενδύσεις εκμεταλλευόμενες την ορμή των μετοχών (momentum investing) φαίνεται ότι είναι και πάλι στο επίκεντρο. Οι μετοχές growth είναι ξανά οι αγαπημένες. Εταιρείες όπως η Apple ή η Tesla εκτινάσσονται, με την Amazon να μη δείχνει σημάδια κούρασης – αλλά μ' ένα P/E στην περιοχή του 80! Δύσκολο να το εξηγήσει κανείς, εκτός και αν συγκρίνουμε τις μετοχές με την σχετική αποστροφή των επενδυτών προς τα ομόλογα.

Αλλά επιστρέφοντας στην καθ' ημών, οι Ελληνικές μετοχές βρίσκονται σ' ένα ασυνήθιστο σημείο καμπής αναφορικά και στους δυο τύπους επένδυσης – κι εμείς πιστεύουμε και στις δυο πλευρές της εξίσωσης. Διότι οι περισσότερες εκ των Ελληνικών μετοχών έχουν απωλέσει τόσο τεράστιο μέρος της αξίας τους την τελευταία δεκαετία, έτσι ώστε να ενεργοποιείται αυτόματα το σήμα αγοράς για όλες τις μετοχές που αποκαλούμε «υποτιμημένες». Αυτές οι μετοχές που έχουν υποχωρήσει σε ποσοστό μεγαλύτερο του 75% από τα υψηλά τους και βρίσκονται σε φάση «ανάρρωσης», είναι υποψήφιος για στοιχήματα value κατά τον ίδιο τρόπο με τον οποίο ο Μπάφετ επιλέγει τέτοιες μετοχές.

Από την άλλη μεριά, υπάρχει ένας αυξανόμενος αριθμός μετοχών οι οποίες και έχουν καταρρεύσει και κάνουν ένα δυνατό comeback, κάνοντάς τες να αλλάξουν κατηγορία από value σε growth μετοχές.

Ας εξετάσουμε ένα κλασσικό παράδειγμα μιας υποτιμημένης μετοχής η οποία εν τέλει εκτινάχθηκε στο επενδυτικό στερέωμα και αποτέλεσε μια από τις καλύτερες μετοχές growth που έχουμε δει ποτέ στην ιστορία των μετοχικών αγορών – πρόκειται για τη μετοχή της Apple.

Εάν κοιτάξει κανείς το διάγραμμα της Apple από το 1985, θα παρατηρήσει μια σχεδόν ευθεία παράλληλη γραμμή στις αρχές του 2000. Αλλά πιστέψτε με ότι ήταν κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου οπότε και γκρεμίστηκε η μετοχή της κατά 75% από τα υψηλά της και τελικά πλησίασε τον ορισμό που δίνουμε για τις

μετοχές value. Τότε η Apple μετατράπηκε σε μετοχή growth/ορμής και ξεκίνησε το ταξίδι της έξω από την Κόλαση του Δάντη, παρακάμπτοντας το Καθαρτήριο και εν τέλει μπήκε στον Παράδεισο. Εκ τότε, και με εξαίρεση πολύ λίγα σημαδάκια αναστάτωσης στο επενδυτικό ραντάρ, η μετοχή έχει παραμείνει στον παράδεισο των αγαπημένων μετοχών παγκοσμίως - ένα δυνατό growth στοίχημα.

Σε ευρωπαϊκό πλαίσιο, η Ελλάδα έχει αρκετές από αυτές τις μετοχές σε σχέση με άλλες αγορές, για τον απλό λόγο ότι η Ελληνική πραγματικότητα έχει τιμωρήσει τις μετοχές περισσότερο από οπουδήποτε αλλού στην Ευρώπη. Αυτή η τιμωρία θα οδηγήσει σ' ένα πολύ καλό κέρδος μόλις η οικονομία ορθοποδήσει και αποκτήσει εμπιστοσύνη **καθώς** οι μάννατζερς θα μαθαίνουν να τρέχουν τις εταιρείες τους πιο αποδοτικά. Υπάρχει μια καινούρια γενιά τέτοιων μάννατζερς θέλω να πιστεύω, που μπορούν να βάλουν τα νούμερα στη σωστή σειρά και οι οποίοι είναι εξοικειωμένοι με τον ψηφιακό κόσμο. Αυτός ο συνδυασμός θα μπορούσε να μετατρέψει τους ουραγούς στην Ελλάδα σε πρωτοκλασάτους νικητές, εκπλήσσοντας τους θεσμικούς διαχειριστές κεφαλαίων οι οποίοι έχουν βγει προς άγραν αποδόσεων – απ' όπου και αν αυτές προέρχονται, κυρίως όμως από τις αναπτυσσόμενες αγορές.

Σαφώς και το μέγεθος της Ελληνικής αγοράς είναι μικροσκοπικό σε σχέση με αυτό της Ασίας ή της Αμερικής. Αλλά, το μέγεθος δε μετράει πάντα...

Πως ο κοροναϊός μπορεί από εχθρός να γίνει σύμμαχος των χρηματιστηρίων



Θεόδωρος Σεμερτζίδης, CEFA

Σε κατάσταση πανικού συνεχίζουν να βρίσκονται τα διεθνή χρηματιστήρια, λόγω των επιπτώσεων που εκτιμάται ότι θα έχει ο κοροναϊός στην παγκόσμια οικονομία, αλλά και των τελευταίων εξελίξεων με την Σαουδική Αραβία και την τιμή του πετρελαίου. Όπως είχε πει κάποτε ένας εκ των μεγαλύτερων σπεκουλαδóρων των χρηματιστηρίων, Αντρέ Κοστολάνι: «Στο χρηματιστήριο το 90% είναι ψυχολογία, και 10% όλα τα άλλα». Και δεν είχε κι άδικο, καθώς όπως θα δούμε παρακάτω η ανθρωπότητα έζησε φονικότερες πανδημίες από τον κοροναϊό.

Μπορεί όμως ο πανικός του κοροναϊού που έχει κυριεύσει τα διεθνή χρηματιστήρια, αφαιρώντας από την κεφαλαιοποίηση τους πάνω από πέντε τρισ. δολάρια, να αποδειχθεί στο τέλος σύμμαχος τους;

Οι φονικότερες πανδημίες

Μέχρι την ώρα που γράφτηκε το άρθρο, από τον κοροναϊό έχουν πεθάνει 3.500 άνθρωποι, ενώ έχουν προσβληθεί από αυτόν πάνω από 100.000. Τα παραπάνω νούμερα μπορεί να είναι συγκλονιστικά, όμως απέχουν ακόμη από τους 60.000 θανάτους στην Ευρώπη από την εποχική γρίπη, σύμφωνα με τον ΠΟΥ.

Αξίζει να κάνουμε μια σύντομη αναδρομή στις φονικότερες πανδημίες που έζησε η ανθρωπότητα, ώστε να αντιληφθούμε τον υπερβολικό πανικό των τελευταίων εβδομάδων.

Μαύρη πανώλη: Εμφανίστηκε το 1348 και οδήγησε στον θάνατο 75-100 εκατομμύρια ανθρώπους σε Ευρώπη και Ασία.

Χολέρα: Εμφανίστηκε το 1817, πεθαίνοντας από αυτήν μόνο στις Φιλιππίνες και το Ιράκ 18.000 άνθρωποι.

Ισπανική γρίπη: Εμφανίστηκε το 1918, οδηγώντας στον θάνατο 50 εκατομμύρια ανθρώπους.

Ασιατική γρίπη: Εμφανίστηκε το 1957 και πέθαναν από αυτή δύο εκατομμύρια άνθρωποι.

Νόσος τρελών αγελάδων: Εμφανίστηκε το 1986, οδηγώντας στον θάνατο στη Μεγάλη Βρετανία έως τα τέλη του 2001 104 ανθρώπους.

Η γρίπη των χοίρων: Εμφανίστηκε το 2009 πεθαίνοντας από αυτήν 18.500 άνθρωποι.

Mers: Εμφανίστηκε το 2012 οδηγώντας σε 333 θανάτους.

Όπως γίνεται εύκολα αντιληπτό από τα παραπάνω, οι περισσότεροι από τους φονικότερους ιούς που γνώρισε η ανθρωπότητα έχουν προκαλέσει πολλαπλάσιους θανάτους απ' ό τι μέχρι στιγμής ο κοροναϊός.

Ο πανικός των αγορών

Τα αλληπάλληλα νέα ιστορικά υψηλά των αμερικανικών δεικτών (Dow Jones, S&P 500, και Nasdaq) σε συνδυασμό με τους φόβους για επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, και την εξάπλωση του κοροναϊού, έχουν επιδράσει αρνητικά τις τελευταίες εβδομάδες στα διεθνή χρηματιστήρια, τα οποία βιώνουν ένα πρωτοφανές (κι ανεξήγητο έως ένα σημείο) sell-off, καθώς την εβδομάδα που έληξε στις 26 Φεβρουαρίου πραγματοποιήθηκαν εκροές 18,5 δισ. δολαρίων από τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και τα ETF's, οι μεγαλύτερες από τον περασμένο Δεκέμβριο.

Το χρηματιστήριο της Κίνας, χώρα στην οποία πρωτοεμφανίστηκε ο κοροναϊός, δείχνει να έχει αποστασιοποιηθεί από το γενικότερο αρνητικό κλίμα που επικρατεί στα διεθνή χρηματιστήρια, καθώς ο δείκτης Shanghai Composite ενισχύεται τον τελευταίο μήνα (9/3) 1,83%, ο δείκτης FTSE China A50 (9/3) 0,78%, και ο Dow Jones Shanghai 2,20% (9/3), όταν οι υπόλοιποι διεθνείς δείκτες υποχωρούν πάνω από 10% κατά μέσο όρο.

Στα παραπάνω, ενδιαφέρον έχουν και οι μελέτες των Citi Research και FactSet Research, σύμφωνα με τις οποίες οι ιοί SARS, Γρίπη των Πτηνών, MERS, Έμπολα, και ΖΙΚΑ, οδήγησαν σε πτώση τα διεθνή χρηματιστήρια από 5,8% έως και 12,9%, ενώ οι διορθώσεις των χρηματιστηρίων που προήλθαν λόγω ιών, είχαν διάρκεια 62,2 ημέρες.

Αναμένοντας το φθινό κι άφθονο χρήμα

Ήδη από το προηγούμενο έτος, αρκετές ήταν οι φωνές που έκαναν λόγο για επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, με αυτές να αυξάνονται με την εξάπλωση του κοροναϊού, αλλά και των τελευταίων εξελίξεων με την τιμή του πετρελαίου και τον φόβο ενός ντόμινο χρεοκοπιών στον ενεργειακό κλάδο (και ευρύτερα), μιας και το μέσο κόστος παραγωγής πετρελαίου ανά βαρέλι διαμορφώνεται στα 40 δολάρια.

Η παρέμβαση του ΔΝΤ για την παροχή χαμηλότοκων ή μηδενικού κόστους δανείων ύψους 50 δισ. ευρώ (για την αντιμετώπιση του κοροναϊού), καθώς και η αιφνιδιαστική κίνηση της Fed για μείωση των επιτοκίων κατά 0,5%, την οποία ακολούθησε σε σύντομο χρονικό διάστημα και η Κεντρική Τράπεζα του Καναδά, αποκάλυψαν εν μέρη το μέγεθος του προβλήματος.

Οι παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών λόγω κοροναϊού, απλώς έφεραν στην επιφάνεια προβλήματα που σχετίζονται τόσο με την πραγματική οικονομία, όσο και με την διατραπεζική αγορά, καθώς λίγο μετά την απόφαση της να μειώσει κατά 0,5% τα επιτόκια της η FED, αναγκάστηκε να επέμβει ρίχνοντας περί τα 110 δισ. δολάρια προκειμένου να αποφευχθεί ένα κραχ στην διατραπεζική της αγορά, ενώ στις 9 Μαρτίου επενέβη με άλλα 112,9 δισ. δολάρια, ως αποτέλεσμα έλλειψης εμπιστοσύνης και δομικού προβλήματος που δημιουργήθηκε με το φθινό κι άφθονο χρήμα.

Πλέον, οι συνεδριάσεις των κεντρικών τραπεζών (ΕΚΤ και FED, την ώρα που γραφόταν το άρθρο δεν είχαν ακόμη συνεδριάσει) αποτελούν μονόδρομο για την ανακοίνωση μέτρων στήριξης της οικονομίας, στην προσπάθεια τους να αποτρέψουν την ύφεση, αλλά και να σταθεροποιήσουν τα χρηματιστήρια. Όπως διακρίνουμε στο παρακάτω γράφημα, η υποχώρηση του δολαρίου το τελευταίο χρονικό διάστημα προεξοφλεί περαιτέρω μείωση των επιτοκίων από τη FED.

Γράφημα dollar index



Χαρακτηριστικό παράδειγμα της κατάστασης που επικρατεί στην πραγματική οικονομία, αποτελούν και οι εκτιμήσεις μερικών εκ των μεγαλύτερων επενδυτικών τραπεζών σχετικά με τα προβλεπόμενα

κέρδη των εταιρειών του S&P 500 για το έτος που διανύουμε. Σύμφωνα με αυτές:

Goldman Sachs: Η γνωστή επενδυτική τράπεζα δεν αναμένει για το τρέχον έτος αύξηση των εταιρικών κερδών, μειώνοντας τις εκτιμήσεις τους για τα κέρδη ανά μετοχή για τον δείκτη S&P 500 στα 165 δολάρια, από 174 δολάρια προηγουμένως.

Wells Fargo: Εκτιμά τα κέρδη ανά μετοχή στα 166 δολάρια από 172 δολάρια προηγουμένως.

Citigroup: Εκτιμά τα κέρδη ανά μετοχή στα 164,25 δολάρια από 174,25 δολάρια προηγουμένως.

Η αιφνιδιαστική μείωση των επιτοκίων κατά πενήντα μονάδες βάσης από τη FED, οδήγησε σε νέο ιστορικό χαμηλό την απόδοση του δεκαετούς ομολόγου των ΗΠΑ, στο 0,318%, με αυτή του διετούς να διαμορφώνεται στο 0,387%, αυξάνοντας τις ανησυχίες για μια νέα ύφεση στον ορίζοντα.

Όπως παρατηρούμε και στο παρακάτω γράφημα, η υποχώρηση ή αύξηση της απόδοσης του αμερικανικού δεκαετούς, οδηγεί συνήθως και σε πτώση/άνοδο του S&P 500. Χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν τα έτη 2001, 2013, 2016, και 2020, όπου: **1)** Η απόδοση του δεκαετούς στις 26/7/2011 βρισκόταν στο 2,99% και του S&P 500 στις 1.331 μονάδες, για να υποχωρήσουν στις 3/10/2011 στο 1,80% και 1.099 μονάδες. **2)** Η απόδοση του δεκαετούς στις 31/12/2013 βρισκόταν στο 3,04% και του S&P 500 στις 1.848 μονάδες, για να υποχωρήσουν στις 3/2/2013 στο 2,61% και 1.741 μονάδες. **3)** Η απόδοση του δεκαετούς στις 6/6/2016 βρισκόταν στο 1,38% και του S&P 500 στις 2.099 μονάδες, για να ενισχυθούν στις 19/12/2016 στο 2,54% και 2.262 μονάδες, και 4) η απόδοση του δεκαετούς στις 31/12/2019 βρισκόταν στο 1,92% και του S&P 500 στις 3.230 μονάδες, για να υποχωρήσουν στις 2/3/2020 στο 1,10% και 3.090 μονάδες.

Γράφημα 10γ και S&P500



Όπως γίνεται αντιληπτό, η προσοχή των επενδυτών στρέφεται στις συνεδριάσεις των FED, ΕΚΤ, και ΒοJ αυτό τον μήνα (βλ. πίνακα παρακάτω), με τις δύο τελευταίες να βρίσκονται ήδη σε προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης με μηνιαίες αγοράς 20 δισ. ευρώ και □□□80 τρισ. γιεν ετησίως.

Πίνακας central banks

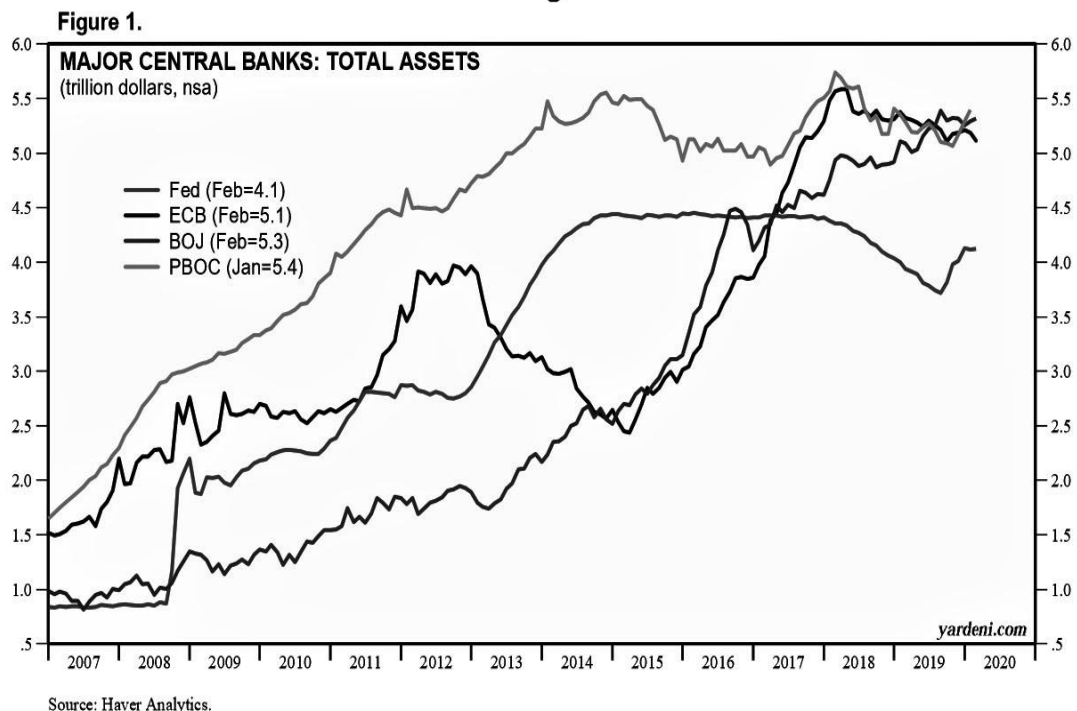
Central Bank ↕	Current Rate ↕	Next Meeting ↕	Last Change
Federal Reserve (FED)	1.25%	Mar 18, 2020	Mar 03, 2020 (-50bp)
European Central Bank (ECB)	0.00%	Mar 12, 2020	Mar 10, 2016 (-5bp)
Bank of England (BOE)	0.75%	May 07, 2020	Aug 02, 2018 (25bp)
Swiss National Bank (SNB)	-0.75%	Mar 19, 2020	Jan 15, 2015 (-50bp)
Reserve Bank of Australia (RBA)	0.50%	Apr 07, 2020	Mar 03, 2020 (-25bp)
Bank of Canada (BOC)	1.25%	Apr 15, 2020	Mar 04, 2020 (-50bp)
Reserve Bank of New Zealand (RBNZ)	1.00%	Mar 25, 2020	Aug 07, 2019 (-50bp)
Bank of Japan (BOJ)	-0.10%	Mar 19, 2020	Jan 29, 2016 (-20bp)
Central Bank of the Russian Federation (CBR)	6.00%	Mar 20, 2020	Feb 07, 2020 (-25bp)
Reserve Bank of India (RBI)	5.15%	Apr 03, 2020	Oct 04, 2019 (-25bp)
People's Bank of China (PBOC)	4.35%		Oct 23, 2015 (-25bp)
Central Bank of Brazil (BCB)	4.25%	Mar 18, 2020	Feb 05, 2020 (-25bp)

Στο παρακάτω γράφημα διακρίνουμε το ενεργητικό των μεγαλύτερων κεντρικών τραπεζών, με τον ισολογισμό της FED να διαμορφώνεται στα 4,1 τρισ. δολάρια, της ΕΚΤ στα 5,1 τρισ. δολάρια, της ΒοJ στα 5,3 τρισ. δολάρια, και της Λαϊκής Τράπεζας της Κίνας στα 5,4 τρισ. δολάρια. Ένας νέος γύρος ποσοτικής χαλάρωσης από τις κεντρικές τράπεζες, εκτός απροόπτου, θα αντιστρέψει την πτωτική πορεία των χρηματιστηρίων, καθώς αυτό

αποδείχθηκε την τελευταία δεκαετία, αφού είναι γνωστό πως οι αγορές διψούν για φθινό κι άφθονο χρήμα. Όσο για την πραγματική οικονομία; Αυτή το πιο πιθανών είναι να συνεχίσει να κρύβει τα προβλήματα της κάτω από το χαλί.

Γράφημα central banks1

Total Assets of Major Central Banks



Πηγές

Citi Research
 FactSet Research
www.investing.com
www.theconversation.com
www.macrotrends.net
www.businessinsider.com
www.cnn.gr
www.newyorkfed.org

Τα παραπάνω εκφράζουν προσωπικές απόψεις, και δεν αποτελούν προτροπή για αγορά, πώληση ή διακράτηση οποιασδήποτε κινητής αξίας.

Frigoglass - Ιστορική Αναδρομή



Τάκης Μορφωνιός

<http://mitarola.blogspot.com/>

Τα μεγάλα αρνητικά στοιχεία της Frigoglass

1) Τα αρνητικά ίδια κεφάλαια που σε συνδυασμό με την τιμή penny stock που έχει η μετοχή την καθιστά αποτρεπτική για σοβαρά χαρτοφυλάκια και για ξένα funds.

Τα **ίδια κεφάλαια είναι αρνητικά κατά 80,632 εκατ. ευρώ** και αν δεν γίνει AMK με καταβολή μετρητών, ίσως γυρίσουν θετικά μετά από 4 χρόνια και αυτό βεβαίως μόνο εάν η εταιρία, εν τω μεταξύ, έχει καταστεί κερδοφόρος.

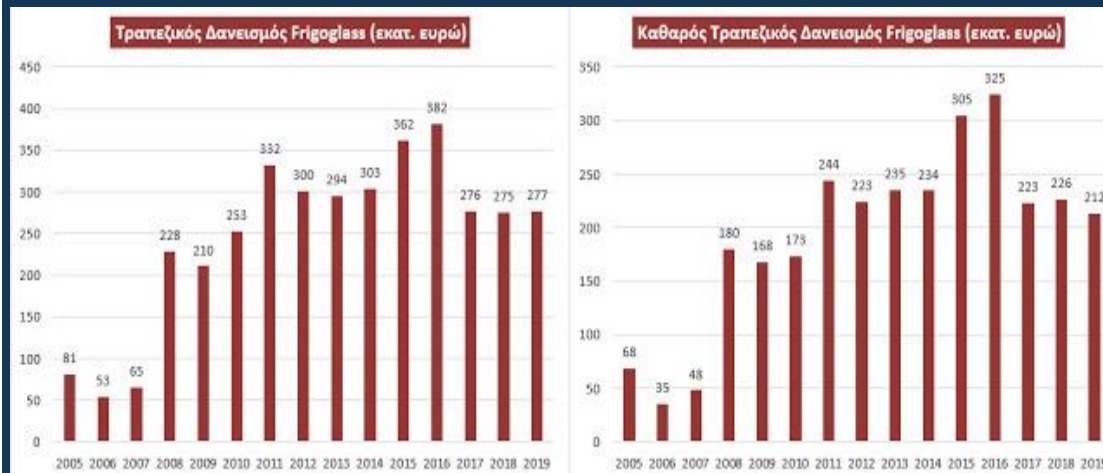
2) Το 2ο αρνητικό, είναι η διοίκηση των Δαυίδ και Λεβέντη που έχουν το πλειοψηφικό πακέτο. Από αυτούς, τα τελευταία χρόνια, μικρομέτοχος δεν έχει δει προκοπή και μια σειρά εταιριών στα χέρια τους έγιναν προβληματικές.

Ιστορική Αναδρομή

Κάποτε η Frigoglass ήταν μια νοικοκυρεμένη εταιρία και ο τραπεζικός δανεισμός της το 2006 ανερχόταν μόλις σε 53,398 εκατ. ευρώ, ενώ στο ταμείο υπήρχαν 18,22 εκατ. ευρώ.

Σήμερα ο **τραπεζικός δανεισμός** ανέρχεται σε 276,619 εκατ. ευρώ, ενώ στο ταμείο υπάρχουν 64,255 εκατ. ευρώ. Η κορύφωση του τραπεζικού δανεισμού έγινε το 2016 όταν έφθασε στα 381,871 εκατ. ευρώ και στο ταμείο υπήρχαν 57,256 εκατ. ευρώ.

Ο καθαρός τραπεζικός δανεισμός σήμερα είναι 212,364 εκατ. ευρώ, απο 324,615 εκατ. ευρώ το 2016, ενώ το 2006 ήταν μόλις 35,178 εκατ. ευρώ.



Το 2008 όταν ξέσπασε η διεθνή οικονομική κρίση η Frigoglass βρέθηκε αντιμέτωπη με πολλά προβλήματα και διλήμματα. Ως αποτέλεσμα της ταχείας επιδείνωσης των παγκόσμιων οικονομικών συνθηκών κατά τη διάρκεια του 2008 η εταιρεία αποφασίζει το κλείσιμο του εργοστασίου της στη Νορβηγία και την συρρίκνωση του εργοστασίου της στην Πολωνία. Παράλληλα προχωρεί σε σημαντική μείωση της δυναμικότητας του εργοστασίου της στην Κάτω Αχαΐα στην Ελλάδα.

Ταυτόχρονα η διοίκηση αποφασίζει, **τα έτη 2007 και 2008 να δώσει μεγάλες επιστροφές κεφαλαίου** και υψηλά μερίσματα πάνω απο 75 εκατ. ευρώ και έτσι να ανέβει ο τραπεζικός δανεισμός σε 227 εκατ, το 2008 απο 65 εκατ. το 2007.

Τα αποτελέσματα του 2008, σε επίπεδο ομίλου, επιβαρύνονται με έκτακτες ζημίες 13,436 εκατ. ευρώ από την αναδιοργάνωση των δραστηριοτήτων και αφορούν το κόστος αναδιοργάνωσης σε Ελλάδα, Πολωνία και Νορβηγία.

Παρόλα αυτά και ενώ ήδη "τρέχει" το 2009, όπου ο όμιλος υπέστη καθίζηση των πωλήσεων του, η διοίκηση **αποφασίζει να καταβάλλει προμέρισμα και επιστροφή κεφαλαίου συνολικού ύψους 60 εκατ ευρώ**, όπου μαζί με την εξαγορά της SFA αύξησε τον καθαρό δανεισμό στα 179,9 εκατ ευρώ, απο 47,7 εκατ. το 2007.

Σύμφωνα με την διοίκηση ... η απόφαση για την προτεινόμενη χρηματοδοτούμενη κεφαλαιακή αναδιάρθρωση και διανομή

προμερίσματος βασίστηκε στα παρακάτω:

- i) Στο αυξημένο επίπεδο ιδίων κεφαλαίων & την υψηλή δανειοληπτική της ικανότητα
- ii) Στον χαμηλό δείκτη δανεισμού προς ίδια κεφάλαια
- iii) Στην αύξηση της αποδοτικότητας των ιδίων κεφαλαίων της και την μείωση του Μεσοσταθμικού Κόστους Κεφαλαίου (WACC)

Το αποτέλεσμα ήταν

Ο καθαρός τραπεζικός δανεισμός απο 47,719 εκατ. ευρώ το 2007 να αυξάνεται στα 179,707 εκατ. ευρώ το 2008.

Η αύξηση του καθαρού τραπεζικού δανεισμού είναι της τάξης των 132 εκατ. ευρώ. Ένα μέρος των 132 εκατ. ευρώ πήγε σε εξαγορές που πραγματοποίησε ο όμιλος. Το μεγαλύτερο όμως μέρος κατευθύνθηκε στους μετόχους της εταιρίας και ειδικότερα στους βασικούς μεγαλομετόχους. Δόθηκαν στους μετόχους σε μερίσματα, προμερίσματα και επιστροφές κεφαλαίου συνολικά 1,9 ευρώ (τότε) ανά μετοχή.

Εύκολα μπορεί να γίνει αντιληπτό ότι με αυτή την κίνηση ο Ισολογισμός της εταιρίας αποδυναμώθηκε και η μετοχή έγινε λιγότερο ελκυστική.



Ταυτόχρονα πέφτουν τα **ίδια κεφάλαια** της Frigoglass απο 177,037 εκατ. το 2007 σε 107,949 το 2008 ... και το ερώτημα είναι :

η διοίκηση υποτίμησε την κρίση που ερχόταν ή επειδή έβλεπε την κρίση που ερχόταν έσπευσε να "παντελονιάσει" την ρευστότητα της εταιρίας και να την φορτώσει με δάνεια;

Τα ίδια κεφάλαια της εταιρίας βαίνουν μειούμενα ... απο το 2012

έως και το 2016 η εταιρία παρουσιάζει **συνολικές ζημιές περισσότερες από 253 εκατ. ευρώ**. Μέσα σε 5 χρόνια τα ίδια κεφάλαια απο 131,944 εκατ. ευρώ το 2011 φθάνουν το 2016 να είναι αρνητικά κατά 167,95 εκατ. ευρώ!!!

Η διοίκηση της Frigoglass ξεκινάει να κλείνει ή να πουλάει τα ζημιογόνα εργοστάσια.

- Το 2012 το κόστος αναδιοργάνωσης φθάνει τα 15 εκατ ευρώ
- Το 2013 το κόστος αναδιοργάνωσης ανέρχεται σε 17 εκατ λόγω της διακοπής της παραγωγικής διαδικασίας στην Αμερική, του εργοστασίου στο Spartanburg, της Νότιας Καρολίνας.
- Το 2014 το κόστος αναδιοργάνωσης ίπταται στα 36 εκατ λόγω της διακοπής της παραγωγικής διαδικασίας του εργοστασίου στο Silivri της Τουρκίας.
- Το 2015 το κόστος αναδιοργάνωσης φθάνει τα 16,757 εκατ ευρώ.
- Το 2016 έχουμε κόστος αναδιοργάνωσης 22,326 εκατ. ευρώ.
- Τον Ιούλιο του 2016 η διοίκηση διακόπτει την παραγωγική δραστηριότητα της μονάδας στην Guangzhou της Κίνας. Παράλληλα η Frigoglass μεταβιβάζει στις 2 Απριλίου 2018 το σύνολο των μετοχών της θυγατρικής της εταιρείας Frigoglass Jebel Ali FZE που δραστηριοποιείται στον κλάδο της συσκευασίας υαλουργικών προϊόντων, στην ATG Investments Limited. Στα πλαίσια αυτής της πώλησης ο Όμιλος αποχωρεί από 2 γεωγραφικές περιοχές του κλάδου της Υαλουργίας (Η.Α.Ε, Ασία - Ωκεανία) ... Οι ζημιές που είχαν καταγραφεί, από αυτές τις δραστηριότητες ήταν 40,734 εκατ. ευρώ το 2016 και 19,088 εκατ. ευρώ το 2017.

Ουσιαστικά η Frigoglass έχει καταστεί "προβληματική" και θεωρείται χρεοκοπημένη έχουμε φτάσει στο σημείο "ή αλλάζουμε ή βουλιάζουμε".

Ξεκινάει το σχέδιο αναδιοργάνωσης της εταιρίας αποφασίζονται συντονισμένες ενέργειες με τους δανειστές της εταιρίας.

Αναδιάρθρωση Frigoglass το 2017

- Αποφασίζεται reverse split όπου 3 παλαιές μετοχές αντικαθίστανται από 1. Τα 50,593 εκατ. μετοχές γίνονται 16,864 εκατ. μετοχές (reverse split 3:1).
- Στη συνέχεια γίνεται αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου της Εταιρείας μέχρι του ποσού των 136,398 εκατ. ευρώ με δικαίωμα προτίμησης υπέρ των παλαιών μετόχων της Εταιρείας, με

αναλογία 22,46 νέες μετοχές για κάθε μία παλαιά. Αν καλυφθεί η αύξηση στο 100% θα εκδοθούν 378,884 εκατ. νέες μετοχές. Η τιμή διάθεσης είναι 0,36 ευρώ ανά μετοχή.

- Η αύξηση του μετοχικού κεφαλαίου δια καταβολής μετρητών ολοκληρώθηκε την 18.10.2017 και **το τελικό καταβληθέν ποσό ήταν 62,851 εκατ. ευρώ**, οπότε και εκδόθηκαν 174,588 εκατ. νέες μετοχές.

- Εκδίδονται επιπλέον 163,984 εκατ νέες μετοχές της Εταιρίας κατόπιν μετατροπής από τους συμμετέχοντες στην Αναδιάρθρωση τραπεζικούς δανειστές και κατόχους ομολογιών.

Έτσι

Ο βασικός μέτοχος (BOVAL) έβαλε 30 εκατ. ευρώ «φρέσκο» χρήμα στην εταιρεία, ενώ κεφαλαιοποίησε επιπλέον 30 εκατ. που είχε τοποθετήσει κατά το παρελθόν με τη μορφή δανείου. Διατήρησε το ποσοστό του στο 48,55%.

Τράπεζες και ομολογιούχοι κούρεψαν 45 εκατ. ευρώ, ενώ κεφαλαιοποίησαν άλλα 67 εκατ. ευρώ (λαμβάνουν μετοχές της εταιρίας, αποκτώντας κάτι παραπάνω από το 50%) και θα διαθέσουν επιπλέον 40 εκατ. ευρώ «φρέσκο» χρήμα, προκειμένου να «κινηθεί» ο Όμιλος.

Τα δάνεια υποχωρούν στα 275,855 εκατ. ευρώ από 381,871 εκατ. το 2016

Ο καθαρός τραπεζικός δανεισμός κατήλθε στα 222,75 εκατ. ευρώ από 324,62 εκατ. το 2016

Οι συνολικές υποχρεώσεις περιορίστηκαν στα 433,099 εκατ. ευρώ από 536,315 εκατ. ευρώ το 2016.

Τα ίδια κεφάλαια εξακολουθούν να είναι αρνητικά κατά 83,148 εκατ ευρώ, από -167,95 εκατ. ευρώ

Συνεχίζεται οσονούπω

Σάββατο, 21 Σεπτεμβρίου 2019

Frigoglass ... turn around story; Το ζόμπι γίνεται κύκνος;

Σήμερα η Frigoglass διατηρεί μονάδες παραγωγής σε επτά χώρες: Ελλάδα, Ινδία, Ινδονησία, Νιγηρία, Νότια Αφρική, Ρουμανία και Ρωσία με την μονάδα της Κάτω Αχαΐας να βρίσκεται υπό καθεστώς διακοπής της λειτουργίας της και αυτό θα συμβάλλει στην αύξηση του περιθωρίου μέσω της μείωσης του λειτουργικού κόστους, καθώς και της καλύτερης αξιοποίησης της παραγωγικής ικανότητας του Ομίλου.

Η Frigoglass δραστηριοποιείται στον τομέα της κατασκευής, εμπορίας και διανομής ψυκτικών μονάδων επαγγελματικής χρήσης καθώς και υλικών συσκευασίας για τη βιομηχανία αναψυκτικών. Είναι ο βασικός προμηθευτής στον τομέα γυάλινης συσκευασίας στις αγορές υψηλής ανάπτυξης της Δυτικής Αφρικής.

Καλό είναι, πριν συνεχίσουμε την ανάλυση, να ξαναμελετήσουμε την Ιστορική αναδρομή της Frigoglass ... [εδώ](#) ...

Ενοποιημένες Πωλήσεις Frigoglass

Περίπου το 25% των συνολικών πωλήσεων της Frigoglass προέρχονται από τον τομέα της Υαλουργίας και κινούνται περίξ των 100 εκατ. ευρώ, όταν τα έτη 2005 - 2006 κινούνταν περίξ των 30 εκατ. ευρώ.

Κύκλος εργασιών ανά τομέα δραστηριότητας

Frigoglass	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Επαγγελματική ψύξη ποσοστό %	247,443	346,835	391,975	412,072	273,91	375,229	451,682	458,842	398,426	339,635	316,632	289,916	295,45	315,457
Υαλουργία ποσοστό %	29,244	31,607	41,019	52,386	72,745	81,991	103,531	122,408	124,082	147,411	137,249	92,422	90,599	101,84
Σύνολο	306,829	401,039	453,403	487,819	346,655	457,22	555,213	581,25	522,508	487,046	453,881	382,338	386,049	417,297

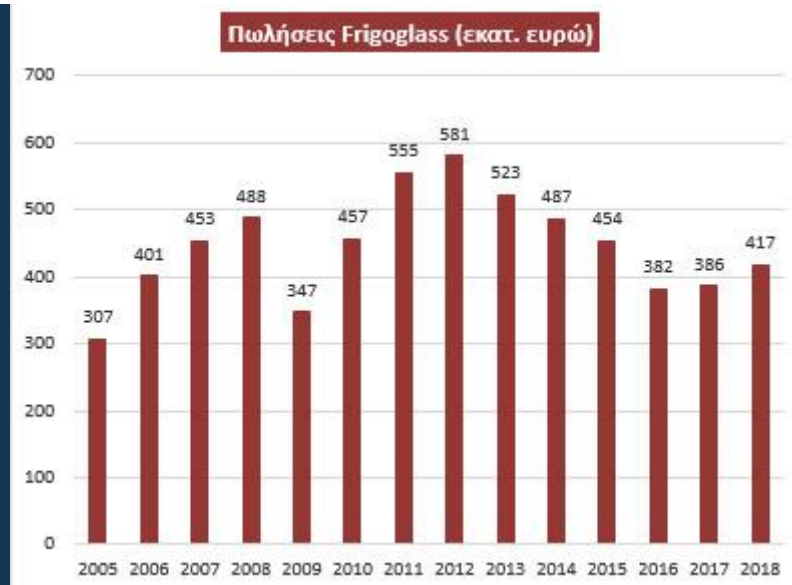
Το δυνατότερο τρίμηνο της Frigoglass είναι το δεύτερο όπου εκεί πραγματοποιείται το 1/3 των συνολικών πωλήσεων. Δυνατό εξάμηνο είναι το πρώτο στο οποίο διενεργείται το 55% με 60% των συνολικών πωλήσεων.

Κύκλος εργασιών ανά τρίμηνο

Frigoglass	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Α' τρίμηνο %	86,32	116,556	133,93	162,341	73,629	93,213	134,826	159,117	140,619	124,247	120,005	101,899	94,289	105,664
Β' τρίμηνο %	98,089	142,21	156,623	176,024	107,914	142,775	187,655	179,088	172,378	145,916	145,149	137,8	121,143	142,449
Γ' τρίμηνο %	31,97%	35,46%	34,54%	36,08%	31,13%	31,23%	33,80%	30,81%	32,99%	29,96%	31,98%	36,04%	31,38%	34,14%
Δ' τρίμηνο %	59,114	78,997	91,59	85,286	71,24	110,627	116,085	100,689	82,674	89,367	98,814	83,195	81,544	80,299
Σύνολο	306,829	401,039	453,403	487,819	346,655	457,22	555,213	581,25	522,508	487,046	453,881	382,338	386,049	417,297

Με βάση τα παραπάνω και γνωρίζοντας ότι ο όμιλος ανακοίνωσε πως το Α' εξάμηνο του 2019 οι ενοποιημένες πωλήσεις έφθασαν στα 288,262 εκατ. ευρώ, τότε για το κλείσιμο της χρήσης 2019 αναμένονται πωλήσεις της τάξης των 480 εκατ. ευρώ με ιδεώδες σενάριο να φθάσουν τα 520 εκατ. ευρώ.

Ο όμιλος Frigoglass πέτυχε ρεκόρ πωλήσεων το 2012 όταν και κατέγραψε πωλήσεις 581,25 εκατ. ευρώ, έκτοτε παρατηρήθηκαν 4 συνεχή έτη με μειωμένες πωλήσεις. Από το 2016 που οι πωλήσεις έφθασαν 382,338 εκατ. ευρώ παρατηρείται μια αυξητική τάση στις πωλήσεις του ομίλου και στην περσινή χρήση έκλεισαν στα 417,297 εκατ. ευρώ.



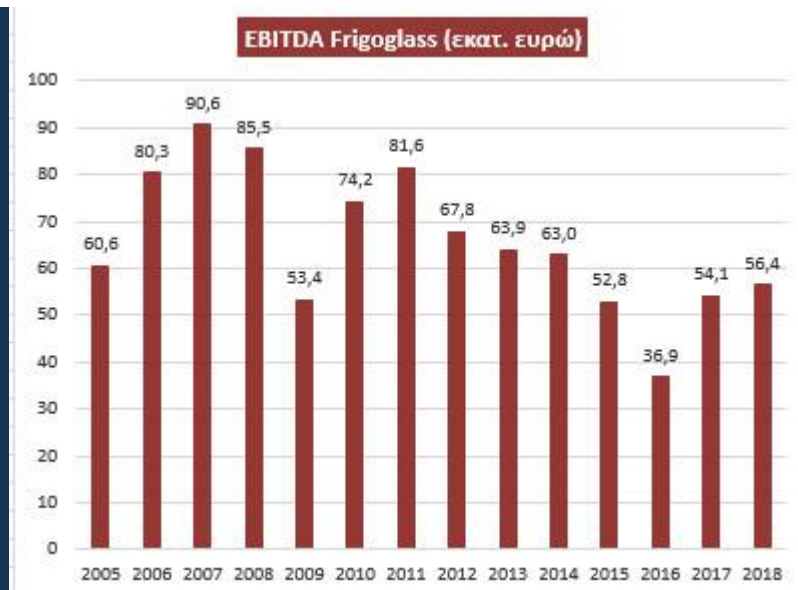
Μεγάλο ζητούμενο είναι να σταθεροποιηθούν οι πωλήσεις στα επίπεδα των 500 εκατ. ευρώ και ο όμιλος να νοικοκυρευτεί.

Τα **EBITDA** που εμφανίζει ο όμιλος είναι της τάξης του 11% με 15% του συνόλου των πωλήσεων.

Ρεκόρ στα EBITDA επιτεύχθηκε το 2007 όταν και έφθασαν στα 90,553 εκατ. ευρώ ... τη χρονιά αυτή ο όμιλος πέτυχε και ρεκόρ κερδοφορίας 45,455 εκατ. ευρώ, αλλά ακόμη η εταιρία ήταν νοικοκυρεμένη με υψηλή ρευστότητα και χαμηλό δανεισμό.

Το 2011 ο όμιλος πέτυχε EBITDA 81,562 εκατ. ευρώ, αλλά πλέον ο όμιλος έχει υψηλότερες αποσβέσεις και υψηλότερο δανεισμό (οπότε έχει ανεβασμένα χρηματοοικονομικά έξοδα) και γιαυτό εμφανίζει καθαρά κέρδη μόλις 20,051 εκατ. ευρώ.

Από το 2011 και κατόπιν τα EBITDA για 5 συνεχή έτη έχουν πτωτική πορεία και φθάνουν το 2016 να ανέρχονται σε μόλις 36,94 εκατ. ευρώ για 5 συνεχή έτη (2012 έως και 2016) ο όμιλος παρουσιάζει μεγάλες ζημιές και κλείνει τα ζημιογόνα εργοστάσια, ενώ επιβαρύνεται με ένα σωρό κόστη αναδιοργάνωσης.



Τα EBITDA του ομίλου στο Α εξάμηνο του 2019 έφθασαν τα 48,516 εκατ. ευρώ που αντιστοιχεί σε 16,8% των συνολικών πωλήσεων ... το περιθώριο EBITDA στο σύνολο της χρήσης θα πέσει τουλάχιστον κατά μια μονάδα.

Αν δεχτούμε ότι οι συνολικές πωλήσεις του ομίλου θα φθάσουν στα 480 εκατ. ευρώ τότε τα EBITDA υπολογίζεται ότι θα ανέλθουν πάνω από 67 εκατ. ευρώ. Ιδανικό σενάριο είναι οι πωλήσεις να ανέλθουν πάνω από 500 εκατ. και τα EBITDA να φτάσουν στα 80 εκατ. ευρώ.

Άρα με **πωλήσεις περίξ των 480 εκατ. ευρώ** και **EBITDA γύρω από 70 εκατ. ευρώ**.

Με αποσβέσεις στα 20 εκατ. ευρώ και χρηματοοικονομικά έξοδα επίσης στα 20 εκατ. ευρώ, αναμένονται στο κλείσιμο της χρήσης **κέρδη προ φόρων στα 30 εκατ. ευρώ**.

Οι υπολογισμοί και όλες οι προβλέψεις γίνονται δίχως να υπολογίζονται τυχόν έξοδα αναδιοργάνωσης και συναλλαγματικές ισοτιμίες ... άρα με 30 εκατ. κέρδη προ φόρων ο όμιλος Frigoglass αναμένεται να εμφανίσει **μετά φόρων κέρδη περισσότερα από 21 εκατ. ευρώ** με τα κέρδη που θα αντιστοιχούν στους μετόχους πάνω από 15 εκατ. ευρώ που αντιστοιχούν σε **0,0422 ευρώ ανά μετοχή**.

Δεν πρέπει να ξεχνάμε την επικινδυνότητα της μετοχής και να ξεναμελετήσουμε το Frigoglass 1 [εδώ](#) ... την ιστορική αναδρομή της μετοχής. Αν νοικοκυρευτεί η εταιρία και καταφέρει να

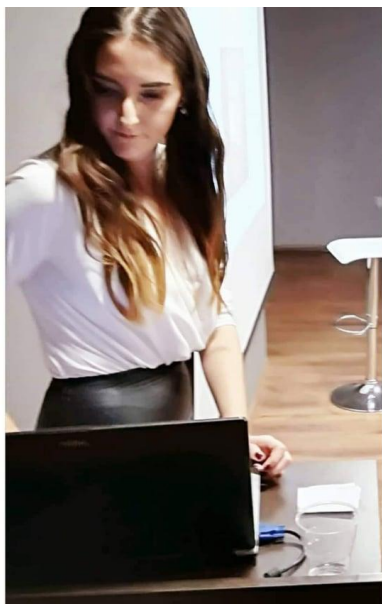
περιορίσει και άλλο τον δανεισμό τότε θα έχουμε μπροστά μας ένα μεγάλο turn around story ... μένει να δούμε αν το κλείσιμο των ζημιογόνων εργοστασίων και η τελευταία ΑΜΚ με καταβολή μετρητών που έγινε, με το ταυτόχρονο κούρεμα μέρος των δανείων του ομίλου είναι ικανά για να έχουμε πράγματι μπροστά μας το turn around story που θα υπόσχεται πλούσιες υπεραποδόσεις.

Τα ετήσια αποτελέσματα του ομίλου θα έχουν ξεκαθαρίσει περαιτέρω τα πράγματα ...

Φυσικά είναι μεγάλο αγκάθι τα αρνητικά ίδια κεφάλαια και με ποιόν τρόπο αυτά θα γυρίσουν θετικά, ώστε να απελευθερωθεί όλη η δυναμική της μετοχής.

Όμως πέρα απο τα ίδια κεφάλαια ... το σημαντικότερο στα χρηματιστήρια είναι το P/E και φυσικά τα κέρδη να εισπράττονται. Με επαναλαμβανόμενα κέρδη μετά φόρων στα 15 με 20 εκατ. ευρώ η μετοχή στα 0,2 ευρώ έχει P/E μεταξύ 3,55 με 4,73!!!

«Βυθίζονται» οι αγορές λόγω...“Κορωνοϊού”»



Κατερίνα Κωστοπούλου, Φοιτήτρια ΠΑΠΕΙ, Πρώτο αναπληρωματικό Μέλος ΔΣ ΣΕΔ

Τη Δευτέρα 24 Φεβρουαρίου 2020 ο Dow Jones Industrial Average και ο δείκτης FTSE 100 υποχώρησαν περισσότερο από 3%, καθώς η επιδημία του νέου κορωνοϊού εξαπλώθηκε και σε άλλες χώρες εκτός της Κίνας.

Στις 28 Φεβρουαρίου, οι χρηματιστηριακές αγορές παγκοσμίως ανέφεραν τις μεγαλύτερες πτώσεις τους από την οικονομική κρίση του 2008.

Τα προθεσμιακά συμβόλαια πετρελαίου παρουσίασαν τη μεγαλύτερη εβδομαδιαία πτώση από το 2009, οι αποδόσεις των 10ετών και 30ετών Αμερικανικών χρεογράφων Δημοσίου, μειώθηκαν σε νέα χαμηλά επίπεδα, ποσοστού 1,12% και 1,30% αντίστοιχα, ενώ υπήρξε μεγάλη αύξηση των τιμών του χρυσού, σε νέο υψηλό 7 ετών.

Η απότομη πτώση στα τέλη Φεβρουαρίου αποδόθηκε στους φόβους ότι η Κίνα θα μπορούσε να προκαλέσει παγκόσμια οικονομική κατάρρευση, λόγω της καραντίνας που επέβαλε το κράτος της για την καταπολέμηση του νέου κορωνοϊού, αλλά και λόγω των ανησυχιών για παγκόσμια εξάπλωση του ιού. Μέσα στις επόμενες εβδομάδες, οι αγορές έπεσαν τόσο ώστε να περάσουν σε κατάσταση «Bear Markets».



❖ Τι είναι όμως «bear market»?

«Bear market» είναι μια κατάσταση στην οποία οι τιμές των χρεογράφων μειώνονται κατά 20% ή περισσότερο από τα πρόσφατα υψηλά επίπεδα εν μέσω ευρείας απαισιοδοξίας και αρνητικού επενδυτικού κλίματος. Οι αγορές «Bear» έχουν συσχετιστεί με μειώσεις σε μια συνολική αγορά ή σε έναν δείκτη όπως ο S&P 500.

➤ 4 Ιστορικά «Bear markets»

Η Μεγάλη Ύφεση του 1929

Η συντριβή της χρηματιστηριακής αγοράς στις 29 Οκτωβρίου 1929 σηματοδότησε την έναρξη της Μεγάλης Ύφεσης, πυροδότησε την πιο διάσημη Bear market της Αμερικής. Και διήρκεσε μέχρι τον Ιούνιο του 1932. Ο S&P 500 μειώθηκε κατά 86% (υψηλή 31,86 – χαμηλή 4.4) σε λιγότερο από τρία χρόνια και δεν επανέκτησε το προηγούμενο υψηλό του μέχρι το 1954.

«Black Monday» 1987

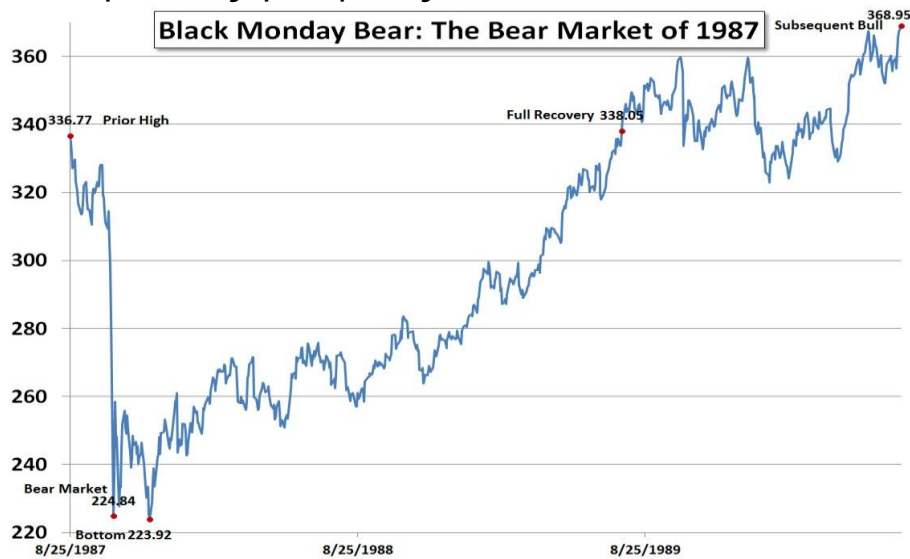
Τριάντα χρόνια πριν, τον Αύγουστο του 1987, οι δείκτες της Γουόλ Στριτ κατέρρευσαν. Μέχρι σήμερα δεν έχουν διευκρινιστεί πλήρως τα αίτια, τα οποία σε μεγάλο βαθμό αποδίδονται και στην τεχνολογία της εποχής.

Η νέα, για εκείνη την εποχή, τεχνολογία έπαιξε σημαντικό ρόλο, καθώς οι δικλείδες ασφαλείας των χαρτοφυλακίων έπρεπε να προστατεύσουν τους κατόχους από μεγάλες απώλειες. Το σύστημα όμως πουλούσε αυτόματα μετοχές όταν έπεφταν οι δείκτες. Έτσι η μέθοδος που υποτίθεται θα έπρεπε να είχε

‘προστατεύσει’ τους επενδυτές, τελικά έβλαψε τις συναλλαγές. Μεγάλο ρόλο επίσης στην κατάσταση είχε και η παρατεταμένη ένταση μεταξύ ΗΠΑ και Ιράν , καθώς και ο φόβος των επενδυτών έπειτα από συζητήσεις μεταξύ ΗΠΑ και Γερμανίας σχετικά με τις νομισματικές αποτιμήσεις, προκαλώντας προσδοκίες υποτίμησης του δολαρίου.

Ως αποτέλεσμα, ο Dow Jones μειώθηκε κατά 22,6%-η πιο απότομη πτώση του δείκτη ιστορικά.

Χαμηλό του S&P ήταν 46 ημέρες αργότερα στις 4 Δεκεμβρίου 1987 στις 223,92 μονάδες, μειωμένος κατά 33,51%.



Η Κρίση του 2008

Η φούσκα των στεγαστικών δανείων προκάλεσε την κατάρρευση της χρηματιστηριακής αγοράς τον Οκτώβριο του 2007. Οι γίγαντες της Wall Street, όπως η Bear Stearns και η Lehman Bros, κατέρρευσαν και η αγορά έπεσε στα χαμηλότερα επίπεδα από το 1997.

Την εποχή εκείνη, ο δείκτης S&P 500 είχε αγγίξει ένα υψηλό 1565.15 στις 9 Οκτωβρίου 2007, ενώ μέχρι τις 5 Μαρτίου 2009 είχε καταρρεύσει σε 682,55 –απώλεια ύψους 56.4%.

“Το Χρονικό Ενός Ιού”

9 Μαρτίου: Η «Black Monday» του 2020

- Στο άνοιγμα των αγορών, ο Dow Jones Industrial Average, παρουσίασε πτώση 1.300 μονάδων - η χειρότερη ημέρα για τον συγκεκριμένο δείκτη από την κατάρρευση της Lehman Brothers το 2008, σύμφωνα με τον Guardian- , γεγονός που προκάλεσε την προσωρινή παύση συναλλαγών στο Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης για 15 λεπτά.

Έως το κλείσιμο των αγορών, ο δείκτης Dow Jones έχασε πάνω από 2000 μονάδες, κάτι που περιγράφεται από τη The News International ως "τη μεγαλύτερη ιστορικά πτώση ενδοημερήσιας διαπραγμάτευσης" του δείκτη.

Ο NASDAQ έπεσε 620 μονάδες, ο S&P 500 μειώθηκε κατά 7,6%, ενώ οι τιμές του πετρελαίου μειώθηκαν περαιτέρω 22%.

Δεδομένου ότι το hashtag #BlackMonday χρησιμοποιείται όλο και περισσότερο στο Twitter, διεθνείς οργανώσεις ειδήσεων, όπως το Associated Press, The Economist, και το Yahoo Finance UK, υιοθέτησαν τον όρο την ημέρα που συνέβη. Ενώ ο The Guardian ανέφερε αρχικά ότι ήταν "Crash Monday", αργότερα αναφέρθηκε σε αυτό ως "Η Μαύρη Δευτέρα του 2020" για να το διακρίνει από το κραχ του 1987 με το ίδιο όνομα.

Την ίδια μέρα, με τεράστιες απώλειες άνοιξε και το Χρηματιστήριο Αθηνών, με τον Γενικό Δείκτη να υποχωρεί κατά 13% - στις 595,63 μονάδες.

Ο πανευρωπαϊκός δείκτης STOXX 600 κατέγραψε βουτιά 6,1% και πέρασε σε αγορά «bear market». Ακόμη, ο βρετανικός δείκτης FTSE 100 βυθίστηκε σημειώνοντας πτώση 8,0%, με τις μετοχές των πετρελαϊκών μετοχών BP και Royal Dutch Shell να υποχωρούν πάνω από 20%.

- Στις 11 Μαρτίου και οι τρεις βασικοί δείκτες της Wall Street υποχώρησαν, μετά την ανακοίνωση του Παγκόσμιου Οργανισμού Υγείας για τον κορωνοϊό, στην οποία έκανε λόγο πλέον για πανδημία.

Πλέον, ο Dow Jones πέρασε σε κατάσταση «bear market», υποχωρώντας κατά 5,9%. Ο δείκτης S&P κατέγραψε πτώση της τάξεως του 4,9% και ο Nasdaq κατά 4,7%.

Πλέον, το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης βρέθηκε 20% κάτω από τα υψηλά Φεβρουαρίου. Η UBS είχε προειδοποιήσει ότι τα παγκόσμια χρηματιστήρια μπορεί να υποστούν περαιτέρω απώλειες της τάξεως του 20%, αν ο κορωνοϊός εξελιχθεί σε πλήρη πανδημία. Η ημέρα υπήρξε σοκαριστική για την Boeing, κάτι που αποτέλεσε βασικό λόγο για την πτώση του Dow Jones, σύμφωνα με τον Guardian. Οι μετοχές της εταιρείας κατέγραψαν απώλειες 18%, μετά την αύξηση των ακυρώσεων στις παραγγελίες αεροσκαφών, καθώς οι αεροπορικές εταιρείες έχουν δεχθεί ισχυρό πλήγμα από την εξάπλωση του κορωνοϊού και τα μέτρα για την αντιμετώπισή του.

- Κατακόρυφη πτώση στο ξεκίνημα των συναλλαγών στις 12 Μαρτίου, παρουσίασαν τα Ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, πετυχαίνοντας το χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων τεσσάρων ετών. Η ανακοίνωση του Αμερικανού Προέδρου Ντόναλντ Τραμπ, όσον αφορά ταξιδιωτικούς περιορισμούς από τις χώρες της Ευρώπης προς τις ΗΠΑ, με εξαίρεση το Ηνωμένο Βασίλειο, με σκοπό τον περιορισμό εξάπλωσης του νέου κορωνοϊού, φαίνεται ότι προκάλεσε αναστάτωση στους επενδυτές. Ο πανευρωπαϊκός δείκτης STOXX 600 σημείωσε πτώση 4,9%, ενώ ο γενικός δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών εμφάνισε βουτιά κατά 9% και κινείται στις 548 μονάδες.

Ο Dow Jones υποχώρησε κατά περίπου 7% στο άνοιγμα, με συνέπεια να ενεργοποιείται η αυτόματη διακοπή των συναλλαγών για 15 λεπτά για δεύτερη φορά σε μια εβδομάδα στο χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης .

Η Wall Street εισήλθε πλέον σε «bear market», δηλαδή αγοράς που υφίσταται κρίση. Οι επενδυτές τρέμουν για μια παγκόσμια ύφεση, για την πανδημία του κορωνοϊού και για εκτεταμένες απώλειες που θα αφήσουν εταιρείες ανίκανες να αποπληρώσουν χρέη.



Κίνηση του δείκτη Dow Jones κατά τη διάρκεια 19/02-17/03, 2020.

Τι θα συμβεί...?

Παρά την αιφνιδιαστική ανακοίνωση της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ να μειώσει τα επιτόκια κατά 100 μονάδες βάσης στο 0% με 0,25%, από 1% με 1,25% που ήταν προηγουμένως, οι απώλειες στην αγορά της Νέας Υόρκης ήταν τεράστιες.

Ακόμη η Fed ανακοίνωσε ότι θα ξεκινήσει νέο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, μέσω ενεργοποίησης προγράμματος αγοράς ομολόγων 700 δισεκατομμυρίων δολαρίων, -500 δισεκατομμύρια δολάρια θα αποτελούν κρατικά ομόλογα και 200 δισ. δολάρια θα αφορούν ενυπόθηκα δάνεια-, για την στήριξη της αμερικανικής οικονομίας.

Η Goldman Sachs προειδοποιεί και αναθεωρεί την εκτίμηση της για το β' τρίμηνο του 2020, από 0% σε -5% έως -7%, γεγονός που αποτελεί την μεγαλύτερη μείωση του ΑΕΠ από την εποχή της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 όπου το ΑΕΠ συρρικνώθηκε κατά -8,4%, επισημαίνοντας ωστόσο ότι η αμερικανική οικονομία δεν είναι δεδομένο ότι θα βρεθεί σε ύφεση.

Επομένως δεν υπάρχει σίγουρη εκτίμηση για το τι θα συμβεί. Οι αγορές και οι κυβερνήσεις παγκοσμίως, είναι η πρώτη φορά που καλούνται να αντιμετωπίσουν μια κατάσταση πανδημίας. Οπότε το τι έπεται στη συνέχεια, θα το δείξουν από μόνες τους οι αγορές στο μέλλον...

Πηγές Forbes, Reuters, Financial Times

Η σκλαβιά προ των πυλών μέσα από την ψευδαίσθηση της ελευθερίας.



Τάκης Βενέτος ,Πλοίαρχος Ε.Ν. - Diploma in maritime business – 23 χρόνια επενδυτής –

Το χρήμα συμβολίζει ελευθερία. Θέλουμε μια δουλειά δική μας ώστε να μην λογοδοτούμε σε κανέναν. Θέλουμε να ζούμε χωρίς την ρουτίνα του αργόμισθου. Θέλουμε να ζούμε ανεξάρτητοι. Θέλουμε να βγάλουμε λεφτά, αλλά να θέλουμε να γίνουμε πλούσιοι από την εμπλοκή μας στο χρηματιστήριο; Πολλοί το φιλοδοξούν, λίγοι το καταφέρνουν. Το επάγγελμα είναι πολύ δύσκολο, γιατί δεν μπορούμε να έχουμε τον απόλυτο έλεγχο σε κάτι που εξαρτάται από τους άλλους. Το ταξίδι είναι όχι μόνο μακρύ και χωρίς τέλος αλλά και οδυνηρό στις περισσότερες των περιπτώσεων. Είναι κακός εθισμός. Μπορεί να μηδενίσεις τις όποιες οικονομίες σου, να καταστρέψεις ολόκληρη περιουσία. Είναι ένα παιχνίδι μηδενικού αθροίσματος που θρέφει ολόκληρη βιομηχανία.

Σκεφτείτε πόσοι επαγγελματίες ζουν από αυτή την βιομηχανία, η οποία συνεχώς αναζητά φρέσκους πελάτες, γενεές επί γενεών, που θα την τροφοδοτούν με χρήμα. Αγορά υπολογιστή, λογισμικό πλατφόρμας, μηνιαία συνδρομή χρηματιστηριακή, διαχειριστές κεφαλαίων, μεσάζοντες, τράπεζες,

ρυθμιστική αρχή/ ΕΧΑΕ/ Επιτροπή κεφαλαιαγοράς, εφημερίδες, διαδικτυακές οικονομικές σελίδες, οικονομικοί συντάκτες, συγγραφείς, βιβλία, η απέναντι πλευρά των επενδυτών που σε ανταγωνίζονται, κ.α.. Ποιος νομίζετε ότι χρηματοδοτεί όλους αυτούς τους κλάδους, κάνα ελικόπτερο που ρίχνει τζάμπια χρήμα;

Και μην ξεχνάμε, η αγορά είναι αυτορρυθμισμένη να σε σαμποτάρει, να σε πετάξει έξω για να έρθει ο επόμενος τροφοδότης. Είναι η πραγματικότητα και όχι η φαντασία. Είναι μια ψευδαίσθηση που σε κυριεύει ακόμα και την στιγμή που είσαι σε trade. Δεν έχεις την εξουσία στα συναισθήματα σου. Η αγοραστική θέση που πήρες γυρνά στο βαθύ κόκκινο και τότε οι λέξεις, εύχομαι, ελπίζω, μακάρι, αντικαθιστούν την ωμή πραγματικότητα που είναι η αντιμετώπιση της διαχείρισης της συναλλαγής. Η φαντασία βοηθά την αγορά και η πραγματικότητα εσένα. Η φαντασία δικαιολογεί τον χαμένο, ενώ οι περιορισμοί με κανόνες τον κερδισμένο. Έχασα διότι δεν γνώριζα μυστικά του χρηματιστηριακού εμπορίου, είναι δικαιολογία του φαντασιακού ψυχολογικού συναισθήματος. Τα χρηματιστήρια έλκουν σαν μαγνήτης κάθε κατηγορία κοινωνικών στρωμάτων και εσύ πρέπει να βγεις νικητής. Παρ' όλο που η πλειοψηφία καλών επενδυτών είναι απόφοιτοι ανώτερης εκπαίδευσης, ωστόσο λίγοι είναι εκείνοι που είναι οι διανοούμενοι, μεγάλο ποσοστό δεν έχουν βγάλει ούτε το λύκειο. Επομένως, το ερώτημα που εγείρεται είναι θέμα εξυπνάδας και πανεπιστημιακής μόρφωσης ή συμβαίνει κάτι άλλο;

Αν ρωτήσουμε πολύ παλιούς επενδυτές, εμπόρους, που με το χέρι στην καρδιά να θέλουν να σου πουν τι περίπου συμβαίνει, θα σου πουν τα "εξής":

Έχασα γιατί δεν ήμουν πριζωμένος με την αγορά την στιγμή που άνοιξα θέση, και στην συνέχεια ασχολήθηκα με άλλα θέματα, δεν κοντρόλαρα την ψυχολογία μου, άφησα αφελώς σκεπτόμενος να με κυριεύουν συναισθήματα παρόρμησης απληστίας, άνοιγα μεγάλες θέσεις αντί να διαχειριστώ πειθαρχημένα και υπεύθυνα τα χρήματα του λογαριασμού μου, βιαζόμουν να αγοράσω στα πρώτα στάδια μιας μεγάλης πτώσης, δεν έκοβα τις απώλειες νωρίς, δεν είχα ένα πλάνο, δεν γνώριζα ποια ήταν η τάση, δεν είχα την υπομονή να περιμένω τιμές υπέρ μου.

Από την άλλη, δεν είμαι όμως και ρομπότ να έχω κάποιο αυτόματο πρόγραμμα ώστε να έχω όλα τα ανωτέρω υπό πλήρη έλεγχο, θέτοντας τα σε εφαρμογή στον αυτόματο πιλότο. Έχεις δει

ποτέ κανένα αυτόματο πιλότο να αποφεύγει την σύγκρουση; Αφήνεις έρμαιο των κυμάτων την ζωή σου, στον αυτόματο πιλότο που δεν μπορεί να κρίνει; Αν ναι, τότε η σκλαβιά είναι προ των πυλών. Επομένως, απορρίπτουμε την φαντασιακή ψευδαίσθηση του αυτομάτου πιλότου, έστω και αν είναι συνδεδεμένος με βοηθητικά μηχανήματα υποστήριξης. Άνθρωποι είμαστε, διαχειριζόμενοι σε στιγμές πίεσης μόνο την κρίση του εαυτού μας απέναντι στον ρεαλισμό της αγοράς που είναι στελεχωμένη από σκληρούς ανθρώπους, οι οποίοι δεν θα σε αφήσουν να αλωνίζεις και να κάνεις ό, τι θέλεις. Κατά συνέπεια, από αυτά που μας μεταδίδουν οι παλιοί: αφιερώνουμε πολλές ώρες ώστε να δομήσουμε ένα σφιχτό money management ως δίκτυ προστασίας. Κόβουμε τις ζημιές νωρίς για να διατηρήσουμε στην ζωή το κεφάλαιο μας. Κοντρολάρουμε την ψυχολογία μας αποξενώνοντας την ψευδαίσθηση των συναισθημάτων απληστίας, φόβου και χαλάρωσης. Μετά το πέρας του trade, καταγράφουμε στο χαρτί τις αιτίες των λαθών που κάναμε και δεν πήγε καλά.

Παράδοξο να κυνηγάμε τα λεφτά αντί του ορθού, είμαι επικεντρωμένος στο trade plan μου - είσοδος, έξοδος σε κέρδη, όσο νωρίτερα στοπ στην απώλεια τόσο καλύτερα. Είσαι εσύ και η αγορά, είσαι εσύ και το κάθε trade, με πειθαρχία στις αποφάσεις σου χωρίς δεύτερη σκέψη, χωρίς συναισθήματα φόβου και απληστίας αν θέλεις να βγεις νικητής. Εντάσσεται στην νίκη και η χασούρα του στοπ . Ξεκινάμε ένα trade και προσδενόμαστε στο κατάρτι του χωρίς να ακούμε τις Σειρήνες. Η αγορά είναι κράχτης με μάσκα όμορφου προσώπου και θα κάνει τα πάντα για να σου τα πάρει. Αν νομίζουμε ότι η συμμετοχή και αντιμετώπιση της είναι παιχνιδάκι και ότι εμείς είμαστε οι όμορφοι που θα την ξελογιάσουμε, **τότε να ξέρουμε ότι η σκλαβιά είναι μόλις ένα σκαλοπάτι μακριά από τον μακρύ δρόμο της ελευθερίας.**

Σε ό, τι αφορά το Χ.Α.:

_ Σήμερα 06/03/2020 ο Γ.Δ. έκλεισε με πτώση στις 684,74 μον. προερχόμενος από τα υψηλά των 942,20 μον. που έγραψε στις 24/01/2020. Παρατηρούμε από το **διαγρ. 1**



ότι μόλις 29 πτωτικές χρημ/κες ημέρες χρειάστηκαν για να πάρει πίσω ό, τι έχτισε ανοδικά επί 232 χρημ/κες ημέρες. Τούτο δηλώνει την σφοδρότητα της πτώσης, ακραίων καταστάσεων, λόγω ιού και της έντασης μεταξύ Ελλάδας και Τουρκίας στο θέμα των λαθρομεταναστών. Αντίστοιχα, κατά ειρωνικό τρόπο ο ιός εμφανίστηκε στα υψηλά όλων των εποχών σε DJA & DAX –

διαγρ. 2



. Οι αγορές πάνε πάνω - κάτω και σε πλαγιοκίνηση. Έχουν τάση, έχουν ροή, αλλάζουν. Αν δεν αντιληφτούμε την αλλαγή μας σκοτώνουν.

Στο Χ.Α., τόσο οι βασικοί δείκτες όσο και οι μετοχές προειδοποίησαν για αυτή την αλλαγή. Εν προκειμένω, για Γ.Δ. στις 03/02/2020.

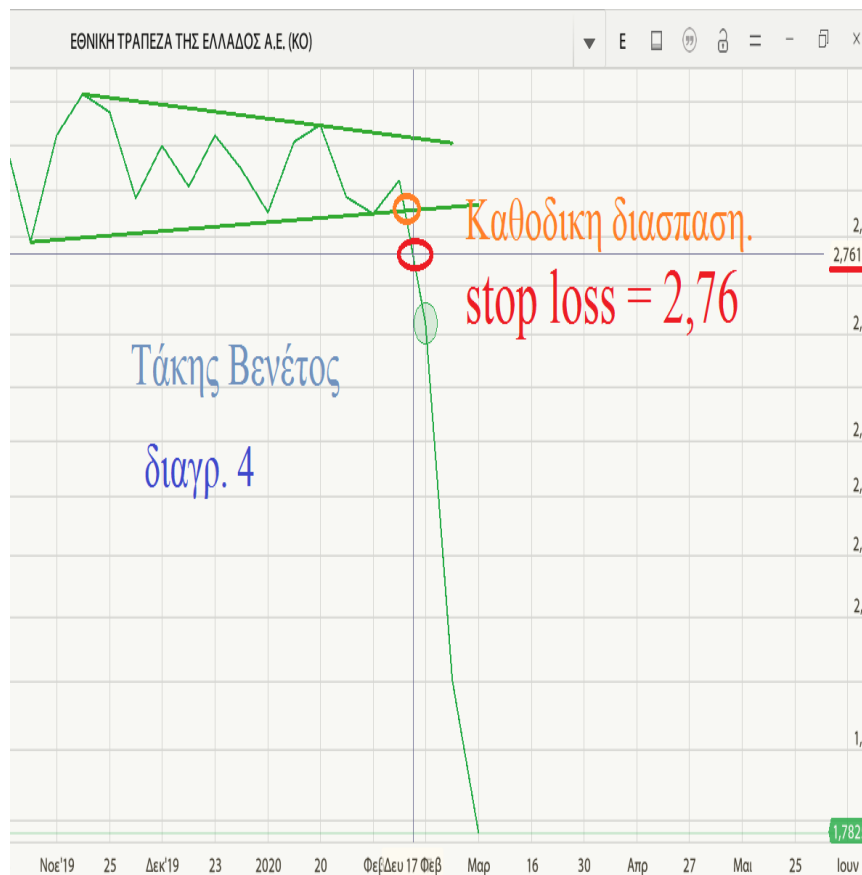
Εν συνέχεια, ήρθαν δυο πτωτικά σήματα στις 07/02/20 και 19/02/2020 – **διαγρ. 3**.



Είναι η στιγμή των σημάτων, είναι η στιγμή να απαντηθούν τα ερωτήματα σε όλα όσα γραφτήκαν. Ανοίξαμε θέση πώλησης και αν όχι, ποια ήταν η αιτία; Μήπως φοβηθήκαμε ότι η αγορά θα συνέχιζε ανοδικά; Μήπως αμφιβάλλαμε για την μεθοδολογία μας; Μήπως δεν καταλαβαίνουμε το ταμπλό; Μήπως δεν καταλαβαίνουμε την σχέση σύνδεσης της μιας μπάρας με την

άλλη; Μήπως δεν καταλαβαίνουμε τα διαγράμματα;
Μήπως ήμασταν αγορασμένοι μέσα σε τριγωνικό σχηματισμό

(βλ. **Διαγρ. 4** - παραδείγματα ΕΤΕ),



που μόλις είχε διασπασθεί καθοδικά, ώστε να στοπάρουμε την χασούρα μας νωρίς;

Μήπως εμπιστευτήκαμε τα θεμελιώδη και το brand name (βλ. **Διαγρ. 5 - ΜΥΤΙΛ**),



και προβαίναμε σε αγορες περιξ των 9-10€ ; Λαβαμε υποψην οτι η μετοχη ερχεται απο τα χαμηλα των 1,30€;

Μήπως κάναμε το ίδιο λάθος να αγοράζουμε σε καθοδική διάσπαση σχηματισμού;

Μήπως καναμε το ιδιο λαθος να αγοραζουμε στα χαμηλά κάθε μέρας πτώσεως με την ελπίδα ότι ήταν πάτος;

Μήπως με αυτήν την τακτική εξαντλήσαμε την ρευστότητα μας αντί να την διαφυλάξουμε ως κόρη οφθαλμού;

Μήπως είμαστε από εκείνους που αφορίζουν έστω τα βασικά της κλασικής Τ.Α. ;

Μήπως δεν σφραγίσαμε τα αυτιά μας στις διάφορες Σειρήνες των συναισθημάτων μας, στα παπαγαλάκια, στα ΜΜΕ, στους διαχειριστές κεφαλαίων, στους χρηματιστές, στα τραπεζικά στελέχη αντί να είμαστε ρεαλιστές και προσηλωμένοι με πειθαρχία στο trade;

- Σημείωση: Όπως όλες οι ξένες αγορές έτσι και το Χ.Α. είναι σε έντονη καθοδική πορεία, ακραίων καταστάσεων. Ό, τι λάθη κάναμε, κάναμε, παλιοί και νέοι όταν ραγίζει το γυαλί. Από τώρα και στο έξης, περιμένουμε στωικά την αλλαγή τάσης σε ανοδική και λαμβάνουμε θέση μόνο στο σήμα της – trend followers. Δεν μας ενδιαφέρει καθόλου που θα πάει και τι θα κάνει. Εκτιμήσεις όμως με μετρήσεις της κλασικής ναι. Η αλλαγή της τάσης με σήμα είναι ο ακρογωνιαίος λίθος και όποιος μπορέσει να την ανιχνεύσει και να την ακολουθήσει θα είναι ο επόμενος νικητής της αγοράς.

@MOHA Finance Forum

@ ANTITHESIS - STOCKMARKET TRADING

ΠΕΤΡΟΣ ΜΙΧ. ΠΕΤΡΟΥΛΑΣ

Καθηγητής Χρηματοοικονομίας και Λογιστικής σε ιδιωτικά κολέγια μεταλυκειακής εκπαίδευσης και εισηγητής σεμιναρίων με αντικείμενα: Cash-Flow, Credit Control, Budgeting, Ratio Analysis, Working Capital Management, Project Management, Real Estate Processing and Development ,Executive Finance Information Systems, κ.ά.

Έχει επίσης διατελέσει:

- **Γενικός Διευθυντής «ΕΘΝΟFACT ΑΕ», θυγατρικής εταιρίας του ομίλου N.B.G**
- **Μέλος Γνωμοδοτικής Επιτροπής Υπουργείου Εθνικής Οικονομίας (ΕΟΜΜΕΧ)**
- **Μέλος Επενδυτικής Επιτροπής ΑΕΔΑΚ ΙΚΑ - ΑΣΦΑΛΙΣΤΙΚΩΝ ΤΑΜΕΙΩΝ**
- **Αναπληρωτής Διευθυντής Διοίκησης Εθνικής Τράπεζας**
- **Ωρομίσθιος Καθηγητής Κοστολόγησης ΤΕΙ Αθηνών.**

ΠΕΡΙΓΡΑΦΗ ΕΡΓΟΥ-ΕΡΕΥΝΑΣ:

Η ΧΡΗΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑ ΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ-Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΤΑΙΡΙΩΝ

Πρόκειται για απόσπασμα εφαρμοσμένης έρευνας σε ένα νεωτεριστικό **στατιστικό υπόδειγμα** πρόβλεψης (Z και U) της επιχειρηματικής πτώχευσης, καθώς επίσης και σε ένα **εμπειρικό υπόδειγμα** πρόβλεψης (Scorecard) με την ίδια κατεύθυνση.

Η δυνατότητα **πρακτικής εφαρμογής** των υποδειγμάτων αυτών σε τραπεζικά ιδρύματα, συμβούλους επιχειρήσεων και σε επιχειρήσεις προκειμένου να σταθμιστεί η πιστοληπτική ικανότητα των πελατών τους.

Η εργασία βρίσκεται σε **δοκιμαστικό** στάδιο και η βασική μεθοδολογία στη φάση της **ανάπτυξης**..

Η έρευνα αποτελεί Επιτομή Διπλωματικής Εργασίας και έχει παρουσιασθεί στο **9^ο φοιτητικό συνέδριο (2012)**, που διεξήχθη με την εποπτεία του Οικονομικού Πανεπιστημίου Αθηνών στην Αθήνα τον Μάιο του 2012.

Η διπλωματική εργασία έγινε στο **Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών**, ως προαπαιτούμενο για την απόκτηση Μεταπτυχιακού τίτλου Εξειδίκευσης στη Στατιστική Επιστήμη (MSc. : Έγκριση Σεπτέμβριος 2011) στο Τμήμα Στατιστικής για Στελέχη Επιχειρήσεων και Εκπαιδευτικούς , με τίτλο :

ΕΦΑΡΜΟΣΜΕΝΗ ΕΡΕΥΝΑ

ΤΙΤΛΟΣ: Η ΧΡΗΣΗ ΠΟΣΟΤΙΚΩΝ ΜΕΘΟΔΩΝ ΣΤΗ ΧΡΗΜΑΤΟΔΟΤΙΚΗ ΛΕΙΤΟΥΡΓΙΑΤΩΝ ΠΙΣΤΩΤΙΚΩΝ ΙΔΡΥΜΑΤΩΝ- Η ΠΕΡΙΠΤΩΣΗ ΑΞΙΟΛΟΓΗΣΗΣ ΤΟΥ ΠΙΣΤΩΤΙΚΟΥ ΚΙΝΔΥΝΟΥ ΕΛΛΗΝΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ

ΠΕΤΡΟΣ ΜΙΧΑΗΛ ΠΕΤΡΟΥΛΑΣ

1. Εισαγωγή

Η ραγδαία ανάπτυξη των Χρηματοοικονομικών Ιδρυμάτων και η αυξανόμενη ζήτηση για καλύτερη αξιολόγηση των επιχειρήσεων, οδήγησε στην ανάπτυξη νέων μοντέλων-υποδειγμάτων διαχείρισης του πιστωτικού κινδύνου.

Αυτό συνέβαλε και στην αποτελεσματικότερη χρήση της χρηματοοικονομικής και στατιστικής ανάλυσης σε θέματα Πιστωτικής Διαχείρισης.

Στόχος τους αποτελεί ο περιορισμός του συνεχώς αυξανόμενου αριθμού των λογαριασμών - πελατών, οι οποίοι μεταπίπτουν σε «καθυστέρηση οφειλών» και στη συνέχεια σε «χρεωκοπία».

Για το λόγο αυτό χρησιμοποιούν ποικίλες τεχνικές πιστωτικής διαχείρισης (credit management), οι οποίες έχουν αναπτυχθεί και εξελιχθεί κατά τις τελευταίες δεκαετίες.

Οι περισσότερες από τις τεχνικές αυτές στην πράξη χρησιμοποιούν ένα υπολογίσιμο "score" για έναν έκαστο υποψήφιο ή υφιστάμενο λογαριασμό για τη λήψη ,επέκταση, μείωση ή

κατάργηση ορίου χρηματοδότησης κεφαλαίου κίνησης, δανείου ή απλής εμπορικής πίστωσης.

Τα εν λόγω υποδείγματα χρησιμοποιούνται «παραδοσιακά» πλέον στα πλαίσια της Διακριτής Ανάλυσης (Discriminant Analysis), η οποία είναι η πιο κοινή «ποσοτική τεχνική» στον έλεγχο της πιστωτικής διαχείρισης. Η μεθοδολογία της ανάλυσης αυτής χρησιμοποιεί μία εξίσωση για κάθε ομάδα εταιριών (πτωχευμένες-υγιείς).

Η πιστωτική διαχείριση σε αυτή την χρονική περίοδο εξελίσσεται παράλληλα σαν μια **τέχνη** και μια **επιστήμη**. Έτσι η απόφαση για αποδοχή ή απόρριψη ενός υποψήφιου λογαριασμού καθορίζεται πολύ καλά στα πλαίσια της ποσοτικής ανάλυσης.

Οι υπόλοιπες αποφάσεις δεν είναι εύκολο να διατυπωθούν και είναι λιγότερο μελετημένες, ώστε η **υποκειμενική** κρίση, παρά τα **εμπειρικά πρότυπα** , να εμφανίζεται ως κανόνας.

2. Υποδείγματα Αξιολόγησης Πιστωτικού Κινδύνου Ελληνικών Εταιριών

2.1 Εισαγωγή

Επιλέξαμε **τρία διακεκριμένα** (δύο ελληνικά και ένα ξένο) υποδείγματα που έχουν δημοσιευθεί σε έγκυρα διεθνή επιστημονικά περιοδικά, προκειμένου να ελέγξουμε, **εάν και κατά πιο ποσοστό** θα ήταν εφικτή η πρόβλεψη της επελθούσας πτώχευσης ,σε ένα δείγμα ελληνικών επιχειρήσεων που

πτώχευσαν στη περίοδο 1996-1998, δηλαδή λίγο πριν την μετάπτωση στο κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα € (EURO).

Επίσης, αναζητώντας επί πλέον και τα πιθανά **αίτια** της πτώχευσης μπορούμε να συνδυάσουμε την έρευνα αυτή με μία προτεινόμενη **SCORECARD**, καθώς επίσης και με ορισμένες μεταβλητές όπως: η **ΥΠΕΡΧΡΕΩΣΗ (Z)**, η **ΥΠΟΔΡΑΣΤΗΡΙΟΤΗΤΑ (U)** και η **ΔΙΑΡΚΕΙΑ ΤΟΥ ΕΜΠΟΡΙΚΟΥ ΚΥΚΛΟΥ (ΕΚ)**.

Δηλαδή, σε τι ποσοστό οι τρεις αυτές μεταβλητές δίνουν «σήματα» της επερχόμενης πτώχευσης, έστω και σε ένα καταρχήν εμπειρικό επίπεδο. Ο περιορισμός της έρευνας στις τρεις αυτές παραμέτρους στηρίζεται στη νεωτεριστική μεθοδολογία των Moses & Liao (The journal of COMMERCIAL BANK LENDING March 1987 p.27-38), δηλαδή σε μια διαισθαντική-ενστικτώδη (intuitive advantage of index approach) μέθοδο επιλογής **σημαντικών δεικτών** της χρηματοοικονομικής ανάλυσης. Δηλαδή αποφεύγεται μια τελείως άστοχη και ανούσια περιπλάνηση μεταξύ μιας μεγάλης ποικιλίας χρηματοοικονομικών δεικτών, η πλειοψηφία των οποίων είναι σχεδόν βέβαιο ότι δεν μπορεί να προσφέρει σημαντική πληροφόρηση στη <<δημιουργία του νέου υποδείγματος.>>.

Οι παραπάνω τρεις μεταβλητές σχετίζονται η μεν πρώτη(**Z**) με τη ρευστότητα (**L**), η δε δεύτερη(**U**) με την αποδοτικότητα (**R**) και **δεν είναι ακόμη δόκιμες στη Χρηματοδοτική Διοίκηση (Financial Management).**

Η τρίτη μεταβλητή (**ΕΚ**) αποτελεί το «**συνδεδετικό κρίκο**» μεταξύ των δύο πρώτων (**Z&U**) ως μία μετρήσιμη παράμετρος του **πιστωτικού κινδύνου..**

2.2 Περιγραφή Μεθοδολογίας

Αναζητήσαμε το δείγμα της Εργασίας τυχαία μεταξύ 200 επιχειρήσεων που πτώχευσαν σε μια ορισμένη χρονική περίοδο (τριετία) και 121 υγιών (ICAP Indicator AA-B) επιχειρήσεων που δραστηριοποιήθηκαν στην ίδια περίοδο.

Λόγω έλλειψης επαρκών στοιχείων και για τη σημαντικότητα της ανάλυσης οριστικοποιήσαμε το δείγμα για την περίοδο 1996-1998 ως εξής:

ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ	ΠΤΩΧΕΥΜΕΝΕΣ		ΥΓΙΕΙΣ	
	ΠΛΗΘΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ	ΠΟΣΟΣΤΟ	ΠΟΣΟΣΤΟ
Βιομηχανικές	23	33%	10	55,6%
Εμπορικές	32	47%	4	22,2%
Παροχής Υπηρεσιών	14	20%	4	22,2%
ΣΥΝΟΛΑ	69	100%	18	100%

3. Περιγραφή μιας Νεωτεριστικής Προσέγγισης για την Πρόβλεψη της Επιχειρηματικής Πτώχευσης

3.1 Παρουσίαση Βασικών Υποθέσεων

Η εργασία στηρίχθηκε αποκλειστικά σε οικονομικές καταστάσεις που δημοσίευσαν οι εταιρίες του δείγματος **ένα χρόνο πριν το γεγονός** της πτώχευσης.

Η χρηματοοικονομική ανάλυση έγινε από τους δημοσιευμένους ισολογισμούς βασικά **χωρίς προσαρμογή** των στοιχείων στις τυχόν παρατηρήσεις των ορκωτών ελεγκτών. Σημειώνεται ότι τα μεικτά κέρδη έχουν **προσαρμοστεί** (αυξηθεί) με τις κοστολογημένες αποσβέσεις προκειμένου να επιτευχθεί συγκριτική βάση αξιολόγησης της αποδοτικότητας του λογαριασμού εκμετάλλευσης και στις ελάχιστες περιπτώσεις, όπου δεν δημοσιεύονται τα χρηματοοικονομικά έξοδα, προκειμένου να λειτουργήσουν ορισμένα στατιστικά υποδείγματα, χρησιμοποιήθηκε μια ψευδομεταβλητή.

3.2 Ο Προβληματισμός της Εργασίας

Οι ερευνητές, διαχρονικά, προσπαθούν να ελαχιστοποιήσουν τις μεταβλητές που θα συμπεριληφθούν στην τελική σύνθεση του υποδείγματος. Παράλληλα όμως χωρίς να μειώσουν την αποτελεσματικότητά του, επιδιώκουν να την αυξήσουν, **συγκριτικά** με προηγούμενες παρόμοιες εργασίες.

Προτείνουμε, λοιπόν, εκτός του Εμπειρικού Scorecard (Credit Rating) και τους δείκτες Υπερχρέωσης (Z) και Υποδραστηριότητας (U), για έλεγχο, στα πλαίσια της συνολικής αξιολόγησης των επιλεγμένων υποδειγμάτων αυτής της Εργασίας.

.Δηλαδή, στη πράξη επιχειρούμε μια **παράλληλη σύγκριση** <<3 παλαιών-επιτυχημένων>> και << 2 νεωτεριστικών-προτεινόμενων>> υποδειγμάτων πρόβλεψης της επιχειρηματικής αποτυχίας (πτώχευσης).

Σημειώνεται ότι τα **Z** και **U** είναι συμπληρωματικά και για το λόγο αυτό εφαρμό-

ζονται από κοινού , ώστε να εξετάζονται και τα δύο επίπεδα ελέγχου των

Υποδειγμάτων.

Για την ισχυροποίηση των αποτελεσμάτων που θα προκύψουν, επιλέξαμε την σύγκριση όλων των υπό διερεύνηση υποδειγμάτων με ένα εμπορικά επιτυχημένο στην ελληνική αγορά σχετικό στατιστικό υπόδειγμα : ICAP CREDIT RISK INDICATOR . .

3.2.1 Η περίπτωση της Υπερχρέωσης (Z)

Εάν ισχύουν τουλάχιστον δύο από τα παρακάτω κριτήρια (**Risk Factors**), δηλαδή : $EK > 90$ ημερών, Δείκτης υπερχρέωσης $X > 4$ και «τυπικό» όριο αναγκαίας βραχυπρόθεσμης εξωτερικής χρηματοδότησης $<$ Πραγματικής (υφιστάμενης) βραχυπρόθεσμης τραπεζικής χρηματοδότησης (Y), τότε αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος και ενδέχεται να ακολουθήσει αθέτηση πληρωμών (πτώχευση) στο εγγύς μέλλον, όπου:

EK: Εμπορικός Κύκλος (σε ημέρες), **Τυπικό Όριο** (σε €) **Αναγκαίας Βραχυπρόθεσμης Εξωτερικής Χρηματοδότησης:** $[(EK * \text{Καθαρό Κόστος Πωλήσεων}) / 365]$, **X:** Leverage (Ξένα / Ίδια Κεφάλαια) και **Y:** Βραχυπρόθεσμη Τραπεζική Χρηματοδότηση(σε €).

Σημειώνεται εδώ ότι τα <<όρια>> που ετέθησαν για τους RISK FACTORS είναι αυθαίρετα και προκύπτουν από εμπειρικές παρατηρήσεις και πάντα μέσα στα πλαίσια της μεθοδολογίας που ανέπτυξαν οι Moses & Liao, για την οποία έχει ήδη γίνει αναφορά (βλ. παρ. 2.1).

Στο τέλος της εργασίας στο Παράρτημα παρατίθεται σχετικός πίνακας αξιολόγησης των 69 πτωχευμένων επιχειρήσεων του δείγματος, όπου οι δείκτες Υπερχρέωσης (Z) σημειώνονται στη στήλη E.K.(1) σε ημέρες και στη στήλη Z(2α) οι παράμετροι X και Y .

3.2.2 Η περίπτωση της Υποδραστηριότητας (U)

Εαν ισχύουν τουλάχιστον, 2 από τα παρακάτω κριτήρια (Risk Factors), δηλαδή $EK > 90$ ημερών, $A < 2$ και $I < 1$, τότε αυξάνεται ο πιστωτικός κίνδυνος και ενδέχεται να ακολουθήσει αθέτηση πληρωμών (πτώχευση) στο εγγύς μέλλον, όπου:

EK: Εμπορικός Κύκλος (σε ημέρες), **A:** Κυκλοφοριακή Ταχύτητα Ιδίων Κεφαλαίων (Πωλήσεις/ Ίδια Κεφάλαια), και **I:** Επίδραση Δανειακών Κεφαλαίων στην Ιδιωφελή Αποδοτικότητα (Ιδιωφελής Αποδοτικότητα / Συνολική Αποδοτικότητα) .

Επαναλαμβάνεται και εδώ, ότι τα παραπάνω << όρια >> είναι αυθαίρετα και προέρχονται από εμπειρικές παρατηρήσεις. Ειδικότερα το όριο για την Επίδραση των Δανειακών Κεφαλαίων στη Ιδιωφελή Αποδοτικότητα, αναφέρεται ότι αυτό αποτελεί πόρισμα της

Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης (βλ. σχετικά Γκίκας Δ. : Η ανάλυση των Λογιστικών Καταστάσεων ,σελ. 249-253).

Στο Πίνακα του Παραρτήματος στο τέλος της Εργασίας που προαναφέρθηκε, οι δείκτες Υποδραστηριότητας (U) σημειώνονται στη στήλη Ε.Κ.(1) σε ημέρες και στη στήλη U (2 β) οι παράμετροι Α και Ι.

4. Συγκριτική Αξιολόγηση<< Παλαιών –Κλασσικών>> επιτυχημένων και <<Νεωτεριστικών - Προτεινόμενων >> Υποδειγμάτων (βλέπε Πίνακα στο Παράρτημα στο τέλος της Εργασίας).

4.1. Το στατιστικό υπόδειγμα **H-score (στήλη 3)** αμερικανικής προσέγγισης (Fulmer et.al,The Journal of Commercial Bank Lending ,July 1984), χρησιμοποιήθηκε , εκτός άλλων και από την ATLANTIC BANK (USA, aff. Bank of N.B.G. Group), Το υπόδειγμα **απεδείχθη αποτελεσματικό**, σύμφωνα, με τα στοιχεία της ανάλυσης και

επομένως **μπορεί να εφαρμοστεί και στις ελληνικές επιχειρήσεις**, αφού επαληθεύει την επερχόμενη πτώχευση σε σημαντικά υψηλό ποσοστό (87 %), δηλαδή 60 από τις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις.

Το υπόδειγμα κατέδειξε στην αρχική εφαρμογή του (Η.Π.Α.) 98,3% ακρίβεια πρόβλεψης **ένα έτος** πριν από το πιστωτικό γεγονός (56 από 57 επιχειρήσεις) και 81.5% ακρίβεια πρόβλεψης **δύο έτη** πριν το γεγονός (44 από τις 54 επιχειρήσεις) αντίστοιχα.

.4.2. Το **z-score LPM (στήλη 4)** και το **z-score MDM (στήλη 5)**, της ελληνικής προσέγγισης (G. Gloubos-Th. Grammatikos, The Success of Bankruptcy in Greece. Studies in Banking and Finance, 1988), πέτυχαν βαθμό ακρίβειας πρόβλεψης της επιχειρηματικής πτώχευσης στο υπό εξέταση δείγμα: 71 % (LPM 49 στις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις) και 80%(MDM: 55 στις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις). .Επομένως η απάντηση και εδώ είναι **θετική**, άρα τα 2 εξεταζόμενα υποδείγματα **μπορούν να εφαρμοσθούν** και να **συγκριθούν** παράλληλα με τα υπόλοιπα υποδείγματα της Εργασίας .

Σημειώνεται ότι τα παραπάνω υποδείγματα στην αρχική εφαρμογή τους κατέδειξαν σημαντικό βαθμό ακρίβειας στη πρόβλεψη των πτωχευμένων επιχειρήσεων **ένα έτος πριν το γεγονός: 93,3%(LPM) και : 96,7% (MDM) αντίστοιχα.**

Επισημαίνεται το γεγονός ότι τα δύο παραπάνω υποδείγματα επελέγησαν μαζί με άλλα έξι **κλασσικά** (Altman, Bilderbeek, Ooghe-Verbaere, Zavgren, Keasey-Mc Guinness, Ooghe-Joos-De Vos) πλέον στη **Διεθνή Βιβλιογραφία** υποδείγματα, προερχόμενα από 5 χώρες ,όπου έτυχαν επιτυχούς αρχικής εφαρμογής στις χώρες τους , για έλεγχο και επανεκτίμηση συντελεστών και ορίων απόρριψης, (cut off point) σε 6500 βελγικές εταιρίες που πτώχευσαν στη περίοδο 1997-1998. Στο νέο δείγμα περιλήφθηκε μεγάλος αριθμός (223.552) φερέγγυων βελγικών επιχειρήσεων, καθώς και ικανός αριθμός (25.782) βελγικών επιχειρήσεων με διάφορα οικονομικά προβλήματα.

Όμως, μετά την επανεκτίμηση των συντελεστών των συγκεκριμένων ελληνικών υποδειγμάτων, και την εφαρμογή τους στις βελγικές επιχειρήσεις, η ακρίβεια πρόβλεψης της

επερχόμενης πτώχευσης **ένα έτος πριν το πιστωτικό γεγονός**, μειώθηκε από 70,18% (LPM) , σε 63,76% και από 83,94% (MDM) σε 72,02% αντίστοιχα.

Με εξαίρεση ένα υπόδειγμα(Zavgren), με ορθές αρχικές προβλέψεις 55.0%,οι οποίες αυξήθηκαν τελικά σε 90,0%, όλα τα υπόλοιπα μείωσαν της αρχικές τους επιδόσεις. Στη μείωση αυτή, ο αριθμός και η πολυπλοκότητα των μεταβλητών του κάθε υποδείγματος, η χώρα προέλευσης και οι τύποι των εταιριών του δείγματος, οι διάφορες τεχνικές δειγματοληψίας κ.ά. θεωρήθηκαν ότι **έπαιξαν σημαντικό** ρόλο.

4.3. Το **εμπειρικό Scorecard** υπόδειγμα Credit Rating (**στήλη 6**), εμφάνισε ποσοστό ακρίβειας πρόβλεψης 88,4% (61 στις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις).

Σημειώνεται εδώ ότι η **grey area (MR)** περιοχή, όπου το υπόδειγμα δεν δίνει άμεση απάντηση αποτελεί το 20,3% του δείγματος (14 στις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις).

Επομένως η απάντηση και εδώ **είναι θετική**, επειδή η περιοχή αυτή θεωρείται από τους χορηγητές πιστώσεων << οιονεί υψηλού πιστωτικού κινδύνου>>.

4.4.1. Υπερχρέωση (Z) (στήλη 2 α)

Στην **ολιστική (μετριοπαθή – εμπειρική) προσέγγιση**, όταν ζητείται να ισχύουν και οι **τρεις δείκτες**, δηλαδή όταν ζητάμε **πλήρη ικανοποίηση** των κριτηρίων(**Risk Factors**): $EK < 90$ ημερών, $X < 4$ και $Y <$ τυπικού ορίου αναγκαίας βραχυπρόθεσμης εξωτερικής (τραπεζικής) χρηματοδότησης, **τότε το εξεταζόμενο**

στην Εργασία υπόδειγμα, δεν επιτρέπει παροχή πίστωσης ή χρηματοδότησης, με ποσοστό επιτυχίας 53,1% (26 από τις 49 υπερχρεωμένες επιχειρήσεις).

Στη μερική (αυστηρή -εμπειρική) προσέγγιση, όταν ισχύουν τουλάχιστον δύο δείκτες (Risk Factors), δηλαδή, όταν ζητάμε μερική ικανοποίηση των κριτηρίων τότε, το εξεταζόμενο υπόδειγμα δεν επιτρέπει την παροχή πίστωσης ή χρηματοδότησης σε 46 από τις 49 υπερχρεωμένες επιχειρήσεις (ποσοστό επιτυχίας: 93,9%).

4.4.2. Υποδραστηριότητα (U) (στήλη 2 β)

Στη ολιστική (μετριοπαθή - εμπειρική) προσέγγιση όταν ζητείται να ισχύουν και οι τρεις δείκτες (Risk Factors), δηλαδή όταν ζητάμε πλήρη ικανοποίηση των κριτηρίων: $EK < 90$ ημερών, $A > 2$, και $I > 1$, τότε το εξεταζόμενο στην Εργασία υπόδειγμα δεν επιτρέπει την παροχή πίστωσης ή χρηματοδότησης με ποσοστό επιτυχίας 40% (6 από τις 15 υποδραστηριοποιούμενες επιχειρήσεις).

Στην μερική (αυστηρή - εμπειρική) προσέγγιση, όταν ισχύουν τουλάχιστον δύο δείκτες (Risk Factors), δηλαδή όταν ζητάμε μερική ικανοποίηση των κριτηρίων (U), τότε το εξεταζόμενο υπόδειγμα δεν επιτρέπει την παροχή πίστωσης ή χρηματοδότησης σε 12 από τις 15 υποδραστηριοποιούμενες επιχειρήσεις (ποσοστό επιτυχίας: 80%).

4.4.3. Επομένως, η απάντηση και εδώ είναι θετική και μάλιστα με πολύ υψηλό ποσοστό (94 % & 80 %) επιτυχίας για Z και U αντίστοιχα , με αποτέλεσμα τα κριτήρια Z και U να δίνουν

σοβαρές ενδείξεις για την επερχόμενη ασυνέπεια (αθέτηση πληρωμών) ή ακόμη και την πτώχευση.

Αθροιστικά το ποσοστό επιτυχούς πρόβλεψης ανέρχεται σε 84% (58 από τις 69 πτωχευμένες επιχειρήσεις). Σημειώνεται εδώ ότι για 6 πτωχευμένες εταιρίες τα 2 εμπειρικά υποδείγματα δεν δίνουν σήμα για πάνω από ένα ή ακόμη και κανένα παράγοντα κινδύνου.

4.4.4. Στατιστικός Έλεγχος Προτεινόμενων Υποδειγμάτων Z και U.

Από τη στατιστική ανάλυση των παραπάνω κριτηρίων Z και U συνοπτικά προκύπτουν τα εξής:

Αρκετοί δείκτες των κριτηρίων Z και U δεν ακολουθούν την κανονική κατανομή με αποτέλεσμα να παραβιάζεται μερικώς η υπόθεση της κανονικότητας.

Οι δείκτες και των δύο κριτηρίων Z και U δεν παρουσιάζουν υψηλή συσχέτιση, γεγονός που μας επιτρέπει να τους χρησιμοποιήσουμε σε υπόδειγμα γραμμικής παλινδρόμησης (LINEAR REGRESSION).

Οι δείκτες και των δύο κριτηρίων Z και U έχουν υψηλούς συντελεστές μεταβλητότητας, άρα συμπεραίνουμε ότι δεν υπάρχει ομοιογένεια μεταξύ των τιμών τους.

Στους δείκτες του κριτηρίου Z οι τιμές των μέσων παρουσιάζουν στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των υγιών και πτωχευμένων εταιριών.

Αντίθετα στους δείκτες του κριτηρίου U σημαντικά στατιστική διαφορά παρουσιάζουν οι τιμές των μέσων **μόνο** στο δείκτη της συνολικής αποδοτικότητας του ενεργητικού R.

Το γεγονός αυτό σημαίνει, **ότι στους δείκτες του κριτηρίου U δεν υπάρχει στατιστικά σημαντική διαφορά μεταξύ των τιμών των μέσων των δεικτών των υγείων επιχειρήσεων από τις αντίστοιχες τιμές των δεικτών των πτωχευμένων επιχειρήσεων.**

Τα δύο στατιστικά υποδείγματα πρόβλεψης επιχειρηματικής πτώχευσης, τα οποία δίνονται στη συνέχεια, προέκυψαν από **παλινδρόμηση (μέθοδος ENTER)** και έχουν συντελεστές προσδιορισμού:

$R^2=58\%$, τιμή που θεωρείται **πολύ ικανοποιητική για το κριτήριο Z** και

$R^2=22,4\%$ για το κριτήριο U, που θα την θεωρήσουμε **σχετικά μέτριας ερμηνευτικής ικανότητας, κατόπιν και των αποτελεσμάτων που δίνονται στη συνέχεια:**

Στατιστικό Υπόδειγμα $Z= 0,086-0,266 EK -0,039X +0,954Y +0,291L$

Στατιστικό Υπόδειγμα $U=0,543+0,007R$

Όπου:

EK: Εμπορικός Κύκλος (σε ημέρες) **X :Leverage** :(Ξένα / Ίδια Κεφάλαια) **R: Συνολική Αποδοτικότητα:** (Κέρδη Προ Φόρων / Σύνολο Ενεργητικού)

L: Κυκλοφοριακή Ρευστότητα : (Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις)

Υ: Βραχυπρόθεσμη Τραπεζική Χρηματοδότηση (€)

Πρέπει να επαναληφθεί εδώ , ότι τα δύο προτεινόμενα υποδείγματα είναι συμπληρωματικά και για το λόγο αυτό πρέπει να χρησιμοποιούνται από κοινού στον πιστωτικό έλεγχο των υποψήφιων λογαριασμών.

Ο επιτυχής στατιστικός έλεγχος των πτωχευμένων επιχειρήσεων σημειώνεται με το σήμα : + στη στήλη Z(2 α) και U (2 β) του Πίνακα που προαναφέρθηκε για κάθε μία εταιρία του δείγματος και έδωσε για το Z ποσοστό επιτυχίας: 47,0% (23 από τις 49 υπερχρεωμένες – πτωχευμένες επιχειρήσεις) και για το U :13,3% (2 από τις 15 υποδραστηριούμενες- πτωχευμένες επιχειρήσεις) αντίστοιχα, ή συνολικά 39,1%.

4.4.5 Βασικές Παρατηρήσεις μέσω της Grid Analysis επί των Αποτελεσμάτων των 6 Υποδειγμάτων που εξέτασε η Παρούσα Εργασία.

Οι παρατηρήσεις που ακολουθούν στηρίζονται στον παρακάτω πίνακα :

ΑΡΙΘΜΟΣ ΑΘΡΟΙΣΤΙΚΗ ΕΠΙΤΥΧΗΜΕΝΩΝ ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΠΡΟΒΛΕΨΕΩΝ / ΕΤΑΙΡΙΑ ΥΠΟΔΕΙΓΜΑΤΩΝ ΕΠΙΤΥΧΙΩΝ (%)	ΑΡΙΘΜΟΣ	ΠΟΣΟΣΤΟ ΕΠΙΤΥΧΙΑΣ (%)
40	6	59,7
59,7		
7	5	10,4
70,4		
5	4	7,5
77,5		
8	3	11,9
89,5		
3	2	4,5
94,0		
2	1	3,0
97,0		
2	0	0,0
97,0		
Σύνολο 67 Πτωχευμένες Εταιρίες		97,0%
97,0%		

Το ποσοστό των επιχειρήσεων του δείγματος, όπου **κανένα από τα 6 εξεταζόμενα υποδείγματα** δεν προέβλεψε την πτώχευση είναι **ελάχιστο (3%)** και αριθμεί **μόνο 2** εμπορικές εταιρίες με νομική μορφή ΑΕ (No: 14Ε και No:48Ε στο Πίνακα στο Παράρτημα) με σημαντική παρουσία στην αγορά 13 έτη και 26 έτη αντίστοιχα, με πολύ καλές επιδόσεις (ICAP RATING: A και BB), πάνω από τον κλαδικό μέσο όρο (ICAP RATING: C και G), που περιλαμβάνει 809 εταιρίες και 175 εταιρίες αντίστοιχα. Επομένως το αποτέλεσμα αυτό θα μπορούσε να αποδοθεί σε διοικητικο-οικονομικές αποφάσεις π.χ. διακοπή εργασιών λόγω συγχώνευσης, συνταξιοδότησης, μη ύπαρξης διαδοχής κλπ.

Από τις 16 εταιρίες, όπου ένας αριθμός υποδειγμάτων δεν έδωσε επιτυχή πρόβλεψη χρεωκοπίας, μόνο 6 εταιρίες παρουσίασαν μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, γεγονός που δείχνει ότι για υπόλοιπες 10 εταιρίες, μάλλον, δεν υπήρξε κάποια σχετική τραπεζική αξιολόγηση βιωσιμότητας.

4.4.6. Συνολικά μπορεί να υποστηριχθεί ότι οι επιτυχημένες προβλέψεις, μέσω 3 – 6 Υποδειγμάτων, που χρησιμοποιήθηκαν στην Εργασία ανέρχονται σε 58-61 επιχειρήσεις (87% των πτωχευμένων εταιριών).

5. Το στατιστικό υπόδειγμα CREDIT RISK INDICATOR (στήλη 7) της Εταιρίας Συμβούλων ICAP περιελήφθη στην Εργασία ,ως μια βάση σύγκρισης, για το λόγο ότι αποτελεί ένα εμπορικά

επιτυχημένο και αξιόπιστο <<πιστωτικό εργαλείο>> καθιερωμένο για δεκαετίες στην ελληνική πραγματικότητα.

Η αποτυχία πρόβλεψης, που εμφάνισε το υπόδειγμα αυτό, ήταν σχετικά μικρή (της τάξης του **12%**). Επομένως και εδώ η απάντηση είναι **θετική**, αφού πρόβλεψε ορθά το **88%** (59 επιχειρήσεις από τις 67 που πτώχευσαν), ενώ καταχώρησε λανθασμένα, ως υγιείς, μόνο 8 πτωχευμένες εταιρίες, από τις 67, που ήλεγξε το συγκεκριμένο υπόδειγμα, (στατιστικό λάθος Τύπου I), ενώ απέφυγε να προσδιορίσει κάποια βαθμίδα πιστωτικού κινδύνου για δύο πτωχευμένες εταιρίες (No 30 E και No 37Y).

6. Συμπεράσματα

Το συμπέρασμα της εργασίας αυτής από την εφαρμογή των έξι (6) υποδειγμάτων στο δείγμα των 69 πτωχευμένων επιχειρήσεων είναι ότι :

- τα τρία (2 ελληνικά και 1 αμερικανικό) στατιστικά υποδείγματα τύπου **z-score** δίνουν ποσοστό λάθους **Τύπου I (λανθασμένη κατάταξη πτωχευμένων επιχειρήσεων ως υγιών) από 13% έως 29%**, το οποίο, όπως προαναφέρθηκε, ενδιαφέρει **πρώτιστα τον χορηγητή πιστώσεων-δανείων,**

- το **προτεινόμενο εμπειρικό υπόδειγμα Scorecard** κατέγραψε λάθη **Τύπου I σε ποσοστό 12%** δηλαδή το ίδιο ποσοστό λαθών τύπου **I με το υπόδειγμα της εταιρίας συμβούλων ICAP** και τέλος

- οι προτεινόμενοι εμπειρικοί δείκτες Υπερχρέωσης (Z) και Υποδραστηριότητας (U) στην περίπτωση της μερικής - αυστηρής εμπειρικής προσέγγισης δίνουν λάθη Τύπου I 6% και 20% αντίστοιχα ή αθροιστικά 16% , έναντι 8% που δίνουν γενικώς διάφορα υποδείγματα στη διεθνή βιβλιογραφία.**

Συνοψίζοντας, θα μπορούσαμε να διατυπώσουμε την άποψη ότι ;

- Με βάση τα **λάθη τύπου I** που προκύπτουν από τον διαχωρισμό των υποψήφιων λογαριασμών-πελατών σε **«καλούς» και «κακούς»** υπάρχει σαφής υπεροχή του δείκτη **Υπερχρέωσης (Z), χωρίς όμως να αγνοείται η απαραίτητη συμπληρωματική παρουσία του δεύτερου υποδείγματος (U).**

- Εξάλλου, τονίζεται ότι **για τις υγιείς επιχειρήσεις τα παραπάνω(Z και U) προτεινόμενα υποδείγματα μετά και τον**

στατιστικό έλεγχο, έδειξαν πολύ υψηλό (Z:89% καιU:78%) βαθμό επιτυχίας .

- Έχοντας υπόψη τις αδυναμίες της Εργασίας αυτής, όπως η έλλειψη επανέλεγχου με **δείγμα hold-out** , **τριετής περίοδος ελέγχου** κ.α., θεωρούμε ότι δεν μπορεί αυτή να εκληφθεί σαν ένα **γενικό «εργαλείο»** μαζικής αντιμετώπισης του φαινομένου της επιχειρηματικής αποτυχίας. Εξάλλου δεν θα μπορούσε να ήταν αλλιώς ,αφού ο αρχικός στόχος της ήταν η επαληθευτική διαδικασία βασικών αρχών και πορισμάτων της διεθνούς ερευνητικής βιβλιογραφίας στην ελληνική πραγματικότητα.

- Καταληκτικά υπογραμμίζεται ότι ο χαρακτήρας της εργασίας είναι **καθαρά ακαδημαϊκός** και συνοδεύεται από περιορισμούς, όπως ο ορισμός, εκ των προτέρων, ποιές επιχειρήσεις ανήκουν σε κάθε κατηγορία (πτωχευμένες- υγιείς) κ.α.

Η Lehman Brothers επιστρέφει...



Βασίλης Κοκοτής, Επενδυτής-Μέλος του ΣΕΔ (nikdan)

Η περίοδος που βιώνουμε στις αγορές έχει πολλά κοινά με εκείνη της Lehman Brothers. Διαφορετική αιτία, ίδια αντίδραση της αγοράς.

Τότε ήταν τα ενυπόθηκα δάνεια και στη συνέχεια η ύφεση που θα ακολουθούσε μετά την κατάρρευση της επενδυτικής τράπεζας. Σήμερα είναι ο κορωνοϊός και η παγκόσμια ύφεση διάρκειας που θα ακολουθήσει...

Το κακό είναι πως σε περιόδους τόσο μεγάλου πανικού, όλη η χρηματιστηριακή αγορά πιέζεται. Οι εξαιρέσεις είναι τόσο λίγες που δεν χρήζουν αναφοράς.

Αυτό είναι ταυτόχρονα και το καλό όμως! Μπορείς να βρείς εταιρείες με εξαιρετικά θεμελιώδη σε τιμές ακόμα και κάτω από το 0,5 της λογιστικής τους αξίας! Τιμές τόσο χαμηλές που μόνο ένα χρηματιστηριακό τσουνάμι μπορεί να φέρει...

Όταν όμως ο πανικός ξεκινήσει να υποχωρεί, οι τιμές επανακάμπτουν.

Από εκείνο το σημείο και μετά, πάλι τον πρωταρχικό ρόλο παίζουν τα θεμελιώδη...

Η μετοχή της εταιρείας Μυτιληναίος έχει λογιστική αξία κοντά στα 10,7 €. Ακόμα και αν κάνουμε ακόμη πιο αυστηρή αποτίμηση (χωρίς υπεραξίες και άυλα περιουσιακά στοιχεία) η λογιστική αξία είναι κοντά στα 7,7 €.

Η εταιρεία έχει χαμηλή μόχλευση, μεγάλη ρευστότητα και εξαιρετικά ικανή διοίκηση. Κατά περιόδους η απόδοση ιδίων κεφαλαίων μπορεί να ξεπεράσει το 10%.

Επιπλέον η εταιρεία στην πλειοψηφία των χρήσεων μοιράζει μέρισμα. Είναι σε κλάδο κυκλικό, με διασπορά κινδύνου και δραστηριοτήτων. Στα τόσα χρόνια που την παρακολουθώ έχει παρουσιάσει από μεγάλα κέρδη μέχρι ισχνά κέρδη. Σχεδόν ποτέ ζημίες όμως.

Ο ΑΔΜΗΕ είναι μετοχή που έχει λίγα χρόνια στο ταμπλό του ΧΑΑ. Εταιρεία με προκαθορισμένα έσοδα (σε μεγάλο βαθμό), με σταθερά δυνατές ταμειακές ροές, με γενναία μερισματική πολιτική και με μεγάλο επενδυτικό σχέδιο.

Η απόδοση ιδίων κεφαλαίων κινείται σταθερά ανοδικά και πλέον έχει βάλει στόχο το 10%. Ποσοστό λίγο μικρότερο από το 50% των κερδών μετά φόρων καταλήγει στους μετόχους ως μέρισμα. Η εταιρεία έχει μεικτό management μιας και οι κινέζοι επενδυτές έχουν λόγο σε όλες τις στρατηγικές αποφάσεις.

TITAN CEMENT GROUP, μετοχή ξεχασμένη από θεούς και ανθρώπους τα τελευταία χρόνια! Με λογιστική αξία κοντά στα 17 ευρώ, η μετοχή είναι σε πρωτόγνωρη έκπτωση στα επίπεδα αυτά (τιμές κοντά στα 11,50 ευρώ). Χαμηλή μόχλευση, άνεση ρευστότητας, το κυκλοφορούν ενεργητικό είναι κατά 45% μεγαλύτερο από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της. Είναι σε κλάδο που νομοτελειακά θα ανακάμψει. Ενώ θα έχει οφέλη και από μεγάλα έργα, όπως η επένδυση στο Ελληνικό.

Η μετοχή της ΔΕΗ μέχρι πριν λίγους μήνες, μέχρι τα μέσα του 2019, είχε τόσο άσχημα θεμελιώδη που δεν είχε νόημα οποιαδήποτε προσπάθεια παρακολούθησής τους. “Τώρα τα θεμελιώδη είναι εξαιρετικά;” θα ρωτήσει κάποιος. Προφανώς και όχι. Δεν είναι καν μέτρια. Όμως από το τρίτο τρίμηνο του 2019 με ελάχιστα μέτρα να έχουν υλοποιηθεί (από αυτά που ανακοίνωσε η

νέα διοίκηση), η βελτίωση που μπορεί να δει κάποιος είναι ήδη αισθητή.

Η ΔΕΗ τα τελευταία τρίμηνα παρουσίαζε την εξής εικόνα: τα EBITDA (κέρδη προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων), ήταν συνεχώς μειούμενα. Όταν κάποιες φορές είχε έκτακτα έσοδα η κατάσταση ελαφρώς βελτιωνόταν. Είχε ζημίες αλλά ελεγχόμενες. Όταν είχε έκτακτα έξοδα, οι συνολικές ζημίες έσπαγαν τα κοντέρ. Η κατάσταση έβγαινε εκτός ελέγχου. Εμάς όμως πρώτα μας ενδιαφέρουν τα EBITDA κ μετά τα έκτακτα κέρδη, ή οι ζημίες. Εξέλιξη EBITDA (προσαρμοσμένα για ελαττε κ πρόβλεψη αποζημιώσεων προσωπικού):

EBITDA 3 τρίμηνο 2018 -6.8 εκ ευρώ!

EBITDA 4 τρίμηνο 2018 -99,2 εκ ευρώ!

EBITDA 1 τρίμηνο 2019 -51,3 εκ ευρώ!

EBITDA 2 τρίμηνο 2019 60,6 εκ ευρώ!

EBITDA 3 τρίμηνο 2019 87,6 εκ ευρώ!

Μπορεί μερικές φορές τα έκτακτα να θολώνουν την εικόνα, αν όμως δούμε την εικόνα χωρίς έκτακτα, το 3ο τρίμηνο του 2019, το EBITDA της εταιρείας ήταν το καλύτερο που παρουσίασε άδω και πάρα πολύ καιρό! Η βελτίωση είναι εμφανής!

Η πρόβλεψη είναι 650 εκ. ευρώ EBITDA το 2020, όταν μόνο το δεύτερο εξάμηνο του 2019 θα δείξει κοντά στα 350 εκ ευρώ (το πρώτο εξάμηνο είχε μηδενικά EBITDA). Πρόβλεψη μάλλον συντηρητική δηλαδή.

Πάμε στις λειτουργικές δαπάνες(προσαρμοσμένες και εδώ για ελαττε κ πρόβλεψη αποζημιώσεων προσωπικού). Εδώ η εικόνα πραγματικά προκαλεί έκπληξη... Λειτουργικές δαπάνες 1ου τριμήνου 2019, 1.189 δις ευρώ, από 977 εκ ευρώ το 2018, δηλαδή μια αύξηση κατά 21,7%.

Λειτουργικές δαπάνες 2ου τριμήνου 2019, 1.106 δις ευρώ, από 868 εκ ευρώ το 2018, δηλαδή μια αύξηση κατά 27,4%.

Στο πρώτο εξάμηνο του 2019 οι λειτουργικές δαπάνες είναι 2,295 δις ευρώ, από 1,845 το 2018 δηλαδή μια αύξηση της τάξης του 24,4%, απογοήτευση...

Όμως στο 3ο τρίμηνο του 2019 η εικόνα αλλάζει! Λειτουργικές δαπάνες 1.215 δις ευρώ, από 1.284 δις ευρώ το 2018, μία μείωση κατά 5,4%.

Στο 3ο τρίμηνο του 2019 οι λειτουργικές δαπάνες εμφανίζουν μείωση μετά από πολλά τρίμηνα! Αυτός είναι και ο λόγος που στο εξάμηνο είναι αυξημένες κατά 24,4 %, αλλά στο 9μηνο είναι αυξημένες κατά 12,2%.

Ζημίες προ φόρων 3ου τριμήνου 2019 (προσαρμοσμένες για ελαττε, πρόβλεψη αποζημιώσεων προσωπικού, εκκαθάριση ΕΤΜΕΑΡ και απομείωση αξίας λιγωτικών μονάδων) 132,6 ευρώ, από ζημίες 279 εκ ευρώ το 2018, βελτίωση τρομερή!

Το ότι ο κύκλος εργασιών αυξάνεται, έστω και αν μειώνεται το μερίδιο αγοράς, είναι θετικό, αλλά αυτό υποθέτω πως το έχετε διαβάσει. Ο καθαρός δανεισμός είναι σταθερός. Αναμενόμενο στη φάση αυτή.

*Οι αγορές βιώνουν πάλι ημέρες τύπου Lehman Brothers.
Που είναι ο πάτος;
Μόνο από τύχη μπορεί να τον βρει κάποιος.*

Μπορεί να είναι οι 580 μονάδες, οι 480 μονάδες η οποιοδήποτε άλλο νούμερο μπορεί να φανταστεί κάποιος! Υπάρχουν αναλύσεις ακόμα και για τις 320 μονάδες. Το κακό που έχουν τα κραχ, είναι πως είναι απότομα κ βίαια. Το καλό που έχουν είναι ,ότι έχουν σχετικά περιορισμένη χρονική διάρκεια.

Μετά ,και μέχρι την επομένη φάση αναταραχής στις αγορές, σειρά παίρνουν τα θεμελιώδη!

Η INTPALOT, έχει τώρα στα 0,13 ευρώ, και τα τελευταία χρόνια είχε συνεχώς πλαγιοκαθοδική πορεία, αλλά η αίτια δεν ήταν η πτώση της αγοράς .Η αγορά δεν έπεφτε άλλωστε τόσο πολύ το διάστημα αυτό. Η αιτία ήταν τα εξαιρετικά άσχημα θεμελιώδη που σταδιακά παρουσίαζε η εταιρεία. Τόσο άσχημα , σε σημείο τα τελευταία τρίμηνα αν έχει αρνητική καθαρή θέση.

Και δεν είναι η μοναδική περίπτωση. Η Marfin και Frigoglass, είναι δυο ακόμα περιπτώσεις μεγάλων εταιριών που τα τελευταία χρόνια οι μετοχές ακολούθησαν την άσχημη εξέλιξη των θεμελιωδών.

Αντίθετα, ο ΟΤΕ κάποτε είχε τιμή κοντά στα 1,5 ευρώ. Στη συνέχεια είδε τιμή κοντά στα 14 ευρώ.

Η ΓΕΚΤΕΡΝΑ κοντά στα 0,5 ευρώ. Στη συνέχεια είδε τιμή πάνω από τα 9 ευρώ.

Ο Μυτιληναίος είδε κάποτε τιμή κοντά στα 1,5 ευρώ. Πριν λίγο καιρό όμως είδε και τα 11 ευρώ.

Η Motor Oil, είδε κάποτε τιμή κάτω από 4 ευρώ. Λίγα χρόνια αργότερα, και χωρίς να έχει ανάλογη πορεία η αγορά, είδε τιμή κοντά στα 24 ευρώ. Ακόμη, όλα αυτά τα χρόνια έδωσε και μερίσματα τα οποία πλησιάζουν τα 8 ευρώ.

Ο ΟΛΘ είδε κάποτε τιμή κοντά στα 3 ευρώ. Τρίβαμε τα μάτια όταν μετά είδε τα 33 ευρώ. Και ήταν τυχεροί όσοι αγόρασαν κοντά στα 12 ευρώ, στη διόρθωση που ακολούθησε. Από τότε βεβαία, τα μερίσματα που έχει μοιράσει είναι πολύ μεγαλύτερα από 3 ευρώ. Τώρα, μετά την πρόσφατη πίεση στην αγορά, είναι κοντά στα 21 ευρώ.

Σε όσες συζητήσεις διαβάζω στα διάφορα φόρουμ η πιο συχνή ερώτηση είναι η εξής:

Με ποια λογική είχαν πάει τόσο χαμηλά τέτοιες μετοχές;

Η απάντηση, η οποία βεβαία δίνεται πάντα κατόπιν εορτής είναι η εξής:

Δεν πήγαν τόσο χαμηλά με λογική αλλά με πανικό, όπως η περίοδος που έχει ξεκινήσει πάλι εδώ και λίγο καιρό.

Και γιατί πάρα τον πανικό και τα κραχ που ακολούθησαν από τότε δεν επέστρεψαν στα χαμηλά τους;

Γιατί όλα αυτά τα χρόνια παρουσίασαν μεγάλη βελτίωση στα θεμελιώδη...

Μετά από κάθε κραχ ή κατάρρευση, τη μεγάλη διάφορα στην πορεία των μετοχών την κάνουν τα θεμελιώδη.

Άλλες θα ανακάμψουν και θα δουν νέες κορυφές, άλλες θα μείνουν σταθερές, και άλλες σε κάθε κραχ θα βλέπουν τιμή χαμηλότερη από την προηγούμενη κατάρρευση.

Ποτέ δεν ξέρεις που θα ολοκληρωθεί το κραχ που φέρνει ο φόβος για το τέλος του κόσμου... Ούτε πόσο χαμηλά θα ρίξει τις τιμές.

Μόνο οι ψεύτες και οι κατόπιν εορτής προφήτες τα ξέρουν αυτά!

Αξίζει όμως να ποντάρεις ότι θα το ξεπεράσουμε και αυτή τη φορά το πρόβλημα!

Γιατί αν το ξεπεράσουμε θα κερδίσεις πολλά!

Αν δεν το ξεπεράσουμε και έρθει το τέλος του κόσμου, δεν θα ζήσει κανένας για να πει πως έκανε λάθος τελικά...

Τα κραχ, οι απότομες πτώσεις και η απαισιοδοξία έρχονται και φεύγουν!

Τα θεμελιώδη επιβιώνουν, μένουν και προχωρούν...

BDI AND FREIGHT RATES

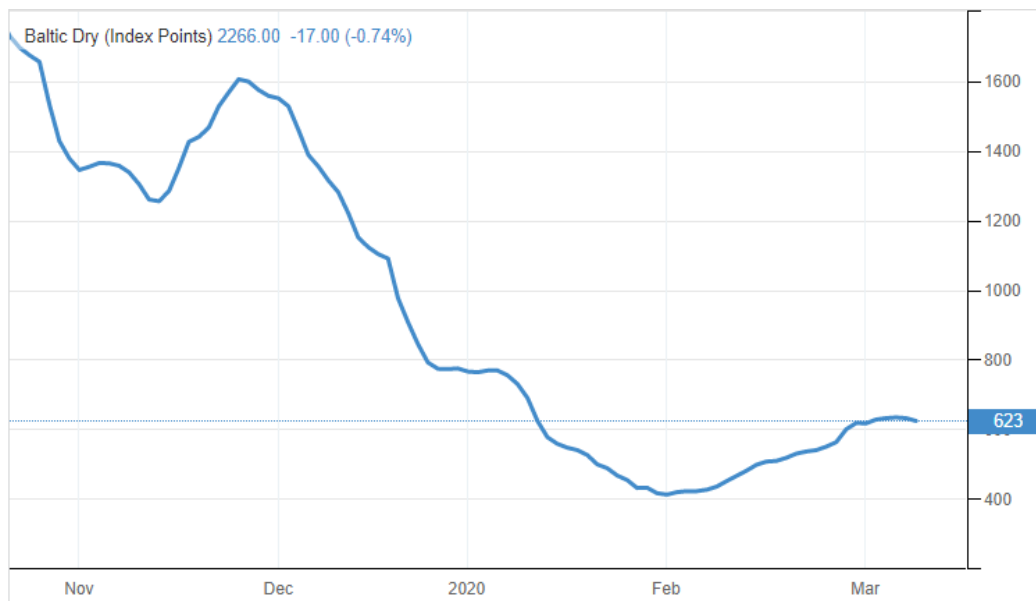


Δήμητρα Κωστοπούλου

Φοιτήτρια Ναυτιλιακών Σπουδών Πανεπιστήμιο Πειραιά

Ο δείκτης της Βαλτικής , ξεκίνησε τη διαπραγμάτευση στις 1560 μονάδες στις αρχές Δεκέμβριου 2019. Οι συνέπειες των παγκοσμίων γεγονότων, αντανακλώνται στον δείκτη ήδη από τις αρχές της χρονιάς, με τον BDI να διαπραγματεύεται στις 976 μονάδες τον Ιανουάριο 2020. Έπειτα, να φτάνει τις 425 μονάδες τον Φεβρουάριο αυτής της χρονιάς, μειωμένο κατά 80% από τον Σεπτέμβριο '19, πλησιάζοντας το ιστορικό χαμηλότερο επίπεδο του δείκτη το 2016, με 290 μονάδες. Στα μέσα Μαρτίου έχει πάρει μία ανοδική κλίση, με τον δείκτη να φτάνει τις 623 μονάδες.

Ο Baltic Dry Index (BDI) δημοσιεύεται καθημερινά από το Χρηματιστήριο της Βαλτικής στο Λονδίνο και είναι ένα σημείο αναφοράς για την τιμή διακίνησης των μεγάλων πρώτων υλών δια θαλάσσης. Ο δείκτης παρακολουθεί τα ποσοστά για τα πλοία Capesize, Panamax και Supramax τα οποία μεταφέρουν εμπορεύματα ξηρού φορτίου χύδην. Ο BDI λαμβάνει υπόψη 23 διαφορετικές οδούς ναυτιλίας που μεταφέρουν άνθρακα, σιδηρομετάλλευμα, σπόρους και πολλά άλλα προϊόντα.



BDI Rates, Dec '19 - March 2020

Γενικά, η ζήτηση για μεταφορές από την Κίνα άρχισε να αυξάνεται, με πολλά εργοστάσια και εταιρείες να συνεχίζουν τη λειτουργία τους. Παρ' όλα αυτά, η αγορά χύδην ξηρού φορτίου (Dry Bulk Shipping Market) παραμένει εύθραυστη κατά το πρώτο τρίμηνο του 2020, λόγω της ταχείας εξάπλωσης του νέου κορωνοϊού, καθώς και λόγω της αυστηρής καραντίνας που έθεσαν πολλά κράτη σε μία προσπάθεια ανακοπής εξάπλωσης του ιού, γεγονότα που επηρέασαν σοβαρά τη δεύτερη μεγαλύτερη οικονομία στον κόσμο.

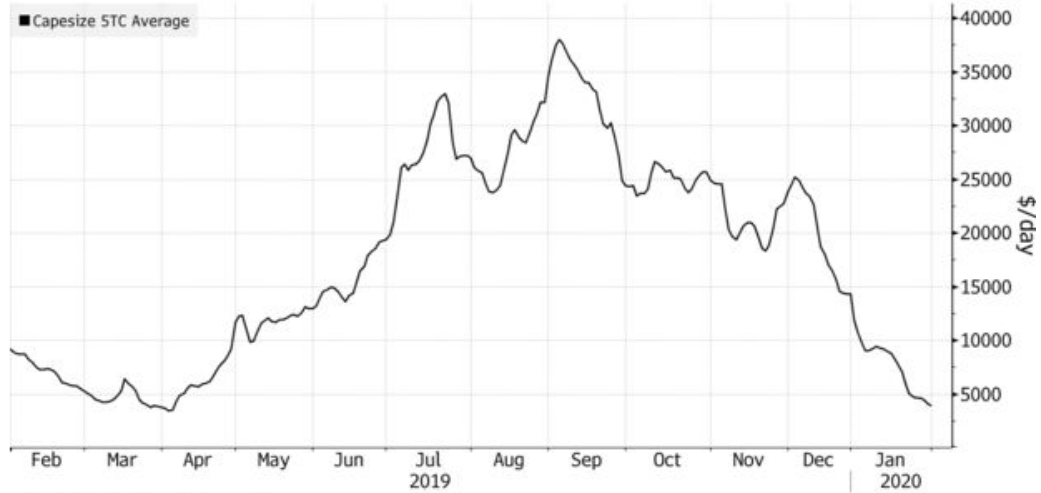
Σύμφωνα με τα παγκόσμια μακροοικονομικά μοντέλα της Trading Economics και τις προσδοκίες των αναλυτών, ο BDI αναμένεται να διαπραγματευτεί στις 583 μονάδες μέχρι το τέλος αυτού του τριμήνου, ενώ εκτιμάτε ότι θα φτάσει τις 459 μον. σε 12 μήνες.

Όσον αφορά τους ναύλους, μεγάλο αντίκτυπο στα φορτία είχε η κρίση του κορωνοϊού στην Κίνα, μειώνοντας τα πρώτα, κατά 99,95% τον φετινό Ιανουάριο.

Πιο συγκεκριμένα, οι ναύλοι για τα πλοία Capesize, τα οποία συνήθως χρησιμοποιούνται για τη μεταφορά πρώτων υλών όπως το σιδηρομέταλλευμα, έπεσαν από το υψηλό της 3^{ης} Δεκεμβρίου '19 με \$32,368 ανά ημέρα, σε μόλις \$3,500-\$4,000 ανά ημέρα. Οι προσδοκίες των αναλυτών αναμένουν οι τιμές των ναύλων να φτάσουν στο 2^ο τρίμηνο του έτους τα \$11,000/ημέρα, ενώ μέχρι το 4^ο τρίμηνο να βρίσκονται περίπου στα \$17,000/ημέρα.

Sinking Freight

Daily earnings from capesizes plunging on virus concerns, seasonal slowdown



Source: Baltic Capesize day rates

Πηγές: Bloomberg, Hellenic Shipping News, TradingEconomics.com

Η επιχειρηματική αξιολόγηση ως βάση μιας ελκυστικής επενδυτικής πρότασης



Παντελής Λάμπρου, Συνιδρυτής & CEO **P&I**
Products & Investments | Business Management Consulting
info@p-i.gr, www.p-i.gr

Υπάρχουν δύο όψεις της εταιρείας. Η εταιρεία στο ταμπλό και η εταιρεία πίσω από το ταμπλό. Η παρακολούθηση της χρηματιστηριακής συμπεριφοράς της εταιρείας επικεντρώνεται στην μετοχική και μερισματική της απόδοση. Στο παρόν άρθρο θα επικεντρωθούμε στη μακροπρόθεσμη δημιουργία αξίας, αυτό που συντελείται πίσω από τη σκηνή.

Και στις δύο όψεις της επιχείρησης, η αξιολόγηση των επενδυτικών επιλογών πρέπει να γίνεται με κριτήρια: απόδοση, στάθμιση με αναλαμβανόμενο ρίσκο και χρονική διάρκεια. Η απόδοση είναι το πιο ευδιάκριτο και εύκολο να υπολογιστεί, μέγεθος. Λιγότεροι είναι αυτοί που βλέπουν το ρίσκο και το σταθμίζουν σχετικά. Μεταξύ δύο επενδύσεων που έχουν απόδοση 100 μονάδες και η πρώτη έχει ρίσκο 10% και η δεύτερη 20% ποιό θα διαλέγατε; Η απάντηση βέβαια είναι προφανής. Ο υπολογισμός του ρίσκου με βάση τη χρηματιστηριακή συμπεριφορά εύκολα μπορεί να υπολογιστεί από τη μεταβλητότητα της τιμής. Άλλα ρίσκα, που αναφέρονται στη λειτουργία και τα θεμελιώδη της επιχείρησης, είναι πιο δυσδιάκριτα να εντοπιστούν και να εκτιμηθούν και συχνά δεν λαμβάνονται υπόψη.

Το τρίτο κριτήριο αφορά τη χρονική διάρκεια της απόδοσης. Ένα παράδειγμα: κάποιος βελτιώνεται 1% ημερησίως. Φέτος, το 2020 -

που είναι και δίσεκτο έτος - θα έχει βελτιωθεί πάνω από 38 φορές σε σχέση με κάποιον που παραμένει στατικός (γιατί: $(1,01)^{366} = 38,16$). Ακόμα και μια μικρή απόδοση μπορεί να έχει πολύ σημαντικά αποτελέσματα, αν έχει διάρκεια και είναι συνεπής. Η πορεία μιας εταιρείας στις αγορές συμβαδίζει γενικά με την πορεία των θεμελιωδών μεγεθών της επιχείρησης. Βέβαια, η τιμή στην αγορά σε σχέση με την αξία της επιχείρησης, άλλοτε προηγείται άλλοτε ακολουθεί, άλλοτε είναι μεγαλύτερη και άλλοτε μικρότερη, αλλά δεν μπορεί να αποκλίνει πολύ επί μακρόν. Ας επικεντρωθούμε λοιπόν στη δημιουργία αξίας. Άλλωστε αργά ή γρήγορα θα το εντοπίσουν και αξιολογήσουν και οι αγορές. Τα θεμελιώδη στοιχεία μιας επιχείρησης βασίζονται σε μια σειρά από επί μέρους μικρές αλλά συνεπείς επιτυχίες, όπως:

- Πόσο καλά ταυτίζεται το προϊόν της επιχείρησης με τις ανάγκες του πελάτη; του λύνει προβλήματα; του προσδίδει πλεονεκτήματα;
- Πώς η εταιρεία δημιουργεί, προσφέρει αξία και αμείβεται; πόσο δυναμικό και ανταγωνιστικό είναι το επιχειρηματικό της μοντέλο; πόσο “πελατοκεντρική” είναι;
- Πόσο καινοτόμα είναι; πόσο είναι αποφασισμένη να αποχωρήσει από τις συνωστισμένες αγορές των χαμηλών περιθωρίων κέρδους και να κινηθεί σε νέες αγορές; να μάθει νέα παιχνίδια με νέους παίκτες;
- Πώς πιστοποιείται το “καλώς έχουν” της επιχείρησης; Εταιρική Διακυβέρνηση, Διαχείριση Κινδύνου και Κανονιστική Συμμόρφωση αποτελούν συστατικό της βιωσιμότητας της επιχείρησης; συμβάλλοντας στην ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και την ευημερία της κοινωνίας; εξασφαλίζοντας ευρύτερη κοινωνική αποδοχή (δηλαδή πελάτες και επενδυτές)
- Πόσο αποτελεσματική είναι η κεφαλαιακή της δομή (δάνεια, κεφάλαια, χρέος);
- Πόσο καλά μπορεί να ομιλεί τη γλώσσα πελατών και επενδυτών (εγχώριων και διεθνών, ιδιωτών και θεσμικών);

Τα παραπάνω αποτελούν σημεία αξιολόγησης της επιχείρησης και ταυτόχρονα προϋποθέσεις της επιχειρηματικής της επιτυχίας μακροπρόθεσμα.

Η ικανότητα της επιχείρησης να δημιουργεί αξία για τους πελάτες της είναι βέβαιο (αργά ή γρήγορα) ότι θα δημιουργήσει κέρδη και για τους επενδυτές της.

Η δε χρηματοδότηση της, ακολουθεί την ελκυστική επενδυτική πρόταση. Δεν προηγείται. Και όλα τα προηγούμενα, αποτελούν τη βάση για την απόκτηση της.

Για όλα αυτά υπάρχουν διαθέσιμα αναλυτικά εργαλεία που μπορούν να υποστηρίξουν τη διαδικασία ανάπτυξης εργασιών και μπορούν να συμβάλλουν ώστε να αναδειχθούν αδυναμίες ή να επιταχυνθεί η αποτελεσματικότητα (Καμβάς Πρότασης Αξίας, Καμβάς Επιχειρηματικού Μοντέλου, Στρατηγική Γαλάζιων Ωκεανών). Υπάρχουν προσεγγίσεις που μπορούν να φέρουν “γρήγορες νίκες” (πλάγια σκέψη). Και υπάρχουν διαθέσιμα μοντέλα που μπορούν να μετρήσουν και να αξιολογήσουν αυτά που γίνονται αλλά και αυτά που δεν γίνονται.

Αργά ή γρήγορα η αποτίμηση θα βελτιωθεί - η αντανάκλαση της πραγματικής αξίας στο ταμπλό. Ελπίζουμε και ευχόμαστε αυτή να μην είναι αποτέλεσμα μόνο ψυχολογίας - που είναι αναγκαία αλλά δεν αρκεί - και παροχής “εύκολου και φτηνού” χρήματος, αλλά συνέπεια βελτίωσης της επιχείρησης να ικανοποιεί τα πραγματικά “αφεντικά της” - πελάτες και επενδυτές.

Κατά συνέπεια, η ικανότητα μακροχρόνιας δημιουργίας αξίας και τα καλά θεμελιώδη δεν είναι μυστήριο. Υπάρχει συνταγή!

Οι οικονομικές επιπτώσεις του νέου κορωνοϊού (2019-nCoV) στην Ελληνική Οικονομία



Χρήστος Κουπελίδης, Συνιδρυτής & COO P&I
Οικονομολόγος
Products & Investment | Business Management Consulting
info@p-i.gr , www.p-i.gr

Κεντρικό θέμα συζήτησης σε όλο τον κόσμο τις τελευταίες μέρες αποτελούν, «οι οικονομικές επιπτώσεις του νέου κορωνοϊού (2019-nCoV)» στην παγκόσμια κοινότητα. Το πόσο σημαντικές θα είναι αυτές, θα εξαρτηθούν από τρεις παράγοντες **τη διάρκεια, την ένταση και τον βαθμό εξάπλωσης** της νόσου. Όπως είναι φυσικό είναι ιδιαίτερα δύσκολο, οι παραπάνω παράγοντες να προβλεφθούν και να ποσοτικοποιηθούν, ενισχύοντας έτσι την οικονομική αβεβαιότητα στις αγορές.

Σύμφωνα με τις τελευταίες προβλέψεις του ΟΟΣΑ (*Μάρτιος 2020*), στο βασικό σενάριο η παγκόσμια μεγέθυνση θα κυμανθεί γύρω στο 2,4% το 2020, δηλαδή μικρότερη κατά 0,5 ποσοστιαία μονάδα (π.μ.) συγκριτικά με την πρόβλεψη του Νοεμβρίου 2019. Στο πιο απαισιόδοξο σενάριο, η παγκόσμια μεγέθυνση υπολογίζεται στο 1,5%, μειωμένη κατά 1,4 π.μ. συγκριτικά με την πρόβλεψη του Νοεμβρίου 2019.

Όπως αναφέρει ο Καθηγητής Γιώργος Παγουλάτος σε συνέντευξη του στο Liberal.gr “Στο καλό σενάριο, όπου η νόσος αρχίζει να αποκλιμακώνεται αρχές Ιουνίου, οι εκτιμήσεις για την πορεία της ευρωπαϊκής οικονομίας μιλούν για πλήγμα της τάξεως του 1%, συγκριτικά με την πρόβλεψη του Νοεμβρίου 2019. Αυτό πρακτικά σημαίνει ότι το 2020 θα κλείσει με οριακά **θετική ή μηδενική ανάπτυξη**. Πιθανότερο όμως θεωρείται η Ευρώπη (ίσως κι η παγκόσμια οικονομία) να περάσει σε ύφεση. Μιλάμε για μια κρίση που πρωτογενώς δεν είναι ούτε χρηματοπιστωτική ούτε δημοσιονομική αλλά ξεκινά από τους πρωτοφανείς περιορισμούς και τη νέκρωση της οικονομικής δραστηριότητας σε πλήθος κλάδων, ξεκινώντας από τις μεταφορές και αεροπορικές συγκοινωνίες, επιφέρει βαρύ πλήγμα στη ζήτηση και στην προσφορά, και επηρεάζει τα πάντα, από τον τζίρο των επιχειρήσεων και τις τράπεζες μέχρι την ανεργία και τα εισοδήματα των πολιτών.”

Είναι εύλογο να αναμένει κανείς ότι η ζημιά για την ελληνική οικονομία (λόγω υψηλής εξάρτησης από τον τουρισμό, τις μεταφορές, την εσωτερική ζήτηση, κλπ) θα είναι σοβαρή. Τα όσα συμβαίνουν στις ευρωπαϊκές χώρες σχετικά με τις άμεσες συνέπειες του κοροναϊού στον πληθυσμό, θα έχουν άμεσες επιπτώσεις σε βασικούς τομείς της ελληνικής οικονομίας.

Σύμφωνα με το πιθανό σενάριο, η επιδημία να επεκταθεί και στο τρίτο τρίμηνο του 2020, θα πρέπει να περιμένουμε στην Ελληνική οικονομία :

- **Μείωση του ετήσιου ρυθμού μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ** κατά 0,9%-1,2% για το 2020 σε σχέση με την ισχύουσα πρόβλεψη.
- **Σημαντικές επιπτώσεις στον τουρισμό και τις μεταφορές.** Ο τουρισμός ο οποίος συνέβαλε τα μέγιστα στην ελληνική οικονομία τα τελευταία πέντε χρόνια θα δεχτεί ισχυρή πίεση, αν η υγειονομική κρίση συνεχιστεί και μετά τον Μάιο. Δεν πρέπει να μας διαφεύγει της προσοχής ότι εισφέρει περίπου το 10% στο ΑΕΠ (20 δις ετησίως).
- **Πλήγμα σε σημαντικό βαθμό στις εισαγωγές και τις εξαγωγές.** Κορυφαίοι παράγοντες προεξοφλούν ήδη ισχυρές επιπτώσεις στον τομέα των εξαγωγών από την μεγάλη συρρίκνωση της ζήτησης σε χώρες - πελάτες των ελληνικών προϊόντων. Η επιβράδυνση των οικονομιών χώρων όπως η

- Ιταλία και Τουρκία θα επηρεάσει επίσης άμεσα το εμπορικό ισοζύγιο για σειρά αγαθών.
- **Εντονότερο πρόβλημα** θα αντιμετωπίσει η **Ναυτιλία** λόγω μείωσης της παγκόσμιας ζήτησης και ναύλων.
 - **Σημαντικές επιπτώσεις στη βιομηχανία** λόγω των διαταραχών στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες και από προβλήματα στην εργασία. Βιομηχανικοί παράγοντες πιθανολογούν για αύξηση της τιμής συγκεκριμένων πρώτων υλών, αλλά και την μείωση της εσωτερικής ζήτησης και κάμψη της κατασκευαστικής δραστηριότητας.
 - **Βαθύτερη επίδραση στην κατανάλωση και τις επενδύσεις** με σημαντική επιδείνωση των προσδοκιών και του οικονομικού κλίματος. Οι επενδυτές θα αναβάλλουν τα πιθανά επενδυτικά τους σχέδια μέχρι να αποκατασταθεί ισορροπία η σε παγκόσμιο επίπεδο.
 - **Υψηλότερες δημόσιες και ιδιωτικές δαπάνες** στην πρόληψη της διάδοσης του ιού, για ιατρική περίθαλψη και την αντιμετώπιση του φαινομένου.
 - Τέλος σημαντικό πρόβλημα θα είναι η **διαχείριση των μη εξυπηρετούμενων δάνειων** η οποία θα γίνει δυσκολότερη σε μια σχεδόν βέβαιη άνοδο του κόστους χρηματοδότησης.

Ο απολογισμός θα γίνει στο τέλος. Η κρίση είναι ευκαιρία να μας φέρει αντιμέτωπους με το προφανές που δεν είναι άλλο από τον εκσυγχρονισμό του κράτους και τον μετασχηματισμό όλων των δόμων και συντελεστών (δημόσιου και ιδιωτικού τομέα) της ελληνικής οικονομίας. Είναι μοναδική ευκαιρία οι κυβερνώντες να πείσουν τους πολίτες να δεχθούν αλλαγές.

Το μονό βέβαιο είναι, ότι όλα θα είναι διαφορετικά την επομένη της «κρίσης» και όπως ανέφερε ο σύγχρονος Έλληνας φιλόσοφος Στέλιος Ράμφος σε πρόσφατη συνέντευξη του «... **θεωρώ ότι μέσα σε αυτή τη γενική δυστυχία υπάρχουν εξαιρετικές ευκαιρίες....**»

Επισκόπηση 14ου Τεύχους



Νίκος Οικονομόπουλος, Αντιπρόεδρος ΣΕΔ

Αυτό το τεύχος εκδίδεται μέσα στη δίνη της πτώσης των Χρηματιστηρίων σε όλο τον πλανήτη.

Αιτία ο Κορωνοϊός που λόγω της άγνωστης πορείας του, η προεξόφληση που κάνουν τα Χρηματιστήρια καθώς και το δικό μας, είναι χωρίς πυξίδα.

Βέβαια, όπως έχουμε δει στο παρελθόν όλα περνάνε ,συνήθως με πόνο, αλλά περνάνε.

Εδώ μάλιστα υπάρχει και ημερομηνία λήξεως. Άγνωστη αλλά υπάρχει και προφανώς είναι η ημέρα που θα βρεθεί η θεραπεία από τον Κορωνοϊό και το εμβόλιο αργότερα.

Έτσι αυτό που θα χαθεί, πέρα από τις ανθρώπινες ζωές και την διαφορετική ίσως καθημερινότητα ,είναι αυτό που θα μετρηθεί μετά τον απολογισμό που θα γίνει από τις πραγματικές συνέπειες στις οικονομίες και με τα νέα δεδομένα, η ζωή και οι αγορές θα συνεχίσουν να υπάρχουν και να τιμολογούν τη νέα πραγματικότητα

Η δουλειά όμως,ότι και να γίνει ,πρέπει να συνεχιστεί.

Έτσι το 14^ο τεύχος που συμπίπτει με την επέτειο των 20 χρόνων του Συνδέσμου, περιέχει μαζί με τους χαιρετισμούς ανθρώπων της αγοράς, μεγάλο μέρος της δραστηριότητας του ΣΕΔ τον περασμένο χρόνο αλλά και άρθρα για την Εκπαίδευση, την Αγορά και την Εταιρική Διακυβέρνηση.



ΣΥΝΔΕΣΜΟΣ ΕΠΕΝΔΥΤΩΝ & ΔΙΑΔΙΚΤΥΟΥ
ΕΝΩΣΗ ΜΕΤΟΧΩΝ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟΥ ΑΘΗΝΩΝ