



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ (ΜΒΑ)**

Διπλωματική Εργασία

**Μοντέλα Πρόβλεψης της Πτώχευσης:
Εφαρμογή τους στον Κλάδο των Εκτυπώσεων**

Επιβλέπων καθηγητής: Σώρρος Ν. Ιωάννης

Αλέξανδρος Δ. Ανδριτσόπουλος

Πειραιάς, 2013

Ευχαριστίες

Σε αυτό το σημείο θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον επίκουρο καθηγητή κύριο Ιωάννη Σώρρο για την άφογη συνεργασία, όχι μόνο κατά την εκπόνηση αυτής της διπλωματικής εργασίας, αλλά και κατά τη διάρκεια των σπουδών μου στο πρόγραμμα.

Επίσης, θα ήθελα να ευχαριστήσω την οικογένεια μου για την αμέριστη στήριξή της.

Κατάσταση Πινάκων

Πίνακας 4.3.1	Κλάδοι με υψηλά ποσοστά ασυνέπειας	σελ.72
Πίνακας 4.3.1.1.1	Κυκλοφορία εφημερίδων πανελλαδικής εμβέλειας	σελ.73
Πίνακας 4.3.1.2.1	Δελτίο κυκλοφορίας μηνιαίων περιοδικών πανελλαδικά (σε χιλιάδες)	σελ.76
Πίνακας 4.3.1.3.1	Εκδόσεις νέων τίτλων βιβλίων 2005-2011	σελ.78
Πίνακας 5.2.1	Z'-Score για το σύνολο των επιχειρήσεων	σελ.89
Πίνακας 5.2.2	Αποτέλεσμα της μελέτης του Altman για το Z'-Score για πρόγνωση ενός έτους (2000)	σελ.92
Πίνακας 5.3.1	Z''-Score για το σύνολο των επιχειρήσεων	σελ.95
Πίνακας 5.5.1.1	Πωλήσεις κλάδου (*σε χιλιάδες)	σελ.99
Πίνακας 5.5.4.1	Ενεργητικό κλάδου (*σε χιλιάδες)	σελ.101
Πίνακας 5.5.6.1	Υποχρεώσεις κλάδου (*σε χιλιάδες)	σελ.103
Πίνακας 5.5.7.1	Αριθμοδείκτες και Z'-Score κλάδου	σελ.104
Πίνακας 5.5.7.2	Z''-Score κλάδου	σελ.105

Κατάσταση Διαγραμμάτων

Διάγραμμα 1.2.1.1	Πληθωρισμός	σελ.12
Διάγραμμα 3.3.4.1	Υπόδειγμα απλού νευρωνικού δικτύου για την πρόβλεψη της πτώχευσης	σελ.53
Διάγραμμα 3.5.1	Αποφάσεις διαχείρισης αποτελεσμάτων	σελ.62
Διάγραμμα 4.2.1	Δομή κλάδου εκτυπώσεων	σελ.68
Διάγραμμα 4.2.2	Αγορά εκτυπώσεων στην Ελλάδα	σελ.70
Διάγραμμα 4.3.1.1.1	Συνολικές πωλήσεις εφημερίδων 2003-2011	σελ.74
Διάγραμμα 4.3.1.2.1	Συνολικές πωλήσεις μηνιαίων περιοδικών	σελ.77
Διάγραμμα 5.1.1	Z_{30}	σελ.84
Διάγραμμα 5.1.2	Z'_{30}	σελ.84
Διάγραμμα 5.1.3	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z	σελ.85
Διάγραμμα 5.1.4	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'	σελ.85
Διάγραμμα 5.1.5	Δείκτης X_4	σελ.86
Διάγραμμα 5.1.6	Z_{29}	σελ.86
Διάγραμμα 5.1.7	Z'_{29}	σελ.86
Διάγραμμα 5.1.8	Δείκτης X_4	σελ.87
Διάγραμμα 5.1.9	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z	σελ.87
Διάγραμμα 5.1.10	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'	σελ.88
Διάγραμμα 5.2.1	Κατάταξη επιχειρήσεων τα δύο τελευταία έτη με το Z' -Score	σελ.92
Διάγραμμα 5.5.1.1	Πωλήσεις κλάδου	σελ.99
Διάγραμμα 5.5.2.1	Κέρδη προ φόρων και τόκων κλάδου (σε χιλιάδες)	σελ.100
Διάγραμμα 5.5.3.1	Συσσωρευμένες ζημιές του κλάδου	σελ.100
Διάγραμμα 5.5.4.1	Ενεργητικό κλάδου	σελ.101
Διάγραμμα 5.5.5.1	Κεφάλαιο κίνησης κλάδου (σε χιλιάδες)	σελ.102
Διάγραμμα 5.5.5.2	Κυκλοφορούν ενεργητικό και βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις	σελ.102
Διάγραμμα 5.5.6.1	Υποχρεώσεις κλάδου (*σε χιλιάδες)	σελ.103
Διάγραμμα 5.5.6.2	Ίδια κεφάλαια και υποχρεώσεις κλάδου (σε χιλιάδες)	σελ.104
Διάγραμμα 5.5.7.1	Z' -Score κλάδου	σελ.105
Διάγραμμα 5.5.7.2	Z'' -Score κλάδου	σελ.105
Διάγραμμα 5.5.7.3	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'	σελ.106
Διάγραμμα 5.5.7.4	Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z''	σελ.106

Περιεχόμενα

Κατάσταση Πινάκων	3
Κατάσταση Διαγραμμάτων	4
Περιεχόμενα	5
Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή	8
1.1 Εισαγωγικό Σημείωμα	8
1.2 Δομή της Εργασίας	10
1.3 Περιγραφή του Γενικευμένου Περιβάλλοντος.....	11
1.3.1 Εθνική Οικονομία	11
1.3.2 Επιχειρήσεις.....	13
1.3.3 Εργασία.....	14
1.3.4 Διεθνώς.....	15
Κεφάλαιο 2: Πτώχευση & Νομοθεσία	16
2.1 Διάκριση των Όρων Πτώχευση – Χρεοκοπία.....	16
2.2 Πτωχευτικός Κώδικας / Ισχύουσα Νομοθεσία.....	16
2.2.1 Σκοπός και Προϋποθέσεις της Πτώχευσης.....	17
2.2.2 Τα Όργανα της Πτώχευσης	17
2.2.3 Διαδικασία Πτώχευσης	19
2.2.4 Συνέπειες της Πτώχευσης	20
2.2.5 Πτωχευτικός Κώδικας - Αντικατάσταση του 6 ^{ου} Κεφαλαίου	21
2.2.6 Ποινικές Διατάξεις (Άρθρο 171)	28
2.3 Πιθανές Αλλαγές στο Άρθρο 99 του Πτωχευτικού Κώδικα.....	30
2.4 Πρόσφατα Περιστατικά Εταιρειών που Κατέφυγαν στις Διατάξεις του ΠτΚ.	32
2.4.1 Εγχώρια Αγορά	33
2.4.2 Διεθνής Αγορά.....	35

Κεφάλαιο 3: Μοντέλα Πρόβλεψης της Πτώχευσης	37
3.1 Ανάλυση της Ανάγκης Ύπαρξης και Χρήσης των Μοντέλων	37
3.2 Ιστορική Αναδρομή	38
1930 -1965.....	39
1965 – Σήμερα	41
3.3 Κατηγορίες Μοντέλων Πρόβλεψης της Πτώχευσης	47
3.3.1 Μονομεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (Univariate Discriminant Analysis)	47
3.3.2 Πολυμεταβλητή Διακριτή Ανάλυση (Multivariate Discriminant Analysis)	48
3.3.3 Υπό Συνθήκη Μοντέλα Πιθανότητας (Conditional Probability Models): Logit Analysis & Probit Analysis.....	50
3.3.4 Neural Networks.....	52
3.4 Αναθεωρημένα Υποδείγματα Z-Score - Edward I. Altman (2000).....	55
3.4.1 Μοντέλο για Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:.....	55
3.4.2 Μοντέλο για Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:	56
3.4.2 Μοντέλο για Μη Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:.....	57
3.5 Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες του Z-Score.....	58
Κεφάλαιο 4: Ο Κλάδος των Εκτυπώσεων	65
4.1 Η Τυπογραφία στην Ελλάδα	65
4.2 Δομή του Κλάδου	68
4.3 Η Σημερινή Κατάσταση στον Κλάδο των Εκτυπώσεων	70
4.3.1 Ζήτηση των Προϊόντων	73
4.3.2 Πρώτες Ύλες.....	79
4.4 Οι Επιπτώσεις της Παρούσας Κατάστασης στις Εταιρείες	80
Κεφάλαιο 5: Εφαρμογή του Z-Score σε Εταιρείες του Κλάδου των Εκτυπώσεων	82
5.1 Εισηγμένες	83
5.2 Z'-Score	89
5.3 Z''-Score	94

5.4 Σύγκριση αποτελεσμάτων Z' και Z''	97
5.5 Κλάδος.....	98
5.5.1 Πωλήσεις.....	98
5.5.2 Κέρδη προ Φόρων και Τόκων	99
5.5.3 Μη Διανεμόμενα Κέρδη	100
5.5.4 Ενεργητικό.....	101
5.5.5 Κεφάλαιο Κίνησης	102
5.5.6 Υποχρεώσεις και Ίδια Κεφάλαια	103
5.5.7 Εφαρμογή του Z-Score.....	104
Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα.....	108
Κεφάλαιο 7: Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα	111
Βιβλιογραφία	112
Παράρτημα	116

Κεφάλαιο 1: Εισαγωγή

1.1 Εισαγωγικό Σημείωμα

Ο άνθρωπος από τη φύση του είναι κοινωνικό όν. Η ένταξη του σε ένα ευρύτερο κοινωνικό σύνολο είναι απόρροια της βαθιάς επιθυμίας του να ικανοποιήσει τις ανάγκες του και να προοδεύσει. Η ύπαρξη κοινωνιών προϋποθέτει ένα σύνολο ατόμων που μέσω της διαρκούς αλληλεπίδρασής τους αναπτύσσουν οργανωμένες σχέσεις. Η εύρυθμη λειτουργία της κοινωνίας εξασφαλίζεται με νόμους που καλύπτουν όλες τις πλευρές των δραστηριοτήτων των μελών της. Στην παρούσα εργασία εξετάζεται η πλευρά που συνδέεται με την οικονομική δραστηριότητα και πιο συγκεκριμένα με τις επιχειρήσεις, οι οποίες αποτελούν ένα ζωντανό κομμάτι της κοινωνίας και παράλληλα έναν από τους βασικούς πυλώνες της οικονομίας.

Πιο συγκεκριμένα, με τον όρο επιχείρηση χαρακτηρίζεται η ποριστική οικονομική μονάδα που αποτελεί αυτοτελή και υπεύθυνη οργάνωση παραγωγικών συντελεστών και διαχείρισης συναλλαγών, με τις οποίες και επιδιώκει το μέγιστο δυνατό κέρδος. Το δε κέρδος, κατά κανόνα, θα πρέπει να υπερβαίνει την αντίστοιχη συνήθη αμοιβή (ως αντιμισθία) της διοικητικής ή εκτελεστικής εργασίας που επιτελείται σ' αυτήν.

Επιπροσθέτως, αξίζει να αναφερθεί ότι ιδιαιτέρως στον Ελλαδικό χώρο οι μικρές κυρίως επιχειρήσεις είναι η καρδιά της κοινωνίας καθώς απασχολούν ένα πολύ μεγάλο αριθμό εργαζομένων, που με τη σειρά τους συμβάλλουν στην άνθηση της αγοράς και φυσικά στην κυκλοφορία χρήματος.

Τα τελευταία χρόνια, πάντως, με την πολύ γρήγορη αντιστροφή του κλίματος, από την Ελλάδα της ραγδαίας οικονομικής ανάπτυξης μέχρι και λίγο διάστημα μετά τους Ολυμπιακούς Αγώνες της Αθήνας το 2004 έως και τη σημερινή κατάσταση της βαθιάς ύφεσης, οι Ελληνικές επιχειρήσεις βρέθηκαν απροετοίμαστες και σημαντικά εκτεθειμένες. Πλέον, οι λέξεις πτώχευση, κλείσιμο, «λουκέτο» μόνο άγνωστες δεν είναι για τον Έλληνα επιχειρηματία αλλά και εργαζόμενο, όπως θα δούμε και στη συνέχεια εκτενέστερα.

Με δεδομένη την παρούσα οικονομική συγκυρία, κατά την οποία η λέξη αβεβαιότητα αντικατοπτρίζει πλήρως την κατάσταση στην οποία βρίσκεται σήμερα η Ελληνική Οικονομία, κρίνεται ιδιαίτερως ενδιαφέρουσα και απαραίτητη, η υιοθέτηση, από τις Ελληνικές επιχειρήσεις, μοντέλων υπολογισμού της πιθανότητας πτώχευσης, τα αποτελέσματα των οποίων θα προέρχονται από την ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων τους.

Στο χώρο της «Πραγματικής Οικονομίας» γενικότερα και της Διοικητικής Λογιστικής ειδικότερα, αποτελεί διαχρονικά βασικό ζητούμενο η αποτελεσματική εφαρμογή στην πράξη των θεωρητικών γνώσεων. Τις σημαντικότερες, ίσως, εφαρμογές αποτελούν τα διάφορα μοντέλα πρόβλεψης οικονομικών αποτελεσμάτων με τη χρήση των λογιστικών οικονομικών καταστάσεων. Τα μοντέλα αυτά αποτελούν βασικό εργαλείο διαχείρισης από τα στελέχη των επιχειρήσεων ιδιαίτερα σε καιρούς χαλεπούς.

Έχοντας υπόψη τα παραπάνω, η παρούσα εργασία δεν θα μπορούσε να μην αντανakλά το δυσμενές οικονομικό κλίμα που επικρατεί στην Ευρώπη και ιδιαίτερως στην Ελληνική επικράτεια. Μάλιστα, προκειμένου να τονιστεί η αλλαγή κλίματος που παρατηρήθηκε τα τελευταία χρόνια, τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων που επιλέχθηκαν καλύπτουν ένα χρονικό πλαίσιο οκτώ ετών (2003 - 2010). Με άλλα λόγια αφορούν τα χρόνια ευημερίας για το σύνολο των επιχειρήσεων στην Ελληνική οικονομία πριν το ξέσπασμα της κρίσης μέχρι και την κλιμάκωσή της, που ήταν το πιο πρόσφατο έτος που υπήρχαν δημοσιευμένες καταστάσεις κατά τη διάρκεια συγγραφής της εργασίας, έτσι ώστε να υπάρχουν αρκετά δεδομένα που θα επιτρέψουν την παρακολούθηση των τάσεων και το σχηματισμό μίας ευρύτερης εικόνας.

Κατά δεύτερον, καθώς η πλειοψηφία των κλάδων της Ελληνικής οικονομίας αντιμετωπίζει σημαντική συρρίκνωση του τζίρου και των πωλήσεων τους, η επιλογή των προς εξέταση επιχειρήσεων δεν προέκυψε μόνο από την αρνητική πορεία του κλάδου. Ο επιλεγθείς κλάδος των εκτυπώσεων καλείται να ανταπεξέλθει, εκτός των άλλων, και στις νέες τάσεις της εποχής που διαφοροποιούν τον τρόπο κάλυψης των αναγκών των ανθρώπων για ενημέρωση και μόρφωση. Πιο συγκεκριμένα, με την ανάπτυξη της τεχνολογίας και των τηλεπικοινωνιών έχει αρχίσει τα τελευταία χρόνια να υποκαθίσταται η χρήση των εντύπων, μέσα από ηλεκτρονικές συσκευές όπως οι ηλεκτρονικοί υπολογιστές, τα laptop, τα tablet, τα κινητά τηλέφωνα, κ.ά.

Συγκεντρωτικά, αντικείμενο της διπλωματικής αυτής εργασίας είναι η παρουσίαση και ακολούθως η εφαρμογή μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης σε επιχειρήσεις του κλάδου των Εκτυπώσεων με στόχο την αξιολόγηση της αποτελεσματικότητας τους και την εξαγωγή συμπερασμάτων αναφορικά με την τρέχουσα, αλλά και μελλοντική οικονομική κατάσταση του κλάδου.

1.2 Δομή της Εργασίας

Σ' αυτό το σημείο είναι χρήσιμο να παρουσιαστούν συνοπτικά οι θεματικές ενότητες που προσεγγίζονται σε αυτή την εργασία. Αρχικά, στο εισαγωγικό μέρος επιχειρείται η περιγραφή του γενικότερου κλίματος που επικρατεί τόσο στον Ελλαδικό χώρο όσο και διεθνώς, που αποτέλεσε το ερέθισμα για την επιλογή του συγκεκριμένου θέματος.

Το δεύτερο κεφάλαιο της εργασίας εστιάζει στο νομικό πλαίσιο που διέπει την πτωχευτική διαδικασία. Μάλιστα, γίνεται ιδιαίτερη αναφορά στη διαδικασία εξυγίανσης όπως και στο σχέδιο αναδιοργάνωσης. Επιπροσθέτως, παρουσιάζονται οι πιθανές αλλαγές που θα υποστεί το άρθρο 99 του Πτωχευτικού Κώδικα για την αναβάθμιση του σε μελλοντικές μεταρρυθμίσεις. Τέλος, δίνονται συγκεκριμένα παραδείγματα επιχειρήσεων που αναγκάστηκαν να προσφύγουν (επιτυχημένα ή μη) στις διατάξεις του ΠτΚ, από την εγχώρια και διεθνή αγορά.

Στο τρίτο κεφάλαιο αρχικά γίνεται αναφορά στην ανάγκη ύπαρξης και χρήσης των μοντέλων πρόβλεψης πτώχευσης και έπειτα ακολουθεί ιστορική αναδρομή αναφορικά με τη διαδικασία ανάπτυξης τους. Επίσης, περιγράφονται οι τεχνικές στις οποίες βασίζονται τα πιο γνωστά – ευρέως χρησιμοποιούμενα μοντέλα πρόβλεψης των πιθανοτήτων πτώχευσης μιας επιχείρησης, καθώς και τα πλεονεκτήματα / μειονεκτήματα τους. Στη συνέχεια, πραγματοποιείται η παρουσίαση των τριών εκδοχών του μοντέλου Z-Score του Edward Altman που θα χρησιμοποιηθούν προκειμένου να εξεταστεί η βιωσιμότητα των επιλεγμένων επιχειρήσεων από τον κλάδο των εκτυπώσεων. Κλείνοντας το κεφάλαιο, παρουσιάζονται οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες με τη βοήθεια των οποίων θα πραγματοποιηθεί ο υπολογισμός των τελικών σκορ.

Το τέταρτο κεφάλαιο αφορά στον κλάδο των εκτυπώσεων. Αρχικά επιχειρείται ιστορική αναδρομή στο παρελθόν της τυπογραφίας και έπειτα πραγματοποιείται μία σύντομη ανάλυση της δομής του κλάδου. Ακολουθεί αναλυτική περιγραφή της κατάστασης που επικρατεί σήμερα αλλά και παρουσίαση των επιπτώσεων της παρούσας κατάστασης στις εταιρείες.

Στο πέμπτο κεφάλαιο, πραγματοποιείται το πρακτικό μέρος της εργασίας, όπου επιχειρείται η εξέταση εταιρειών που ανήκουν στον προαναφερόμενο επιχειρηματικό κλάδο με τη χρήση του Z-Score. Τα οικονομικά στοιχεία που λαμβάνονται υπόψη προέρχονται από τις ίδιες τις επιχειρήσεις όπως αυτές τα έχουν δημοσιοποιήσει. Επομένως, στη συγκεκριμένη περίπτωση με τη χρήση της λογιστικής αναλύονται τα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων από τη σκοπιά του εξωτερικού χρήστη.

Στο έκτο κεφάλαιο παρατίθενται τα συμπεράσματα από το ερευνητικό μέρος της εργασίας, ενώ στο έβδομο προτάσεις για περαιτέρω έρευνα.

Στο τέλος, υπάρχει αναφορά στη βιβλιογραφία που βασίστηκε η εργασία και το Παράρτημα, στο οποίο υπάρχουν χρήσιμα στοιχεία για τις επιχειρήσεις που μελετήθηκαν.

1.3 Περιγραφή του Γενικευμένου Περιβάλλοντος

1.3.1 Εθνική Οικονομία

Όπως αναφέρεται και στην έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος κ. Προβόπουλου (4/2012) η οικονομική ύφεση που ξεκίνησε το 2008 συνεχίζεται αμείωτη. Μάλιστα, σύμφωνα με στοιχεία της ΕΛΣΤΑΤ, το 2011 το ετήσιο ΑΕΠ μειώθηκε κατά 6,9% (α' τρίμηνο.: -8,0%, β' τρίμηνο.: -7,3%, γ' τρίμηνο.: -5,0%, δ' τρίμηνο.: -7,5%), μετά από μείωση κατά 3,5% το 2010. Αξίζει να τονιστεί ότι προς το τέλος της χρονιάς η κατάσταση παρουσίασε περαιτέρω επιδείνωση. Καθώς οι τομείς της αγοράς λειτουργούν ως συγκοινωνούντα δοχεία, δεν προκαλεί έκπληξη το γεγονός ότι το

γενικευμένο κλίμα αβεβαιότητας έχει καταλάβει τόσο το χρηματοπιστωτικό κλάδο όσο τις επιχειρήσεις και τους εργαζόμενους.

Πιο συγκεκριμένα, από το 2008 το πρόσημο του ρυθμού πιστωτικής επέκτασης προς τον ιδιωτικό τομέα, παρουσιάζεται αρνητικό. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται ως ένα βαθμό στη μείωση της ζήτησης δανειακών κεφαλαίων λόγω της μείωσης των επενδύσεων (2011: -20%) εξαιτίας της ύφεσης. Ταυτοχρόνως, παρατηρήθηκε μειωμένη ρευστότητα του τραπεζικού συστήματος, συνέπεια της απώλειας εμπιστοσύνης που δημιούργησαν η δημοσιονομική κρίση και το χρέος. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, πολλές υγιείς επιχειρήσεις υφίστανται έντονα τις συνέπειες του περιορισμού της τραπεζικής χρηματοδότησης και έχουν φτάσει στο σημείο να αντιμετωπίζουν σοβαρό πρόβλημα επιβίωσης.



Διάγραμμα 1.2.1.1: Πληθωρισμός

Επιπρόσθετα, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανόδου του Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) υποχώρησε στο 3,1% το 2011, από 4,7% το 2010. Έτσι, ο πληθωρισμός βάσει του ΕνΔΤΚ υποχώρησε από 2,2% το Δεκέμβριο του 2011 σε 1,4% το Μάρτιο του 2012. Παράλληλα, ο πυρήνας του πληθωρισμού, που είχε μειωθεί σε 1,1% το Δεκέμβριο του 2011 από 3,0% το Δεκέμβριο του 2010, υποχώρησε περαιτέρω σε 0,3% για φέτος το Μάρτιο. Είναι χρήσιμο να αναφερθεί ότι οι αυξήσεις στην έμμεση φορολογία επηρέασαν σε μεγάλο βαθμό τη διαμόρφωση του ρυθμού του πληθωρισμού στη διάρκεια του 2011.

Όσον αφορά στις προβλέψεις που μπορούν να επιχειρηθούν με βάση τα έως τώρα στοιχεία, σύμφωνα με την έκθεση του διοικητή της Τράπεζας της Ελλάδος, οι βραχυχρόνιοι δείκτες για τους πρώτους μήνες του 2012 υποδηλώνουν ότι η ύφεση θα συνεχιστεί. Μάλιστα, εκτιμάται ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός μείωσης του ΑΕΠ θα πλησιάσει το 5%, δηλαδή η ύφεση θα είναι λιγότερο έντονη σε σχέση με το 2011, υπό την προϋπόθεση βεβαίως ότι τα μέτρα διαρθρωτικού χαρακτήρα θα εφαρμοστούν χωρίς καθυστέρηση και όπως έχουν σχεδιαστεί. Παράλληλα, η πτωτική τάση του πληθωρισμού συνεχίζεται το 2012 και ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός βάσει του

Εναρμονισμένου Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) αναμένεται να διαμορφωθεί γύρω στο 1,2%, ενώ ο πυρήνας του πληθωρισμού μάλλον θα είναι μηδενικός κατά μέσο όρο.

1.3.2 Επιχειρήσεις

Το πιο σημαντικό πρόβλημα που αντιμετωπίζουν οι Ελληνικές επιχειρήσεις είναι η έλλειψη ρευστότητας λόγω της κάθετης πτώσης που εμφανίζουν στους τζίρους και τα κέρδη τους. Το πρόβλημα αυτό προσλαμβάνει μεγαλύτερες διαστάσεις αν ληφθούν υπόψη τα ποσά που τους οφείλει το Δημόσιο, τα οποία όχι απλά μένουν σε δυσθεώρητα ύψη, αλλά παρουσιάζουν και αύξηση. Ακόμα περισσότερο, την ίδια στιγμή, τα αναπτυξιακά προγράμματα δεν τίθενται σε εφαρμογή, καθώς η κυβέρνηση αδυνατεί να διαχειριστεί τα κονδύλια του ΕΣΠΑ, με αποτέλεσμα εκατοντάδες εκατομμύρια ευρώ να μένουν αναξιοποίητα.

Από τη μεριά τους, οι εταιρείες προβαίνουν σε κινήσεις που ευελπιστούν ότι θα αντιστρέψουν την κατάσταση. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός ότι πολλές από αυτές σήμερα αναζητούν επενδυτές για να εισέλθουν στο μετοχικό τους κεφάλαιο και να ενισχύσουν τη ρευστότητά τους, η οποία, όπως προαναφέρθηκε, αποτελεί το υπ' αριθμόν ένα πρόβλημα τους, αφού πλέον οι εισαγωγές από το εξωτερικό πραγματοποιούνται με την άμεση καταβολή του ποσού που αντιστοιχεί στην εκάστοτε προμήθεια.

Βέβαια, σύμφωνα με τα επίσημα στοιχεία της Κεντρικής Ένωσης Επιμελητηρίων Ελλάδος πολλές από τις επιχειρήσεις τελικά οδηγούνται στο κλείσιμο. Ενδεικτικά αναφέρονται τα στοιχεία για το πρώτο τρίμηνο του έτους όπου υπολογίζεται ότι έκλεισαν τουλάχιστον 4,948 επιχειρήσεις. Από το σύνολο των εταιρειών που σταμάτησαν τη λειτουργία τους, οι 3,455 ήταν Ο.Ε, οι 766 Ε.Ε., οι 407 Ε.Π.Ε. και οι 330 Α.Ε. Η παραπάνω καταγραφή δεν είναι η τελική καθώς πολλές επιχειρήσεις είτε δεν δηλώνουν το κλείσιμο στα επιμελητήρια, είτε έχουν εκκρεμείς φορολογικές υποθέσεις, με αποτέλεσμα να φαίνεται πως λειτουργούν, αλλά μόνο στα χαρτιά.

Ακόμα περισσότερο, η εταιρεία οικονομικών μελετών ICAP (2012) εκτιμά ότι σχεδόν δύο στις τρεις βιομηχανικές επιχειρήσεις της χώρας βρίσκονται στη ζώνη υψηλού

πιστωτικού κινδύνου. Μέσα σε μία διετία υπερδιπλασιάστηκε το ποσοστό των επιχειρήσεων που διατρέχουν τον κίνδυνο να οδηγηθούν σε αδιέξοδο και πτώχευση, από περίπου 30% σε σχεδόν 65%. Μάλιστα, αν ληφθούν υπόψη τα στοιχεία έρευνας της εταιρείας συμβούλων Deloitte που πραγματοποιήθηκε στα τέλη του 2011, περισσότερες από 2.000 εταιρείες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας και κερδοφορίας είχαν ήδη αιτηθεί την ένταξή τους στο άρθρο 99, το μέλλον σίγουρα δεν κρίνεται ευοίωνο.

Τέλος, με βάση τα παραπάνω εύκολα μπορεί να εξηγηθεί το γεγονός ότι τα ποσοστά ασυνέπειας (επισφάλειες) των Ελληνικών επιχειρήσεων παρουσιάζουν αυξητική πορεία κατά 32% το 2010 σε σχέση με το 2009, φτάνοντας στο 6,10% έναντι 4,65% το 2009. Για το 2011 το ποσοστό αυτό ανήλθε στο 8% και σύμφωνα μάλιστα με μελέτες της ICAP εκτιμάται ότι η ανοδική τάση αυτή θα συνεχιστεί και τα επόμενα έτη.

1.3.3 Εργασία

Σύμφωνα με έκθεση της Κομισιόν το 2010, η Ελλάδα είχε 742.600 μικρές και πολύ μικρές επιχειρήσεις που απασχολούσαν 2.512.493 εργαζόμενους, ποσοστό μεγαλύτερο από το 85% των συνολικά εργαζόμενων στη χώρα, που μάλιστα αποτελούσε ρεκόρ σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή Ένωση. Στην παρούσα φάση, όπως σημειώνει χαρακτηριστικά, «Η Ελλάδα αντιμετωπίζει μια βαθιά οικονομική και κοινωνική κρίση η οποία αντικατοπτρίζεται στις μικρές και μεσαίες επιχειρήσεις. 6 στις 10 είδαν τα έσοδά τους να μειώνονται κατακόρυφα το 2011 ενώ 150.000 θέσεις εργασίας έχουν ήδη χαθεί».

Και τα πράγματα φαίνεται ότι δεν πρόκειται να βελτιωθούν τουλάχιστον στο κοντινό μέλλον. Αξίζει να τονιστεί ότι το μέσο ποσοστό ανεργίας αναμένεται να αυξηθεί φέτος σε σύγκριση με το μέσο ποσοστό ανεργίας του 2011 και να υπερβεί το 19% έναντι 17,7% πέρυσι. Μόνο τον πρώτο μήνα του τρέχοντος έτους το ποσοστό ανεργίας άγγιξε το 21,8%. Ταυτοχρόνως, αυξάνεται το ποσοστό των μακροχρόνια ανέργων που για το 2011 αποτέλεσαν το 51,6% του συνολικού ποσοστού των ανέργων. Πλέον είναι σύνηθες το φαινόμενο να παρατείνεται η παραμονή των ανέργων στις λίστες του ΟΑΕΔ για περισσότερο από ένα έτος, γεγονός αρκετά ανησυχητικό αφού οι πιθανότητες

ένταξης σε θέση εργασίας μειώνονται όσο επιμηκύνεται η διάρκεια της ανεργίας και υπάρχει ο κίνδυνος η πρόσθετη ανεργία να μετατραπεί σε διαρθρωτική ανεργία.

1.3.4 Διεθνώς

Βέβαια και διεθνώς η οικονομική κατάσταση είναι επιβαρυνμένη λόγω της κρίσης χρέους στις προηγμένες οικονομίες, της γενικότερης υποχώρησης της εμπιστοσύνης, της περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς και των συνεπειών που είχαν για τη ζήτηση τόσο οι αυξανόμενες και πλέον πολύ υψηλές διεθνείς τιμές των βασικών εμπορευμάτων, όσο και η μείωση της μόχλευσης των χρηματοπιστωτικών ιδρυμάτων. Η πορεία ανάκαμψης που σημείωνε η παγκόσμια οικονομία υπέστη ισχυρό πλήγμα το δεύτερο εξάμηνο του 2011 εξαιτίας της εντεινόμενης κρίσης δημόσιου χρέους στη ζώνη του ευρώ. Γίνονται προσπάθειες ώστε το κλίμα σταδιακά να αντιστραφεί. Ως ενθαρρυντικά στοιχεία αναφέρονται οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ για τη χορήγηση ρευστότητας, οι θετικές εξελίξεις στην Ιταλία, καθώς και η επιτυχή ολοκλήρωση του PSI και η υπογραφή της νέας δανειακής συμφωνίας για την Ελλάδα. Πάντως, ακόμα ο κίνδυνος δεν έχει αποσοβηθεί καθώς στις προβλέψεις για το 2012 εκτιμάται ότι ο ρυθμός αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ θα επιβραδυνθεί στις αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες, παραμένοντας ωστόσο σε υψηλά επίπεδα. Αναφορικά με τις προηγμένες οικονομίες, για τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία προβλέπεται βελτίωση, ενώ αντιθέτως για τη ζώνη του ευρώ ήπια ύφεση.

Αφού παρουσιάστηκε συνοπτικά η δυσμενής οικονομική κατάσταση που επικρατεί στον Ελλαδικό χώρο αλλά και γενικότερα στο διεθνή και τονίστηκε η επισφαλής θέση των επιχειρήσεων, κρίνεται σκόπιμο να ακολουθήσει στο επόμενο κεφάλαιο η παρουσίαση του νομικού πλαισίου που διέπει την πτωχευτική διαδικασία.

Κεφάλαιο 2: Πτώχευση & Νομοθεσία

2.1 Διάκριση των Όρων Πτώχευση – Χρεοκοπία

Αρκετά συχνά στην Ελληνική πραγματικότητα χρησιμοποιούνται σαν ταυτόσημοι οι όροι πτώχευση και χρεοκοπία, κάτι που ωστόσο είναι λανθασμένο. Ως εκ τούτου, μια σύντομη αντιπαραβολή των όρων που δεσπόζουν στη συγκεκριμένη εργασία κρίνεται απαραίτητη. Η πτώχευση αποτελεί νομική κατάσταση και διαδικασία, το άνοιγμα της οποίας προϋποθέτει δικαστική απόφαση¹. Χρεοκοπία είναι η πτώχευση που ακολουθείται από ποινικές κυρώσεις, δηλαδή είναι παράνομη ή σκόπιμη πτώχευση και προϋποθέτει την ύπαρξη υπαιτιότητας, είτε με δόλο είτε από αμέλεια, και θεωρείται έγκλημα.

2.2 Πτωχευτικός Κώδικας / Ισχύουσα Νομοθεσία

Ο Πτωχευτικός Κώδικας αποτελεί κλάδο του Εμπορικού Δικαίου που αλληλεπιδρά ωστόσο με το υπόλοιπο δικαιοσύνη σύστημα όπως το αστικό, εταιρικό, τραπεζικό, εργατικό φορολογικό δίκαιο και ιδίως την πολιτική δικονομία. Μέσω αυτού, ρυθμίζεται η διαδικασία πτώχευσης και καθορίζονται οι επιπτώσεις της. Με το νόμο 3588/2007 κυρώθηκε ο νέος Πτωχευτικός Κώδικας, ο οποίος άρχισε να ισχύει από τη 16^η Σεπτεμβρίου 2007. Το 2011 κρίθηκε αναγκαία η τροποποίηση του 6^{ου} άρθρου του κώδικα. Η διάσωση της επιχείρησης αποτέλεσε στόχο του νόμου 3588/2007 ο οποίος όμως επιχείρησε να τον επιτύχει κυρίως στο πλαίσιο της πτώχευσης (ιδίως με τον θεσμό του σχεδίου αναδιοργάνωσης), γεγονός που ενέχει τον κίνδυνο της απαξίωσης της επιχείρησης στα μάτια των πελατών, αλλά και των προμηθευτών της. Με το νόμο 4013/2011 εισήχθη η προ-πτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης που στοχεύει: α) στην

¹ Περράκης Ευάγγελος Εμμ., 2010, «Πτωχευτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.

ενίσχυση της δυνατότητας εξυγίανσης των επιχειρήσεων που είναι βιώσιμες, β) στη διασφάλιση της προστασίας των πιστωτών και γ) στη διάσωση των θέσεων εργασίας.

2.2.1 Σκοπός και Προϋποθέσεις της Πτώχευσης

Σύμφωνα με το άρθρο 1 του Πτωχευτικού Κώδικα, «η πτώχευση αποσκοπεί στη συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών του οφειλέτη με τη ρευστοποίηση της περιουσίας του ή με άλλο τρόπο που προβλέπεται από σχέδιο αναδιοργάνωσης και ιδίως με τη διατήρηση της επιχείρησής του».

Οι προϋποθέσεις που πρέπει να υφίστανται για την υπαγωγή του οφειλέτη στη διαδικασία πτώχευσης διακρίνονται σε υποκειμενικές και αντικειμενικές. Όσον αφορά στην πρώτη περίπτωση, το άρθρο 2 του πτωχευτικού κώδικα ορίζει ότι πτωχευτική ικανότητα έχουν οι έμποροι, αλλά και οι ενώσεις προσώπων με νομική προσωπικότητα που επιδιώκουν οικονομικό σκοπό. Επίσης, καθίσταται σαφές ότι τα νομικά πρόσωπα δημοσίου δικαίου, οι οργανισμοί τοπικής αυτοδιοίκησης και οι δημόσιοι οργανισμοί στερούνται της συγκεκριμένης ικανότητας. Αναφορικά με τη δεύτερη περίπτωση, σε πτώχευση κηρύσσεται ο οφειλέτης που αδυνατεί να εκπληρώνει τις ληξιπρόθεσμες χρηματικές υποχρεώσεις του κατά τρόπο γενικό και μόνιμο (παύση πληρωμών) ή που βρίσκεται σε επαπειλούμενη αδυναμία εκπλήρωσης των υποχρεώσεων αυτών (αναστολή πληρωμών) και το γνωστοποιεί με αίτηση του στο δικαστήριο.

2.2.2 Τα Όργανα της Πτώχευσης

Προτού γίνει αναφορά της διαδικασίας που ακολουθείται για την κήρυξη πτώχευσης, είναι χρήσιμο να αναφερθούν τα όργανα της πτώχευσης καθώς επίσης και ο ρόλος που το κάθε ένα από αυτά διαδραματίζει. Σύμφωνα με το άρθρο 52 του ΠτΚ: «Τα όργανα της πτώχευσης είναι: το πτωχευτικό δικαστήριο, ο εισηγητής, ο σύνδικος, η συνέλευση των πιστωτών και η επιτροπή πιστωτών».

Το **Πτωχευτικό Δικαστήριο** αποτελεί το βασικό όργανο αφού μέσω αυτού κηρύσσεται η έναρξη της διαδικασίας, αλλά και ασκείται ο έλεγχος κατά τη διάρκεια των εργασιών της πτώχευσης. Ο νόμος ορίζει ως αρμόδιο δικαστήριο πριν την κήρυξη της πτώχευσης «το Πολυμελές Πρωτοδικείο στην περιφέρεια του οποίου ο οφειλέτης ασκεί τη διοίκηση των δραστηριοτήτων του», μετά δε την κήρυξη «το πολυμελές πρωτοδικείο που κήρυξε την πτώχευση». Είναι υπεύθυνο για την εκδίκαση των διαφορών που προκύπτουν κατά την έκβαση της υπόθεσης και είναι απόρροια της πτώχευσης.

Ο **Εισηγητής**, ο πρωτοδίκης που υπηρετεί στο πρωτοδικείο, έχει καθήκον να επιτηρεί και να επιταχύνει τις εργασίες της πτώχευσης, να διατάσσει όλα τα κατεπείγοντα μέτρα προς διασφάλιση της πτωχευτικής περιουσίας και να προεδρεύει στη συνέλευση των πιστωτών. Επίσης, οφείλει αμέσως μετά την κήρυξη της πτώχευσης να ειδοποιήσει τον σύνδικο για το διορισμό του, να επιβλέπει το έργο του και, αν συντρέχει σχετική περίπτωση, να ζητήσει την αντικατάστασή του. Ο νόμος παρέχει στον εισηγητή το δικαίωμα να εξετάσει χωρίς να δώσει όρκο τον οφειλέτη και ενόρκως τους αντιπροσώπους και υπαλλήλους του, αναφορικά με τη σύνταξη του ισολογισμού, τις περιστάσεις και τις αιτίες της πτώχευσης. Τέλος, σε περίπτωση που διαπιστωθεί ότι υφίσταται ποινική ευθύνη κάποιου προσώπου, ο εισηγητής διαβιβάζει αντίγραφα των καταθέσεων και προς τον αρμόδιο εισαγγελέα.

Σύνδικος μπορεί να διοριστεί δικηγόρος που έχει τουλάχιστον πενταετή υπηρεσία, κατοικεί στην έδρα του πτωχευτικού δικαστηρίου και δεν έχει συγγενική σχέση με τον οφειλέτη. Στο σύνδικο ανατίθεται η διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας και η διεξαγωγή της πτωχευτικής διαδικασίας. Ενδεικτικά, στις υποχρεώσεις του συμπεριλαμβάνονται η εγγραφή των υποθηκών και προσημειώσεων για τις οποίες υπάρχουν τίτλοι κατά οφειλετών της πτώχευσης και να ζητεί από το πτωχευτικό δικαστήριο τη λήψη κάθε αναγκαίου μέτρου προς εξασφάλιση της πτωχευτικής περιουσίας. Επίσης, αφού του έχει χορηγηθεί σχετική άδεια από τον εισηγητή, μπορεί να προβεί στην πώληση των εμπορευμάτων και των κινητών στοιχείων που έχουν απογραφεί, προκειμένου να αντιμετωπιστούν οι τρέχουσες ανάγκες της επιχείρησης.

Σύμφωνα με το άρθρο 82 του ΠτΚ «η **Συνέλευση των Πιστωτών** αποτελείται από όλους τους πιστωτές της πτώχευσης, ανεξαρτήτως προνομίων ή εμπράγματων ασφαλειών, καθώς και από τους πιστωτές των οποίων οι απαιτήσεις τελούν υπό αίρεση». Η σύγκλησή της – αρχικά αμέσως μετά την απόφαση για κήρυξη πτώχευσης – έχει ως σκοπό τη σύνταξη πίνακα εικαζόμενων πιστωτών και τον ορισμό της

επιτροπής των πιστωτών. Στις συνελεύσεις προεδρεύει ο εισηγητής, ενώ παρίσταται και ο σύνδικος που καλείται νομίμως όπως επίσης και ο οφειλέτης. Μετά την επαλήθευση των πιστώσεων, στη συνέλευση μετέχουν οι πιστωτές των οποίων έγιναν δεκτές, έστω και προσωρινά, οι απαιτήσεις τους. Τελικά, η συνέλευση καλείται να αποφασίσει αν ο σύνδικος θα συνεχίσει την άσκηση της εμπορικής δραστηριότητας της επιχείρησης του οφειλέτη, αν αυτή πρέπει να εκμισθωθεί σε τρίτο ή να εκποιηθεί ως σύνολο ή να γίνει ρευστοποίηση των κατ' ιδίαν στοιχείων της χωριστά.

Η **Επιτροπή Πιστωτών** είναι μια εκλεγμένη, από το σύνολο των πιστωτών, τριμελής επιτροπή. Τα καθήκοντα της είναι η παρακολούθηση της πορείας των εργασιών της πτώχευσης αλλά και η συνδρομή στον σύνδικο κατά την εκτέλεση των καθηκόντων του.

2.2.3 Διαδικασία Πτώχευσης

Η πτώχευση κηρύσσεται πάντοτε με δικαστική απόφαση. Για την εκκίνηση των διαδικασιών, με δεδομένη την πτωχευτική ικανότητα του οφειλέτη, απαιτείται αίτηση από πιστωτή που έχει έννομο συμφέρον ή σε περίπτωση που συντρέχουν λόγοι δημοσίου συμφέροντος αίτηση από τον εισαγγελέα πρωτοδικών.

Αφού το δικαστήριο εξετάσει την αίτηση, δύναται να την απορρίψει αν αποφανθεί ότι α) δεν πληρούνται οι προαναφερθείσες υποκειμενικές ή αντικειμενικές προϋποθέσεις, β) αν και συντρέχουν οι προϋποθέσεις, η περιουσία του οφειλέτη δεν θα επαρκέσει για την κάλυψη των εξόδων της διαδικασίας και γ) είναι καταχρηστική, δηλαδή ο πιστωτής επιδιώκει την ατομική του ικανοποίηση, την αποφυγή πληρωμής των χρεών του ή γενικά σκοπούς που δεν σχετίζονται με την πτώχευση.

Από την άλλη πλευρά, σε περίπτωση που το δικαστήριο κάνει αποδεκτή την αίτηση, τίθεται σε εφαρμογή η ακόλουθη διαδικασία: α) διορίζει εισηγητή δικαστή και σύνδικο της πτώχευσης, β) διατάσσει τη σφράγιση της πτωχευτικής περιουσίας, γ) ορίζει τη σύγκληση συνέλευσης των πιστωτών για σύνταξη πίνακα εικαζόμενων πιστωτών και

εκλογή της επιτροπής πιστωτών, δ) ορίζει τον τρόπο δημοσιότητας της απόφασης² και ε) προσδιορίζει την ημέρα παύσης των πληρωμών. Η απόφαση είναι άμεσα εκτελεστή και δεν επιτρέπεται δικαστική αναστολή της. Παρ' όλα αυτά, παρέχεται η δυνατότητα προσβολής της με τα ένδικα μέσα της έφεσης και της αναίρεσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι από την κήρυξη της πτώχευσης αναστέλλονται αυτομάτως όλα τα ατομικά καταδιωκτικά μέτρα των πιστωτών κατά του οφειλέτη για την ικανοποίηση ή την εκπλήρωση των πτωχευτικών απαιτήσεών τους.

Αν κατά τη διάρκεια της εξέτασης της αίτησης προκύψουν στοιχεία που καθιστούν αναγκαία τη λήψη περαιτέρω μέτρων για την αποτροπή κάθε επιζήμιας για τους πιστωτές μεταβολής της περιουσίας του οφειλέτη ή μείωση της αξίας της, ο πρόεδρος μπορεί να απαγορεύσει οποιαδήποτε διάθεση περιουσιακού στοιχείου από τον οφειλέτη ή προς αυτόν, να διατάξει την αναστολή των ατομικών διώξεων των πιστωτών και να ορίσει μεσεγγυούχο. Τα μέτρα παύουν να ισχύουν με την έκδοση της απόφασης του δικαστηρίου επί της αίτησης για κήρυξη της πτώχευσης.

2.2.4 Συνέπειες της Πτώχευσης

Σύμφωνα με το άρθρο 15 του ΠτΚ, «ο οφειλέτης φυσικό πρόσωπο από την κήρυξη της πτώχευσης στερείται μόνο εκείνων των δικαιωμάτων του προσωπικής φύσεως, που προβλέπουν ειδικές διατάξεις νόμων». Χαρακτηριστικό παράδειγμα τέτοιας διάταξης είναι το γεγονός ότι η μη πτώχευση είναι προαπαιτούμενο για τη χορήγηση διοικητικής άδειας άσκησης κάποιας επαγγελματικής δραστηριότητας. Η τιμωρία του οφειλέτη δεν αποτελεί αυτοσκοπό. Κύριο μέλημα του νομοθέτη είναι η προστασία της αγοράς.

Όσον αφορά στην πτωχευτική περιουσία, σύμφωνα με το νόμο δεσμεύεται το σύνολο της περιουσίας που ανήκει στον οφειλέτη κατά την κήρυξη της πτώχευσης, οπουδήποτε και αν βρίσκεται, χωρίς όμως να συνυπολογίζονται τυχόν ακατάσχετα ή

² Περιλήψεις των αποφάσεων που κηρύσσουν την πτώχευση ή μεταβάλλουν το χρόνο παύσης των πληρωμών, καθώς και κάθε άλλη πρόσκληση ή πράξη που προβλέπεται στον παρόντα κώδικα, δημοσιεύονται με την επιμέλεια του συνδίκου, του οφειλέτη ή οποιουδήποτε έχει έννομο συμφέρον, στο Δελτίο Δικαστικών Δημοσιεύσεων του Ταμείου Νομικών. Το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, κατά την κρίση του, να διατάξει και πρόσθετες δημοσιεύσεις. (άρθρο 8 παρ.1)

εξαιρούμενα με ειδικές διατάξεις νόμων. Σημειωτέον, στην πτωχευτική περιουσία δεν περιλαμβάνεται η περιουσία που αποκτά ο οφειλέτης μετά την κήρυξη της πτώχευσης, με εξαίρεση τους τόκους ή άλλες περιοδικές παροχές που ανήκουν στην πτωχευτική περιουσία.

Από τη στιγμή της κήρυξης της πτώχευσης ο οφειλέτης στερείται του δικαιώματος διοίκησης της περιουσίας του, την οποία πλέον ασκεί μόνο ο σύνδικος. Πράξεις χωρίς τη σύμπραξη του συνδίκου, είναι ανενεργές και απαγορεύεται να καταχωρηθούν σε δημόσια βιβλία οποιασδήποτε φύσεως, χωρίς τη γραπτή έγκριση του συνδίκου. Σε περίπτωση που η πτώχευση κηρύσσεται ύστερα από αίτηση του ίδιου του οφειλέτη, το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί, μετά από αίτηση του, να του αναθέσει τη διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας, με ή χωρίς περιοριστικούς όρους, πάντοτε με τη σύμπραξη του συνδίκου, αν η ανάθεση αυτή είναι προς το συμφέρον των πιστωτών και συναινεί στην ανάθεση η επιτροπή πιστωτών. Σε αντίθετη περίπτωση όμως, το δικαστήριο διατηρεί το δικαίωμα μετά από αίτηση του συνδίκου ή της επιτροπής πιστωτών να αφαιρέσει από τον οφειλέτη τη διοίκηση της πτωχευτικής περιουσίας, οπότε το δικαίωμα διοίκησης περιέρχεται στον σύνδικο.

Η απόφαση που κηρύσσει την πτώχευση μπορεί να ανακληθεί μετά από αίτηση του οφειλέτη από το δικαστήριο που κήρυξε την πτώχευση, εφόσον ικανοποιήθηκαν ή συναινούν οι πιστωτές που μετείχαν στη διαδικασία κήρυξης της πτώχευσης, καθώς και εκείνοι που προκύπτουν από τα καταστατικά.

2.2.5 Πτωχευτικός Κώδικας - Αντικατάσταση του 6^{ου} Κεφαλαίου

Με το νόμο 4013/2011 τροποποιείται το Πτωχευτικό Δίκαιο και οι διαδικασίες του άρθρου 99 του Πτωχευτικού Κώδικα. Ως εκ τούτου, οι επιχειρήσεις που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας επειδή είναι υπερχρεωμένες έχουν πλέον τη δυνατότητα να αιτηθούν την ένταξή τους στην προ-πτωχευτική διαδικασία εξυγίανσης. Η υπαγωγή των επιχειρήσεων που κρίνονται βιώσιμες λόγω αντικειμένου στο αναθεωρημένο άρθρο 99, συνεπάγεται το γρήγορο επανακαθορισμό των σχέσεων οφειλέτη και πιστωτών, με σύναψη συμφωνίας εξυγίανσης, που στοχεύει στον περιορισμό της προκύπτουσας ζημιάς στο ελάχιστο. Πιο συγκεκριμένα:

2.2.5.1 Διαδικασία Εξυγίανσης

Η διαδικασία εξυγίανσης αποτελεί συλλογική προ-πτωχευτική διαδικασία που στοχεύει από τη μια πλευρά στη διατήρηση, αξιοποίηση, αναδιάρθρωση και ανόρθωση της επιχείρησης, ενώ από την άλλη στην ικανοποίηση των πιστωτών. Στη διαδικασία εξυγίανσης είναι δυνατό να υπαχθεί, ύστερα από απόφαση του αρμόδιου Δικαστηρίου, κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο με πτωχευτική ικανότητα. Στην αίτηση του οφειλέτη προς το πτωχευτικό δικαστήριο πρέπει να περιγράφονται η επιχείρηση, η οικονομική του κατάσταση με παράθεση των πιο πρόσφατων οικονομικών στοιχείων, συμπεριλαμβανομένων των τυχόν οφειλών του προς το Δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία, τα αίτια της οικονομικής του αδυναμίας, τα προτεινόμενα μέτρα για την αντιμετώπιση της οικονομικής αδυναμίας και οι τυχόν διαπραγματεύσεις που έχουν ήδη λάβει χώρα με τους πιστωτές. Ιδιαίτερα, γίνεται περιγραφή του μεγέθους της επιχείρησης, του προσωπικού που απασχολεί, καθώς και της κατάστασης και των προοπτικών της αγοράς, στην οποία ο οφειλέτης δραστηριοποιείται.

Η αίτηση προς το δικαστήριο συνοδεύεται, με ποινή απαραδέκτου, από έκθεση εμπειρογνώμονα (νόμιμο ελεγκτή ή ελεγκτικό γραφείο) της επιλογής του οφειλέτη, ο οποίος θα βεβαιώνει την ακρίβεια των στοιχείων και το κατά πόσο συμμερίζεται τις εκφερόμενες στην αίτηση εκτιμήσεις. Σε περίπτωση απόρριψης της αίτησης, διατάσσεται από το δικαστήριο η επιστροφή του παραβόλου στον οφειλέτη, ενώ σε περίπτωση αποδοχής της το ποσό του παραβόλου αναλαμβάνεται από το πρόσωπο που θα ορίσει το δικαστήριο (τον τυχόν μεσολαβητή, τον εμπειρογνώμονα ή τον τυχόν ειδικό εντολοδόχο).

Αν ο οφειλέτης έχει περιέλθει σε παύση πληρωμών, υποχρεούται σύμφωνα με το νόμο να συνυποβάλλει με το ίδιο δικόγραφο αίτηση για την κήρυξη πτώχευσης. Αν το πτωχευτικό δικαστήριο κάνει αποδεκτή την αίτηση ένταξης της επιχείρησης στη διαδικασία εξυγίανσης, τότε με την ίδια απόφαση αναστέλλει την αίτηση κήρυξης πτώχευσης. Η τελική επικύρωση της συμφωνίας εξυγίανσης συνεπάγεται την απόρριψη της αίτησης κήρυξης πτώχευσης.

Σε περίπτωση κατά την οποία ο οφειλέτης περιέλθει σε παύση πληρωμών κατά τη διάρκεια της εξέτασης της υπόθεσης από το δικαστήριο, είναι υποχρεωμένος να

καταθέσει και την αίτηση πτώχευσης και έπειτα, αν επιθυμεί, να κάνει χρήση του δικαιώματος του για αναστολή εξέτασης της αίτησης αυτής.

Εφόσον το δικαστήριο αποφανθεί ότι υπάρχουν βάσιμες προσδοκίες επιτυχίας της προτεινόμενης εξυγίανσης και ότι δεν παραβιάζεται η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών (άρθρο 99 παρ.2), αποφασίζει το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης για περίοδο όχι μεγαλύτερη των τεσσάρων μηνών από την έκδοση της απόφασης και εάν κριθεί απαραίτητο ορίζει μεσολαβητή. Ο πρόεδρος του πτωχευτικού δικαστηρίου δύναται με πράξη του ύστερα από αίτηση του οφειλέτη, του μεσολαβητή ή πιστωτή να παρατείνει την περίοδο αυτή για ένα ακόμη μήνα. Αν η αίτηση υποβάλλεται από τον οφειλέτη και την πλειοψηφία των πιστωτών, η περίοδος δύναται να παραταθεί μέχρι και για τρεις μήνες.

Το πτωχευτικό δικαστήριο, μετά από αίτηση του οφειλέτη ή των πιστωτών ή και αυτεπαγγέλτως, δύναται να διορίσει μεσολαβητή είτε με την απόφαση που ανοίγει τη διαδικασία είτε και με μεταγενέστερη απόφαση. Σε περίπτωση που ο εν λόγω διορισμός έχει ζητηθεί από τον οφειλέτη, καθίσταται υποχρεωτικός. Ο μεσολαβητής, φυσικό ή νομικό πρόσωπο, επιλέγεται ελεύθερα από το δικαστήριο, αφού ληφθούν υπόψη οι προτάσεις του οφειλέτη ή των πιστωτών. Αποστολή του μεσολαβητή είναι η επίτευξη σύναψης συμφωνίας μεταξύ του οφειλέτη και των πιστωτών του, που να είναι ικανή να επικυρωθεί από το δικαστήριο. Για την εκπλήρωση των καθηκόντων του, ο νόμος του παρέχει τη δυνατότητα να ζητά όλα τα αναγκαία κατά την κρίση του στοιχεία, τόσο από τον οφειλέτη, όσο και από το δημόσιο, τους οργανισμούς κοινωνικής ασφάλισης και από πιστωτικά και λοιπά χρηματοδοτικά ιδρύματα κατά παρέκκλιση από τις κείμενες διατάξεις για το τραπεζικό, χρηματιστηριακό και φορολογικό απόρρητο. Σε περίπτωση άρνησης παροχής πληροφοριών που έχουν ζητηθεί, ιδίως για τη διαφύλαξη επιχειρηματικών απορρήτων, ο οφειλέτης είναι υποχρεωμένος να επεξηγεί τους λόγους της μη παροχής τους.

Αν κατά τη διάρκεια εξέτασης της υπόθεσης ο μεσολαβητής διαπιστώσει ότι η επίτευξη συμφωνίας είναι ανέφικτη, υποχρεούται να ενημερώσει χωρίς καθυστέρηση τον πρόεδρο του πτωχευτικού δικαστηρίου προκειμένου αυτός με τη σειρά του να ανακαλέσει την απόφαση που άνοιξε τη διαδικασία και να θέσει τέλος στην αποστολή του μεσολαβητή.

Εφόσον οι διαδικασίες βαίνουν ομαλώς, το δικαστήριο έχει τη δυνατότητα να θέσει σε ισχύ τα παρακάτω προληπτικά μέτρα. Κατά το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης ή με απόφαση του προέδρου του πτωχευτικού δικαστηρίου που λαμβάνεται ύστερα από αίτηση οποιουδήποτε έχει έννομο συμφέρον και δικάζεται με τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων, μπορεί να αναστέλλονται από την κατάθεση της αίτησης για το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης και μέχρι τη λήξη της συνολικά ή εν μέρει τα ατομικά μέτρα αναγκαστικής εκτέλεσης κατά της περιουσίας του οφειλέτη, που προϋπήρχαν της αίτησης του για ένταξη στη διαδικασία εξυγίανσης. Η χορήγηση της αναστολής των μέτρων αυτών συνεπάγεται την απαγόρευση διάθεσης των ακινήτων και του εξοπλισμού της επιχείρησης του οφειλέτη. Εφόσον συντρέχει σπουδαίος επιχειρηματικός ή κοινωνικός λόγος, η αναστολή μπορεί να επεκτείνεται και σε εγγυητές ή λοιπούς συνοφειλέτες του οφειλέτη.

Όπως έχει προαναφερθεί, σκοπός της διαδικασίας εξυγίανσης είναι και η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών. Επομένως, όσον αφορά στους πιστωτές, ο νόμος προβλέπει ότι με την απόφαση για το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης το πτωχευτικό δικαστήριο μπορεί να αποφασίσει κατόπιν αίτησης του οφειλέτη τη σύγκληση συνέλευσης των πιστωτών, προκειμένου να αποφασίσει για την αποδοχή της συμφωνίας εξυγίανσης. Απαραίτητη προϋπόθεση για τη συμμετοχή των πιστωτών στη συνέλευση είναι οι απαιτήσεις τους να περιλαμβάνονται στον πίνακα πιστωτών. Εφ' όσον η απαίτηση κάποιου πιστωτή δεν εμφανίζεται στα βιβλία του οφειλέτη και δεν έχει αναγνωρισθεί ή πιθανολογηθεί με δικαστική απόφαση, ο πρόεδρος του πτωχευτικού δικαστηρίου μπορεί, κρίνοντας με τη διαδικασία των ασφαλιστικών μέτρων, να επιτρέψει τη συμμετοχή του στη συνέλευση των πιστωτών. Δέκα τουλάχιστον ημέρες πριν από τη συνέλευση των πιστωτών τίθενται στη διάθεσή τους το σχέδιο συμφωνίας εξυγίανσης υπογεγραμμένο από τον οφειλέτη και συνοδευόμενο από τον πίνακα των πιστωτών, που δικαιούνται να μετάρσχουν στη συνέλευση, καθώς και η έκθεση του εμπειρογνώμονα.

Αναφορικά με το περιεχόμενο της συμφωνίας εξυγίανσης προβλέπεται ότι:

1. Η συμφωνία αυτή είναι δυνατό να έχει ως αντικείμενο οποιαδήποτε ρύθμιση του ενεργητικού και του παθητικού του οφειλέτη και πιο συγκεκριμένα:
 - α. Τη μεταβολή των όρων των υποχρεώσεων του οφειλέτη που συνίσταται στη μεταβολή του χρόνου εκπλήρωσης των απαιτήσεων ύστερα από τροποποίηση των όρων όπως επίσης και στην ενδεχόμενη μεταβολή του επιτοκίου ή στην αντικατάσταση

της υποχρέωσης καταβολής επιτοκίου με την υποχρέωση καταβολής μέρους των κερδών.

β. Την κεφαλαιοποίηση υποχρεώσεων του οφειλέτη με την έκδοση μετοχών κάθε είδους ή κατά περίπτωση εταιρικών μεριδίων.

γ. Τη ρύθμιση των σχέσεων των πιστωτών μεταξύ τους μετά από την επικύρωση της συμφωνίας είτε υπό την ιδιότητά τους ως πιστωτών είτε σε περίπτωση κεφαλαιοποίησης, υπό την ιδιότητά τους ως μετόχων ή εταίρων.

δ. Τη μείωση των απαιτήσεων έναντι του οφειλέτη.

ε. Την εκποίηση επί μέρους περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη.

στ. Την ανάθεση της διαχείρισης της επιχείρησης του οφειλέτη σε τρίτο με εκμίσθωση ή σύμβαση διαχείρισης.

ζ. Τη μεταβίβαση του συνόλου ή μέρους της επιχείρησης του οφειλέτη σε τρίτο ή σε εταιρεία των πιστωτών.

η. Την αναστολή των ατομικών διώξεων των πιστωτών για κάποιο διάστημα μετά την επικύρωση της συμφωνίας.

θ. Το διορισμό πρόσωπου που θα επιβλέπει την εκτέλεση των όρων της συμφωνίας εξυγίανσης ασκώντας τις εξουσίες που του δίνονται κατά τους όρους της συμφωνίας εξυγίανσης.

2. Οι εγγυήσεις, οι ασφαλίσεις πιστώσεων και άλλες συμβάσεις με αντίστοιχο αποτέλεσμα υπέρ απαιτήσεων που κεφαλαιοποιούνται τρέπονται, αν δεν ορίζεται διαφορετικά, σε δικαίωμα προαίρεσης του πιστωτή να πωλήσει στον εγγυητή ή ασφαλιστή τις μετοχές ή τα εταιρικά μερίδια που προκύπτουν από την κεφαλαιοποίηση του χρέους.

3. Η μη τήρηση της συμφωνίας εξυγίανσης από τον οφειλέτη δύναται να τίθεται ως διαλυτική αίρεση της συμφωνίας εξυγίανσης ή ως λόγος καταγγελίας της.

4. Η συμφωνία εξυγίανσης δύναται να τελεί και υπό άλλες αιρέσεις αναβλητικές ή διαλυτικές, όπως ενδεικτικά την τροποποίηση ή καταγγελία εκκρεμών αμφοτεροβαρών συμβάσεων, οι όροι των οποίων είναι επαχθείς για την επιχείρηση του οφειλέτη.

5. Η ισχύς της συμφωνίας εξυγίανσης τελεί υπό την προϋπόθεση της επικύρωσής της από το πτωχευτικό δικαστήριο.

6. Η συμφωνία εξυγίανσης συνάπτεται με ιδιωτικό έγγραφο.

7. Η συμφωνία εξυγίανσης συνοδεύεται υποχρεωτικά από επιχειρηματικό σχέδιο με χρονική διάρκεια ίση με αυτή της συμφωνίας, το οποίο εγκρίνεται από τον οφειλέτη και τους πιστωτές.

Επόμενο στάδιο της διαδικασίας αποτελεί η αίτηση επικύρωσης της συμφωνίας εξυγίανσης από το πτωχευτικό δικαστήριο η οποία κατατίθεται από τον οφειλέτη, οποιονδήποτε πιστωτή ή τον μεσολαβητή.

Το πτωχευτικό δικαστήριο προχωρεί στην επικύρωση της συμφωνίας εφόσον αυτή φέρει την υπογραφή τόσο του οφειλέτη όσο και της πλειοψηφίας του συνόλου των πιστωτών ή των προσώπων που έχουν εξουσιοδοτηθεί από αυτούς για να φέρουν εις πέρας τη συμφωνία. Από την άλλη πλευρά, το δικαστήριο δύναται να μην επικυρώσει την προαναφερθείσα συμφωνία αν συντρέχει κάποιος από τους παρακάτω λόγους:

α. Αν δεν πιθανολογείται ότι κατόπιν της επικύρωσης της συμφωνίας εξυγίανσης η επιχείρηση του οφειλέτη θα καταστεί βιώσιμη.

β. Αν πιθανολογείται ότι η συλλογική ικανοποίηση των πιστωτών παραβλάπεται κατά την έννοια του άρθρου 99 παράγραφος 2.

γ. Αν η συμφωνία εξυγίανσης είναι αποτέλεσμα δόλου ή άλλης αθέμιτης πράξης ή κακόπιστης συμπεριφοράς του οφειλέτη, πιστωτή ή τρίτου, ή παραβιάζει διατάξεις αναγκαστικού δικαίου, ιδίως του δικαίου του ανταγωνισμού.

δ. Αν η συμφωνία εξυγίανσης δεν αντιμετωπίζει με βάση την αρχή της ισότιμης μεταχείρισης τους πιστωτές, που βρίσκονται στην ίδια θέση, εκτός και αν συντρέχουν ειδικοί λόγοι.

Επίσης, το πτωχευτικό δικαστήριο δεν επικυρώνει την αίτηση

ε. Αν με την επικύρωση της συμφωνίας εξυγίανσης δεν αίρεται η παύση πληρωμών που τυχόν υφίσταται.

στ. Αν δεν του έχουν προσκομιστεί όλα τα στοιχεία που τεκμηριώνουν το βάσιμο της αίτησης. Αντί για άμεση απόρριψη της αίτησης δύναται, στη συγκεκριμένη περίπτωση, να ορίσει προθεσμία για την προσκόμιση εγγράφων, την παροχή διευκρινίσεων ή την τροποποίηση της συμφωνίας εξυγίανσης.

Επιπροσθέτως, αν ασκηθεί τριτανακοπή³ κατά της επικυρωτικής απόφασης ενώπιον του πτωχευτικού δικαστηρίου από πρόσωπο που δεν παρέστη στη συζήτηση και δεν είχε κλητευθεί νομίμως, το δικαστήριο υποχρεούται να προβεί στην ακύρωση της συμφωνίας αν ύστερα από τον επανυπολογισμό των ποσών που δικαιούται να λάβει το πρόσωπο που άσκησε την ανακοπή ή την τριτανακοπή κριθεί ανέφικτη η διατήρησή της.

Από τη στιγμή της επικύρωσής της, η συμφωνία εξυγίανσης δεσμεύει το σύνολο των πιστωτών, οι απαιτήσεις των οποίων ρυθμίζονται από αυτήν, ακόμη και αν δεν είναι συμβαλλόμενοι ή δεν ψήφισαν υπέρ της συμφωνίας εξυγίανσης. Δεν δεσμεύονται πιστωτές οι απαιτήσεις των οποίων γεννήθηκαν μετά το άνοιγμα της διαδικασίας εξυγίανσης. Ταυτοχρόνως, αίρεται αυτοδικαίως η απαγόρευση ή κώλυμα έκδοσης επιταγών που είχε επιβληθεί στον οφειλέτη πριν από την έναρξη της διαδικασίας εξυγίανσης ενώ επίσης εξαλείφεται το αξιόποινο των αδικημάτων έκδοσης ακάλυπτων επιταγών και καθυστέρησης οφειλών προς το Δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία που έχουν τελεστεί πριν τη σύναψη της συμφωνίας εξυγίανσης.

2.2.5.2 Σχέδιο Αναδιοργάνωσης

Το άρθρο 107 του ΠτΚ προβλέπει την κατάθεση σχεδίου αναδιοργάνωσης εκ μέρους του οφειλέτη και του συνδίκου στο πτωχευτικό δικαστήριο το οποίο έχει την αρμοδιότητα να το επικυρώσει ή και να το απορρίψει. Σύμφωνα με τον κώδικα: «Η διάσωση της επιχείρησης, η αξιοποίησή της, αλλά και η διανομή της πτωχευτικής περιουσίας, καθώς και η ευθύνη του οφειλέτη μετά την περάτωση της πτωχευτικής διαδικασίας μπορεί να αποτελέσουν αντικείμενο ρύθμισης με σχέδιο αναδιοργάνωσης».

Το σχέδιο πρέπει να περιλαμβάνει: α) πληροφόρηση σχετικά με την οικονομική κατάσταση του οφειλέτη και σύγκριση της προτεινόμενης ικανοποίησης των πιστωτών με

³ Δικαίωμα που μπορεί να ασκήσει τρίτος που δεν είχε συμμετάσχει, ούτε είχε προσκληθεί να συμμετάσχει σε ορισμένη δίκη και δεν είχε καταστεί έτσι διάδικος κατά της οριστικής απόφασης, αν η απόφαση αυτή βλάπτει, ή θέτει σε κίνδυνο τα έννομα συμφέροντα του, η βλάβη δε αυτή μπορεί να είναι άμεση, έμμεση ή και ενδεχόμενη και μπορεί να απορρέει από το διατακτικό, ή το αιτιολογικό της προσβαλλόμενης απόφασης.

βάση το σχέδιο και εκείνης με βάση την εκκαθάριση, β) περιγραφή των μέτρων που έχουν ληφθεί ή πρόκειται να ληφθούν που να εξασφαλίζουν την υλοποίηση της προτεινόμενης διαμόρφωσης και γ) εκτίμηση περιουσιακής κατάστασης εάν η ικανοποίηση των πιστωτών προβλέπεται ότι θα γίνει από τα έσοδα της επιχείρησης του οφειλέτη. Επίσης, το σχέδιο πρέπει να τηρεί την αρχή της ίσης μεταχείρισης ως προς τους πιστωτές που συμμετέχουν.

Αν το σχέδιο αναδιοργάνωσης δεν επικυρωθεί, θα πρέπει να πραγματοποιηθεί εκκαθάριση της περιουσίας του οφειλέτη με σκοπό την ικανοποίηση των πιστωτών. Κατά το στάδιο αυτό ο σύνδικος, έχοντας την άδεια του εισηγητή, προβαίνει στην πρόσληψη εκτιμητή για την εκτίμηση της αξίας της επιχείρησης ως συνόλου, καθώς και για την ταυτόχρονη εκτίμηση της αξίας και των κατ' ιδίαν υλικών και άυλων στοιχείων του ενεργητικού της. Ο σύνδικος ζητεί από το δικαστήριο να του επιτραπεί με δημόσιο πλειοδοτικό διαγωνισμό η ρευστοποίηση του ενεργητικού της περιουσίας του οφειλέτη είτε με την εκποίηση της επιχείρησης ως συνόλου είτε με την εκποίηση των επί μέρους στοιχείων αυτής, καθενός χωριστά ή ομαδικά. Το πτωχευτικό δικαστήριο εγκρίνει τη σύναψη της σύμβασης μεταβίβασης της επιχείρησης στον πλειοδότη του οποίου την προσφορά κρίνει ως πλέον συμφέρουσα για τους πιστωτές.

Η πτώχευση περατώνεται α) με την επικύρωση του σχεδίου αναδιοργάνωσης β) με την εκποίηση όλων των στοιχείων του ενεργητικού της περιουσίας του οφειλέτη ή γ) με την παύση των εργασιών της, είτε για έλλειψη ενεργητικού είτε λόγω της παράδοσης του καθορισμένου χρόνου.

2.2.6 Ποινικές Διατάξεις (Άρθρο 171)

Οι ποινικές κυρώσεις που προβλέπονται από τον Πτωχευτικό Κώδικα είναι α) επιβολή χρηματικής ποινής και β) φυλάκιση για τουλάχιστον 2 χρόνια. Οι ποινές μπορούν να επιβληθούν μόνο σε περίπτωση που κηρυχθεί η πτώχευση ή η αίτηση απορριφθεί επειδή η περιουσία του οφειλέτη δεν επαρκεί για τη κάλυψη των εξόδων της διαδικασίας. Σύμφωνα με το άρθρο 171, τιμωρείται όποιος κατά την κρίσιμη περίοδο ή και 6 μήνες πριν ή και μετά την κήρυξη της πτώχευσης διαπιστωθεί ότι:

α) εξαφανίζει ή αποκρύπτει περιουσιακά του στοιχεία που εμπίπτουν στην πτωχευτική περιουσία ή παραβαίνοντας τους κανόνες της συνετής οικονομικής διαχείρισης δεν εκπληρώνει τις υποχρεώσεις προς τρίτους

β) καταρτίζει ζημιογόνες ή κερδοσκοπικές ή ριψοκίνδυνες δικαιοπραξίες πάσης φύσεως, ή διαθέτει υπερβολικά ποσά σε παίγνια ή συνάπτει χρέη για τους σκοπούς αυτούς·

γ) προμηθεύεται εμπορεύματα ή αξιόγραφα με πίστωση, τα οποία, ή τα πράγματα που κατασκευάζει με αυτά, διαθέτει ή παραχωρεί σε τιμές ουσιωδώς κάτω της αξίας τους, κατά τρόπο που αντίκειται στους κανόνες της συνετής οικονομικής διαχείρισης·

δ) παριστά ψευδώς ότι είναι οφειλέτης άλλων ή αναγνωρίζει ανύπαρκτα δικαιώματα τρίτων·

ε) παραλείπει i) την τήρηση υποχρεωτικών εμπορικών βιβλίων, και / ή ii) τη σύνταξη των ισολογισμών ή της απογραφής.⁴ Αντίθετη προς το νόμο θεωρείται και η απόκρυψη, ή η καταστροφή των παραπάνω στοιχείων όπως και η τήρησή τους κατά τέτοιο τρόπο ώστε να δυσχεραίνεται η διαπίστωση της κατάστασης της περιουσίας του.

στ) ελαττώνει την κατάσταση της περιουσίας του ή αποκρύπτει τις αληθινές δικαιοπρακτικές του σχέσεις.

ζ) προκαλεί με τις πράξεις του (παραπάνω αναφερθέντα) την παύση των πληρωμών του.

⁴ Όποιος τέλεσε κάποια από τις πράξεις που περιγράφονται στην περίπτωση ε' από αμέλεια, τιμωρείται με φυλάκιση μέχρι δύο (2) ετών.

2.3 Πιθανές Αλλαγές στο Άρθρο 99 του Πτωχευτικού Κώδικα

Η ανάγκη επιπρόσθετων τροποποιήσεων στο άρθρο 99 του Πτωχευτικού Κώδικα είναι απόρροια της αναποτελεσματικότητας του νόμου να εξασφαλίσει τη βιωσιμότητα των επιχειρήσεων που υπάγονται στη διαδικασία πτώχευσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι άνθρωποι της αγοράς θεωρούν ότι υπάρχει επιτακτική ανάγκη να γίνουν τροποποιήσεις καθώς κατά το χρονικό διάστημα εφαρμογής του νόμου διαπιστώθηκαν τρωτά σημεία που χρίζουν διόρθωσης.

Πρώτον, από τη στιγμή που απλοποιήθηκε η διαδικασία πτώχευσης πολλές επιχειρήσεις έτρεξαν να διεκδικήσουν την υπαγωγή τους προκειμένου να μπουν κάτω από την ομπρέλα προστασίας του νόμου. Με το ισχύον νομικό πλαίσιο η επιχείρηση παγώνει κάθε μορφής δραστηριότητα πετυχαίνοντας με αυτό τον τρόπο την προστασία της από τους πιστωτές και εξασφαλίζοντας αμνηστία. Από την άλλη πλευρά όμως, εκμεταλλευόμενη τις διατάξεις του νόμου, αφήνει ακάλυπτους τόσο τους προμηθευτές όσο και τους εργαζόμενους, με τους τελευταίους να εισέρχονται σε ένα ιδιότυπο καθεστώς ομηρίας αφού ούτε απολύονται, ούτε εργάζονται και φυσικά ούτε αμείβονται. Επιπρόσθετα, είναι απαραίτητο να τονιστεί ότι σημαντικό πλήγμα από αυτή τη στρατηγική δέχονται το δημόσιο και τα ασφαλιστικά ταμεία.

Ο αντίκτυπος της προαναφερθείσας κατάστασης γίνεται ισχυρότερος αν ληφθεί υπόψη το γεγονός ότι ο νόμος παρέχει στην εταιρεία που έχει υπαχθεί στο άρθρο 99 χρονικό περιθώριο τεσσάρων ετών έως ότου ολοκληρωθεί η διαδικασία εξυγίανσης, όταν το αντίστοιχο χρονικό όριο που ορίζει ο νόμος στο εξωτερικό, τόσο στην Ευρώπη όσο και στην Αμερική, είναι 6 μήνες. Επομένως, δεν προκαλεί καμία έκπληξη η διαπίστωση ότι στις περισσότερες των περιπτώσεων γίνεται κατάχρηση του άρθρου ώστε οι επιχειρήσεις να αποφύγουν τις υποχρεώσεις τους.

Παρακάτω αναφέρονται οι διορθώσεις που επιχειρούνται στο άρθρο 99 και συμπεριλήφθηκαν στο νομοσχέδιο για τη βελτίωση του επιχειρηματικού περιβάλλοντος. Αρχικά, κύριο μέλημα είναι η ταχύτερη διεκπεραίωση των διαδικασιών. Δεύτερον, δεν τίθεται ζήτημα αναστολής της ποινικής δίωξης για ανακριβείς φορολογικές δηλώσεις, μη απόδοση ΦΠΑ, πλαστά και εικονικά τιμολόγια. Επίσης, πλέον η εξάλειψη του αξιόποινου προβλέπεται μόνο ύστερα από την απόλυτη υλοποίηση της συμφωνίας εξυγίανσης και σε καμία περίπτωση δεν πραγματοποιείται

με την απλή δικαστική επικύρωση της διαδικασίας. Κατ' εξαίρεση, στο προ-πρωτευτικό στάδιο, για την ισχυροποίηση του κινήτρου για την υλοποίηση της συμφωνίας και την επίτευξη εξυγίανσης κρίνεται σκόπιμο να αναστέλλεται η ποινική διαδικασία.

Επιπλέον τροποποιήσεις αφορούν στη νέα υποβολή αίτησης υπαγωγής στο άρθρο 99 η οποία δεν μπορεί να γίνει παρά μόνο μετά το πέρας μιας πενταετίας από την προηγούμενη. Τέλος, δίνεται η δυνατότητα στον κάθε πιστωτή να ζητήσει ανάκληση της απόφασης για τη διαδικασία, εφόσον α) η συμφωνία δεν είναι εφικτή, β) δεν διαπιστώνεται ουσιαστική προσπάθεια εξυγίανσης, γ) διατηρούνται οι θέσεις εργασίας μέχρι να επικυρωθεί ή να απορριφθεί το σχέδιο εξυγίανσης και δ) δεν αναστέλλονται οι ατομικές απαιτήσεις των εργαζομένων.

Βέβαια, καθώς η εμπειρία έχει πλέον δείξει ότι η μεγάλη μερίδα των επιχειρήσεων που υπάγονται στην πρωτευτική διαδικασία (άρθρο 99), δεν καταφέρνει να ξεπεράσει το σκόπελο της πτώχευσης, – σύμφωνα με νομικούς και δικηγόρους μόνο το 5% τελικά επιβιώνει – εξετάζονται εναλλακτικά σενάρια. Ενδεικτικά αναφέρεται η δυνατότητα συνδιαλλαγής της εταιρείας με τους δανειστές της για ενδεχόμενη «προληπτική» αναδιάρθρωση των οφειλών της προς εκείνους και ακόμα περισσότερο αναθεώρησης του τρόπου αποπληρωμής τους. Ακολουθώντας τη συγκεκριμένη στρατηγική ενισχύονται οι πιθανότητες να ανακάμψει η εταιρεία, να αποφύγει το «στίγμα» της χρεοκοπίας, να συνεχίσει να υφίσταται και τελικά να εκπληρώσει τις οικονομικές υποχρεώσεις της προς τους δανειστές της. Όπως αναφέρει ο Βασίλειος Θ. Μπέκας⁵, Δικηγόρος, MBA και μέλος του Συνδέσμου Εμπορικόλογων Ελλάδος, «η αξία των νόμων και των ενδίκων βοηθημάτων και διαδικασιών έγκειται στη δυνατότητα χρήσης τους και στο «μοχλό πίεσης» που δημιουργεί αυτή η δυνατότητα και όχι στη χρήση τους αυτή καθ' εαυτήν».

⁵ Στο άρθρο της ιστοσελίδας Naftemporiki.gr με τίτλο “Νέα προσέγγιση του άρθρου 99” που δημοσιοποιήθηκε το Σάββατο 5 Νοεμβρίου 2011.

2.4 Πρόσφατα Περιστατικά Εταιρειών που Κατέφυγαν στις Διατάξεις του ΠτΚ.

Γενικότερα, στην οικονομία επικρατεί η άποψη ότι όσο πιο μεγάλη είναι μια επιχείρηση τόσο πιο «ανθεκτική» είναι στις διαρκείς μεταβολές που συμβαίνουν στο εξωτερικό περιβάλλον. Στις μέρες μας όμως, λόγω της δύσκολης οικονομικής συγκυρίας, καμία επιχείρηση - ανεξαρτήτως μεγέθους - δεν θα πρέπει να επαναπαύεται. Τα οικονομικά στοιχεία που παρουσιάζουν σημαντικές ελληνικές εταιρείες θα μπορούσαν να χαρακτηρισθούν έως και αποκαρδιωτικά.

Πρώτα απ' όλα, είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι όσον αφορά στον αριθμό των εταιρειών που έχουν αιτηθεί την υπαγωγή τους στο άρθρο 99, σύμφωνα με το Υπουργείο Δικαιοσύνης, εκτιμάται ότι αυτός ξεπερνά τις 2.000 εταιρείες, οι μισές εκ των οποίων έκαναν χρήση του δικαιώματός τους μέσα στο 2011, τη στιγμή που το 2005 οι αιτήσεις αυτές ανέρχονταν μόλις στις επτά. Βέβαια, η κατακόρυφη αυτή άνοδος στις αιτήσεις δεν οφείλεται μόνο στην οικονομική κρίση, αλλά και στις ευνοϊκές ρυθμίσεις του ΠτΚ για τη διάσωση των προβληματικών επιχειρήσεων που τέθηκαν σε ισχύ από τον Σεπτέμβριο του 2007 μέχρι και σήμερα. Επιπλέον, αξίζει να σημειωθεί ότι άλλοτε ισχυρές οικονομικά επιχειρήσεις με μακράιωνη ιστορία δραστηριοποίησης σε κλάδους όπως του λιανεμπορίου τροφίμων, της ένδυσης – υπόδησης, των ηλεκτρονικών ειδών και των κατασκευών, συγκαταλέγονται ανάμεσα σ' αυτές.

Μάλιστα, σύμφωνα με την εφημερίδα «Ημερησία», ο αριθμός των επιχειρήσεων που αναμένεται να οδηγηθούν στο άρθρο 99 λόγω της ύφεσης και της έλλειψης ρευστότητας παρουσιάζει αυξητικές τάσεις. Πιο συγκεκριμένα, οικονομικοί αναλυτές αναφέρουν ότι με βάση την εικόνα που παρουσίασαν το 2011, περίπου δέκα εισηγμένες αναμένεται να καταφύγουν στο προαναφερθέν άρθρο. Όπως εντόνως τονίζεται, ακόμα και σχετικά υγιείς επιχειρήσεις ανεξαρτήτως μεγέθους, κλάδου ή και δραστηριότητας είναι εν δυνάμει υποψήφιος προς ένταξη στο καθεστώς προστασίας. Το φαινόμενο έχει πάρει τη μορφή ντόμινο. Η μια εταιρεία οφείλει στην άλλη, η αγορά σφύζει από ακάλυπτες επιταγές, οι πιστωτές πιέζουν. Από την άλλη μεριά, σε χειρότερη μοίρα βρίσκονται οι εταιρείες που προμηθεύονται προϊόντα και πρώτες ύλες από το εξωτερικό. Πολλές από αυτές είναι αναγκασμένες να προκαταβάλουν ολόκληρο το χρηματικό ποσό για τις αγορές τους καθώς η Ελληνική αγορά θεωρείται πεδίο υψηλού κινδύνου.

Στη συνέχεια, ακολουθούν μερικά χαρακτηριστικά παραδείγματα εταιρειών που αναγκάστηκαν να προσφύγουν (επιτυχημένα ή μη) στις Διατάξεις του Πτωχευτικού Κώδικα από τα τέλη του προηγούμενου έτους έως και σήμερα και απασχόλησαν αρκετά την εγχώρια και διεθνή επικαιρότητα.

2.4.1 Εγχώρια Αγορά

Η **Φίλκεραμ Johnson** αποτελούσε τη μόνη κάθετη μονάδα παραγωγής κεραμικών πλακιδίων στην Ελλάδα και συγκαταλεγόταν μεταξύ των μεγαλύτερων βιομηχανιών σε αυτό το αντικείμενο στην Ευρώπη. Μέσα σε 52 χρόνια από την ίδρυση της (1960) βρέθηκε να απασχολεί 700 άτομα και να εξάγει το 50% της παραγωγής της σε 29 χώρες του εξωτερικού. Από το 2008 όμως η εταιρεία άρχισε να αντιμετωπίζει σημαντικό πρόβλημα ρευστότητας, γεγονός που την οδήγησε σε διαδοχικές εκποιήσεις περιουσιακών της στοιχείων και περικοπές προσωπικού. Τελικά, ύστερα από μισό αιώνα ζωής στο χώρο και αφού είχε ήδη βρεθεί στο στάδιο της παραγωγικής αδράνειας για περισσότερους από 9 μήνες, αναγκάστηκε να προχωρήσει σταδιακά σε απόλυση των 220 εναπομεινάντων εργαζομένων της και με δικαστική απόφαση να οδηγηθεί στην πτώχευση στα τέλη του προηγούμενου έτους.

Το ίδιο σενάριο ισχύει και για μια από τις πιο ιστορικές Ελληνικές βιομηχανίες, την **Ενωμένη Κλωστοϋφαντουργία**. Ύστερα από τρία χρόνια αστάθειας και με 580 εργαζόμενους να βρίσκονται για μεγάλο χρονικό διάστημα σε επίσχεση εργασίας, έχει ήδη δρομολογήσει τη διαδικασία για την πτώχευση της. Η ΕΝ.ΚΛΩ., που στην ακμή της είχε φτάσει να απασχολεί 2.500 άτομα, υπολογίζεται πως με την εκποίησή των περιουσιακών της στοιχείων δεν θα μπορέσει να καλύψει όχι μόνο τα χρέη προς τους πιστωτές, αλλά ούτε καν τις οφειλές προς τους εργαζόμενους και τα ασφαλιστικά ταμεία.

Ακόμα, η χαρτοβιομηχανία Θράκης **Diana** αποτελούσε τη δεύτερη μεγαλύτερη παραγωγό χάρτου στην Ελλάδα κατέχοντας το 20% περίπου της εγχώριας αγοράς. Ύστερα από 30 χρόνια συνεχούς παρουσίας, αναγκάστηκε στην αρχή του χρόνου να διακόψει τη λειτουργία της για κάποιες μέρες, εξαιτίας της έλλειψης πρώτων υλών. Τελικά, τα συσσωρευμένα χρέη αλλά και τα προβλήματα ρευστότητας την ώθησαν στο

δρόμο της πτώχευσης και αυτή την περίοδο βρίσκεται εν αναμονή της απόφασης του Πρωτοδικείου Ξάνθης.

Αίτηση πτώχευσης κατατέθηκε και από την εταιρεία **GlaxoSmithKline A.E.B.E.**, στην περίπτωση αυτή όμως κατά της θυγατρικής της **ALAPIS, Κ.Π. Μαρινόπουλος Α.Ε.** Οι υποχρεώσεις της τελευταίας στις αρχές του έτους ανέρχονταν περίπου στο 1,1 εκ. ευρώ και αφορούσαν τίμημα πώλησης φαρμακευτικών προϊόντων από την GlaxoSmithKline AEBE προς τη φαρμακαποθήκη. Η ΚΠ ΜΑΡΙΝΟΠΟΥΛΟΣ ΑΕ με την αίτηση της προσβλέπει στην υπαγωγή της στη διαδικασία εξυγίανσης, επιχειρώντας να επιβραδύνει τις δικαστικές εξελίξεις και κατ' επέκταση την κήρυξη της σε κατάσταση πτώχευσης. Στόχος της είναι η επίτευξη μιας οριστικής και κοινά αποδεκτής συμφωνίας που θα εξασφαλίσει τη μελλοντική ομαλή λειτουργία της Εταιρείας αλλά και του Ομίλου. Μέχρι στιγμής οι διαπραγματεύσεις με τις πιστώτριες τράπεζες και τους βασικότερους πιστωτές δεν έχουν καρποφορήσει.

Αίτηση για υπαγωγή στο άρθρο 99 έχουν υποβάλλει επίσης η γνωστή εταιρεία ειδών ένδυσης και υπόδησης Puma Ελλάς, η αλυσίδα καταστημάτων Alex Pak, η Imperia Argo Group που αποτελεί μια από τις μεγαλύτερες εταιρείες παροχής υπηρεσιών Logistics στην Ελλάδα, και αρκετές άλλες.

Επίσης, είναι άξιο αναφοράς το γεγονός ότι, σύμφωνα με στοιχεία του Πρωτοδικείου της Θεσσαλονίκης, από την ημερομηνία ισχύος του Πτωχευτικού Κώδικα μέχρι και το τέλος του 2011 είχαν υποβληθεί από περίπου 560 επιχειρήσεις της πόλης αιτήματα προστασίας έναντι πιστωτών. Μεταξύ των επιχειρήσεων διακρίνονται ονόματα όπως της ΚΟΥ – ΚΟΥ Α.Ε., η οποία πέτυχε την επικύρωση συμφωνίας με τους πιστωτές εξασφαλίζοντας προστασία για μια τετραετία, η Έργο ΑΤΤΕΕ, η αλυσίδα ηλεκτρικών Expert, η Πλαίσιο Κουφώματα, η Arcon Constructions, η Nutrifarm, η Black Red White Ελλάς, ΚΛΤ Energy κ.ά.

Τέλος, ορισμένα περιστατικά που επηρεάζουν άμεσα την αγορά των εκτυπώσεων θα αναφερθούν στο 4^ο κεφάλαιο όπου θα υπάρξει περιγραφή της σημερινής κατάστασης του κλάδου.

2.4.2 Διεθνής Αγορά

Στο ίδιο σημείο όμως με τις Ελληνικές εταιρείες που αναφέρθηκαν παραπάνω βρίσκονται και εταιρείες κολοσσοί όπως η Kodak, American Airlines, η Saab και η Petroplus. Πιο συγκεκριμένα:

Η **Kodak** η οποία στις αρχές του τρέχοντος έτους προχώρησε, στο πλαίσιο του Αμερικανικού Πτωχευτικού Κώδικα (άρθρο 11), στην υποβολή αίτησης για ένταξη της σε καθεστώς προστασίας από τους πιστωτές της, ακολουθεί πλέον ένα πλάνο αναδιοργάνωσης. Επίσης, έχει προβεί στην πώληση μεγάλου αριθμού από ευρεσιτεχνίες – πατέντες για την εισροή ρευστού. Ύστερα από 132 χρόνια ισχυρής παρουσίας στην επιχειρηματική σκηνή, κατέληξε σήμερα να έχει προσωπικό 17.000 από περίπου 40.000 εργαζόμενους, ενώ η μετοχής της κατακλύησε σε τιμές χαμηλότερες από τα 40 λεπτά, όταν μερικά χρόνια πριν ξεπερνούσε τα 54 ευρώ. Επιπροσθέτως, το 2004, έτος που άρχισαν να εμφανίζονται τα πρώτα σοβαρά προβλήματα, διεγράφη από το δείκτη Dow Jones (ο οποίος φιλοξενεί τις 30 κορυφαίες επιχειρήσεις των ΗΠΑ) μετά από 74 χρόνια συνεχούς παρουσίας, ενώ προσφάτως έλαβε προειδοποίηση για πλήρη διαγραφή της από το Χρηματιστήριο της Νέας Υόρκης. Η εταιρεία που ουσιαστικά δημιούργησε τον κλάδο της φωτογραφίας, εφευρίσκοντας τις φωτογραφικές μηχανές χειρός και αργότερα τις ψηφιακές, που κατείχε μερίδιο μεγαλύτερο από το 80% στην αγορά των φιλμ και των φωτογραφικών μηχανών μέχρι και τα τέλη της δεκαετίας του '80 και που παρουσίαζε ρεκόρ κερδοφορίας λίγα χρόνια πριν, έφθασε σήμερα στο σημείο να απειλείται με κλείσιμο.

Με την αίτηση της για υπαγωγή στο άρθρο 11 του αμερικάνικου πτωχευτικού κώδικα, η **AMR Corp** – μητρικός όμιλος της **American Airlines** – προσδοκεί τη συνέχιση της δραστηριότητας της και την αναδιάρθρωση του χρέους της. Η εταιρεία που μέχρι το 2006 αποτελούσε το μεγαλύτερο αεροπορικό όμιλο στον κόσμο, άρχισε να παρουσιάζει ζημίες από το επόμενο κιάλας έτος. Το χρέος της τα τελευταία τριάμισι χρόνια ανέρχεται στα 4.8 δις δολάρια. Σήμερα, βρίσκεται σε διαπραγματεύσεις για συγχώνευση με την US Airways.

Αίτηση πτώχευσης κατέθεσε και η σουηδική αυτοκινητοβιομηχανία **Saab**. Η προσπάθεια εξασφάλισης ρευστότητας μέσω συμφωνίας μεταξύ του αμερικανικού πρώην μητρικού ομίλου General Motors με Κινέζους επενδυτές, δεν καρποφόρησε. Η

αναστολή της παραγωγής, η ανάληψη της ιδιοκτησίας από την Ολλανδική Spyker που τελικά αποδείχτηκε αδύναμη να σηκώσει το βάρος, είναι κάποια από τα μέτρα που πάρθηκαν χωρίς όμως να υπάρξουν αξιοσημείωτα αποτελέσματα.

Κλείνοντας, στην ίδια δυσμενή θέση βρίσκεται και το ελβετικό διυλιστήριο πετρελαίου **Petroplus**, μετά την αποτυχημένη απόπειρα υπογραφής συμφωνίας με τους πιστωτές ώστε να επιμηκυνθεί η περίοδος αποπληρωμής των δανείων. Εκπρόσωποι του ομίλου, ο οποίος διαθέτει πέντε διυλιστήρια στην Ευρώπη και απασχολεί περίπου 2.500 εργαζομένους, ανακοίνωσαν ότι σκοπός του μεγαλύτερου ανεξάρτητου ευρωπαϊκού διυλιστηρίου είναι το ασφαλές κλείσιμο των δραστηριοτήτων του και η πώληση όλων των στοιχείων του ενεργητικού του.

Βλέποντας τον αριθμό των επιχειρήσεων που αναγκάστηκε να προσφύγει στον ΠτΚ αλλά και πιο συγκεκριμένα το μέγεθος ορισμένων εξ αυτών, γίνεται εύκολα αντιληπτό ότι οι νέες συνθήκες απαιτούν ευέλικτους χειρισμούς και προνοητικότητα εκ μέρους των επιχειρηματιών προκειμένου να ανταποκριθούν στις δυσμενείς οικονομικές συνθήκες. Σε αυτό το κομμάτι μπορούν να συμβάλουν σημαντικά τα μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης τα οποία παρουσιάζονται στο επόμενο κεφάλαιο.

Κεφάλαιο 3: Μοντέλα Πρόβλεψης της Πτώχευσης

3.1 Ανάλυση της Ανάγκης Ύπαρξης και Χρήσης των Μοντέλων

Κατά τη διάρκεια των τελευταίων 35 ετών, το θέμα της πρόβλεψης της επιχειρηματικής αποτυχίας έχει αναπτυχθεί σε σημαντικό ερευνητικό πεδίο στο χώρο των οικονομικών επιστημών και στην ευρύτερη επιστημονική κοινότητα. Ένας αρκετά μεγάλος αριθμός ακαδημαϊκών μελετών από όλο τον κόσμο έχει σαν κύριο σκοπό την ανάπτυξη ενός μοντέλου πρόβλεψης της πτώχευσης, με βάση διάφορες τεχνικές μοντελοποίησης.

Σήμερα, το επιχειρηματικό περιβάλλον αλλάζει διαρκώς και με ταχύτατους ρυθμούς, ενώ ο όγκος των πληροφοριών και των δεδομένων είναι τεράστιος. Πλέον, η αγορά είναι παγκόσμια και οι επιχειρήσεις καλούνται να λαμβάνουν κρίσιμες αποφάσεις γρήγορα, να δημιουργούν οι ίδιες τις αλλαγές ή έστω να προσαρμόζονται σε αυτές και να συνεχίζουν να αναπτύσσονται. Πόσο μάλλον σε μια περίοδο οικονομικής κρίσης και παγκόσμιας οικονομικής αναταραχής όπως αυτή των τελευταίων τεσσάρων ετών. Σε πολλές χώρες τα ποσοστά των πτωχεύσεων έχουν αυξηθεί θεαματικά και πολλές εταιρείες γίνονται όλο και πιο ευάλωτες στην αποτυχία. Συνεπώς, η ανάγκη για εξάπλωση της χρήσης τους και της εξέλιξής τους είναι πιο μεγάλη από ποτέ άλλοτε.

Τα αποτελέσματα αυτών των μοντέλων έχουν ιδιαίτερη βαρύτητα για τις ακόλουθες ομάδες χρηστών:

α) τις διοικήσεις των εταιρειών, οι οποίες είναι επιφορτισμένες με τη χάραξη της στρατηγικής και θα μπορούσαν να τα χρησιμοποιήσουν σαν υποστηρικτικό εργαλείο στη λήψη αποφάσεων,

β) τους διευθυντές οικονομικών των εταιρειών, που είναι υπεύθυνοι για τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων και την παρακολούθηση της ευρύτερης οικονομικής δραστηριότητας της κάθε εταιρείας, σαν εργαλείο αξιολόγησης και έγκαιρης «διάγνωσης»,

- γ) τους ασφαλιστικούς και πιστωτικούς οργανισμούς - τράπεζες προκειμένου να είναι σε θέση να αξιολογούν καλύτερα τις επενδύσεις τους και να δανείζουν τα κεφάλαια τους με επιτόκια αντίστοιχα του κινδύνου επανείσπραξης αυτών,
- δ) τους ελεγκτές που πρέπει να εκφέρουν γνώμη σχετικά με τη λειτουργία και το μέλλον μιας επιχείρησης,
- ε) τους επενδυτές ή μετόχους που ενδιαφέρονται για την αξία των κεφαλαίων τους,
- στ) όλους όσους εργάζονται ή συνεργάζονται (π.χ. προμηθευτές, πελάτες, κτλ.) με μια επιχείρηση,
- ζ) το κράτος, που ενδιαφέρεται για την οικονομική ανάπτυξη και την κοινωνική ευημερία.

3.2 Ιστορική Αναδρομή

Σε αυτό το σημείο θα γίνει μία ιστορική αναδρομή με τους σημαντικότερους «σταθμούς» στην εξελικτική πορεία των μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης. Όπως θα δούμε και παρακάτω πιο αναλυτικά, η πρώτη ολοκληρωμένη μελέτη για την ανάπτυξη ενός τέτοιου μοντέλου δημοσιεύθηκε το 1966 από τον W. Beaver. Όμως, τα θεμέλια πάνω στα οποία βασίστηκε και αυτός αλλά και αρκετοί άλλοι στη συνέχεια τέθηκαν την περίοδο 1930⁶ – 1965. Εκείνο το χρονικό διάστημα δημοσιεύτηκαν ορισμένες μελέτες οι οποίες είχαν σαν αντικείμενο είτε να βρουν ομοιότητες μεταξύ πτωχευμένων ή «προβληματικών» επιχειρήσεων είτε διαφορές αυτών από άλλες επιτυχημένες. Βέβαια, βασική επιδίωξή τους δεν ήταν να προβλέψουν την μελλοντική εξέλιξη μίας εταιρείας αλλά να εξηγήσουν τους λόγους που μπορεί να φθάσει στην οικονομική κατάρρευση μέσα από την ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών. Γι' αυτό το λόγο, η αναδρομή θα χωριστεί σε δύο περιόδους, η πρώτη από το 1930 μέχρι το 1965 και η δεύτερη από το 1966 μέχρι και σήμερα.

⁶ Η εξέταση της πιστοληπτικής ικανότητας μίας επιχείρησης ως αντικείμενο πρωτοεμφανίστηκε το 1849, από τον οίκο Dun & Bradstreet, Inc. με έδρα το Σινσινάτι του Οχάιο, που λειτουργούσε σαν ανεξάρτητος ερευνητής για λογαριασμό τρίτων, παρέχοντας ποιοτικού τύπου ενημέρωση.

1930 -1965

Η πρώτη σημαντική μελέτη πραγματοποιήθηκε το 1930 από το Bureau of Business Research (BBR), το οποίο δημοσίευσε⁷ μία ανάλυση χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών είκοσι-εννέα βιομηχανικών επιχειρήσεων που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσκολίες. Σκοπός της μελέτης αυτής ήταν η εύρεση κοινών στοιχείων ή τάσεων μεταξύ τους, που να εξηγούν τους λόγους που τις οδήγησαν στα πρόθυρα της πτώχευσης.

Πιο συγκεκριμένα, συγκρίνοντας είκοσι-τέσσερις δείκτες για κάθε μία εταιρεία – την τιμή του κάθε ενός με το μέσο όρο του συνόλου του αντίστοιχου δείκτη - προσπάθησαν να εντοπίσουν ορισμένα κοινά χαρακτηριστικά ή τάσεις που να εξηγούν την αρνητική οικονομική πορεία τους. Τελικά, η έρευνα κατέληξε πως:

- ❖ αξιόπιστοι δείκτες για τον προσδιορισμό της «αυξανόμενης αδυναμίας» μίας επιχείρησης είναι οι: i) Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού, ii) (Πλεόνασμα + Αποθεματικά) / Σύνολο Ενεργητικού, iii) Καθαρή Θέση / Πάγιο Ενεργητικό, iv) Πάγιο Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού, v) Δείκτης Κυκλοφοριακής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις, vi) Καθαρή Θέση / Σύνολο Ενεργητικού, vii) Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού, viii) Διαθέσιμα / Σύνολο Ενεργητικού, και
- ❖ ο Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης είναι πιο ακριβής από τον Δείκτη Κυκλοφοριακής Ρευστότητας, παρόλο που και οι δύο είναι σημαντικοί.

Αργότερα, το 1932, ο Paul J. FitzPatrick δημοσίευσε⁸ μία μελέτη στην οποία συμπεριέλαβε τριάντα-οκτώ⁹ επιχειρήσεις, μισές πτωχευμένες και μισές επιτυχημένες. Οι επιχειρήσεις αυτές ήταν προσεχτικά επιλεγμένες και διαχωρισμένες σε ζευγάρια, έτσι ώστε κάθε ζεύγος να περιλαμβάνει μία από κάθε κατηγορία και παράλληλα να έχουν το ίδιο αντικείμενο απασχόλησης – να προέρχονται από τον ίδιο κλάδο. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας δεκατρείς χρηματοοικονομικούς δείκτες και οικονομικές

⁷ Bureau of Business Research, 1930, "A Test Analysis of Unsuccessful Industrial Companies" Bulletin No. 31, Urbana: University of Illinois Press.

⁸ FitzPatrick Paul J., Ph.D., 1932, "A Comparison of the Ratios of Successful Industrial Enterprises With Those of Failed Companies". The Certified Public Accountant (In three issues: October 1932, p. 598-605; November 1932, p. 656-662; December 1932, p. 727-731.

⁹ Αρχικά ήταν σαράντα (40) επιχειρήσεις, αλλά για το ένα ζεύγος υπήρχαν ελλιπή στοιχεία.

καταστάσεις τριών διαδοχικών ετών παρατήρησε πως στην πλειοψηφία των περιπτώσεων τα αποτελέσματα των επιτυχημένων εταιρειών υπερέιχαν έναντι των πτωχευμένων. Επίσης, έφθασε στο συμπέρασμα ότι για εταιρείες με αρκετές μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις οι δείκτες Καθαρή Θέση / Σύνολο Υποχρεώσεων και Καθαρά Κέρδη / Καθαρή Θέση είναι αρκετά σημαντικοί, σε αντίθεση με τους δείκτες της Γενικής Ρευστότητας και Άμεσης Ρευστότητας.

Το 1935, οι Smith R.F. και Winakor A.H., βασιζόμενοι στη μεθοδολογία του Bureau of Business Research του 1930, ανέλυσαν¹⁰ χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες από εκατόν-ογδόντα-τρεις πτωχευμένες επιχειρήσεις διάφορων κλάδων. Τελικά διαπίστωσαν πως ο Δείκτης Κεφαλαίου Κίνησης = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού ήταν πολύ καλύτερος στην αναγνώριση οικονομικών προβλημάτων από τους δείκτες Διαθέσιμα / Σύνολο Ενεργητικού και Γενικής Ρευστότητας, και πως το Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Σύνολο Ενεργητικού παρουσίαζε πτωτική τάση όταν η επιχείρηση πλησίαζε την πτώχευση.

Λίγα έτη αργότερα, το 1942, δημοσιεύτηκε¹¹ από τον Charles L. Merwin μία μελέτη με περίπου χίλιες μικρομεσαίες επιχειρήσεις, κυρίως οικογενειακές, από πέντε διαφορετικούς κλάδους. Σε αυτή παρατήρησε ότι όταν σύγκρινε πτωχευμένες και υγιείς-επιτυχημένες εταιρείες, οι πρώτες παρουσίαζαν σημάδια αδυναμίας ακόμα και πέντε έτη πριν κλείσουν οριστικά. Επιπρόσθετα, σημείωσε πως για τη διάγνωση της πτώχευσης σημαντικοί δείκτες ήταν οι Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού, Γενικής Ρευστότητας και Καθαρή Θέση / Σύνολο Υποχρεώσεων.

Ακολούθως, το 1945, με μία έρευνα¹² που συνέβαλε στην ανάπτυξη των μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης παρότι είχε διαφορετικό αντικείμενο έρευνας, ο Walter A. Chudson προσπάθησε να εντοπίσει κάποιο πρότυπο-μοτίβο στην ανάλυση των οικονομικών καταστάσεων που να ισχύει για όλες τις εταιρείες, ασχέτως του κλάδου από τον οποίο προέρχονται. Για την υλοποίηση της μελέτησε οικονομικά στοιχεία της περιόδου 1931-1937 από εταιρείες οι οποίες κάλυπταν ολόκληρο το φάσμα της

¹⁰ Smith R. and Winakor A., 1935, "Changes in Financial Structure of Unsuccessful Industrial Corporations", Bureau of Business Research, Bulletin No. 51, Urbana: University of Illinois Press.

¹¹ Merwin Charles L., 1942, "Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries, 1926-1936" New York: National Bureau of Economic Research.

¹² Chudson Walter A., 1945, "The Pattern of Corporate Financial Structure", New York: National Bureau of Economic Research.

οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, αυτές προέρχονταν από διάφορους κλάδους, είχαν διαφορετικά μεγέθη και παρουσίαζαν μεγάλες αποκλίσεις στον τζίρο τους. Τελικά, κατέληξε πως δεν υπάρχει τέτοιου είδους πρότυπο-μοτίβο που να ισχύει για το σύνολο των επιχειρήσεων σε μία οικονομία αλλά για μικρότερα τμήματα της, όπως υποομάδες που να αποτελούνται από επιχειρήσεις είτε του ίδιου κλάδου είτε παρόμοιου μεγέθους ή τζίρου κ.ά.

Τέλος, ο Nathaniel Jackendoff το 1962 έκανε¹³ σύγκριση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών κερδοφόρων εταιρειών με τους αντίστοιχους από εταιρείες που αντιμετώπιζαν οικονομικές δυσκολίες. Μεταξύ των συμπερασμάτων του τόνισε πως οι κερδοφόρες επιχειρήσεις είχαν μεγαλύτερες τιμές στους δείκτες της Γενικής Ρευστότητας και του Καθαρού Κεφαλαίου Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού και χαμηλότερες στους δείκτες Χρέους.

1965 – Σήμερα

William H. Beaver (1966)

Το πρώτο μοντέλο που ασχολήθηκε ουσιαστικά με την πρόβλεψη της πτώχευσης και έδωσε την απαιτούμενη ώθηση για την ανάπτυξη αυτού του αντικείμενου προήλθε ύστερα από έρευνα¹⁴ του William H. Beaver. Σκοπός του ήταν να ερευνήσει την προβλεπτική ικανότητα των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών, σε αντίθεση με τις υπόλοιπες μελέτες μέχρι εκείνη την περίοδο, και να αποδείξει πως τα δεδομένα των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων μπορούν να χρησιμοποιηθούν για την πρόβλεψη σημαντικών γεγονότων στη μελλοντική πορεία μίας επιχείρησης, όπως είναι η πτώχευση. Η προσέγγιση του στην ανάλυση τους ήταν μονομεταβλητή, δηλαδή εξέταζε την προβλεπτική ικανότητα ενός δείκτη κάθε φορά χωρίς να εξετάζει τυχόν συσχετίσεις μεταξύ τους.

¹³ Jackendoff Nathaniel, 1962, "A Study of Published Industry Financial and Operating Ratios", Philadelphia: Temple University, Bureau of Economic and Business Research.

¹⁴ Beaver William H., 1966, "Financial Ratios as Predictors of Failure", Journal of Accounting Research, v.4, pp. 71-111.

Βασιζόμενος στις μελέτες που αναφέρθηκαν προηγούμενα, ο Beaver επέλεξε τριάντα αριθμοδείκτες και εβδομήντα-εννιά ζεύγη επιχειρήσεων, από τριάντα-οκτώ διαφορετικούς κλάδους. Το κάθε ζευγάρι αποτελούνταν από μία επιχείρηση που είχε πτωχεύσει και μία υγιή, από τον ίδιο κλάδο και με παρόμοια πάγια περιουσία. Πτωχευμένες θεωρήθηκαν οι επιχειρήσεις στις οποίες: α) είχε εκδοθεί δικαστική απόφαση πτώχευσης, β) παρουσίαζαν αδυναμία αποπληρωμής ομολογιακών δανείων, γ) εξέδιδαν ακάλυπτες επιταγές, ή δ) δεν είχαν προβεί στην καταβολή μερισμάτων στους προνομιούχους μετόχους τους.

Για τη συγκέντρωση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των επιχειρήσεων τέθηκε σαν σημείο αναφοράς το τελευταίο έτος πριν την πτώχευση των αποτυχημένων, χωρίς αυτό να υπερβαίνει τους έξι (6) μήνες από τη διακοπή της λειτουργίας τους, για χρονικό διάστημα πέντε (5) διαδοχικών ετών. Τα στοιχεία που χρησιμοποιήθηκαν επιλέχθηκαν από τα αρχεία της Moody's και αφορούσαν την περίοδο 1954 – 1964.

Επιπρόσθετα, για την επιλογή των τριάντα αριθμοδεικτών βασίστηκε στα εξής τρία κριτήρια: α) στη συχνότητα με την οποία εμφανίζονταν-χρησιμοποιούνταν στην παρελθούσα βιβλιογραφία, β) στην ποιότητα και τη συνέπεια των αποτελεσμάτων τους σε προηγούμενες μελέτες, και γ) ο κάθε δείκτης θα έπρεπε να σχετίζεται με το κύκλωμα των ταμειακών ροών. Στη συνέχεια, τους διαχώρισε σε έξι ομάδες με βάση τα κοινά τους στοιχεία και επέλεξε έναν από κάθε μία, με βάση τη χαμηλότερη συχνότητα εμφάνισης σφαλμάτων. Αυτοί ήταν: Ταμειακές Ροές / Σύνολο Υποχρεώσεων, Δείκτης Συνολικής Δανειακής Επιβάρυνσης, Καθαρά Κέρδη / Συνολικό Ενεργητικό, Καθαρό Κεφάλαιο Κίνησης, Δείκτης Γενικής Ρευστότητας, Καθαρά Κέρδη / Καθαρή Θέση.

Τελικά, κατέληξε στα ακόλουθα συμπεράσματα:

- ❖ Όσο μεγαλύτερο είναι το κυκλοφορούν ενεργητικό μιας επιχείρησης, τόσο μειώνεται η πιθανότητα αποτυχίας.
- ❖ Όσο μεγαλύτερη είναι η κυκλοφοριακή ταχύτητα των λογαριασμών του κυκλοφορούντος ενεργητικού, τόσο μικρότερη είναι η πιθανότητα αποτυχίας.
- ❖ Όσο αυξάνεται το ύψος των υποχρεώσεων, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα αποτυχίας.
- ❖ Όσο μεγαλύτερα είναι τα λειτουργικά έξοδα, τόσο αυξάνεται η πιθανότητα αποτυχίας.

- ❖ Το πρώτο έτος πριν την πτώχευση, η πιθανότητα λάθους της πρόβλεψης της πτώχευσης ήταν μόλις 13%, ενώ το πέμπτο έτος το αντίστοιχο ποσοστό ήταν 22%.
- ❖ Ορισμένοι αριθμοδείκτες, μπορούν να προσφέρουν σημαντική πληροφόρηση ακόμα και 5 έτη πριν την πτώχευση. Ένας από αυτούς είναι και ο δείκτης Ταμειακές Ροές / Σύνολο Υποχρεώσεων.
- ❖ Οι κατανομές των δεικτών των εταιρειών που αντιμετώπιζαν οικονομικά προβλήματα σε σχέση με των υγιών παρουσίαζαν επιδείνωση όσο πλησίαζαν την πτώχευση, ενώ οι δεύτερες παρουσίαζαν σχετική σταθερότητα στις τιμές τους.
- ❖ Τα αποτελέσματα της έρευνας παρουσιάζουν χαρακτηριστική συνέπεια σε σχέση με αυτά των προηγούμενων ερευνών.

Κλείνοντας, αξίζει να σημειωθεί πως στο τέλος της εργασίας του συμπεριέλαβε σαν πρόταση για περαιτέρω έρευνα τη χρήση της πολυμεταβλητής ανάλυσης, καθώς πίστευε πως θα μπορούσε να παρουσιάσει ακόμα καλύτερα αποτελέσματα, παρόλο που ο ίδιος σε μία προκαταρκτική του έρευνα δεν κατόρθωσε να τα επιτύχει.

Edward I. Altman (1968), Z-Score

Δύο μόλις χρόνια αργότερα, τον Σεπτέμβρη του 1968, ο Edward I. Altman δημοσίευσε¹⁵ την πρώτη μελέτη για την πρόβλεψη της πτώχευσης με τη χρήση της διακριτικής πολυμεταβλητής ανάλυσης¹⁶ (Multivariate Discriminant Analysis ή εν συντομία MDA). Ο λόγος που επέλεξε αυτή τη μέθοδο ήταν πως στο κοντινό παρελθόν είχε αρχίσει να χρησιμοποιείται με επιτυχία στην επίλυση διαφόρων οικονομικών προβλημάτων όπως η αξιολόγηση της πιστοληπτικής ικανότητας καταναλωτών ή η αξιολόγηση διαφόρων επενδύσεων. Γενικότερα, η MDA είναι μια στατιστική τεχνική που χρησιμοποιείται για την κατάταξη των αντικειμένων μίας έρευνας σε μία από αρκετές *προκαθορισμένες*

¹⁵ Altman Edward I., 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", The Journal of Finance, vol. 23 no.4, pp. 589-609.

¹⁶ Fisher R. A., "The Use of Multiple Measurements in Taxonomic Problems," Annals of Eugenics, No. 7 (September, 1936), pp. 179-188.

ομάδες, με βάση τα ατομικά χαρακτηριστικά του καθενός, για έρευνες όπου η εξαρτημένη μεταβλητή παίρνει ποιοτικές τιμές (π.χ. πτωχευμένη ή υγιής). Τα δύο σημαντικά πλεονέκτημα αυτής της μεθόδου σε σχέση με τη μονομεταβλητή ανάλυση είναι πως: α) η ανάλυση για όλους τους δείκτες γίνεται ταυτόχρονα, και β) η συνάρτηση εξάγει μόνο μία τιμή, γεγονός που κάνει ευκολότερη την ανάλυση των αποτελεσμάτων, εξαλείφοντας την υποκειμενικότητα του εκάστοτε ερευνητή.

Για την ανάπτυξη του μοντέλου, επιλέχθηκαν 66 βιομηχανικές επιχειρήσεις, 33 υγιής και 33 που είχαν υποβάλει αίτηση για πτώχευση. Τα οικονομικά τους στοιχεία ελήφθησαν από την Moody's, ενώ όλα τα στοιχεία προέρχονταν από την περίοδο 1946-1965. Ακόμα, κριτήριο επιλογής αποτελούσε και το σύνολο του ενεργητικού τους, το οποίο είχε εύρος από \$ 0,7 εκατ. μέχρι \$ 25,9 εκατ.¹⁷.

Από την άλλη πλευρά, για τους χρηματοοικονομικούς αριθμοδείκτες ο Altman ανέτρεξε στη σχετική βιβλιογραφία και επέλεξε τους πιο δημοφιλείς και σχετικούς με το αντικείμενο της έρευνας, ενώ συμπεριέλαβε και ορισμένους που δεν είχαν χρησιμοποιηθεί ξανά στο παρελθόν. Με αυτό τον τρόπο σχημάτισε μία αρχική λίστα με 22 δείκτες, τους οποίους στη συνέχεια κατέταξε σε πέντε κατηγορίες¹⁸. Στη συνέχεια, επιλέγοντας έναν από κάθε κατηγορία, εξέτασε ποιός συνδυασμός αυτών μεγιστοποιούσε την προβλεπτική ικανότητα του υποδείγματος. Ακολούθως, έπειτα από παρατήρηση της στατιστικής σημαντικότητας των διαφόρων εναλλακτικών σχέσεων και της προγνωστικής ακρίβειας τους - συμπεριλαμβανομένου και του καθορισμού των συντελεστών στάθμισης κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής - και αξιολόγηση των συσχετίσεων μεταξύ των μεταβλητών, οι δείκτες που διακρίθηκαν ήταν οι:

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού,

X_2 = Αποτέλεσμα εις νέο / Σύνολο Ενεργητικού,

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού,

X_4 = Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων,

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού.

¹⁷ Δεν επιλέχθηκαν επιχειρήσεις με μεγαλύτερο σύνολο ενεργητικού διότι σε αυτές ήταν πολύ σπάνια η πτώχευση, ενώ στις μικρότερες τις περισσότερες φορές δεν υπήρχαν επαρκή στοιχεία.

¹⁸ Οι κατηγορίες ήταν: ρευστότητας, κερδοφορίας, μόχλευσης, φερεγγυότητας και δραστηριότητας.

Έτσι, η τελική μορφή της διακριτικής συνάρτησης διαμορφώθηκε ως εξής:

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

Σύμφωνα με τα αποτελέσματα, τη μεγαλύτερη συνεισφορά στη διαμόρφωση του Z-Score είχε ο δείκτης κερδοφορίας X_3 , γεγονός που είναι αναμενόμενο αφού το ποσοστό των εταιρειών που παρουσιάζουν κέρδος και πτωχεύουν είναι σχεδόν μηδενικό, και ακολουθούν οι δείκτες X_5 (ο οποίος σε επίπεδο μονομεταβλητής ανάλυσης παρουσιάζόταν ως ασήμαντος), X_4 , X_2 και X_1 αντίστοιχα.

Συγκρίνοντας τα αποτελέσματα του μοντέλου με τα πραγματικά γεγονότα διαπίστωσε πως σχεδόν όλες οι επιχειρήσεις που παρουσίαζαν Z-score μεγαλύτερο του 2,99 στην πραγματικότητα δεν πτώχευσαν, σχεδόν όλες όσες είχαν Z-score μικρότερο του 1,81 κήρυξαν πτώχευση, ενώ για αυτές που είχαν τιμές μεταξύ του εύρους «1,81 < Z < 2,99» δεν μπορούσαν να εξαχθούν ασφαλή συμπεράσματα λόγω της υψηλής πιθανότητας σφάλματος. Το διάστημα αυτό ονομάστηκε «ζώνη - περιοχή άγνοιας» ή «γκρίζα περιοχή».

Τα ποσοστά επιτυχίας που κατέγραψε στην ταξινόμηση των εταιρειών ήταν 95% ακρίβεια για πρόβλεψη ενός έτους και 72% ακρίβεια για πρόβλεψη δύο ετών. Σε αντίθεση με όσα υποστήριζαν οι Beaver και Merwin στις έρευνες τους, δηλαδή ότι μπορεί να επιτευχθεί πρόβλεψη έως και πέντε έτη πριν την πτώχευση, η προβλεπτική ικανότητα του συγκεκριμένου μοντέλου φαίνεται να μειώνεται σημαντικά μετά το δεύτερο έτος (από 72% σε 48%, 29%, 36% διαδοχικά για τα έτη 2 έως 5), συνεπώς δεν φαντάζει κατάλληλο για διάστημα πρόγνωσης πέρα των δύο ετών.

Επιπροσθέτως, έκανε και δύο ιδιαίτερα σημαντικές παρατηρήσεις σχετικά με τις τιμές των αριθμοδεικτών των εταιρειών σε μονομεταβλητή βάση. Πιο συγκεκριμένα, διαπίστωσε πως όλοι οι δείκτες του μοντέλου δείχνουν μια τάση επιδείνωσης καθώς πλησιάζει πτώχευση και ότι η πιο σοβαρή αλλαγή στην πλειοψηφία των δεικτών αυτών συνέβη μεταξύ του τρίτου και του δεύτερου χρόνου πριν από την πτώχευση.

Η μελέτη αυτή αποτέλεσε και το ερέθισμα για να παρουσιαστεί σημαντική αύξηση των δημοσιεύσεων σχετικά με τα μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης, καθώς απέδειξε πως είναι δυνατή η πρόγνωση της εταιρικής αποτυχίας με αρκετά υψηλή ακρίβεια. Έκτοτε, στη βιβλιογραφία έχει γίνει μεγάλος αριθμός από δημοσιεύσεις σε επιστημονικά

περιοδικά οικονομικού περιεχομένου, μεγάλης ποικιλίας τέτοιου είδους μοντέλων. Οι μελέτες αυτές ποικίλουν σε εστιασμένες σε συγκεκριμένους κλάδους ή γενικότερες, σε άλλες που εφαρμόζονται σε συγκεκριμένες αγορές¹⁹, σε μελέτες που έχουν αναπτυχθεί με διαφορετικού είδους μοντέλα, με χρήση διαφόρων αριθμοδεικτών και διαφορετικού πλήθους²⁰ αυτών, με διαφορές στην αποτελεσματικότητα τους ως προς το χρονικό ορίζοντα ή την ακρίβεια τους, με διαφορετικό τρόπο επιλογής του στατιστικού δείγματος, κτλ.

Κλείνοντας, θα πρέπει να σημειωθεί πως το μοντέλο του Altman έχει εξελιχθεί από το 1968 και στην παρούσα εργασία θα γίνει χρήση των τριών αναθεωρημένων εκδοχών του, οι οποίες θα παρουσιαστούν παρακάτω.

¹⁹ οι περισσότερες αφορούσαν την Αμερικάνικη αγορά.

²⁰ στη βιβλιογραφία έχουν καταγραφεί μοντέλα που έχουν χρησιμοποιήσει από ένα δείκτη μέχρι και πενήντα-εφτά.

3.3 Κατηγορίες Μοντέλων Πρόβλεψης της Πτώχευσης

Οι τεχνικές που χρησιμοποιούνται σήμερα στα μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης, όπως μπορούμε να δούμε και παρακάτω, είναι πολλές:

- Univariate Ratio Models,
- Multiple Discriminant Analysis,
- Linear Probability Models,
- Risk Index Models,
- Multivariate Conditional Probability Models – Logit, Probit και άλλα,
- Recursive Partitioning Models,
- Expert Systems,
- Mathematical Programming,
- Neural Networks,
- Rough Sets Approach,
- Decision Trees,
- Case-based Reasoning,
- Support Vector Machines,
- Genetic Algorithm (GA),
- Hazard Models,
- Και αρκετές άλλες.

Ακολουθεί μια συνοπτική θεωρητική περιγραφή των πιο διαδεδομένων μεθόδων, στατιστικών ή μη, στις οποίες βασίζονται τα πιο γνωστά – ευρέως χρησιμοποιούμενα μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης προκειμένου να επιτευχθεί καλύτερη εξοικείωση με το εν λόγω αντικείμενο.

3.3.1 Μονομεταβλητή Στατιστική Ανάλυση (Univariate Discriminant Analysis)

Η Μονομεταβλητή ανάλυση αποτελεί την απλούστερη μορφή ποσοτικής στατιστικής ανάλυσης. Πραγματοποιείται με την εξέταση ενός μόνο χρηματοοικονομικού δείκτη κάθε φορά, ενώ σε ορισμένες περιπτώσεις συνδυάζεται με τη σύγκριση των τιμών των αποτυχημένων επιχειρήσεων με αυτές των επιτυχημένων-υγιών. Χρησιμοποιήθηκε για πρώτη φορά από τον W. Beaver (1966), σε μία μελέτη που αποτέλεσε την απαρχή στην ανάπτυξη των μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης.

Πλεονεκτήματα: α) είναι πολύ απλή,
β) δεν χρειάζεται εξειδικευμένες γνώσεις για την εφαρμογή της.

Μειονεκτήματα: α) έχει έντονο το στοιχείο της υποκειμενικότητας,
β) αδυνατεί να εξετάσει για τυχόν συσχετίσεις μεταξύ των δεικτών,
γ) με τη μελέτη ενός δείκτη κάθε φορά δεν είναι δυνατόν να εξεταστεί ολόκληρη η εικόνα μίας επιχείρησης,
δ) αποκλείει δείκτες οι οποίοι αρχικά μπορεί να φαίνονται ασήμαντοι ενώ στην πραγματικότητα δεν είναι²¹,
ε) τα αποτελέσματα μεταξύ των δεικτών για μία συγκεκριμένη επιχείρηση μπορεί να παρουσιάζουν ασυνέπεια και να είναι αντιφατικά,
στ) υποθέτει πως υπάρχει γραμμική σχέση μεταξύ της πτώχευσης και των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών.

Όπως εύκολα μπορεί να διαπιστωθεί, τα μειονεκτήματα που παρουσιάζει αυτού του είδους η ανάλυση υπερτερούν των πλεονεκτημάτων και για αυτό το λόγο η χρήση της έχει περιοριστεί στις μέρες μας όσον αφορά τα μοντέλα πρόβλεψης της πτώχευσης.

3.3.2 Πολυμεταβλητή Διακριτή Ανάλυση (Multivariate Discriminant Analysis)

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, η MDA είναι μία στατιστική τεχνική που χρησιμοποιείται για την κατάταξη των αντικειμένων μίας έρευνας σε μία από αρκετές προκαθορισμένες ομάδες, με βάση τα ατομικά χαρακτηριστικά του καθενός, για

²¹ π.χ. όπως απέδειξε ο E. Altman στο υπόδειγμα Z-score, ο δείκτης Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού είχε τη δεύτερη μεγαλύτερη συμμετοχή-σημαντικότητα στον υπολογισμό της τιμής του Z, ενώ όταν εξεταζόταν σε μονομεταβλητή βάση ήταν στατιστικά ασήμαντος.

έρευνες όπου η εξαρτημένη μεταβλητή (π.χ. μία εταιρεία) παίρνει ποιοτικές τιμές (π.χ. πτωχευμένη ή υγιής). Με τη χρήση της δημιουργείται ένας γραμμικός συνδυασμός των χαρακτηριστικών αυτών που συμβάλει στην καλύτερη δυνατή ταξινόμηση των αντικειμένων μεταξύ των ομάδων.

Ο πρώτος που χρησιμοποίησε αυτή την τεχνική ήταν ο E. Altman το 1968, ενώ με το πέρασμα των ετών πολλές ήταν οι μελέτες που στηρίχθηκαν στο μοντέλο του, Z-Score. Μέχρι και τα τέλη της δεκαετίας του `80, που έγινε στροφή στα μοντέλα πιθανότητας υπό συνθήκη (Conditional Probability Models) που θα αναφερθούν αμέσως μετά, η πλειοψηφία των ερευνών που ασχολούνταν με την πρόβλεψη της εταιρικής αποτυχίας βασιζόταν σε αυτή τη στατιστική μέθοδο. Παρότι έχει μειωθεί ο αριθμός των νέων μοντέλων πρόβλεψης της πτώχευσης που αναπτύσσονται πλέον με την MDA, αυτή συνεχίζει να εφαρμόζεται από αρκετούς ερευνητές, ενώ χρησιμοποιείται και σαν βασική μέθοδος συγκριτικής αξιολόγησης (benchmarking) των αποτελεσμάτων των νεότερων μελετών, γεγονός που αποδεικνύει πως τα αποτελέσματα της θεωρούνται αρκετά αξιόπιστα μέχρι και σήμερα.

Σε ένα μοντέλο MDA, πολλά χαρακτηριστικά, κυρίως οικονομικά, μίας εταιρείας συνδυάζονται σε μία πολυμεταβλητή συνάρτηση. Από αυτή τη συνάρτηση εξάγεται μία τελική τιμή – σκορ που αποτελεί ένδειξη της χρηματοοικονομικής ευρωστίας της επιχείρησης και με την οποία γίνεται η ταξινόμηση στις προεπιλεγμένες ομάδες, ανάλογα με τα cut-off points²² της κάθε ομάδας.

- Πλεονεκτήματα:**
- α) η ανάλυση για όλους τους δείκτες γίνεται ταυτόχρονα,
 - β) η συνάρτηση εξάγει μόνο μία τιμή, γεγονός που κάνει ευκολότερη την ανάλυση των αποτελεσμάτων, εξαλείφοντας την υποκειμενικότητα του εκάστοτε ερευνητή,
 - γ) γίνεται ανάλυση σε ολόκληρη την χρηματοοικονομική κατάσταση μίας εταιρείας.

²² Είναι οι οριακές τιμές με τις οποίες γίνεται ο διαχωρισμός των επιχειρήσεων μεταξύ των ομάδων, π.χ. μία εταιρεία ταξινομείται στην ομάδα των υγιών αν η τιμή Z είναι μεγαλύτερη από το cut-off point της ομάδας.

- Μειονεκτήματα²³:**
- α) βασίζεται σε πολλές υποθέσεις²⁴ που αρκετά συχνά δεν ισχύουν,
 - β) δεν κάνει πρόβλεψη με συγκεκριμένα ποσοστά για κάθε μία εταιρεία, αλλά ταξινόμηση,
 - γ) δεν γίνεται γνωστή η συμμετοχή-συνεισφορά της κάθε ανεξάρτητης μεταβλητής (δείκτης).

Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που χρησιμοποίησαν την MDA είναι αυτές των: Altman (1968), Deakin (1972), Altman et al. (1977), Taffler (1982), El Hennway & Morris (1983), Springate (1978), Pantalone and Platt (1987b), Altman et al. (1995), κ.ά.

3.3.3 Υπό Συνθήκη Μοντέλα Πιθανότητας (Conditional Probability Models): Logit Analysis & Probit Analysis

Τα δύο πιο γνωστά μοντέλα που ανήκουν σε αυτή την κατηγορία είναι το λογιστικό - λογαριθμικό υπόδειγμα πιθανότητας (Logit Analysis) και το κανονικό υπόδειγμα πιθανότητας (Probit Analysis). Πρόκειται για πιθανοτικά υποδείγματα που επιτρέπουν την κατάταξη-ομαδοποίηση επιχειρήσεων με βάση την πιθανότητα αποτυχίας τους, λαμβάνοντας υπ' όψη τα οικονομικά τους δεδομένα.

Η Logit και η Probit Analysis εμφανίστηκαν στα τέλη της δεκαετίας του 1970 και άρχισαν να χρησιμοποιούνται πιο συχνά από την MDA σχεδόν μία δεκαετία αργότερα. Σημαντικό πλεονέκτημα αυτών των δύο μεθόδων σε σχέση με την MDA είναι πως υπολογίζουν πιθανότητες αποτυχίας για κάθε επιχείρηση και όχι κάποιο σκορ, ενώ τα αποτελέσματα τους περιορίζονται μεταξύ του μηδενός και του ένα. Επίσης, δεν

²³ Ohlson James A., 1980, "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", Journal of Accounting Research, v. 18 no. 1, pp. 109-131.

²⁴ Υποθέσεις: α) οι τιμές των δεικτών ακολουθούν την κανονική κατανομή, β) οι ομάδες είναι διακριτές, μη επικαλυπτόμενες και αναγνωρίσιμες, γ) οι πίνακες των τιμών της διακύμανσης και της συνδιακύμανσης είναι ίσες μεταξύ των ομάδων των αποτυχημένων και των υγιών, δ) πολυσυγγραμμικότητα.

βασίζονται σε αυστηρές υποθέσεις ξεπερνώντας έτσι τις αντίστοιχες αδυναμίες της τελευταίας.

Ο J. Ohlson το 1980, ήταν ο πρώτος που εισήγαγε την Logit Analysis σε μοντέλο πρόβλεψης της πτώχευσης. Οι κύριοι λόγοι που την επέλεξε ήταν η αποφυγή των μειονεκτημάτων της MDA που αναφέρθηκαν προηγουμένως και ο μετασχηματισμός της διαδικασίας επιλογής²⁵ του δείγματος των επιχειρήσεων την οποία είχε χαρακτηρίσει ως «αυθαίρετη». Λίγα έτη αργότερα, το 1984, ο Mark Zmijewski ήταν ο πρώτος που προχώρησε στην εφαρμογή της Probit Analysis σε αντίστοιχη έρευνά²⁶ του.

Και στις δύο μεθόδους χρησιμοποιούνται χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες σαν ανεξάρτητες μεταβλητές, ενώ σαν εξαρτημένες μεταβλητές εισάγονται οι δυο κατηγορίες επιχειρήσεων (πτωχευμένες και υγιείς), με τις οποίες πραγματοποιείται η πρόβλεψη ενός διακριτικού αποτελέσματος, όπως η συμμετοχή σε μία ομάδα, από ένα σύνολο μεταβλητών που μπορεί να είναι συνεχείς, διακριτές, διχοτομικές, ή ένας συνδυασμός των παραμέτρων αυτών.

Από την άλλη πλευρά, οι βασικές διαφορές τους είναι δύο. Πρώτον, στη Logit Analysis χρησιμοποιείται η λογαριθμική αθροιστική κατανομή (Logistical Cumulative Function), ενώ στη Probit η κανονική αθροιστική κατανομή (Normal Cumulative Function). Δεύτερον, η Probit απαιτεί περισσότερους και πιο περίπλοκους υπολογισμούς. Αυτός είναι και ο κύριος λόγος που ο αριθμός των μελετών που την χρησιμοποιούν είναι περιορισμένος σε σχέση με τη Logit Analysis. Πέραν αυτών, τα αποτελέσματα τους στις περισσότερες περιπτώσεις²⁷ δεν παρουσιάζουν σημαντικές αποκλίσεις.

Πλεονεκτήματα: α) η ανάλυση γίνεται ταυτόχρονα για όλους τους δείκτες και επιτρέπουν την παρακολούθηση των συσχετίσεων και τάσεων μεταξύ αυτών, αλλά και της συμμετοχής-συνεισφοράς του καθενός ατομικά,

²⁵ Ο Ohlson είχε αντιρρήσεις σχετικά με τον τρόπο δημιουργίας των ζευγών πτωχευμένων και υγιών επιχειρήσεων σε προηγούμενες μελέτες (οι οποίες στην πλειοψηφία τους χρησιμοποιούσαν την MDA) με κριτήρια όπως το μέγεθος, ο τζίρος κτλ.

²⁶ Zmijewski Mark E., 1984, "Methodological Issues Related to the Estimation of Financial Distress Prediction Models", *Journal of Accounting Research* Vol. 22, pp. 59-82.

²⁷ Σε μεγάλα δείγματα διαφέρουν οι ακραίες τιμές τους.

β) η τελική τιμή για κάθε επιχείρηση έχει τη μορφή πιθανότητας και τα αποτελέσματα τους περιορίζονται μεταξύ του μηδενός και του ένα,

γ) γίνεται ανάλυση σε ολόκληρη τη χρηματοοικονομική κατάσταση μίας εταιρείας,

δ) δεν χρησιμοποιούνται υποθέσεις σχετικά με τις μεταβλητές και τη γραμμικότητά τους.

Μειονεκτήματα²⁸:

α) οι ομάδες θεωρούνται διακριτές, μη επικαλυπτόμενες και αναγνωρίσιμες,

β) είναι αρκετά «ευαίσθητα» στην πολυσυγγραμμικότητα και σε ακραίες τιμές των ανεξάρτητων μεταβλητών,

γ) αν και υπολογίζουν πιθανότητες, τελικά κάνουν ταξινόμηση και όχι πρόβλεψη.

Ορισμένες από τις πιο γνωστές μελέτες που χρησιμοποίησαν:

α) την Logit είναι οι: Ohlson (1980), Csey and Bartczak (1985), Zavgren (1985), Peel (1987), Theodossiou (1991), Glezakos and Karytinis (1994),

β) την Probit είναι οι: Pantalone and Platt(1987), Theodossiou (1991), Lennox (1999).

3.3.4 Neural Networks

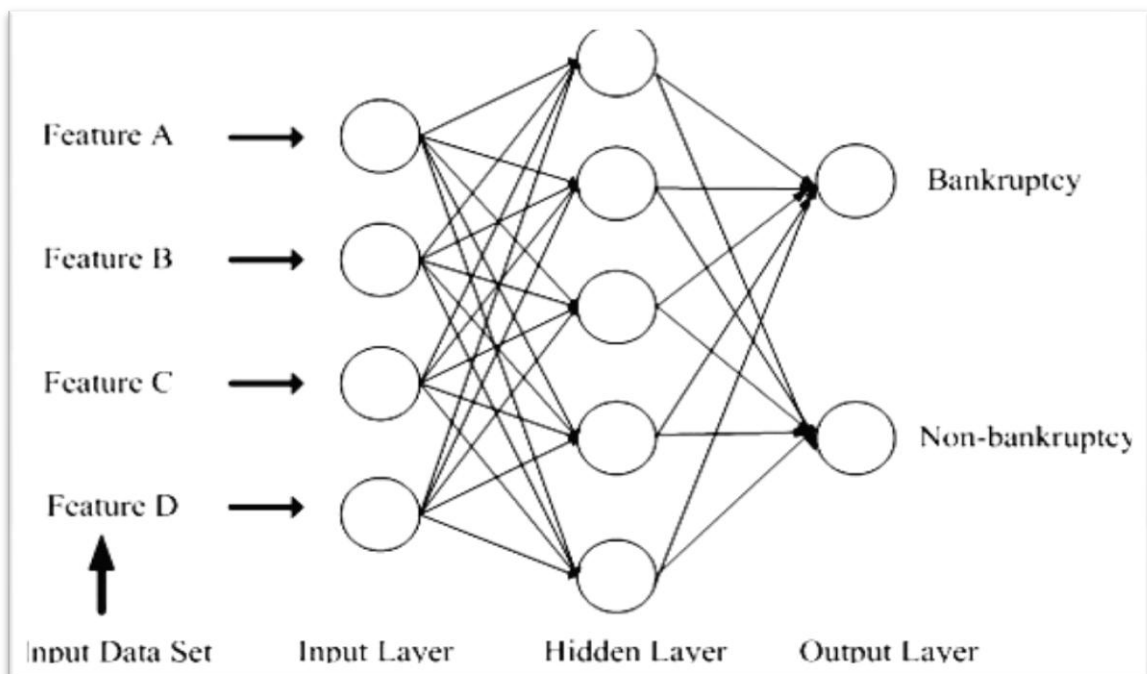
Τα νευρωνικά δίκτυα αναπτύχθηκαν το 1956 από τον John McCarthy, σε μία περίοδο που είχαν αρχίσει να εμπλουτίζονται οι δυνατότητες των υπολογιστών με εφαρμογές τεχνητής νοημοσύνης. Σαν μέθοδος υπολογισμού της πιθανότητας πτώχευσης, εμφανίστηκαν για πρώτη φορά το 1990 από τους Odom και Sharda και έκτοτε άρχισαν να «κυριαρχούν» στη βιβλιογραφία. Σήμερα, τέτοιου είδους μοντέλα αναπτύσσονται κυρίως από Τράπεζες για τον έλεγχο της πιστοληπτικής ικανότητας των δανειοληπτών

²⁸ Ohlson James A., 1980, "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", Journal of Accounting Research, v. 18 no. 1, pp. 109-131.

τους ή για την αξιολόγηση επενδύσεων με μεγάλο ρίσκο, π.χ. το Public Firm Risk Model της Moody's.

Τα νευρωνικά δίκτυα ποικίλουν όσον αφορά τον αριθμό των στρωμάτων, την κατεύθυνση της ροής πληροφοριών και της μεθόδου εκτίμησης. Βασίζονται σε αλγόριθμους και ο τρόπος λειτουργίας τους έχει αρκετές ομοιότητες με το ανθρώπινο νευρικό σύστημα. Αναλύουν δεδομένα για να εντοπίσουν πρότυπα-τάσεις-δομές, με σκοπό να αναπτύξουν ένα μοντέλο ικανό να συμβάλει στη διαδικασία λήψης αποφάσεων. Μάλιστα, συνεχώς εξελίσσονται και «μαθαίνουν» χρησιμοποιώντας ιστορικά στοιχεία (π.χ. οικονομικές καταστάσεις), προεπιλεγμένα δεδομένα (π.χ. ομάδες: πτωχευμένες επιχειρήσεις και υγιείς) και νεότερα στοιχεία.

Πιο αναλυτικά, κάθε τέτοιο δίκτυο αποτελείται από μία σειρά επιπέδων με μονάδες επεξεργασίας της πληροφορίας που ονομάζονται νευρώνες. Οι νευρώνες λειτουργούν ανεξάρτητα, δέχονται κάθε είδους πληροφορία και παράγουν μία εκροή η οποία με τη σειρά της, εξυπηρετεί ως εισροή σε επόμενο επίπεδο. Στο τελικό στάδιο, πραγματοποιείται η ταξινόμηση του κάθε εξεταζόμενου στοιχείου μεταξύ των προεπιλεγμένων ομάδων, δηλαδή στη συγκεκριμένη περίπτωση μεταξύ της ομάδας των πτωχευμένων και της ομάδας των υγιών όπως φαίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα.



Διάγραμμα 3.3.4.1: Υπόδειγμα απλού νευρωνικού δικτύου για την πρόβλεψη της πτώχευσης, πηγή: Chihli Hung, Jing-Hong Chen, (2009), "Expert Systems with Applications", Vol.36, Issue 3, Part 1, pp. 5297-5303.

- Πλεονεκτήματα:**
- α) τα νευρωνικά δίκτυα είναι μη παραμετρικά και δεν βασίζονται σε συγκεκριμένες υποθέσεις, όπως η κατανομή που ακολουθούν οι μεταβλητές, κ.ά. Αυτό τα καθιστά θεωρητικά πιο αξιόπιστα από αντίστοιχα μοντέλα που θα έχουν παραβιάσει τις υποθέσεις τους (όπως συμβαίνει συχνά και όχι κατ' εξαίρεση με άλλες μεθόδους)
 - β) η χρήση μη γραμμικής προσέγγισης προσφέρει διευρυμένες δυνατότητες για επεξεργασία πολύπλοκων δεδομένων, ακόμα και όταν έχουν μεγάλη συσχέτιση.
 - γ) είναι ευέλικτα και προσαρμόζονται σε μεταβαλλόμενες συνθήκες
- Μειονεκτήματα:**
- α) επηρεάζονται σε μεγαλύτερο βαθμό από παροδικές-σύντομες οικονομικές τάσεις και οικονομικούς κύκλους,
 - β) η ανάπτυξη και συντήρησή τους έχει αρκετά υψηλό κόστος,
 - γ) ο όγκος των δεδομένων τους διευρύνεται σύντομα,
 - δ) υπάρχει έλλειψη διαφάνειας²⁹.

Ακόμα, αξίζει να σημειωθεί πως σε έρευνα³⁰ που πραγματοποίησε ο Altman με συνεργάτες τους Marco και Varetto το 1994, όπου εξέτασαν περισσότερες από 1.000 βιομηχανικές επιχειρήσεις από την Ιταλία με οικονομικά στοιχεία από την περίοδο 1982-1992, έφθασε στο συμπέρασμα πως ο βαθμός ακρίβειας της πρόβλεψης των μοντέλων που χρησιμοποιούσαν τα neural networks ήταν περίπου ο ίδιος με τα υπόλοιπα Credit Scoring Models.

²⁹ Τα NN “εξετάζουν” τα εισερχόμενα δεδομένα στα ενδιάμεσα-κρυφά στάδια χωρίς να τα ερμηνεύουν με οικονομικούς όρους. Έτσι, δεν μπορούν να ελεγχθούν ως προς την αξιοπιστία και την ακρίβεια τους, παρά μόνο όταν γίνουν αισθητά ανακριβή. Επίσης, είναι δύσκολη η ερμηνεία των σχέσεων των δεδομένων και το μέγεθος της συμβολής τους στο τελικό αποτέλεσμα.

³⁰ Altman Edward I., Marco Giancarlo & Varetto Franco, (1994), “Corporate Distress Diagnosis: Comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)”, Journal of Banking & Finance, Vol. 18, Issue 3, pp. 505-529.

Κλείνοντας, ορισμένα από τα μοντέλα με τις περισσότερες αναφορές στη βιβλιογραφία είναι: Odom & Sharda (1990), E. Altman, Marco, & Varetto (1994), Wilson & Sharda (1994), El-Temtamy (1995), Luther (1998), Zhang, Hu, Patuwo and Indro (1999), Lee, Booth, & Alam (2005).

3.4 Αναθεωρημένα Υποδείγματα Z-Score - Edward I. Altman (2000)

Στην παρούσα εργασία, προκειμένου να εξεταστεί η βιωσιμότητα των επιλεγμένων επιχειρήσεων από τον κλάδο των εκτυπώσεων, που ανήκει στη μεταποιητική βιομηχανία, θα χρησιμοποιηθούν κυρίως τα δύο αναθεωρημένα μοντέλα Z-Score του Edward I. Altman. Πιο συγκεκριμένα:

3.4.1 Μοντέλο για Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:

Με την πάροδο των ετών από την αρχική δημοσίευση του Z-Score το 1968, αρκετοί μελετητές παρατήρησαν πως μία πιο εύκολη στη χρήση της μορφή του μοντέλου αυτού, είναι η ακόλουθη:

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

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού,

X_2 = Αποτέλεσμα εις νέο / Σύνολο Ενεργητικού,

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού,

X_4 = Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων,

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού.

Ασφαλής Ζώνη: $\mathbf{Z > 2,99}$

Γκρίζα Ζώνη: $\mathbf{1,81 < Z < 2,99}$

Επικίνδυνη Ζώνη: $\mathbf{Z < 1,81}$

Η μοναδική αλλαγή σε αυτό από το αρχικό μοντέλο εντοπίζεται στους συντελεστές των μεταβλητών, όπου οι πρώτοι τέσσερις πρώτοι συντελεστές πολλαπλασιάζονται με το εκατό, ενώ ο τελευταίος στρογγυλοποιείται. Συνεπώς, η μόνη ουσιαστική διαφορά έγκειται στο γεγονός πως τα δεδομένα που εισάγονται στις τέσσερις πρώτες μεταβλητές θα πρέπει πλέον να έχουν δεκαδική μορφή και όχι ποσοστιαία, ενώ η τελευταία μεταβλητή παραμένει όπως ήταν. Επίσης, χωρίς αλλαγές παραμένουν και οι ζώνες διαχωρισμού.

Τελικά αυτή η μορφή υιοθετήθηκε και από τον Altman ο οποίος αρχικά τη χρησιμοποίησε σε μελέτη του το 1981³¹, ενώ στη συνέχεια τη συμπεριέλαβε και στη δημοσίευση³² με την αναθεώρηση του αρχικού μοντέλου. Παράλληλα, υποστήριξε πως σε επαναλαμβανόμενες δοκιμές σε δείγματα προβληματικών επιχειρήσεων μέχρι και το 1999 η ακρίβεια του μοντέλου παρέμεινε περίπου στα ίδια επίπεδα, παρά την παρέλευση σχεδόν τριάντα ετών. Ακόμα, παρατήρησε πως τα τελευταία έτη αυξήθηκε η μέση τιμή του Z-Score των επιχειρήσεων, κυρίως λόγω της ραγδαίας αύξησης των τιμών διάθεσης των μετοχών στο Χρηματιστήριο και της επίδρασης αυτών στις τιμές του αριθμοδείκτη X_4 .

3.4.2 Μοντέλο για Μη Εισηγμένες Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:

Λόγω της ανάγκης για αξιολόγηση και των επιχειρήσεων που δεν είναι εισηγμένες σε κάποιο Χρηματιστήριο, ο Altman προέβη σε ορισμένες τροποποιήσεις του Z-Score προκειμένου να γίνει εφαρμόσιμο και σε αυτές. Η αναθεωρημένη εκδοχή του είναι η εξής:

³¹ Altman Edward I., La Fleur James K., 1981, "Managing a Return to Financial Health", Journal of Business Strategy, vol.2, issue 1, pp. 31 – 38.

³² Altman Edward I., 2000, "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta® Models", Stern School of Business, New York University.

$$Z' = 0,717 \cdot X_1 + 0,847 \cdot X_2 + 3,107 \cdot X_3 + 0,42 \cdot X_4 + 0,998 \cdot X_5$$

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού,

X_2 = Αποτέλεσμα εις νέο / Σύνολο Ενεργητικού,

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού,

X_4 = Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων,

X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού.

Ασφαλής Ζώνη: $Z' > 2,90$

Γκρίζα Ζώνη: $1,23 < Z' < 2,90$

Επικίνδυνη Ζώνη: $Z' < 1,23$

Οι βασικές αλλαγές του είναι τρείς. Πρώτον, για τον υπολογισμό του δείκτη X_4 αντικαταστάθηκε η Αγοραία Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων με τη Λογιστική Αξία. Δεύτερον, μετά από αυτή την αλλαγή, πραγματοποιήθηκε εκ νέου υπολογισμός των συντελεστών στάθμισης των μεταβλητών. Έτσι, οι τιμές των συντελεστών του X_1 , X_2 και X_4 μειώθηκαν αρκετά, αυξάνοντας αντισταθμιστικά την σημαντικότητα των X_3 και X_5 που παρέμειναν σχετικά σταθεροί. Τρίτον, έγινε επανακαθορισμός των ζωνών διάκρισης. Το όριο για την Ασφαλή Ζώνη μειώθηκε ελάχιστα, από το 2,99 στο 2,9, ενώ το όριο για την Επικίνδυνη Ζώνη μειώθηκε από 1,81 στο 1,23, διευρύνοντας έτσι τη γκρίζα ζώνη (1,23 - 2,90).

3.4.2 Μοντέλο για Μη Βιομηχανικές Επιχειρήσεις:

Τέλος, θα πρέπει να σημειωθεί πως υπάρχει και μια τρίτη εκδοχή του μοντέλου Z-Score για τις εταιρείες εκτός του βιομηχανικού κλάδου.

$$Z'' = 6.56 \cdot X_1 + 3.26 \cdot X_2 + 6.72 \cdot X_3 + 1.05 \cdot X_4$$

X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού,

X_2 = Αποτέλεσμα εις νέο / Σύνολο Ενεργητικού,

X_3 = Κέρδη προ Φόρων και Τόκων / Σύνολο Ενεργητικού,

X_4 = Λογιστική Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων,

Ασφαλής Ζώνη: $Z'' > 2,60$

Γκρίζα Ζώνη: $1,1 < Z'' < 2,60$

Επικίνδυνη Ζώνη: $Z'' < 1,1$

Η συγκεκριμένη μορφή βρίσκει εφαρμογή σε κάθε είδους επιχείρηση, ενώ χρησιμοποιείται και για τη σύγκριση των τιμών Z'' για εταιρείες από διαφορετικούς κλάδους³³ ή για εταιρείες του ίδιου κλάδου οι οποίες χρησιμοποιούν διαφορετικούς τρόπους χρηματοδότησης του Ενεργητικού τους. Χαρακτηριστική διαφορά σε αυτό το μοντέλο είναι η απουσία του δείκτη « X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού», ενώ όπως και στο Z' , χρησιμοποιείται η λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων για το δείκτη X_4 και πραγματοποιήθηκε εκ νέου υπολογισμός στους συντελεστές των δεικτών και αναδιάρθρωση στις ζώνες κατάταξης.

3.5 Χρηματοοικονομικοί Αριθμοδείκτες του Z-Score

Η χρηματοοικονομική κατάσταση μίας εταιρείας μπορεί να αναλυθεί με τη βοήθεια ορισμένων αριθμοδεικτών σε συνδυασμό με τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις της, όπως είναι ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα χρήσης.

Αριθμοδείκτης είναι ένας αριθμός που υπολογίζεται σε όρους δύο ή περισσότερων τιμών. Αποτελείται από ένα κλάσμα του οποίου οι όροι αντιστοιχούν σε διάφορους λογαριασμούς των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και παρέχει πληροφόρηση για

³³ Εξαλείφει την επίδραση της έντασης των πωλήσεων (industry effect).

την πορεία ενός οργανισμού μετά από τη σύγκριση του με κάποιο σημείο αναφοράς. Ως σημείο αναφοράς μπορεί να ορισθεί η τιμή ενός αριθμοδείκτη στον κλάδο δραστηριοποίησης του οικονομικού οργανισμού ή η τιμή που λαμβάνει ένας άλλος ανταγωνιστικός οικονομικός οργανισμός ή ο ηγέτης του κλάδου κτλ. Βέβαια, οι αριθμοδείκτες παρόλο που παρέχουν πληροφόρηση για την πορεία ενός οικονομικού οργανισμού, δεν παρέχουν πληροφορίες και δεν δίνουν απαντήσεις για τους λόγους που συνέβη ένα γεγονός ή με ποιόν τρόπο μπορεί να αντιμετωπιστεί. Επίσης, τα αποτελέσματά τους είναι τόσο αξιόπιστα όσο και τα δεδομένα με τα οποία τροφοδοτούνται, όπως κατ' επέκταση και των μοντέλων.

Παρακάτω παρατίθενται οι αριθμοδείκτες που περιλαμβάνονται στα μοντέλα του Altman και ορισμένα χρήσιμα στοιχεία για αυτούς από τη βιβλιογραφία:

$$X_1 = \frac{\text{ΚΕΦΑΛΑΙΟ ΚΙΝΗΣΗΣ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{WORKING CAPITAL} / \text{TOTAL ASSETS}}$$

Ο X_1 είναι δείκτης ρευστότητας. Γενικότερα, οι δείκτες ρευστότητας αναφέρονται στην ικανότητα ενός οργανισμού να εκπληρώνει έγκαιρα τις λήγουσες υποχρεώσεις του. Ο συγκεκριμένος παρουσιάζει την ικανότητα μίας επιχείρησης να προβαίνει έγκαιρα στη διευθέτηση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων της όταν αυτές καταστούν ληξιπρόθεσμες. Επιπρόσθετα, θα πρέπει να σημειωθεί πως έχει σημαντική βαρύτητα και σε μονομεταβλητό επίπεδο, καθώς η αδυναμία αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων είναι από τις πιο συχνές αιτίες που οδηγούνται επιχειρήσεις στην πτώχευση.

Μάλιστα, πέρα από τη ρευστότητα ο δείκτης αυτός λαμβάνει υπόψη του και το μέγεθος, αφού μια εταιρεία που υφίσταται συνεχείς λειτουργικές ζημιές, αναμένεται να έχει και μείωση στο Κυκλοφορούν Ενεργητικό της σε σχέση με το Συνολικό Ενεργητικό της.

Τέλος, ο δείκτης αυτός προτιμήθηκε από τους άλλους δύο δείκτες ρευστότητας, τον δείκτη γενικής ρευστότητας³⁴ (Current Ratio) και δείκτη άμεσης ρευστότητας³⁵ (Quick

³⁴ Δείκτης Γενικής Ρευστότητας = Κυκλοφορούν Ενεργητικό / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις (Current Ratio = Current Assets / Current Liabilities)

Ratio), καθώς παρουσίαζε καλύτερα αποτελέσματα και δεν επηρεαζόταν από συγκεκριμένες τάσεις ορισμένων πτωχευμένων εταιρειών όπως οι άλλοι δύο³⁶.

Κεφάλαιο Κίνησης: Είναι το χρηματικό ποσό που απαιτείται για να εξασφαλιστεί η εύρυθμη λειτουργία μίας εταιρείας και υπολογίζεται με την ακόλουθη σχέση:

Κεφάλαιο Κίνησης = Κυκλοφορούν Ενεργητικό - Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Μια επιχείρηση με αρνητικό κεφάλαιο κίνησης είναι πιθανό να παρουσιάσει προβλήματα στην εκπλήρωση των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεών της, γιατί δεν θα επαρκούν τα κυκλοφορούντα περιουσιακά στοιχεία για να τις καλύψουν. Αντίθετα, μια επιχείρηση με θετικό κεφάλαιο κίνησης σπάνια αντιμετωπίζει αντίστοιχο πρόβλημα.

Κυκλοφορούν Ενεργητικό: Αποτελεί μέρος του Ενεργητικού μίας επιχείρησης και περιλαμβάνει τα περιουσιακά στοιχεία που είναι εύκολα ρευστοποιήσιμα, όπως τα Αποθέματα, οι Απαιτήσεις και τα Διαθέσιμα. Ο λογαριασμός αυτός αντιπροσωπεύει τους πόρους που είναι διαθέσιμοι για τη χρηματοδότηση της λειτουργίας της επιχείρησης. Βέβαια, θα πρέπει να σημειωθεί πως σε ορισμένα από αυτά (π.χ. Αποθέματα, Απαιτήσεις) δεν είναι πάντοτε εύκολο να διαπιστωθεί αν είναι εύκολα ρευστοποιήσιμα και αν η αξία τους ανταποκρίνεται στην πραγματικότητα.

Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις: Το σύνολο των υποχρεώσεων οι οποίες έχουν διάρκεια εκπλήρωσης μικρότερη του ενός έτους.

Σύνολο Ενεργητικού: Είναι το σύνολο των περιουσιακών στοιχείων – πάγιων και κυκλοφορούντων – που μία επιχείρηση χρησιμοποιεί για την υλοποίηση της οικονομικής της δραστηριότητας.

³⁵ Δείκτη Άμεσης Ρευστότητας = (Κυκλοφορούν Ενεργητικό – Αποθέματα) / Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις [Quick Ratio = (Current Assets – Inventories) / Current Liabilities]

³⁶ Altman Edward I., 2000, "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta® Models", Stern School of Business, New York University.

$$X_2 = \frac{\text{ΜΗ ΔΙΑΝΕΜΟΜΕΝΑ ΚΕΡΔΗ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{RETAINED EARNINGS} / \text{TOTAL ASSETS}}$$

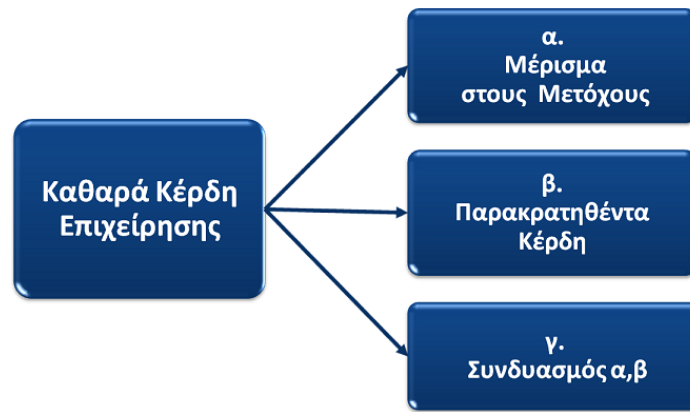
Αυτός ο δείκτης παρουσιάζει το βαθμό αυτοχρηματοδότησης και μετρά την ικανότητα μιας επιχείρησης να συσσωρεύει κέρδη από τη χρήση των περιουσιακών της στοιχείων. Επιπλέον, το κλάσμα αυτό αντανακλά και στο βαθμό μόχλευσης. Εταιρείες με υψηλές τιμές παρακρατηθέντων κεφαλαίων συνήθως παρουσιάζουν μια ιστορία κερδοφορίας, χρηματοδοτούν τα περιουσιακά τους στοιχεία μέσω της διατήρησης των κερδών τους και διατηρούν χαμηλό το επίπεδο δανεισμού, ενώ έχουν την ικανότητα να ανταπεξέλθουν ευκολότερα μια ζημιογόνα περίοδο.

Ακόμα, εξετάζεται έμμεσα και η ηλικία. Μία νέα επιχείρηση είναι πολύ πιθανό να μην έχει δημιουργήσει σημαντικό πλεόνασμα, με αποτέλεσμα να έχει χαμηλές τιμές στο συγκεκριμένο δείκτη. Όμως, το γεγονός αυτό ανταποκρίνεται πλήρως στην πραγματικότητα καθώς αυτός είναι και ένας από τους λόγους που μία νεοσυσταθείσα εταιρεία συγκεντρώνει μεγαλύτερη πιθανότητα να πτωχεύσει σε σχέση με μία παλαιότερη.

Τέλος, αποτελεί και ένδειξη για το στάδιο ανάπτυξης στο οποίο βρίσκεται η εταιρεία. Συνήθως, αυτές που έχουν περάσει το στάδιο της ανάπτυξης δεν χρειάζεται να επενδύσουν εκ νέου τα κέρδη τους, οπότε επιλέγουν να διανέμουν μέρος στους μετόχους τους. Αντιθέτως, οι εταιρίες υψηλής ανάπτυξης προβαίνουν σε επανεπένδυση των κερδών τους με σκοπό τη διατήρηση της αναπτυξιακής τους πορείας.

Μη Διανεμόμενα Κέρδη ή Ζημίες: Είναι κεφάλαια τα οποία παρακρατούνται από τα αποτελέσματα των προηγούμενων χρήσεων³⁷ (π.χ. περιορισμός διανομής μερίσματος στους μετόχους) προκειμένου να υπάρξει χρηματοδότηση εκ των έσω στη δραστηριότητα της επιχείρησης για την επίτευξη των σκοπών της. Η αναλογία του ποσού αυτού με το ύψος του μερίσματος αντικατοπτρίζει υπό μία έννοια και τη μερισματική πολιτική μιας εταιρείας (Διάγραμμα 3.5.1.).

³⁷ Η δημιουργία τέτοιου είδους αποθέματος αποτελεί προαιρετική επιλογή της εκάστοτε Διοίκησης της εταιρείας και διαφέρει από τα αποθεματικά που επιβάλλονται από την κείμενη νομοθεσία (π.χ. τακτικό αποθεματικό).



Διάγραμμα 3.5.1. - Αποφάσεις Διαχείρισης Αποτελεσμάτων

$$\underline{X_3 = \frac{\text{ΚΕΡΔΗ ΠΡΟ ΦΟΡΩΝ ΚΑΙ ΤΟΚΩΝ (ΚΠΦΤ)}{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}} = \frac{\text{EARNINGS BEFORE INTEREST AND TAXES (EBIT)}}{\text{TOTAL ASSETS}}}$$

Παραδοσιακά, ο βασικός στόχος κάθε επιχείρησης είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων της. Οι δείκτες κερδοφορίας παρουσιάζουν αν η χρήση των περιουσιακών στοιχείων της επιχείρησης αποδίδει «καρπούς». Ένας από αυτούς είναι και ο Δείκτης Βιομηχανικής Αποδοτικότητας που αποτελεί το πηλίκο των ΚΠΦΤ δια το Σύνολο του Ενεργητικού.

Ο X_3 είναι ένας από τους σημαντικότερους δείκτες απεικόνισης της αποδοτικότητας. Σχετίζεται με την απόδοση της λειτουργίας μιας επιχείρησης, καθώς μετρά την ικανότητα της να παράγει κέρδη χρησιμοποιώντας όσο το δυνατόν πιο αποδοτικά τα περιουσιακά της στοιχεία, χωρίς να λαμβάνει υπόψη του οποιοδήποτε είδους φόρους, τόκους ή άλλο παράγοντα μόχλευσης. Δεδομένου ότι η ύπαρξη μιας επιχείρησης βασίζεται στην εισοδηματική δύναμη των περιουσιακών της στοιχείων, η αναλογία αυτή φαίνεται να είναι ιδιαίτερα κατάλληλη για τις μελέτες που ασχολούνται με την εταιρική αποτυχία.

Κέρδη Προ Φόρων και Τόκων (ΚΠΦΤ): Το σύνολο των προ φόρων και τόκων κερδών ή ζημιών από τη συνήθη λειτουργία μίας επιχείρησης κατά τη διάρκεια μίας χρήσης.

$$X_4 = \frac{\text{ΣΥΝΟΛΟ ΙΔΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΥΠΟΧΡΕΩΣΕΩΝ}}{\text{(MARKET) VALUE OF EQUITY} / \text{TOTAL LIABILITIES}}$$

Ο X_4 αποτελεί δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και φερεγγυότητας και δείχνει το μέγεθος της κάλυψης των ξένων κεφαλαίων από τα ίδια κεφάλαια και κατ' επέκταση την ασφάλεια που προσφέρει η επιχείρηση στους δανειστές της. Όταν χρησιμοποιείται για επιχειρήσεις εισηγμένες στο Χρηματιστήριο ο υπολογισμός πραγματοποιείται με την Αγοραία Αξία των Ιδίων Κεφαλαίων αντί του Συνόλου των Ιδίων Κεφαλαίων, μελετώντας ταυτόχρονα και την κεφαλαιοποίηση, που οι προγενέστερες μελέτες δεν λάμβαναν υπόψη τους.

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων: Πρόκειται για το κεφάλαιο που ανήκει στους μετόχους και περιλαμβάνουν το Μετοχικό Κεφάλαιο, τα Αποθεματικά και τα Αδιανέμητα Κέρδη.

Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων: Είναι το γινόμενο του αριθμού των μετοχών σε κυκλοφορία, προνομιούχων και κοινών, επί την αξία της μετοχής στο Χρηματιστήριο Αξιών. Στην παρούσα εργασία, έχει χρησιμοποιηθεί η τιμή κλεισίματος της τελευταίας ημέρας διαπραγμάτευσης του κάθε έτους στο Χ.Α.

Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων: Το σύνολο των κεφαλαίων που ανήκουν στην ίδια την επιχείρηση.

Σύνολο Υποχρεώσεων: Το σύνολο των υποχρεώσεων της επιχείρησης προς τρίτους. Χωρίζεται σε Μακροχρόνιες και Βραχυχρόνιες, ανάλογα με το χρονικό διάστημα που απαιτείται για την εκπλήρωση τους.

$$X_5 = \frac{\text{ΠΩΛΗΣΕΙΣ} / \text{ΣΥΝΟΛΟ ΕΝΕΡΓΗΤΙΚΟΥ}}{\text{SALES} / \text{TOTAL ASSETS}}$$

Ο X_5 ανήκει στην κατηγορία των δεικτών κυκλοφοριακής ταχύτητας των δεσμευμένων κεφαλαίων. Ο δείκτης αυτός στην ουσία δείχνει εάν υπάρχει υπερεπένδυση κεφαλαίων

στην επιχείρηση σε σχέση με το ύψος των πωλήσεων της. Υψηλές τιμές των αριθμοδεικτών αυτών σημαίνει ότι ο οικονομικός οργανισμός χρησιμοποιεί εντατικά τα περιουσιακά του στοιχεία προκειμένου να πραγματοποιήσει πωλήσεις. Σε αντίθετη περίπτωση, οι χαμηλές τιμές αποτελούν ένδειξη είτε μη εντατικής χρησιμοποίησης των περιουσιακών του στοιχείων είτε ενδεχομένως και “κακών” επενδύσεων που δεν συμβάλουν στο οικονομικό αποτέλεσμα, οπότε θα πρέπει να προβεί είτε σε αύξηση του βαθμού χρησιμοποίησής τους είτε σε ρευστοποίηση μέρους των περιουσιακών της στοιχείων, αντίστοιχα.

Επιπλέον, είναι ένα μέτρο αξιολόγησης της ικανότητας της Διοίκησης όσον αφορά την αντιμετώπιση των συνθηκών ανταγωνισμού. Μια αποτυχία να αυξηθεί το μερίδιο αγοράς της εταιρείας μεταφράζεται σε χαμηλή ή μειούμενη τιμή του δείκτη.

Κλείνοντας, θα πρέπει να δοθεί ιδιαίτερη σημασία στο γεγονός πως ο δείκτης αυτός είναι ο λιγότερο στατιστικά σημαντικός σε μονομεταβλητή βάση. Στην πραγματικότητα, με βάση τη μονομεταβλητή στατιστική εξέταση σημαντικότητας, δεν θα είχε συμπεριληφθεί καθόλου. Ωστόσο, λόγω της μοναδικής σχέσης του με τις άλλες μεταβλητές στο μοντέλο, κατατάσσεται δεύτερος στη συμβολή του στη συνολική διακριτική ικανότητα του μοντέλου.

Πωλήσεις: Ο κύκλος εργασιών στη διάρκεια ενός έτους (τζίρος).

Κλείνοντας, θα πρέπει να σημειωθεί πως το μέγεθος των τεσσάρων πρώτων δεικτών εκφράζουν ποσοστό, ενώ ο τελευταίος εκφράζει γινόμενο (φορές). Για παράδειγμα, ο X_4 δείχνει πόσο τις εκατό το Σύνολο των Ιδίων Κεφαλαίων καλύπτει τα Δανεικά Κεφάλαια, ενώ ο X_5 παρουσιάζει πόσες φορές ανακυκλώνεται το Σύνολο του Ενεργητικού της επιχείρησης σε ένα έτος για να πραγματοποιηθούν οι Πωλήσεις. Γενικά, όσο μεγαλύτερη είναι η τιμή ενός δείκτη τόσο καλύτερα για την επιχείρηση.

Στη συνέχεια και προτού επιχειρηθεί η εφαρμογή των εκδοχών του μοντέλου Z-Score του Altman σε επιλεγμένες επιχειρήσεις εκτυπώσεων κρίνεται σκόπιμο να παρουσιαστεί η γενικότερη εικόνα και οι ιδιαιτερότητες που παρουσιάζει ο συγκεκριμένος κλάδος.

Κεφάλαιο 4: Ο Κλάδος των Εκτυπώσεων

Αρχικά, θα πρέπει να αναφερθεί πως ο κλάδος των εκτυπώσεων έχει διάφορες ονομασίες στη βιβλιογραφία, οι οποίες πρακτικά είναι συνώνυμες. Ορισμένες από αυτές είναι: Κλάδος Εκτυπώσεων και Αναπαραγωγής Προεγγεγραμμένων Μέσων, Κλάδος Γραφικών Τεχνών, Κλάδος της Τυπογραφίας, Κλάδος της Γραφικής Βιομηχανίας, κ.ά.

4.1 Η Τυπογραφία στην Ελλάδα

Αν ανατρέξει κανείς στο παρελθόν της τυπογραφίας, θα συνειδητοποιήσει το θεμελιώδη ρόλο που αυτή διαδραμάτισε στον Ευρωπαϊκό χώρο και πιο συγκεκριμένα στον Ελλαδικό που θα εξεταστεί παρακάτω.

Η εμφάνιση της τυπογραφίας στην Ευρώπη τοποθετείται χρονικά το 1448 μ.Χ. Στη Γερμανία, ο Ιωάννης Γουτεμβέργιος εφηύρε την τυπογραφία κατασκευάζοντας ξύλινα κινητά τυπογραφικά στοιχεία. Τα στοιχεία, που έφεραν πάνω τους κάθε ένα τύπο γράμματος, τοποθετούνταν σε «κάσες» με θήκες. Κάθε θήκη περιλάμβανε διαφορετικό τύπο γράμματος. Από τη σύνθεση των στοιχείων προέκυπταν λέξεις με απώτερο σκοπό τη δημιουργία ολόκληρων σελίδων. Το υλικό για εκτύπωση το τοποθετούσαν σε ένα μεταλλικό πλαίσιο με λωρίδες και ξύλινες σφήνες, για να το συγκρατούν σταθερά στη θέση του. Μετά το τοποθετούσαν στο πιεστήριο, τα στοιχεία μελανώνονταν και ένα φύλλο χαρτιού πιεζόταν επάνω. Αυτή ήταν η βασική μέθοδος τυπογραφίας πρώτο γέννημα της οποίας αποτέλεσε η Αγία Γραφή.

Η ιδιαίτερη αξία της τυπογραφίας για τον Ελλαδικό χώρο αποδεικνύεται την περίοδο της τουρκοκρατίας. Οι Έλληνες τυπογράφοι διαπίστωσαν ότι η τυπογραφία δεν ήταν δυνατό, υπό τέτοιες συνθήκες, να εστιάζει μόνο στη διάδοση της ουμανιστικής ιδέας. Επιπρόσθετα καθήκοντά της ήταν η εκπαίδευση του διάσπαρτου ελληνικού Γένους αλλά και η διατήρηση της ελληνικής ταυτότητας του. Έτσι, άλλοτε πλαισιώνοντας ιταλικά τυπογραφεία και άλλοτε επιχειρώντας να ιδρύσουν τα δικά τους, κατόρθωσαν να αναγάγουν την τυπογραφία σε μια «εθνική» διπλωματία. Μέχρι τα τέλη του 18^{ου} αι. είχαν ιδρυθεί ελληνικά τυπογραφεία στη Βενετία, στο Οικουμενικό Πατριαρχείο στο

Φανάρι, στις παραδουνάβιες ηγεμονίες και πιο συγκεκριμένα στο Βουκουρέστι και στο Ιάσιο, στη Μοσχόπολη (πόλη της Βορείου Ηπείρου) και στη Βιέννη. Κατά τη διάρκεια της Επανάστασης του 1821 ιδρύθηκαν και στον Ελλαδικό χώρο τυπογραφεία με κύριο στόχο την εξυπηρέτηση των αναγκών του Αγώνα, την εκτύπωση δηλαδή διοικητικών εντύπων και εφημερίδων.

Με το τέλος της επανάστασης και τη διαμόρφωση του νεοσύστατου βασιλείου, οι συνθήκες πλέον ήταν ευνοϊκές για την ίδρυση τυπογραφείων και εντός της Ελληνικής επικράτειας και μάλιστα με ταυτόχρονη αλλαγή θεματικού προσανατολισμού. Τώρα μπορούσαν οι τυπογράφοι να στρέψουν το ενδιαφέρον τους και στην ψυχαγωγία των Ελλήνων.

Μέχρι τα τέλη της δεκαετίας του 1960, ενάμιση αιώνα μετά την τουρκοκρατία, η Ελληνική τυπογραφία εξακολουθούσε να περιορίζεται σε έναν ελάχιστο αριθμό τυπογραφικών σειρών. Με την εισαγωγή της φωτοσυνθετικής τεχνολογίας, η κατάσταση βελτιώθηκε – όσον αφορά στην ποικιλία τουλάχιστον – συμπεριλαμβάνοντας εξελληνισμένες, λατινικές γραμματοσειρές, όπως την Universe Greek, την Optima Greek, την Century Greek κ.ά. Στα τέλη της δεκαετίας του 1980, παρουσιάστηκαν οι πρώτες σύγχρονες γραμματοσειρές, η Απολλώνια και η Κατσουλίδης, που σχεδίασε Έλληνας σχεδιαστής, ο ζωγράφος και χαράκτης Τάκης Κατσουλίδης.

Τα τελευταία χρόνια, παρατηρείται μια εντυπωσιακή τεχνολογική επανάσταση που ανατρέπει τα δεδομένα. Η ηλεκτρονική τυπογραφία απλώνεται ταχύτατα σ' ένα ευρύτατο παγκόσμιο κοινό.

Κλείνοντας, αξίζει να αναφερθούν εν συντομία ορισμένα από τα πιο σημαντικά τυπογραφεία αλλά και μερικοί εξέχοντες τυπογράφοι της Αθήνας που συνέβαλαν στην ανάπτυξη και εξέλιξη της ξεκινώντας από την ίδρυση του κράτους.

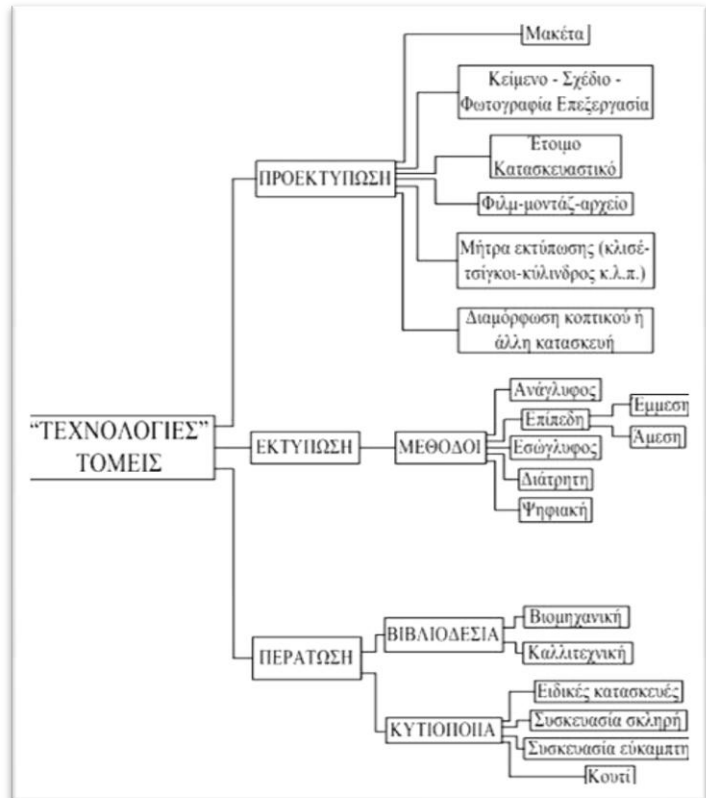
Από τους πρώτους τυπογράφους της Αθήνας ήταν ο Γεώργιος Πολυμέρης, ο οποίος δημιούργησε το τυπογραφείο του το 1834 και το λειτούργησε μέχρι και το 1838. Άλλοι τυπογράφοι των πρώτων εκείνων χρόνων (1833 – 1880) είναι οι Άγγελος και Νικόλαος Αγγελίδης, Ανδρέας Κορομηλάς, Κωνσταντίνος Ράλλης, Ιωάννης Φιλήμων, Εμμ. και Κ. Αντωνιάδης, Πέτρος Μαντζαράκης, Κ. Νικολαΐδης, Νικόλαος Παπαδόπουλος και ο Κωνσταντίνος Γκαρμπολάς.

Όσον αφορά στα τελευταία περίπου 100 χρόνια, χαρακτηριστικά παραδείγματα αποτελούν α) Το τυπογραφείο του Πέτρου Στεργιάδη, στο οποίο τυπωνόταν *Η Διάπλασις των Παίδων* β) Ο τυπογράφος Γιάννης Γκαζίκης, ο οποίος υπήρξε διευθυντής του Εργοστασίου Γραφικών Τεχνών που είχε ιδρύσει ο Εκδοτικός Οίκος Ελευθερουδάκη το 1927, για να τυπώσει το δωδεκάτομο *Εγκυκλοπαιδικό Λεξικό* του με άνεση και επιμέλεια. Μετά την ολοκλήρωση του Λεξικού το 1932, ακολούθησε η έκδοση και άλλων λογοτεχνικών και επιστημονικών σειρών, καθώς και η έκδοση *Παιδικής Βιβλιοθήκης*. γ) Ένα από τα πιο άρτια εξοπλισμένα τυπογραφεία ήταν αυτό της Εστίας που ιδρύθηκε από το Γεώργιο Δροσίνη με σκοπό την εκτύπωση του περιοδικού το οποίο διεύθυνε – την Εστία. Εκεί πρωτοτυπώθηκαν και οι ποιητικές συλλογές του Σεφέρη – Στροφή 1931, Η Στέρνα 1932 και Μυθιστόρημα 1935. δ) Το τυπογραφείο του Νέστορα Ι. Ταρουσόπουλου στο οποίο τυπώθηκαν Ο Μυστικός Δείπνος του Φώτη Κόντογλου, Το Άξιον Εστί του Οδυσσέα Ελύτη κ.ά. ε) Ο Μηνάς Μυρτίδης – δεκαετίες λίγο πριν τη Χούντα – στο τυπογραφείο του οποίου τύπωνε τα βιβλία του, ανάμεσα σε άλλους επιφανείς επιστήμονες, ο γλωσσολόγος Μανώλης Τριανταφυλλίδης.

4.2 Δομή του Κλάδου

Στο σημείο αυτό θα πραγματοποιηθεί μία σύντομη ανάλυση της δομής του κλάδου. Τα στοιχεία αυτά εκτιμάται ότι θα συμβάλλουν στην καλύτερη κατανόηση των δραστηριοτήτων των επιχειρήσεων του χώρου.

Αρχικά, όταν γίνεται αναφορά στον κλάδο των εκτυπώσεων εξετάζεται η διαδικασία από τον αρχικό σχεδιασμό ενός εντύπου μέχρι και την τελική του επεξεργασία, όπου μορφοποιείται η παρουσία του. Δηλαδή, εξετάζονται και οι τρεις βασικοί τομείς επεξεργασίας, που είναι η προεκτύπωση, η εκτύπωση³⁸ και η περάτωση (Διάγραμμα 4.2.1).



Διάγραμμα 4.2.1: Δομή κλάδου,
πηγή: <http://www.smartprintmedia.com/>

εταιρείες διαφόρων μεγεθών οι οποίες ανήκουν μεν στον συγκεκριμένο κλάδο αλλά δεν απευθύνονται στο ίδιο αγοραστικό κοινό, συνεπώς δεν είναι απαραίτητα ανταγωνιστικές, ενώ η εξειδίκευσή τους σε συγκεκριμένες μορφές εκτυπώσεων

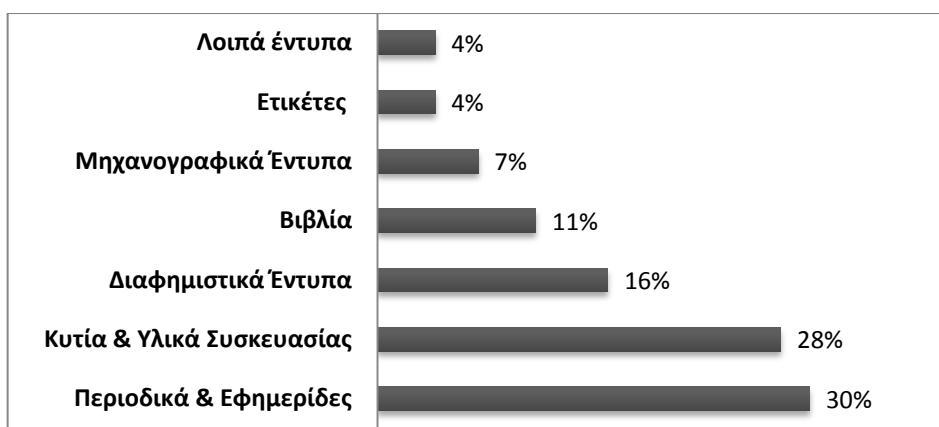
³⁸ Οι βασικές μέθοδοι της εκτύπωσης είναι οι εξής: α) Όφσετ – Λιθογραφία (περιστροφικό για μεγάλα τιράζ και με τροφοδοσία φύλλων για μικρότερα), β) Βαθυτυπία, γ) Φλεξογραφία, δ) Μεταξοτυπία, ε) Εκτύπωση με τη Μέθοδο Ταμπόν, στ) Ψηφιακή Εκτύπωση και ζ) Τυπογραφία (κυλινδρική).

συνεπάγεται την επένδυση σε διαφορετικό τεχνολογικό εξοπλισμό. Η διαφοροποίηση των δραστηριοτήτων είναι χαρακτηριστικό του συνόλου του κλάδου και όχι μόνο των μεγαλύτερων εταιρειών, καθώς στην αγορά δραστηριοποιούνται μικρές εταιρείες οι οποίες μπορεί να αναλαμβάνουν εξολοκλήρου την παραγωγή διαφόρων εντύπων, αλλά μπορεί και να εξειδικεύονται σε συγκεκριμένους τομείς (ατελιέ προεκτύπωσης, τελειοποίηση εκτύπωσης, κλπ.) λειτουργώντας υποστηρικτικά σε άλλες. Επιπλέον, υπάρχει η δυνατότητα δραστηριοποίησης σε ένα τμήμα της παραγωγικής διαδικασίας (π.χ. στην ετικετοποιία, στην εκτύπωση διαφημιστικών εντύπων κλπ.) και κατά συνέπεια να μην απαιτείται μεγάλος αριθμός μηχανημάτων και προσωπικού. Επίσης, στον κλάδο συμπεριλαμβάνονται και διάφοροι εκδοτικοί οίκοι ή εταιρείες παραγωγής κυτίων και υλικών συσκευασίας, οι οποίες διαθέτουν ιδιόκτητες εγκαταστάσεις για την εκτύπωση των προϊόντων τους.

Όλα τα ανωτέρω συντελούν στην ύπαρξη πολυάριθμων μικρών επιχειρήσεων στις περισσότερες περιοχές της χώρας. Στον κλάδο δραστηριοποιούνται περισσότερες από 3,000 επιχειρήσεις³⁹, εκ των οποίων ποσοστό μεγαλύτερο του 90% απασχολεί λιγότερους από δέκα εργαζομένους, ενώ πολλές από αυτές είναι τοπικού χαρακτήρα και περιορισμένων δυνατοτήτων.

Η δραστηριότητα μεγάλου μέρους των εταιρειών του κλάδου είναι άρρηκτα συνδεδεμένη με τις εξελίξεις στους κλάδους της διαφήμισης, των εκδόσεων περιοδικών και εφημερίδων και των εκδόσεων βιβλίων, καθώς συνολικά αντιπροσωπεύουν το 57% των πωλήσεων (Διάγραμμα 4.2.2). Έτσι, έχοντας ως δεδομένο πως οι προσφερόμενες υπηρεσίες αποτελούν ενδιάμεσο στάδιο της διαδικασίας παραγωγής, γίνεται εύκολα αντιληπτό πως η ζήτηση των προϊόντων από αυτούς τους κλάδους επηρεάζει σημαντικά και τη ζήτηση των εκτυπώσεων.

³⁹ Στον αριθμό αυτό περιλαμβάνονται μόνο επιχειρήσεις που πραγματοποιούν μεγάλο όγκο εκτυπώσεις και όχι συνοικιακά φωτοτυπεία.



Διάγραμμα 4.2.2: Αγορά εκτυπώσεων στην Ελλάδα
πηγή: ΕΛΣΤΑΤ (2010)

Τέλος, οι κυριότερες πρώτες ύλες για τη βιομηχανία εκτυπώσεων είναι το χαρτί και το μελάνι, τα οποία αποτελούν το σημαντικότερο κόστος παραγωγής ενός εντύπου (περίπου 75~80%). Άλλες πρώτες ύλες είναι τα φιλμ, οι μήτρες, οι κόλλες και διάφορα άλλα αναλώσιμα. Αξίζει να σημειωθεί πως το μεγαλύτερο μέρος αυτών εισάγεται από χώρες του εξωτερικού.

4.3 Η Σημερινή Κατάσταση στον Κλάδο των Εκτυπώσεων

Οι γραφικές τέχνες αποτελούν έναν από τους κλάδους που έχουν πληγεί ανεπανόρθωτα τα τελευταία χρόνια. Η δεινή οικονομική κατάσταση που επικρατεί σε συνδυασμό με τη στροφή του κοινού από την παραδοσιακή έντυπη μορφή ενημέρωσης προς την ηλεκτρονική αποτέλεσαν σημαντικότερους παράγοντες αποσταθεροποίησης της. Μόνο κατά τον πρώτο μήνα του τρέχοντος έτους, η βιομηχανία εκτυπώσεων και αναπαραγωγής προεγγεγραμμένων μέσων έχει σημειώσει πτώση στην παραγωγή που αγγίζει το 28,4%, ενώ ταυτοχρόνως η πτώση του κύκλου εργασιών του κλάδου ανέρχεται στο 34,5%. Αξίζει να τονιστεί ότι και στις δύο περιπτώσεις τα ποσοστά έχουν υπερδιπλασιαστεί σε σχέση με τα αντίστοιχα του Ιανουαρίου του 2011.

Αν μάλιστα συγκριθούν τα στατιστικά στοιχεία του 2008, χρονιά κατά την οποία ξεκίνησε η κρίση, με αυτά της τριετίας που ακολούθησε (2009 – 2011), η σωρευτική πτώση της παραγωγής ανέρχεται σε 42,6%. Πρέπει να σημειωθεί ότι το 2011 ήταν το πέμπτο συνεχόμενο έτος που ο κλάδος εμφανίζει πτωτικά παραγωγικά μεγέθη. Η παραγωγική συρρίκνωση του κλάδου κατά το 2011 ανήλθε σε σχεδόν 25%, ενώ σε σχέση με το 2010 ο ρυθμός μείωσης της παραγωγής ήταν 75% υψηλότερος. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τα στοιχεία της Ελληνικής Στατιστικής Αρχής, το 2011 η παραγωγή εργασιών εκτύπωσης εφημερίδων μειώθηκε κατά 28,9%, ενώ αντίστοιχα πτωτική πορεία είχαν τόσο οι εργασίες εκτύπωσης περιοδικών, βιβλίων, διαφημιστικών και λοιπών εντύπων κάθε είδους με ποσοστό που εκτιμάται στο - 26,9%, όσο και οι συναφείς με την εκτύπωση βοηθητικές υπηρεσίες σε ποσοστό - 9,35%.

Αρνητικό πρόσημο φέρουν τα ποσοστά παραγωγικής δραστηριότητας του κλάδου όλους τους μήνες του 2011. Η εξέλιξη του συνολικού όγκου της παραγωγής του το 2011 ανά μήνα, σε σύγκριση με τον ίδιο μήνα του 2010, έχει ως εξής: -9,3% τον Ιανουάριο (-14,5% τον ίδιο μήνα του 2010), -23,7% τον Φεβρουάριο (-1,9%), -20,2% τον Μάρτιο (-5,0%), -23,4% τον Απρίλιο (-13,0%), -25,4% τον Μάιο (-17,2%), -15,2% τον Ιούνιο (-12,6%), -21,5% τον Ιούλιο (-18,3%), -21,9% τον Αύγουστο (-15,8%), -26,6% τον Σεπτέμβριο (-23,3%), -35,1% τον Οκτώβριο (-9,0%), -24,7% τον Νοέμβριο (-19,9%) και -29,9% τον Δεκέμβριο (-14,1%).

Καθοδική πορεία κατά 26.5% σημείωσε ο κύκλος εργασιών του κλάδου συγκριτικά με το 2010. Την ίδια ακριβώς τάση παρουσιάζουν και τα έσοδα του για ολόκληρη τη διάρκεια του έτους. Η εξέλιξή τους ανά μήνα το 2011, σε σύγκριση με τον ίδιο μήνα του 2010, έχει ως εξής: -12,4% τον Ιανουάριο (-21,0% τον ίδιο μήνα του 2010), -24,1% τον Φεβρουάριο (-3,0%), -27,5% τον Μάρτιο (+0,3%), -25,5% τον Απρίλιο (-13,0%), -20,9% τον Μάιο (-18,7%), -18,9% τον Ιούνιο (-14%), -20,5% τον Ιούλιο (-19,4%), -24,2% τον Αύγουστο (-16,0%), -23,1% τον Σεπτέμβριο (-24,7%), -38,7% τον Οκτώβριο (-16,6%), -24,7% τον Νοέμβριο (-22,8%) και -30,4% τον Δεκέμβριο (-19,3%).

Αναφορικά με τα έσοδα του κλάδου ενδιαφέρον παρουσιάζει η αντιπαραβολή των στοιχείων των ετών 2011 και 2005. Συγκριτικά με το 2005, οι τιμές των προϊόντων του κλάδου το 2011 ήταν κατά 12% υψηλότερες, με μέση αύξηση των τιμών της τάξεως του 1,2%. Τα έσοδά του, που το 2005 αποτελούσαν το 1,2% των συνολικών εσόδων του βιομηχανικού τομέα, το 2011 ήταν κατά 41,3% χαμηλότερα από τα έσοδα που είχε παρουσιάσει το έτος 2005. Παράλληλα, οι εξαγωγές έχουν μειωθεί από το 4,6% της

συνολικής δραστηριότητας του κλάδου το 2005 σε 2,8% το 2011 (2005: 4,6, 2006: 2,8, 2007: 1,5, 2008: 2,1, 2009: 3,2, 2010: 2,0, 2011: 2,8), ενώ από την άλλη πλευρά, έχουν μειωθεί και οι εισαγωγές από το 27,3% το 2005, στο 21,6% το 2011 (2005: 27,3, 2006: 27,0, 2007: 25,9, 2008: 20,8, 2009: 21,3, 2010: 19,4, 2011: 21,6).

Επιπρόσθετα, σύμφωνα με πρόσφατη έρευνα της ICAP, ο κλάδος "Εκτυπώσεις και αναπαραγωγή προεγγεγραμμένων μέσων" κατέχει την αρνητική πρωτιά στην κατάταξη των κλάδων με τα υψηλότερα ποσοστά ασυνέπειας (πίνακας 4.3.1), ενώ είναι τέταρτος μεταξύ των κλάδων με τον υψηλότερο μέσο όρο είσπραξης απαιτήσεων (218 ημέρες). Και τα δύο αυτά στοιχεία αποτελούν σοβαρές ενδείξεις πως στις επιχειρήσεις του κλάδου επικρατούν προβλήματα ρευστότητας.

Κλάδοι με υψηλά ποσοστά ασυνέπειας	
Εκτυπώσεις και αναπαραγωγή προεγγεγραμμένων μέσων	17,70
Παραγωγή άλλων μη μεταλλικών ορυκτών προϊόντων	16,70
Αθλητικές δραστηριότητες και δραστηριότητες διασκέδασης και ψυχαγωγίας	15,58
Βιομηχανία δέρματος και δερμάτινων ειδών	15,49
Κατασκευή επίπλων	15,16
Κατασκευή ειδών ένδυσης	15,13
Κατασκευή μεταλλικών προϊόντων, με εξαίρεση τα μηχανήματα και τα είδη εξοπλισμού	14,84
Βιομηχανία ξύλου και κατασκευή προϊόντων από ξύλο και φελλό, εκτός από έπιπλα	14,81
Αλιεία και υδατοκαλλιέργεια - Αλιεία	14,61
Κατασκευή προϊόντων από ελαστικό (καουτσούκ) και πλαστικές ύλες	14,49

Πίνακας 4.3.1: Κλάδοι με υψηλά ποσοστά ασυνέπειας, **πηγή:** ICAP

Όπως είναι αυτονόητο, η δύσκολη οικονομική κατάσταση στον κλάδο είχε αντίκτυπο και στους εργαζόμενους. Κατά την τριετία 2009 – 2011, χάθηκαν 18.720 θέσεις εργασίας. Μέσα σε ένα χρόνο (τελευταίο τρίμηνο του 2010 με τελευταίο τρίμηνο του 2011) οι θέσεις εργασίας μειώθηκαν κατά 6.651. Οι εργαζόμενοι έφτασαν τους 16.913 από τους 23.564. Ο αριθμός των ανέργων του κλάδου αυξήθηκε κατά 148,8%, φτάνοντας τα 5.512 άτομα από 2.215 άτομα έναν χρόνο πριν. Οι άνεργοι του κλάδου το τέταρτο τρίμηνο του 2008 ήταν 1.712 άτομα, δηλαδή 68,9% λιγότεροι.

4.3.1 Ζήτηση των Προϊόντων

Όπως αναφέρθηκε και στην προηγούμενη ενότητα, οι προσφερόμενες υπηρεσίες του κλάδου των εκτυπώσεων αποτελούν ενδιάμεσο στάδιο της διαδικασίας παραγωγής. Δηλαδή, το μεγαλύτερο μέρος των πωλήσεων και η γενικότερη ζήτηση για τα προϊόντα του καθορίζονται από τα αντίστοιχα μεγέθη των ακόλουθων κατηγοριών προϊόντων:

4.3.1.1 Εφημερίδες

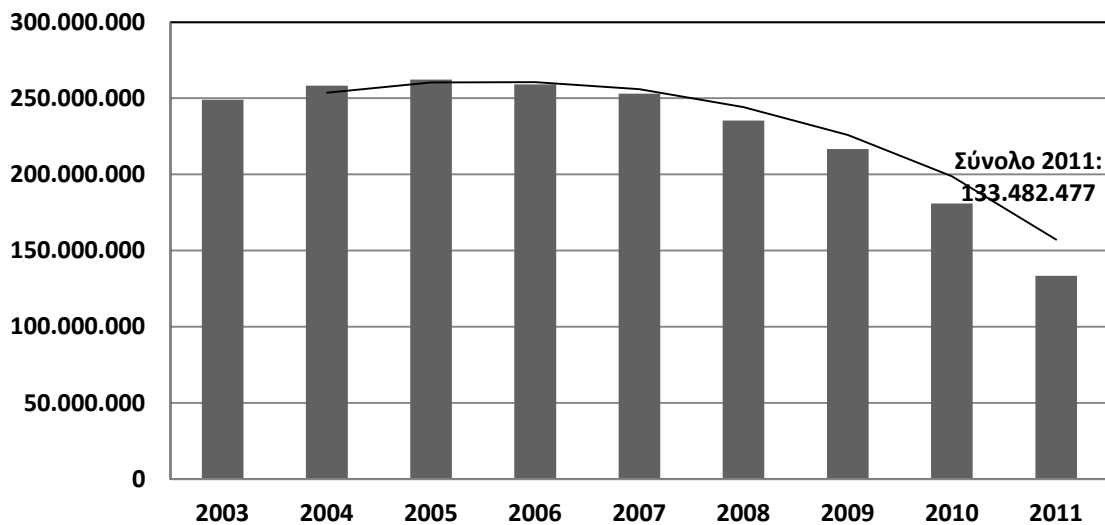
Οι μειώσεις στους μισθούς, η ανεργία αλλά και η στάση που τήρησαν οι εφημερίδες στα τελευταία πολιτικά γεγονότα είχαν ως αποτέλεσμα μέσα σε μια διετία (2009-2011) ο αριθμός των πωλήσεων των φύλλων τους να μειωθεί σχεδόν 700.000 φύλλα κατά μέσο όρο (Πίνακας 4.3.1.1.1).

Πωλήσεις		
Έτη	Συνολικές πωλήσεις	Μ.Ο.*
2003	248.982.901	1.832.282
2004	258.271.976	2.011.162
2005	262.323.741	2.276.605
2006	259.062.475	2.236.665
2007	253.105.103	2.223.497
2008	235.310.138	2.113.046
2009	216.587.739	2.012.275
2010	180.969.517	1.618.084
2011	133.482.477	1.294.121

*Συνολικές Πωλήσεις / Αριθμό εφημερίδων

Πίνακας 4.3.1.1.1: Κυκλοφορία εφημερίδων πανελλαδικής εμβέλειας,
πηγή: Ένωση Ιδιοκτητών Ημερησίων Εφημερίδων Αθηνών

Μόνο την προηγούμενη χρονιά η πτώση άγγιξε το 27%, γεγονός που μεταφράζεται σε απώλειες της τάξεως των 47.487.040 φύλλων συνολικά. Οι πωλήσεις το 2011 ήταν περίπου 1.294.121 φύλλα κατά μέσο όρο. Οι εφημερίδες της Κυριακής παρουσίασαν πτωτική τάση χάνοντας το 10% των αναγνωστών τους, με μέσο όρο πωλήσεων 800.422 φύλλα, οι απογευματινές έχασαν 33.787 φύλλα, οι πρωινές έχασαν το 25% του κοινού τους και οι εβδομαδιαίες απώλεσαν 62.997 φύλλα. Τέλος, και οι αθλητικές εφημερίδες κατέγραψαν μεγάλες απώλειες που έφτασαν το ποσοστό του 17%.



Διάγραμμα 4.3.1.1.1: Συνολικές πωλήσεις 2003-2011
πηγή: Ένωση Ιδιοκτητών Ημερησίων Εφημερίδων Αθηνών

Πολλές ιστορικές εφημερίδες της Ελλάδος έχουν δεχτεί σημαντικά πλήγματα που κλόνισαν τα θεμέλιά τους. Χαρακτηριστικό παράδειγμα των προβλημάτων που αντιμετωπίζουν οι εκδότες εφημερίδων είναι η εκδοτική εταιρεία «Χ.Κ. Τεγόπουλος» που εκδίδει την εφημερίδα «Ελευθεροτυπία» και αντιμετωπίζει σημαντικά οικονομικά προβλήματα. Προκειμένου να κερδίσει χρόνο και να προσπαθήσει να ανασυνταχθεί, αιτήθηκε την ένταξή της στο άρθρο 99. Ωστόσο, η αίτησή της αυτή απορρίφθηκε. Μάλιστα, το δικαστήριο με απόφασή του ανάβει το πράσινο φως στους εργαζόμενους να διεκδικήσουν τα δεδουλευμένα μέσω της δικαστικής οδού υποχρεώνοντας ταυτόχρονα την εταιρεία να εκπληρώσει τις υποχρεώσεις της απέναντι στους πιστωτές της.

Σε ανάλογη κατάσταση βρίσκεται και η εφημερίδα «Απογευματινή». Το Πρωτοδικείο απέρριψε την αίτηση της να τεθεί σε καθεστώς πτώχευσης. Η απόφαση αυτή, που

ερμηνεύεται ως κρίση του δικαστηρίου υπέρ της βιωσιμότητας της επιχείρησης, βασίστηκε στο γεγονός ότι οι περισσότεροι πιστωτές δεν συναινούσαν με την πτώχευσή της.

Η κατάσταση δεν διαφοροποιείται ούτε για τις αθλητικές εφημερίδες. Πρόσφατα ανεστάλη η κυκλοφορία της αθλητικής εφημερίδας «Εξέδρα» λόγω οικονομικών προβλημάτων που προκλήθηκαν από τη μείωση των πωλήσεων και των εσόδων από τις διαφημίσεις. Αξίζει να αναφερθεί το γεγονός ότι η μέση κυκλοφορία της εφημερίδας το 2010 ήταν 13.906 φύλλα, ενώ το 2011 έφτασε τα 8.821, με συνεχόμενη πτωτική πορεία που άγγιξε τα 4.691 φύλλα το τρέχον έτος. Επίσης, οι εργαζόμενοι στην εφημερίδα «Φίλαθλος» βρίσκονται σε επίσχεση εργασίας, καθώς η εργοδοσία τους οφείλει μισθούς έως και δέκα μηνών, με αποτέλεσμα την προσωρινή – για την ώρα – παύση της λειτουργίας της.

Την ίδια ώρα, τόσο «Το Βήμα» όσο και η ιστορική εφημερίδα της Θεσσαλονίκης «Αγγελιοφόρος» ανακοίνωσαν ότι σταματάνε την έκδοση του καθημερινού τους φύλλου και ότι πλέον θα κυκλοφορούν μόνο την κυριακάτικη έκδοση.

Τα παραπάνω φυσικά δεν αποτελούν «Ελληνικό φαινόμενο». Σημαντικές εφημερίδες σε όλο τον κόσμο επιλέγουν να παύσουν την έκδοση των καθημερινών εντύπων και να περιοριστούν στην έκδοση των εβδομαδιαίων ή αποκλειστικά στη διαδικτυακή ενημέρωση. Πάντως, η αντίδρασή τους ήταν ταχύτερη, καθώς αντιλαμβανόμενες τη μεγάλη δύναμη του διαδικτύου στράφηκαν στις ιστοσελίδες τους, τις αναβάθμισαν και κατάφεραν να κρατήσουν – σε κάποιες περιπτώσεις ακόμα και να αυξήσουν – τον αριθμό των αναγνωστών τους π.χ. προχωρώντας σε προσφορές για δωρεάν πρόσβαση στο περιεχόμενο των ιστοσελίδων τους με την αγορά μηνιαίας ή ετήσιας συνδρομής του εντύπου.

Πάντως, η εγχώρια απόλυτη καταστροφή έχει τις ιδιαίτερες αιτίες της. Σ' αυτές συγκαταλέγονται η αδυναμία των μέσων μαζικής ενημέρωσης να αντιληφθούν ότι η χώρα είχε πορεία προς τη πτώχευση, αλλά και η τάση των ελληνικών εφημερίδων με πωλήσεις μόνο λίγων δεκάδων χιλιάδων φύλλων να απασχολούν αριθμό εργαζομένων αντίστοιχο με την Washington Post, που πουλάει μισό εκατομμύριο φύλλα την ημέρα και 850.000 την Κυριακή (χωρίς να υπολογίζονται οι επισκέπτες στο site της). Μάλιστα, θεωρείται σχεδόν σίγουρο ότι σε περίπτωση που εφαρμοστεί το μέτρο της κατάργησης

της υποχρεωτικής δημοσίευσης ισολογισμών στις εφημερίδες, όπως φημολογείται τον τελευταίο καιρό, περισσότερες από δέκα οικονομικές εφημερίδες θα πληγούν

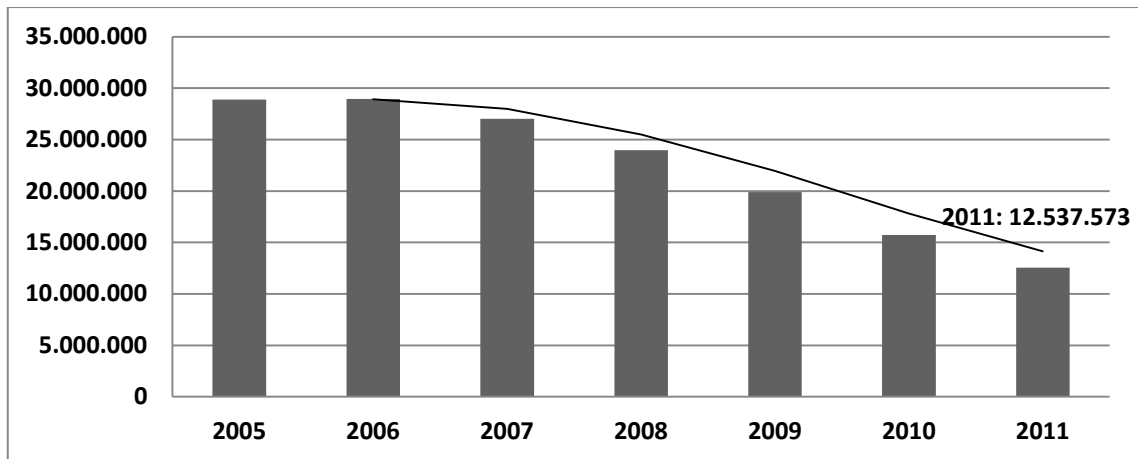
4.3.1.2 Περιοδικά

Το νέο έτος ήδη έχει ξεκινήσει με σημαντικό περιορισμό στην κυκλοφορία των μηνιαίων περιοδικών που κυμαίνεται στο ποσοστό της τάξης του -25% με -30%. Μάλιστα, συνολικά από το 2007 μέχρι και το 2011 έχει αγγίξει περίπου το - 53,6%.

Παρακάτω ακολουθεί ένας πίνακας με την κυκλοφορία των μηνιαίων περιοδικών με πανελλαδική κυκλοφορία τα τελευταία έτη, που είναι ενδεικτικός της πορείας των πωλήσεων που πραγματοποιεί γενικότερα ο περιοδικός τύπος.

Πωλήσεις													
	Ιαν	Φεβ	Μαρ	Απρ	Μαϊ	Ιουν	Ιουλ	Αυγ	Σεπ	Οκτ	Νοε	Δεκ	Σύνολο
2005	2.707	2.314	2.325	2.274	2.380	2.244	2.494	2.514	2.358	2.384	2.440	2.463	28.897
2006	2.594	2.427	2.267	2.307	2.527	2.262	2.441	2.548	2.464	2.407	2.404	2.297	28.944
2007	2.467	2.192	2.229	2.409	2.165	2.127	2.257	2.423	2.368	2.214	2.134	2.044	27.029
2008	2.212	2.008	1.989	1.971	2.110	1.901	2.109	2.068	2.071	1.897	1.864	1.775	23.974
2009	1.912	1.625	1.642	1.699	1.714	1.617	1.745	1.734	1.718	1.549	1.474	1.470	19.899
2010	1.683	1.324	1.353	1.301	1.203	1.295	1.371	1.287	1.258	1.187	1.209	1.254	15.727
2011	1.166	1.125	1.009	1.103	1.077	1.080	1.006	1.049	1.046	952	904	1.020	12.538
2012	895	776	671	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2.343

Πίνακας 4.3.1.2.1: Δελτίο κυκλοφορίας μηνιαίων περιοδικών πανελλαδικά (σε χιλιάδες),
πηγή: ΕΥΡΩΠΗ - Πρακτορείο διανομής ημερήσιου & περιοδικού τύπου - <http://www.europi.gr/>



Διάγραμμα 4.3.1.2.1: Συνολικές πωλήσεις μηνιαίων περιοδικών,
πηγή: ΕΥΡΩΠΗ - Πρακτορείο διανομής ημερήσιου & περιοδικού τύπου -
<http://www.europi.gr/>

Επίσης, ένα σημαντικό στοιχείο που επηρεάζει τις εκτυπωτικές επιχειρήσεις είναι πως η αγορά των περιοδικών πέρα από τη μείωση στον αριθμό των τίτλων είναι και αρκετά κατακερματισμένη. Τα σημερινά περιοδικά απευθύνονται σε πιο εξειδικευμένο αναγνωστικό κοινό με αποτέλεσμα να υπάρχουν αρκετά μεν αλλά με μικρότερο αριθμό αναγνωστών δε. Άρα, και τα μεγέθη των παραγγελιών τους είναι μικρότερα γεγονός που μειώνει το περιθώριο κέρδους ανά παραγγελία της εκτυπωτικής επιχείρησης, η οποία είναι σε θέση να μειώνει το κόστος παραγωγής μόνο σε μεγαλύτερα τιράζ.

Τέλος, είναι άξιο αναφοράς το γεγονός ότι με την πτώχευση της εταιρείας ΙΜΑΚΟ αρκετά περιοδικά αποσύρθηκαν από την αγορά.

4.3.1.3 Βιβλία

Η οικονομική κρίση έχει επηρεάσει όλους τους κλάδους της αγοράς που ως νόμιμο παρασέρνουν ο ένας τον άλλο. Η αλυσιδωτή αυτή αντίδραση έχει αντίκτυπο και στον τομέα της παραγωγής βιβλίων που όπως είναι αυτονόητο μειώνει την παραγωγή – σε τίτλους και σε όγκο - προκειμένου να προσαρμοστεί στις νέες συνθήκες. Βέβαια, η μείωση στον όγκο παραγωγής είναι αποτέλεσμα και μίας ακόμα συνηθισμένης, της διάδοσης των ηλεκτρονικών βιβλίων που έχουν αρχίσει να υποκαθιστούν τις έντυπες εκδόσεις.

2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
9,013	10,183	10,415	10,631	9,629	8,900	7,667

Πίνακας 4.3.1.3.1: Εκδόσεις νέων τίτλων 2005-2011, **πηγή:** National Book Center of Greece

Τα βιβλιοπωλεία πλέον αρχίζουν να λειτουργούν περισσότερο ως εκθεσιακοί χώροι για βιβλία που πρόκειται να αγοραστούν ηλεκτρονικά από τους καταναλωτές. Με άλλα λόγια, τα βιβλιοπωλεία παρέχουν δωρεάν υπηρεσίες μάρκετινγκ συμβάλλοντας στην προώθηση των ηλεκτρονικών τους ανταγωνιστών.

4.3.1.4 Διαφημιστικά Έντυπα

Αρνητικές συνέπειες για τον κλάδο επιφέρει ακόμα η καθοδική τάση της παραγωγής καταλόγων πληροφοριών και καταλόγων προϊόντων που παρατηρείται τα τελευταία πέντε χρόνια λόγω της μεγάλης μείωσης των δαπανών διαφήμισης και του κλεισίματος ορισμένων μεγάλων εταιρειών του χώρου στην Ελλάδα, που επιδρά αρνητικά στον όγκο των δραστηριοτήτων. Μεγάλο μέρος της μειωμένης διαφημιστικής δαπάνης έχει μεταφερθεί σήμερα στις ιστοσελίδες.

Επιπρόσθετα, σαν μια μικρή ανάσα θα πρέπει να χαρακτηριστεί η διεξαγωγή δύο εκλογικών γύρων για την ανάδειξη της νέας κυβέρνησης στην Ελλάδα, για όσες επιχειρήσεις ασχολούνται με τις εκτυπώσεις φυλλαδίων. Παραδοσιακά, οι εκλογικές αναμετρήσεις συμβάλουν αρκετά στον τζίρο αυτών των εκτυπωτικών εταιρειών, συνεπώς η παρατεταμένη προεκλογική περίοδος και η διενέργεια δύο εκλογικών αναμετρήσεων θα αυξήσει, έστω και προσωρινά, την παραγωγή τους.

Πάντως, με την ολοένα και συχνότερη δημοσίευση καταλόγων κατά τρόπο ηλεκτρονικό και όχι έντυπο, οι εξελίξεις αυτές θα έχουν δυσάρεστες συνέπειες για τον κλάδο.

4.3.1.5 Κυτία, Υλικά Συσκευασίας και Λοιπά Έντυπα

Για τις επιχειρήσεις που έχουν ως πεδίο δράσης τους προαναφερθέντες τομείς παραγωγής και ειδικότερα όσους από αυτούς λειτουργούν ελλείψει χρονικών ορίων για τη διάθεσή των προϊόντων τους στην αγορά (ιδιαιτέρως τομείς διαφόρων κατηγοριών βιβλίων, κυτίων, μηχανογραφικών εντύπων κ.ά.), οι νέες δυνατότητες μεταφορών και επικοινωνιών εντείνουν τον ανταγωνισμό από τυπογράφους στην Ινδία ή την Κίνα. Αν και όπως αναφέρθηκε, υπάρχει έντονος ανταγωνισμός από το εξωτερικό, μέχρι στιγμής η ζήτηση δεν έχει μειωθεί ιδιαίτερα.

4.3.1.6 Συνοπτικά

Ανακεφαλαιώνοντας, ενώ τα ενημερωτικά έντυπα καταγράφουν τεράστιες απώλειες, η επισκεψιμότητα των ιστοσελίδων ενημερωτικού περιεχομένου καταγράφουν εκρηκτική άνοδο. Το κοινό φαίνεται να προτιμά την ενημέρωση σε πραγματικό χρόνο, δίνοντας έτσι άλλο ένα γερό χτύπημα στις πωλήσεις των εντύπων. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με επίσημα στοιχεία των πρακτορείων διανομής τύπου, μέσα σε τρία χρόνια 2009, 2010 και το πρώτο εννιάμηνο του 2011, οι εφημερίδες έχουν χάσει το 42% της κυκλοφορίας τους, ενώ τα περιοδικά είχαν λιγότερες απώλειες, δηλαδή 30%, ποσοστά βέβαια διόλου ευκαταφρόνητα.

4.3.2 Πρώτες Ύλες

Χαρακτηριστικό παράδειγμα αποτελεί το χαρτί, απαραίτητη προϋπόθεση της έντυπης ενημέρωσης. Το χαρτί αντιπροσωπεύει σήμερα ποσοστό μεγαλύτερο του 50 % του κόστους εκτύπωσης στην Ευρώπη και καθώς οι επιχειρήσεις αγοράζουν μεμονωμένα το χαρτί, δυσκολεύονται να ανταγωνιστούν τις ομαδικές αγορές που πραγματοποιούνται σε χώρες της νοτιοανατολικής Ασίας. Σε πρόσφατη έκθεση, η Stationers' and Newspaper Makers' Company εκτιμά ότι η ζήτηση δημοσιογραφικού χάρτου θα μειωθεί κατά το ήμισυ (56 %) έως το 2020. Επιπρόσθετα, η υψηλή συγκέντρωση των εταιρειών παραγωγής χαρτιού, ιδιαιτέρως από την Ινδία και την

Κίνα, απ' όπου μπορούν να εξασφαλιστούν οι χαμηλότερες τιμές οξύνει τον ανταγωνισμό παγκοσμίως.

Τέλος, τα τελευταία χρόνια παρατηρείται μείωση του αριθμού και των επιχειρήσεων που δραστηριοποιούνται στο χώρο της παραγωγής μελάνης και μηχανών γεγονός που συμβάλλει στην ενδυνάμωση των εναπομεινάντων προμηθευτών που πλέον από θέση ισχύος επιβάλλουν ευκολότερα τους όρους τους.

4.4 Οι Επιπτώσεις της Παρούσας Κατάστασης στις Εταιρείες

Όσον αφορά στις επιχειρήσεις του κλάδου, η απότομη πτώση της παραγωγής έχει εκθέσει τις μεγάλες κυρίως επιχειρήσεις σε υψηλά κόστη αδράνειας, μικρότερες οικονομίες κλίμακος και κατά συνέπεια σε υψηλότερο ανά μονάδα κόστος παραγωγής εξαιτίας της μερικής αξιοποίησης της δυναμικότητας των παραγωγικών εγκαταστάσεων τους.

Η μείωση της ζήτησης στην αγορά αλλά και οι υπερεπενδύσεις οδήγησαν στην αύξηση της πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας η οποία με τη σειρά της επηρέασε αρνητικά τα στενά περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων. Όσες επιχειρήσεις συνήθιζαν να έχουν πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα κινδυνεύουν στην παρούσα φάση να προχωρήσουν στην εφαρμογή πιο αυστηρών μέτρων ώστε να μειωθεί το κόστος και να διατηρηθούν τα περιθώρια κέρδους ή να καταστεί δυνατή η επιβίωση. Χαρακτηριστικό είναι το γεγονός πως πολλές από αυτές είναι αναγκασμένες να κάνουν αποδεκτές τιμές πώλησης κατώτερες του συνολικού κόστους, με απώτερο σκοπό τον περιορισμό των ζημιών, τουλάχιστον προσωρινά.

Συνεπώς, για να ανταποκριθούν καλύτερα στις ανάγκες της αγοράς, οι επιχειρήσεις θα πρέπει να διαθέτουν τον κατάλληλο εξοπλισμό / μηχανήματα έτσι ώστε να καταφέρουν να βελτιώσουν το μερίδιό τους στην αγορά ή τουλάχιστον να διατηρήσουν τα κεκτημένα, εντός του τμήματος της αγοράς στο οποίο δραστηριοποιούνται σήμερα ή πρόκειται να δραστηριοποιηθούν μελλοντικά.

Από την άλλη πλευρά, το ενδεχόμενο οι επιχειρήσεις να διαφοροποιήσουν τις δραστηριότητές τους ή να αντικαταστήσουν τον υπάρχον εξοπλισμό τους με κάποιον

που ανταποκρίνεται καλύτερα στις ανάγκες τους, υπό τις παρούσες συνθήκες, φαντάζει αδύνατο για τις περισσότερες καθώς δεν είναι σε θέση να επενδύσουν λόγω έλλειψης οικονομικών μέσων. Ακόμα περισσότερο, λόγω της οικονομικής κρίσης η πρόσβαση σε πιστώσεις έχει γίνει ιδιαίτερα δύσκολη, καθώς οι επιχειρήσεις βρίσκονται σε μειονεκτική θέση ενώπιον των τραπεζών λόγω της κακής φήμης του κλάδου. Έτσι, όσες έχουν τη δυνατότητα, λαμβάνουν μέτρα για την ενσωμάτωση υπηρεσιών κατά μήκος της αλυσίδας αξίας, όπως η αποθήκευση, η διαχείριση βάσεων δεδομένων, ο σχεδιασμός για τον Ιστό ή για εκτύπωση, η ανάπτυξη του τμήματος προετοιμασίας κτλ.

Σε κάθε περίπτωση, έχει υιοθετηθεί η πολιτική της μείωσης του κόστους παραγωγής. Από την άλλη μεριά, προκειμένου να παραμείνουν ανταγωνιστικοί, προχώρησαν σε μειώσεις τιμών των προϊόντων με αποτέλεσμα να επηρεαστούν οι συνθήκες εργασίας προς το χειρότερο. Οι επιχειρήσεις στον κλάδο των γραφικών τεχνών και ειδικότερα αυτές που δραστηριοποιούνται σε πιο ευάλωτα τμήματα της αγοράς, έχουν ήδη μπει στη διαδικασία επεξεργασίας πλάνου μαζικών απολύσεων και αναδιάρθρωσης της δομής τους.

Έχοντας πλέον σχηματίσει μια εικόνα από την πορεία που διαγράφει ο κλάδος εν μέσω κρίσης και από τις δυνατότητες των υποδειγμάτων πρόβλεψης της πτώχευσης, στη συνέχεια παρουσιάζεται το πρακτικό κομμάτι της εργασίας με την εφαρμογή του μοντέλου Z-Score σε επιλεγμένες εταιρίες που δραστηριοποιούνται στις εκτυπώσεις.

Κεφάλαιο 5: Εφαρμογή του Z-Score σε Εταιρείες του Κλάδου των Εκτυπώσεων

Για τις ανάγκες της παρούσας εργασίας, οι επιχειρήσεις που επιλέχθηκαν είναι εκτυπωτικές ή εκδοτικές με ιδιόκτητες εγκαταστάσεις εκτύπωσης, οι οποίες παρέχουν εκτυπωτικές εργασίες και σε τρίτους. Συνολικά αυτές είναι εξήντα-τρεις, δύο εκ των οποίων είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών. Στο Παράρτημα περιλαμβάνονται πίνακες με περισσότερες πληροφορίες για αυτές. Κατά αλφαβητική σειρά, αυτές είναι:

- Break In
- DOT Repro
- Giesecke
- Grafo
- Iris
- Label Press
- MDK Powerprint
- Paper Graph
- Αδάμ
- Αλεξίου
- Αλφάβητο
- Ανδρέου Α.
- Αντωνιάδης
- Άξες
- Ασπιώτη
- Βιβλιοσυνεργατική
- Βογιατζής
- Γκρεκής
- Γραφοτυπική
- Δέρβη
- Δετοράκης
- Διαμαντίδη Μ.
- Διαμαντίδης Γ.
- Δίας
- Διάσταση
- Δίκαιος
- Εκδοτική Βορείου Ελλάδος
- Ελληνοτυπική
- Εξπρές
- Επτάλοφος
- ΕΤΠΑ
- Ηλεκτρονικές Εκτυπωτικές Εφαρμογές
- Ηλιότυπο
- Καρυδάκης
- Καστόρης
- Κατσαούνη
- Λαγιάς - Σουβατζιδάκης
- Εκδοτικός Οίκος Λιβάνη
- Μπάζας
- Μυτιληναίος
- Νέμεσις
- Νίκη Εκδοτική
- Ορφανός
- Παπαδόπουλος Χαρ.
- Παπάζογλου
- Παρισιάνου
- Πέργαμος
- Πρωτόπαπα
- Σελέκτορ
- Σπύρου Μ.
- Σύγχρονες Εκδόσεις
- Συκάρης
- Τάγκας
- Τούμπης
- Τυποεκδοτική
- Τυποκρέτα
- Τυποκυκλαδική
- Φωτόλιο
- Χαϊδεμένος
- Χατζηζαφειρίου
- Χέλιος
- Χριστόπουλος
- Χρωμοτύπ

Η επιλογή τους πραγματοποιήθηκε με βάση τα μεγέθη του Πάγιου⁴⁰ και Συνολικού Ενεργητικού, του Κύκλου Εργασιών και των επί μέρους λογαριασμών των Αποθεμάτων⁴¹. Επιπροσθέτως, απαραίτητη προϋπόθεση ήταν η δυνατότητα εύρεσης δημοσιευμένων οικονομικών καταστάσεων για το σύνολο της υπό εξέταση περιόδου (2003-2010).

Θα πρέπει να τονιστεί πως σκοπός αυτής της έρευνας είναι η εφαρμογή του μοντέλου πρόβλεψης της πτώχευσης Z-Score και η αξιολόγηση των αποτελεσμάτων του από επιλεγμένες επιχειρήσεις από το χώρο των εκτυπώσεων στην Ελλάδα, σε συνδυασμό με την ανάλυση της πορείας του κλάδου γενικότερα και όχι η αξιολόγηση των εταιρειών που αναφέρθηκαν προηγουμένως μεμονωμένα. Γι' αυτό το λόγο, στη συνέχεια τα αποτελέσματα θα παρουσιάζονται με τη χρήση τυχαίων μεταβλητών αντί των επωνυμιών των επιχειρήσεων.

5.1 Εισηγμένες

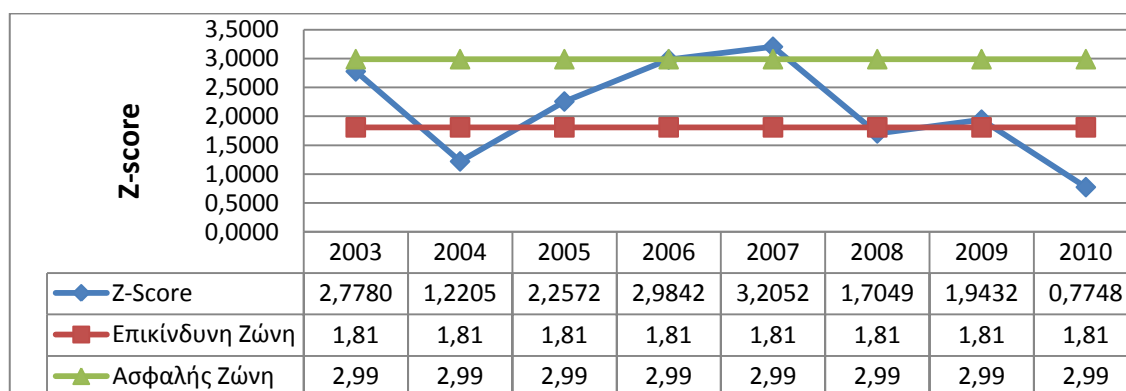
Σε αυτό το σημείο θα γίνει σύγκριση των αποτελεσμάτων των δύο εκδοχών του μοντέλου Z-Score για βιομηχανικές επιχειρήσεις για τις δύο εταιρείες οι οποίες είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών, για να εξεταστεί η επίδραση της αγοραίας αξίας έναντι της λογιστικής αξίας των ιδίων κεφαλαίων.

Αρχικά, ιδιαίτερο ενδιαφέρον παρουσιάζει η διαγραμματική απεικόνιση των τιμών Z_{30} και Z'_{30} (Διαγράμματα 5.1.1 και 5.1.2), όπου με εξαίρεση δύο έτη η πρόβλεψη για τη μελλοντική πορεία της επιχείρησης παραμένει η ίδια. Πιο συγκεκριμένα, η κατάταξη έχει διαφορά το 2007 και το 2009 όπου οι τιμές Z κατατάσσουν την επιχείρηση στην ασφαλή και στη γκρι ζώνη ενώ του Z' στην γκρι και στην επικίνδυνη αντίστοιχα.

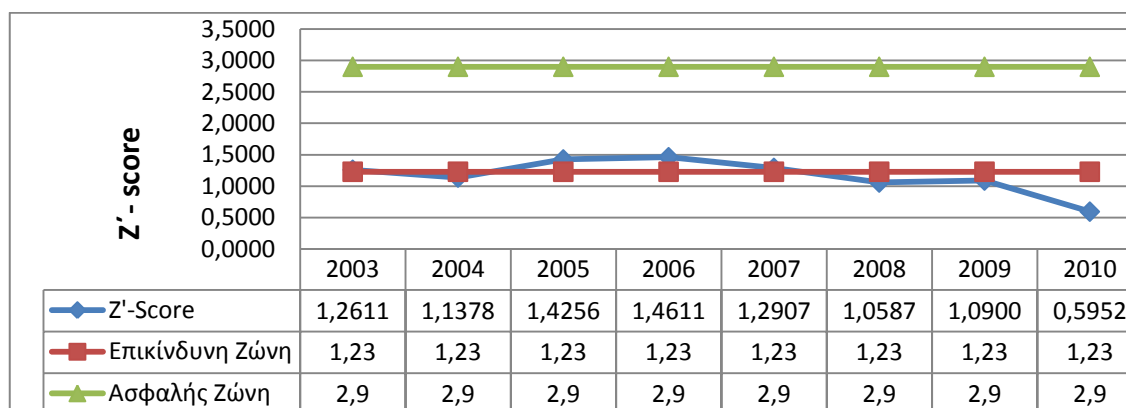
⁴⁰Μεγαλύτερη βαρύτητα δόθηκε στην αξία του λογαριασμού «Μηχανήματα - Τεχνικές εγκαταστάσεις και λοιπός μηχανολογικός εξοπλισμός» σαν ένδειξη ύπαρξης παραγωγικών εγκαταστάσεων.

⁴¹ Προτιμήθηκαν οι εταιρείες που είχαν μεγαλύτερα αποθέματα στους λογαριασμούς «Πρώτες και Βοηθητικές Ύλες – Αναλώσιμα υλικά – Ανταλλακτικά και είδη συσκευασίας», «Προϊόντα Έτοιμα και Ημιτελή», «Παραγωγή σε Εξέλιξη», σε σχέση με τον λογαριασμό «Εμπορεύματα», σαν ένδειξη μεγαλύτερης παραγωγικής δραστηριότητας και λιγότερο εμπορικής.

Θα πρέπει να τονιστεί πως οι επιχειρήσεις που κατατάσσονται στη γκριζα ζώνη λόγω αδυναμίας ασφαλούς πρόβλεψης θεωρούνται υγιείς⁴², καθώς, όπως αναφέρθηκε και προηγούμενα, το ποσοστό παρουσίας σφαλμάτων κατάταξης μεταξύ πτωχευμένων ή μη σε αυτή τη ζώνη είναι υψηλό. Για αυτό το λόγο δεν θεωρείται βαρύνουσας σημασίας η διαφορά της κατάταξης για το έτος 2007 αφού και στις δύο περιπτώσεις η εταιρεία χαρακτηρίζεται ως υγιής.



Διάγραμμα 5.1.1: Z_{30}

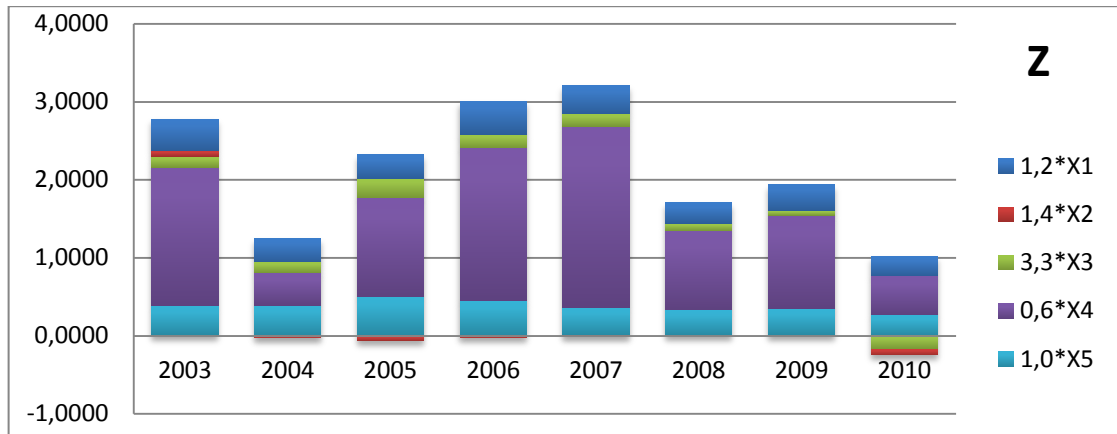


Διάγραμμα 5.1.2: Z'_{30}

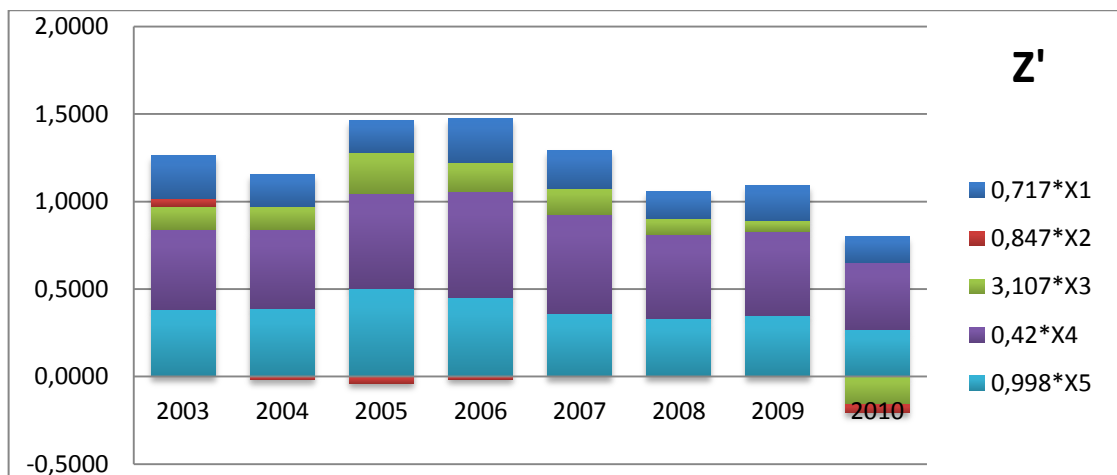
Παράλληλα, παρατηρώντας κάποιος τη συμβολή των δεικτών στις δύο εκδοχές του μοντέλου φθάνει στο συμπέρασμα πως η τιμή του Z επηρεάζεται σε μεγάλο βαθμό από την αγοραία αξία των ιδίων κεφαλαίων και κατ' επέκταση από την τιμή διαπραγμάτευσης της μετοχής της εταιρείας στο Χρηματιστήριο. Αντιθέτως, το

⁴² Βέβαια, δεν θα πρέπει να αποκλείεται το ενδεχόμενο επιχειρήσεις από την γκριζα ζώνη να αντιμετωπίσουν οικονομικές δυσχέρειες είτε άμεσα είτε στο κοντινό μέλλον. Γι' αυτό θα πρέπει να αντιμετωπίζεται σαν ένδειξη ώστε η εκάστοτε επιχείρηση να βρεθεί σε εγρήγορση.

γράφημα με τους δείκτες για τον υπολογισμό του Z' παρουσιάζει μεγαλύτερη ισορροπία στη συμμετοχή τους για την εξαγωγή της τελικής τιμής, δίνοντας με αυτό τον τρόπο μια πιο αντιπροσωπευτική εικόνα για τη λειτουργία της επιχείρησης (Διαγράμματα 5.1.3 και 5.1.4).

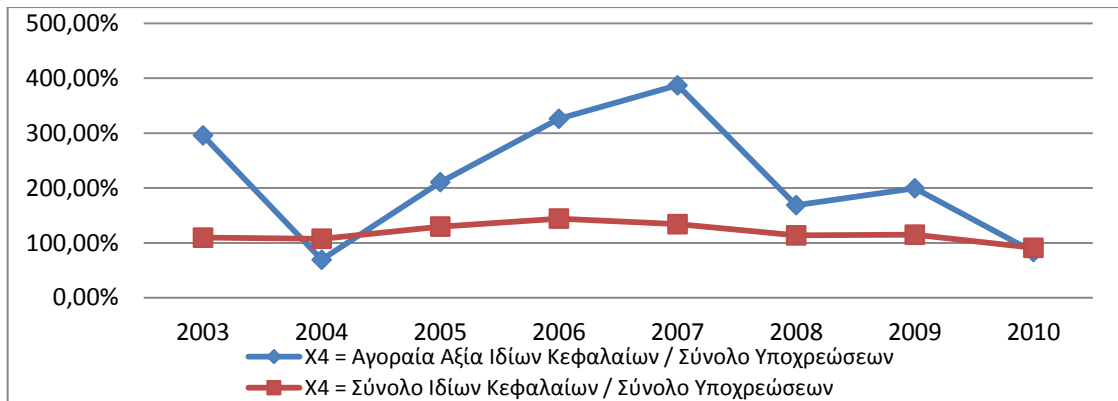


Διάγραμμα 5.1.3: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z



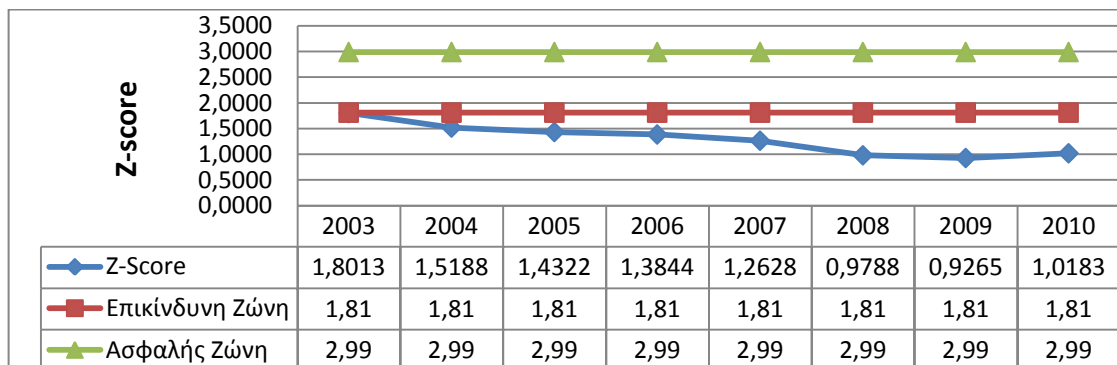
Διάγραμμα 5.1.4: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'

Τέλος, ενδεικτικό της επιρροής του δείκτη Αγοραία Αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Ενεργητικού είναι και το παρακάτω διάγραμμα (5.1.5), καθώς άμα γίνει αντιπαραβολή αυτού με το αντίστοιχο του Z-Score οι τάσεις των αντίστοιχων γραμμών είναι πανομοιότυπες, ενώ οι υπόλοιποι τέσσερις δείκτες παρουσιάζουν μεγαλύτερη σταθερότητα στις τιμές τους.

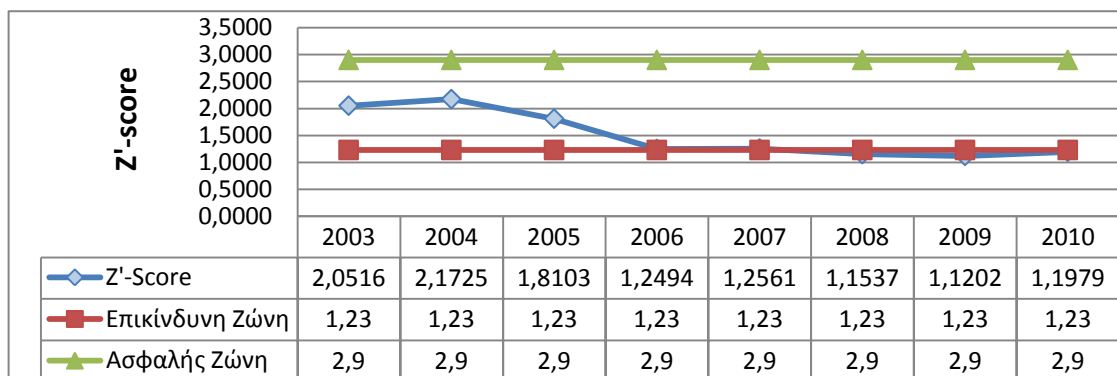


Διάγραμμα 5.1.5: Δείκτης X_4

Εξετάζοντας τα αποτελέσματα της δεύτερης εταιρείας, σε αυτή την περίπτωση οι δύο εκδοχές του μοντέλου έχουν αρκετές διαφορές στην κατάταξη της, αφού, όπως φαίνεται και στα ακόλουθα διαγράμματα, οι τιμές του Z-Score κατατάσσουν την επιχείρηση σε ολόκληρη την περίοδο στην επικίνδυνη ζώνη, ενώ οι τιμές του Z'-Score συμφωνούν με αυτό μόνο για τα τρία τελευταία έτη και στην περίοδο 2003-2007 την περιλαμβάνουν στην γκριζα ζώνη (Διαγράμματα 5.1.6 και 5.1.7).

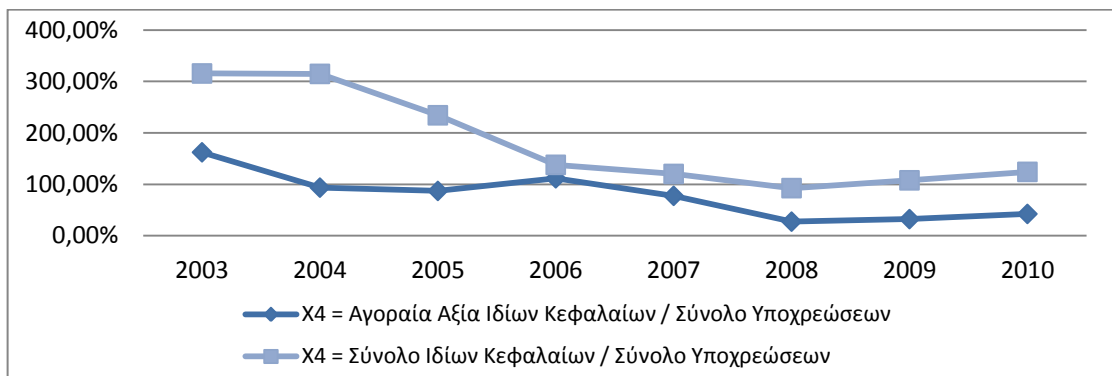


Διάγραμμα 5.1.6: Z_{29}



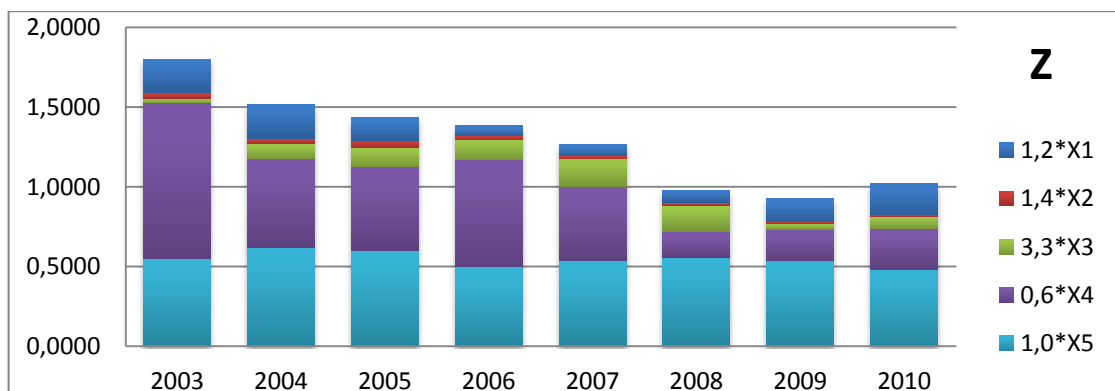
Διάγραμμα 5.1.7: Z'_{29}

Σε μεγάλο βαθμό αυτό οφείλεται στην κεφαλαιοποίηση της, η οποία σε σχέση με τη λογιστική αξία των ιδίων κεφαλαίων παρουσιάζει διαχρονικά χαμηλότερες τιμές. Περαιτέρω, παρά το γεγονός πως το 2006 και 2007 υπήρξε μια σχετική σύγκληση μεταξύ των δύο αυτών μεγεθών ύστερα από αύξηση της τιμής διαπραγμάτευσης της μετοχής στο Χρηματιστήριο, ο υπερδιπλασιασμός των συνολικών υποχρεώσεων την ίδια περίοδο, οδήγησε και τους δύο δείκτες X_4 σε πτωτική πορεία, μειώνοντας τη συμβολή τους στο υπόδειγμα όπως φαίνεται και στο ακόλουθο διάγραμμα (5.1.8). Ταυτόχρονα, διατηρήθηκε η φθίνουσα πορεία των τιμών του Z σχεδόν στα ίδια επίπεδα με του 2004 και 2005, ενώ κρατήθηκαν οριακά οι τιμές του Z' στη γκριζα ζώνη.

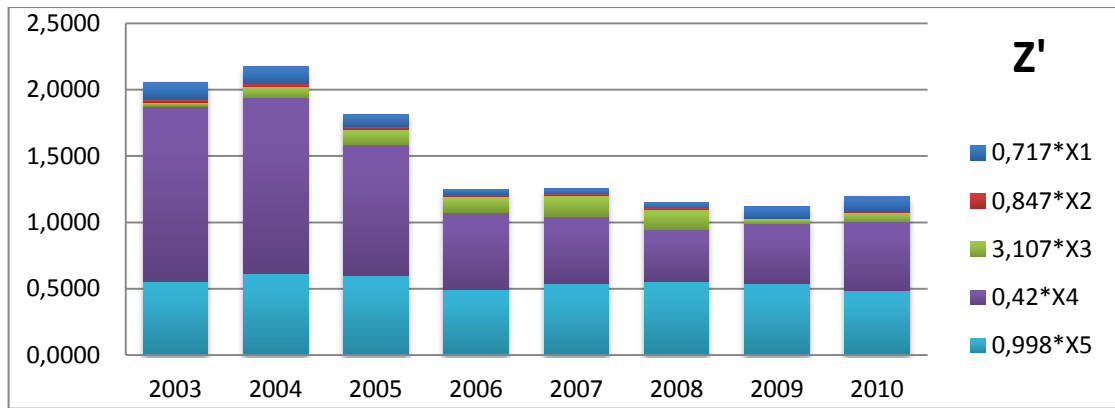


Διάγραμμα 5.1.8: Δείκτης X_4

Κλείνοντας, όσον αφορά στη συμβολή των δεικτών στις δύο εκδοχές του μοντέλου, σε αντίθεση με την προηγούμενη περίπτωση, αυτοί παρουσιάζουν μεγαλύτερη ομοιομορφία μεταξύ τους.



Διάγραμμα 5.1.9: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z



Διάγραμμα 5.1.10: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'

Συγκεντρωτικά, η εκδοχή του μοντέλου για τις εισηγμένες βιομηχανικές επιχειρήσεις δείχνει να επηρεάζεται σε σημαντικό βαθμό από την αστάθεια που επικρατεί στο Ελληνικό Χρηματιστήριο. Έτσι, για να υπάρχει ένα κοινό μέτρο σύγκρισης με τα αποτελέσματα των υπόλοιπων εκτυπωτικών επιχειρήσεων που θα εξεταστούν και για να αποφευχθούν οι συνεχείς μεταβολές της κεφαλαιοποίησης που δεν ανταποκρίνονται στην πραγματική χρηματοοικονομική κατάσταση των δύο εισηγμένων εταιρειών, στο υπόλοιπο της εργασίας θα χρησιμοποιηθεί το Z'-Score και το Z''-Score και για τις εισηγμένες.

5.2 Z'-Score

Ακολουθεί ο πίνακας με τις τιμές Z' για όλες τις επιχειρήσεις, ταξινομημένες με φθίνουσα σειρά με βάση το μέσο όρο.

A/A	ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	M.O.
1	Z' ₂₈	50,126	9,083	12,564	14,126	6,023	2,609	2,105	0,627	12,158
2	Z' ₂₃	4,294	6,474	6,121	3,494	3,225	2,699	2,818	3,308	4,054
3	Z' ₅₇	3,213	2,854	2,942	3,453	3,002	3,443	3,048	2,558	3,064
4	Z' ₈	2,858	2,692	1,594	2,730	2,664	3,617	2,481	3,675	2,789
5	Z' ₁₈	2,860	3,168	2,778	2,782	2,757	2,231	1,488	0,819	2,361
6	Z' ₆₂	2,699	2,973	2,439	2,052	2,279	1,762	2,531	1,744	2,310
7	Z' ₆	2,801	1,816	2,419	2,942	2,912	2,016	1,618	1,365	2,236
8	Z' ₃₈	2,329	3,109	2,669	2,498	1,881	1,761	1,633	1,824	2,213
9	Z' ₃	2,426	1,646	1,981	1,870	1,864	2,860	2,913	2,074	2,204
10	Z' ₅₅	3,104	2,977	2,241	2,228	1,997	1,969	1,824	1,185	2,191
11	Z' ₉	3,217	1,821	1,530	1,939	2,620	1,605	2,007	2,220	2,120
12	Z' ₄₇	1,823	1,658	1,995	1,491	1,943	2,114	2,566	3,255	2,105
13	Z' ₇	1,070	1,598	0,963	1,654	2,329	3,402	3,322	1,551	1,986
14	Z' ₃₃	2,381	2,463	2,472	2,612	2,094	1,707	0,909	0,748	1,923
15	Z' ₁₉	0,856	1,110	2,492	2,098	2,783	1,817	2,072	2,146	1,922
16	Z' ₁₀	1,554	1,331	1,218	1,655	1,700	1,877	2,342	2,172	1,731
17	Z' ₄	1,597	1,633	2,238	2,738	3,597	0,380	1,973	-0,592	1,696
18	Z' ₆₁	1,636	2,430	2,084	1,137	1,135	1,608	1,843	1,669	1,693
19	Z' ₅₈	2,101	2,247	1,570	1,096	1,316	1,541	1,726	1,855	1,682
20	Z' ₁₅	2,497	2,429	1,652	1,798	1,777	1,418	1,232	0,628	1,679
21	Z' ₅₂	3,895	1,474	1,658	1,313	1,229	1,097	1,163	1,195	1,628
22	Z' ₁	2,023	1,952	1,357	1,668	1,573	1,640	1,362	1,333	1,613
23	Z' ₄₀	2,810	1,584	1,424	1,642	1,873	1,083	1,423	0,973	1,602
24	Z' ₂₂	1,242	1,605	1,529	1,753	1,862	1,661	1,520	1,596	1,596
25	Z' ₁₇	2,264	1,977	1,636	1,904	1,616	1,293	1,181	0,875	1,593
26	Z' ₂₇	2,431	2,457	2,036	1,726	1,779	1,509	0,921	-0,191	1,583
27	Z' ₂₆	1,848	2,059	1,313	1,802	2,188	1,563	0,978	0,880	1,579
28	Z' ₅₃	1,307	1,421	1,596	1,779	1,725	1,762	1,522	1,232	1,543
29	Z' ₂₉	2,052	2,172	1,810	1,249	1,256	1,154	1,120	1,198	1,501
30	Z' ₄₆	1,422	1,805	1,439	1,192	1,437	1,468	1,353	1,285	1,425
31	Z' ₃₉	0,465	1,546	1,402	1,082	1,217	1,579	2,052	1,809	1,394
32	Z' ₄₄	1,175	1,329	1,334	1,625	1,590	1,740	1,638	0,639	1,384
33	Z' ₂₄	1,334	1,378	1,562	1,855	1,567	1,109	1,267	0,891	1,371
34	Z' ₁₂	1,386	1,274	1,187	1,517	1,317	1,174	1,335	0,915	1,263
35	Z' ₅₉	1,218	1,511	0,990	1,294	1,436	1,086	1,168	1,223	1,241

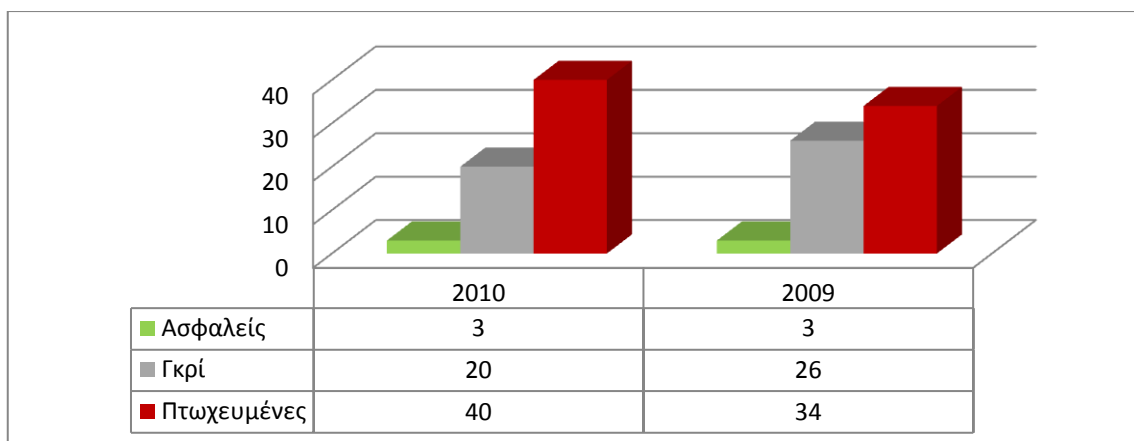
36	Z' ₄₉	1,367	1,951	2,112	1,563	1,191	1,045	0,476	0,061	1,221
37	Z' ₁₆	1,163	1,162	1,313	1,518	1,461	1,309	0,846	0,924	1,212
38	Z' ₃₁	1,697	1,167	1,373	1,370	1,118	1,226	0,792	0,796	1,192
39	Z' ₅₆	1,289	1,113	1,285	1,421	1,113	1,530	0,962	0,824	1,192
40	Z' ₆₃	1,311	1,177	1,025	1,236	1,293	0,956	0,776	1,737	1,189
41	Z' ₃₀	1,261	1,138	1,426	1,461	1,291	1,059	1,090	0,595	1,165
42	Z' ₅₁	1,355	1,125	1,050	1,009	2,091	0,943	0,923	0,560	1,132
43	Z' ₃₄	1,146	1,088	1,118	1,079	0,914	0,890	1,172	1,516	1,116
44	Z' ₂	1,270	1,516	1,262	1,236	0,908	0,973	0,891	0,803	1,107
45	Z' ₄₂	0,919	1,057	1,027	1,167	0,815	1,160	1,126	1,342	1,077
46	Z' ₄₁	0,718	0,814	0,930	1,021	1,194	1,364	1,093	1,341	1,059
47	Z' ₆₀	1,200	1,148	1,115	0,869	0,903	0,990	1,091	1,145	1,058
48	Z' ₄₃	2,291	1,322	0,347	0,701	0,782	0,893	1,099	0,776	1,026
49	Z' ₃₂	1,317	1,233	1,291	1,074	0,794	0,860	0,782	0,648	1,000
50	Z' ₅₀	0,903	0,989	0,980	1,040	1,092	1,047	1,019	0,923	0,999
51	Z' ₃₆	1,323	0,678	0,582	1,193	1,042	0,908	0,965	0,760	0,931
52	Z' ₄₅	1,002	1,031	0,982	0,903	0,931	0,812	0,761	0,597	0,877
53	Z' ₁₁	0,872	0,377	0,793	1,198	1,190	1,031	0,516	0,425	0,800
54	Z' ₃₅	1,320	0,844	0,931	0,880	0,738	0,879	0,612	0,160	0,796
55	Z' ₂₀	1,356	-0,221	0,407	0,955	0,867	1,069	0,820	0,379	0,704
56	Z' ₁₃	0,894	0,909	0,558	0,760	0,609	0,618	0,531	0,315	0,649
57	Z' ₂₅	0,826	1,097	-0,124	-0,191	1,563	0,808	1,816	-0,674	0,640
58	Z' ₅₄	0,846	0,506	-0,283	0,402	0,883	0,955	0,914	0,809	0,629
59	Z' ₄₈	0,835	0,677	0,535	0,515	0,590	0,415	0,233	0,108	0,488
60	Z' ₃₇	0,668	0,639	0,149	0,269	0,199	0,587	0,648	0,373	0,442
61	Z' ₁₄	0,581	0,801	0,879	0,869	0,405	-0,202	-0,023	-0,188	0,390
62	Z' ₅	0,652	-0,132	0,126	0,317	0,358	1,482	0,199	-0,489	0,314
63	Z' ₂₁	0,998	0,341	0,968	0,398	-0,037	-0,714	-3,514	-4,087	-0,706
M.O.		2,440	1,692	1,625	1,683	1,585	1,401	1,287	1,003	1,589
Διάμεσος		1,355	1,421	1,357	1,421	1,436	1,293	1,168	0,915	1,384
Ποσοστό εταιρειών στην ασφαλή ζώνη		9,5%	9,5%	4,8%	6,3%	7,9%	4,8%	4,8%	4,8%	4,8%
Ποσοστό εταιρειών στη γκρι ζώνη		57,1%	49,2%	55,6%	54,0%	49,2%	44,4%	41,3%	31,7%	50,8%
Ποσοστό εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη		33,3%	41,3%	39,7%	39,7%	42,9%	50,8%	54,0%	63,5%	44,4%
Min(Z)		0,465	-0,221	-0,283	-0,191	-0,037	-0,714	-3,514	-4,087	-0,706
Max(Z)		50,126	9,083	12,564	14,126	6,023	3,617	3,322	3,675	12,158

Πίνακας 5.2.1: Z'-Score για το σύνολο των επιχειρήσεων

Με μία πρώτη ανάγνωση, με τα χρώματα του πίνακα να αντιπροσωπεύουν τη ζώνη στην οποία κατατάσσεται κάθε μία επιχείρηση σε κάθε ένα έτος, είναι φανερό πως στο μεγαλύτερο μέρος του πίνακα επικρατεί το γκρι και το κόκκινο, με το τελευταίο να εμφανίζεται όλο και πιο συχνά με το πέρασμα των ετών και το πράσινο να είναι διαχρονικά πολύ περιορισμένο. Επιπροσθέτως, όσον αφορά τα στατιστικά μεγέθη, με εξαίρεση μια προσωρινή άνοδο το 2006, τα περισσότερα (όπως ο μέσος όρος, ο διάμεσος, το μέγιστο και το ελάχιστο και τα ποσοστά των εταιρειών που βρίσκονται στην πράσινη και στη γκρι ζώνη) ακολουθούν φθίνουσα πορεία. Αντιθέτως, το ποσοστό των εταιρειών που βρίσκονται στην κόκκινη ζώνη παρουσιάζει σημαντικά αυξητική τάση, γεγονός που είναι ανησυχητικό για την χρηματοοικονομική υγεία μεγάλου μέρους του κλάδου.

Θα πρέπει να τονιστεί πως ένα αποτέλεσμα μεγαλύτερο από 2.9 αλλά και ένα αυξανόμενο σκορ αποτελεί συνήθως θετική ένδειξη. Βεβαίως, όσο υψηλότερη είναι η τιμή του, τόσο καλύτερες οι πιθανότητες της εταιρείας για την αποφυγή πτώχευσης – τόσο πιο ισχυρή η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης. Σχετικά με τα αποτελέσματα, αυτό το σκορ θα πρέπει να ελέγχεται και σε σχέση με άλλες ομοειδής εταιρείες και βιομηχανικά πρότυπα. Επίσης, έχει παρατηρηθεί πως σημαντικά οικονομικά γεγονότα όπως μια βιομηχανική επιβράδυνση ή οικονομική ύφεση επηρεάζουν το μοντέλο κάνοντας το λιγότερο ακριβές. Κατ' επέκταση θα πρέπει να παρακολουθούνται τα επιμέρους στοιχεία του (δείκτες), καθώς είναι το κλειδί για την κατανόηση του πώς έχει υπολογιστεί το τελικό σκορ.

Ειδικότερα για τα δύο τελευταία έτη που κορυφώνεται η ύφεση, είναι χαρακτηριστικό πως μόλις το περίπου 5% των επιχειρήσεων μπορεί να αισθάνεται ασφαλές, με το 73% να αυξάνει τις πιθανότητες να αντιμετωπίσει οικονομική δυσχέρεια, καθώς οι τιμές του έχουν πτωτικές τάσεις για την περίοδο 2009-2010 και 48% για την περίοδο 2008-2010, ενώ μόνο 14% είχε ανοδική πορεία και στα δύο έτη.



Διάγραμμα 5.2.1: Κατάταξη επιχειρήσεων τα δύο τελευταία έτη με το Z'-Score

Με βάση τη μελέτη του Altman, το μοντέλο Z' είναι ικανό να κατατάσσει σωστά το 90,9% των επιχειρήσεων που πρόκειται να πτωχεύσουν και το 97% αυτών που είναι υγιείς για πρόβλεψη ενός έτους, με τις πιθανότητες εμφάνισης σφάλματος να είναι 9,1% (σφάλμα τύπου I⁴³) και 3% (σφάλμα τύπου II⁴⁴) αντίστοιχα.

	Κατάταξη		
	Πτωχευμένες	Υγιείς	Σύνολο
Πτωχευμένες	30 90,9%	3 9,1%	33 100%
Υγιείς	1 3,0%	32 97,0%	33 100%

Πίνακας 5.2.2: Αποτέλεσμα της Μελέτης⁴⁵ του Altman για το Z'-Score για πρόγνωση ενός έτους (2000)

Πρακτικά αυτό σημαίνει πως 36 από τις 40 επιχειρήσεις του παρόντος δείγματος που έχουν καταταχθεί στην επικίνδυνη ζώνη για το 2010 το επόμενο έτος θα κάνουν χρήση των διατάξεων του Πτωχευτικού Κώδικα, όπως επίσης και μερικές από τις υπόλοιπες 23 που βρίσκονται στη γκρίζα και πράσινη ζώνη, δηλαδή συνολικά περισσότερες από τις μισές!

⁴³ Μία πτωχευμένη επιχείρηση κατατάσσεται στις υγιείς.

⁴⁴ Μία υγιής επιχείρηση κατατάσσεται στις πτωχευμένες.

⁴⁵ Altman Edward I., 2000, "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta® Models", Stern School of Business, New York University.

Ιδιαίτερη αναφορά θα πρέπει να γίνει σε μια από τις εκτυπωτικές επιχειρήσεις του δείγματος. Με βάση την κατάταξη της, η Z'_{11} βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη για οχτώ διαδοχικά έτη και μόλις φέτος, σχεδόν δέκα χρόνια μετά, στις αρχές του έτους (01/2012) ανακοίνωσε πως αντιμετωπίζει πρόβλημα ρευστότητας και κατέθεσε αίτηση για υπαγωγή στο άρθρο 99 του ΠτΚ, που συνεπάγεται την ένταξή της σε διαδικασία εξυγίανσης και προστασία της από τους πιστωτές της, επαληθεύοντας αρκετά καθυστερημένα την πρόβλεψη. Από την άλλη πλευρά όμως, υπάρχουν άλλες εννέα που βρίσκονται και αυτές στην κόκκινη ζώνη για την ίδια περίοδο ή η Z'_{55} που αν και βρέθηκε στην επικίνδυνη ζώνη μόνο στο τελευταίο έτος παρουσιάζει συνεχείς διαδοχικές μειώσεις για το σύνολο της περιόδου, και όλες συνεχίζουν κανονικά τη λειτουργία τους.

Το συγκεκριμένο παράδειγμα είναι χαρακτηριστικό πως το συγκεκριμένο μοντέλο θα πρέπει να βρίσκει εφαρμογή περισσότερο σαν εργαλείο για την αξιολόγηση της οικονομικής ευημερίας μίας Ελληνικής βιομηχανικής επιχείρησης παρά για την πρόγνωση της πτώχευσης της στο κοντινό μέλλον.

Άλλες παρατηρήσεις για τις επιχειρήσεις με βάση τα δεδομένα του πίνακα 5.2.1 είναι:

- ❖ Καμία δεν έχει καταταχθεί στις υγιείς για το σύνολο της περιόδου.
- ❖ 12 μόλις δεν έχουν βρεθεί ποτέ στην κόκκινη ζώνη, με μέγιστη περίοδο οικονομικής ασφάλειας τα πέντε συνεχόμενα έτη, που το επέτυχαν τρεις.
- ❖ 28 έχουν τρία ή και περισσότερα διαδοχικά έτη στην κόκκινη ζώνη.
- ❖ 8 παρουσίασαν τέσσερα ή περισσότερα διαδοχικά έτη με άνοδο στο Z' -Score, ενώ αντιθέτως 10 παρουσίασαν τέσσερα ή περισσότερα διαδοχικά έτη με πτώση.
- ❖ Τα σκορ στην πλειοψηφία τους έχουν σχετικά μικρό εύρος και κινούνται κοντά στα όρια των ζωνών. Δηλαδή, με εξαίρεση μεμονωμένες περιπτώσεις, τα Z' -score δεν είναι μεγαλύτερα του 4 ή μικρότερα του -1.

5.3 Z''-Score

Όπως έχει αναφερθεί και προηγούμενα, η σημαντική μείωση στη ζήτηση τα τελευταία χρόνια έχει οδηγήσει αρκετές επιχειρήσεις να δέχονται παραγγελίες σε τιμές κάτω του κόστους έτσι ώστε να μην παραμένουν αδρανείς και να περιορίζουν τις ζημιές τους, καλύπτοντας μέρος του σταθερού κόστους. Επίσης, η δραστηριοποίηση των εταιρειών αυτών σε διάφορα αντικείμενα τις διαφοροποιεί αρκετά μεταξύ τους, παρόλο που τυπικά ανήκουν στον ίδιο κλάδο. Για παράδειγμα, μία επιχείρηση μπορεί να απασχολείται μόνο με την εκτύπωση ετικετών και κάποια άλλη μόνο με την εκτύπωση βιβλίων, συνεπώς το βασικό αντικείμενο των εργασιών τους είναι μεν οι εκτυπώσεις, όμως δεν ανταγωνίζονται πραγματικά μεταξύ τους αφού το αγοραστικό τους κοινό είναι διαφορετικό, ενώ λειτουργούν με διαφορετικά περιθώρια κέρδους, τιράζ, μεγέθη παραγγελίας κτλ. Γι' αυτό το λόγο θεωρήθηκε ενδιαφέρον να παρατεθούν και οι τιμές του Z''-Score για να υπάρξει αποσύνδεση των σκορ από το μέγεθος του κύκλου εργασιών.

Θα πρέπει να επισημανθεί πως παρότι το μοντέλο αυτό έχει αναπτυχθεί για χρήση σε οποιοδήποτε είδους επιχειρήσεις, η ακρίβεια και η αξιοπιστία του έχουν δοκιμαστεί και για τις βιομηχανικές και τα αποτελέσματα του παραμένουν σε εξίσου υψηλά επίπεδα με τις άλλες δύο εκδοχές.

Στη συνέχεια παρατίθεται ο πίνακας με τις τιμές Z'' για όλες τις επιχειρήσεις, ταξινομημένες με φθίνουσα σειρά με βάση το μέσο όρο.

A/A	ΜΕΤΑΒΛΗΤΗ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	M.O.
1	Z'' ₂₈	126,388	24,148	31,749	36,327	16,182	6,841	7,737	3,111	31,560
2	Z'' ₂₃	11,877	17,706	16,745	10,157	9,390	8,018	8,789	10,00	11,586
3	Z'' ₅₇	6,776	6,539	6,534	8,016	7,117	8,108	8,188	7,034	7,289
4	Z'' ₁₈	8,828	9,945	8,198	8,329	8,703	7,121	4,258	2,660	7,255
5	Z'' ₈	6,032	5,899	2,936	6,472	6,774	9,959	7,613	11,23	7,115
6	Z'' ₃	7,193	4,146	5,586	4,483	5,288	8,794	9,572	6,818	6,485
7	Z'' ₄₇	3,273	2,310	3,919	2,334	3,410	5,528	7,386	9,964	4,766
8	Z'' ₇	2,002	3,162	1,702	3,578	5,720	8,379	8,675	3,943	4,645
9	Z'' ₆₁	3,876	6,053	5,164	2,809	2,619	3,632	4,822	4,756	4,216
10	Z'' ₅₈	5,282	5,844	3,658	1,973	2,667	3,578	4,029	4,363	3,924
11	Z'' ₁₆	2,681	3,017	4,636	5,337	5,699	5,773	1,589	2,141	3,859
12	Z'' ₁₇	5,487	5,045	3,217	4,910	3,481	2,889	3,181	2,453	3,833
13	Z'' ₅₅	4,902	5,460	3,486	4,109	3,168	3,270	3,097	2,168	3,708
14	Z'' ₉	6,800	2,466	1,555	2,835	5,110	2,016	3,858	4,554	3,649
15	Z'' ₁₉	0,930	1,562	4,661	3,364	5,621	3,555	4,319	5,034	3,631
16	Z'' ₅₃	2,655	2,884	3,635	3,461	4,041	4,192	3,993	3,350	3,527
17	Z'' ₆	4,315	2,674	3,593	5,812	5,838	3,186	1,571	0,856	3,481
18	Z'' ₅₂	9,230	3,605	3,946	2,587	2,341	1,738	1,951	1,970	3,421
19	Z'' ₃₈	3,984	5,115	3,811	4,154	1,955	1,853	2,802	2,681	3,295
20	Z'' ₃₃	5,195	5,402	4,169	4,156	3,246	2,260	1,129	0,747	3,288
21	Z'' ₂₂	1,592	2,521	2,777	3,812	4,131	3,581	3,722	4,141	3,285
22	Z'' ₃₀	3,828	2,998	3,375	4,132	3,714	2,819	3,168	1,806	3,230
23	Z'' ₄₆	1,155	2,179	2,933	2,396	4,384	4,455	4,148	3,716	3,171
24	Z'' ₂₉	4,609	4,737	3,588	2,108	2,026	1,757	2,028	2,532	2,923
25	Z'' ₅₉	2,651	3,271	1,671	3,099	3,348	1,967	2,948	2,765	2,715
26	Z'' ₂₇	4,384	4,622	4,141	3,459	3,395	2,794	1,370	-2,52	2,706
27	Z'' ₆₀	2,333	2,309	2,633	1,887	2,302	2,542	3,481	3,356	2,605
28	Z'' ₂₄	2,189	2,429	2,302	3,463	3,565	2,576	2,463	1,697	2,585
29	Z'' ₁₅	4,125	3,734	2,362	2,496	2,456	2,138	2,100	0,948	2,545
30	Z'' ₆₂	2,748	3,983	2,395	1,903	1,550	1,575	3,700	2,173	2,503
31	Z'' ₃₄	2,744	2,582	2,597	2,682	0,979	1,090	2,404	4,750	2,479
32	Z'' ₄₀	6,012	1,650	1,799	2,686	3,068	0,644	2,294	0,530	2,335
33	Z'' ₁	2,787	2,452	1,336	2,573	2,310	2,669	2,215	1,978	2,290
34	Z'' ₅₁	2,928	1,328	2,394	1,489	3,970	1,887	2,206	1,910	2,264
35	Z'' ₄	2,208	2,022	3,206	4,517	11,322	-0,62	1,030	-7,33	2,043
36	Z'' ₄₄	1,059	1,414	1,601	2,406	2,502	2,965	2,900	0,462	1,914
37	Z'' ₁₂	2,340	0,980	1,108	2,462	1,564	1,349	3,018	2,039	1,857
38	Z'' ₅₆	0,677	1,097	2,047	2,452	1,648	3,062	1,895	1,430	1,789
39	Z'' ₅₀	1,304	1,406	1,355	1,376	2,408	2,070	2,058	1,578	1,694
40	Z'' ₄₂	0,703	0,789	0,827	2,014	0,899	1,322	2,694	3,899	1,643

41	Z'' ₄₅	1,119	1,485	1,508	2,134	2,354	1,777	1,405	1,269	1,631
42	Z'' ₆₃	1,199	1,197	1,167	1,399	1,493	0,581	0,413	5,164	1,577
43	Z'' ₁₀	0,300	-0,055	0,241	0,757	1,105	1,656	3,748	3,478	1,404
44	Z'' ₂	2,513	2,355	1,794	1,577	0,607	0,417	0,676	0,527	1,308
45	Z'' ₄₁	0,883	0,490	0,821	1,681	2,497	3,221	0,003	0,863	1,307
46	Z'' ₃₁	0,738	0,413	0,779	0,899	0,823	1,047	0,308	0,484	0,686
47	Z'' ₄₉	0,562	1,562	2,352	-0,015	1,605	0,696	-0,218	-1,29	0,657
48	Z'' ₁₃	-0,136	0,050	-1,353	1,734	1,783	1,579	1,123	0,383	0,645
49	Z'' ₂₆	1,625	2,538	0,673	0,739	0,448	-0,14	-0,529	-0,24	0,640
50	Z'' ₃₇	0,542	0,507	-0,789	-0,719	-0,704	0,310	1,911	1,219	0,285
51	Z'' ₃₂	1,562	1,951	1,495	0,261	-1,127	-0,76	-0,53	-0,72	0,267
52	Z'' ₄₃	1,477	1,395	-1,141	0,212	0,013	0,136	0,362	-0,34	0,264
53	Z'' ₂₅	0,718	1,316	-2,725	-2,740	3,224	0,579	3,779	-3,35	0,100
54	Z'' ₄₈	0,800	0,342	0,577	0,094	0,260	-0,14	-0,59	-0,56	0,098
55	Z'' ₃₉	-2,292	-0,571	-1,154	-1,736	0,807	0,534	2,185	1,969	-0,032
56	Z'' ₅₄	0,202	-1,758	-4,085	-2,312	1,540	2,129	1,853	1,436	-0,124
57	Z'' ₃₅	1,553	-0,072	0,171	0,302	-0,135	-0,13	-0,90	-2,12	-0,167
58	Z'' ₁₁	0,397	-1,013	-0,746	0,222	0,313	0,248	-1,09	-1,42	-0,386
59	Z'' ₂₀	1,573	-3,695	-3,602	-0,103	0,026	0,757	0,50	-0,62	-0,645
60	Z'' ₃₆	-0,377	-2,352	-2,379	-2,128	-1,114	-0,69	-0,66	-0,60	-1,287
61	Z'' ₁₄	-1,876	-1,408	-0,149	0,171	-1,789	-3,52	-3,41	-3,15	-1,891
62	Z'' ₅	-0,162	-2,601	-2,838	-3,705	-3,420	-0,45	-2,30	-4,73	-2,525
63	Z'' ₂₁	-0,975	-3,507	-0,962	-4,652	-6,782	-8,74	-21,0	-26,4	-9,375
M.O.		4,635	2,699	2,524	2,741	2,758	2,293	2,150	1,475	2,659
Διάμεσος		2,208	2,309	2,047	2,396	2,408	1,967	2,206	1,910	2,335
Ποσοστό εταιρειών στην ασφαλή ζώνη		44,4%	36,5%	39,7%	39,7%	44,4%	38,1%	42,9%	34,9%	42,9%
Ποσοστό εταιρειών στη γκρι ζώνη		25,4%	34,9%	30,2%	31,7%	28,6%	28,6%	30,2%	27,0%	28,6%
Ποσοστό εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη		30,2%	28,6%	30,2%	28,6%	27,0%	33,3%	27,0%	38,1%	28,6%
Min(Z)		-2,292	-3,695	-4,085	-4,652	-6,782	-8,735	-22,98	-26,41	-9,375
Max(Z)		126,388	24,148	31,749	36,327	16,182	9,959	9,572	11,23	31,560

Πίνακας 5.3.1: Z''-Score για το σύνολο των επιχειρήσεων

Αρχικά, είναι εμφανής η διαφορά όσον αφορά τη χρωματική απεικόνιση του πίνακα των σκορ του Z'' σε αντίθεση με τον αντίστοιχο του Z', καθώς υπάρχει μεγάλη αύξηση των κατατάξεων στην ασφαλή περιοχή και περιορισμός τόσο της κόκκινης και ιδιαίτερως της γκρι. Δεύτερον, υπάρχει μεγάλη διαφορά στην κατάταξη των εταιρειών στην επικίνδυνη ζώνη, αφού το ποσοστό των εταιρειών που βρίσκονται σε αυτή με βάση το Z' αυξάνεται σταδιακά σε όλη την περίοδο και από 33% το 2003 φθάνει το 63,5% το

2010, ενώ αντιθέτως με το Ζ' αυτό το ποσοστό κυμαίνεται σε σχετικά σταθερά επίπεδα κοντά στο 29% μέχρι και το 2009, όπου στη συνέχεια παρουσιάζεται αύξηση στο 38%. Ακόμα, ενδιαφέρον παρουσιάζει η μεγάλη διαφορά των εταιρειών που κατατάχτηκαν στην ασφαλή περιοχή όπου με βάση το Ζ' το επίπεδο τους βρίσκεται περίπου στο 43%, όταν με το Ζ' το ποσοστό αυτό δεν ξεπέρασε σε κανένα έτος το 10%. Επίσης, με το Ζ' παρουσιάζεται μεγαλύτερο εύρος στα σκορ και πιο σαφής διαχωρισμός στις ζώνες, γεγονός που αντικατοπτρίζεται και στον μέσο όρο και τον διάμεσο.

Επιπροσθέτως, το γεγονός πως οι δύο εισηγμένες εταιρείες δεν έχουν καταταχθεί σε κανένα έτος στην κόκκινη ζώνη δείχνει να επαληθεύεται (σε αντίθεση με τις άλλες δύο παραλλαγές του μοντέλου) και από την αξιολόγηση του Χ.Α. καθώς οι μετοχές τους δεν έχουν βρεθεί ποτέ υπό αναστολή διαπραγμάτευσης ή έστω υπό καθεστώς επιτήρησης.

Παρακάτω καταγράφονται ορισμένες ακόμα παρατηρήσεις:

- ❖ Οι κατατάξεις παρουσιάζουν σταθερότητα χωρίς πολλές εναλλαγές μεταξύ των ζωνών
- ❖ 8 επιχειρήσεις έχουν καταταχθεί σε όλη την περίοδο μόνο στην ασφαλή ζώνη
- ❖ 28 δεν έχουν καταταχθεί για κανένα έτος στην επικίνδυνη περιοχή
- ❖ 7 βρίσκονται στην επικίνδυνη ζώνη για όλη την περίοδο και 22 έχουν τουλάχιστον τρία συνεχόμενα έτη σε αυτή
- ❖ 11 παρουσίασαν τέσσερα ή περισσότερα διαδοχικά έτη με άνοδο στο σκορ, ενώ αντιθέτως 7 με πτώση.

5.4 Σύγκριση αποτελεσμάτων Ζ' και Ζ''

Σε σύνολο 504 μεμονωμένων κατατάξεων μεταξύ των τριών ζωνών για το Ζ' και Ζ'' υπάρχει ταύτιση μόνο σε 230, δηλαδή 46,5%. Ακόμα, σε 11 επιχειρήσεις δεν υπάρχει καμία κοινή πρόβλεψη, ενώ σε 9 υπάρχει απόλυτη συμφωνία. Δύο από τις τελευταίες είναι η Ζ₁₁, που αναφέρθηκε προηγουμένως και η Ζ₂₁ που παρουσιάζει τα χαμηλότερα σκορ και με τις δύο εκδοχές του μοντέλου και συνεχίζει κανονικά την λειτουργία της. Βέβαια, το γεγονός πως τα τελευταία δύο έτη της υπό εξέταση περιόδου η συγκεκριμένη εταιρεία προέβει σε μαζικές απολύσεις επαληθεύει την πρόβλεψη ως προς τις οικονομικές δυσκολίες, αλλά όχι για την πτώχευση.

Συνολικά, με το Z' πραγματοποιήθηκαν 23 κατατάξεις στην πράσινη ζώνη, 241 στη γκρι και 230 στην κόκκινη, ενώ με το Z'' 202, 150 και 153 αντίστοιχα. Ιδιαίτερως για την πράσινη ζώνη, οι κατατάξεις σε αυτή σε ορισμένα έτη με το Z'' είναι ακόμα και δεκαπλάσιες από αυτές του Z'.

Κλείνοντας, οι επιχειρήσεις που κατατάσσονται στην επικίνδυνη ζώνη για το σύνολο της περιόδου με το Z' είναι 10 ενώ με το Z'' είναι 7, όμως μόνο οι τέσσερις είναι ίδιες. Στις υπόλοιπες υπάρχουν ορισμένες με λίγες διαφορές, αλλά ιδιαίτερο ενδιαφέρον έχουν οι ακόλουθες τρείς: η Z₄₅ και η Z₅₀ ενώ είχαν καταταχθεί με το Z' στην κόκκινη ζώνη, με το Z'' τοποθετούνται στην γκριζα και στα οκτώ έτη, ενώ και η Z₆₀ πλέον δεν έχει καμία κατάταξη στην επικίνδυνη περιοχή και από το 2009 και μετά βρίσκεται στην ασφαλή περιοχή.

5.5 Κλάδος

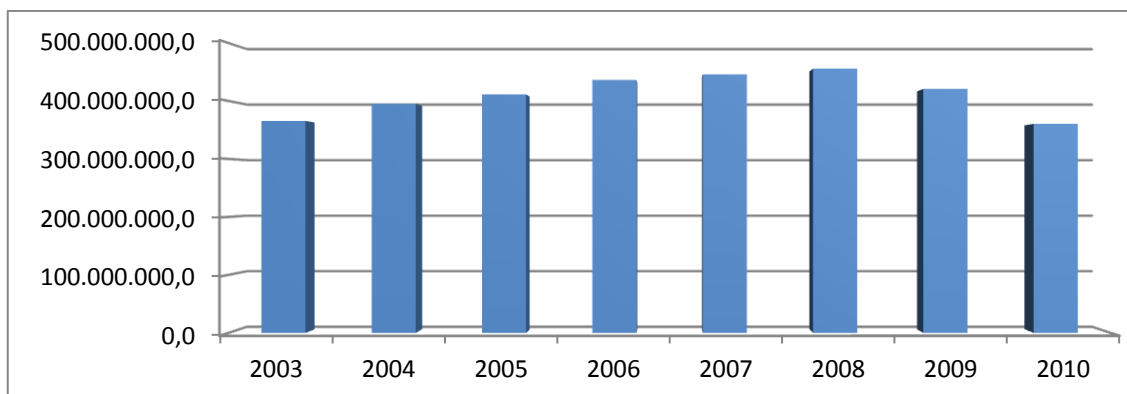
Έπειτα από την εξέταση των συνθηκών που επικρατούν στη βιομηχανία των εκτυπώσεων σήμερα (ενότητα 4.3) και την ανάλυση των επιλεγμένων επιχειρήσεων μεμονωμένα με το μοντέλο Z-Score στις προηγούμενες ενότητες του κεφαλαίου, θα πραγματοποιηθεί και μία συνολική χρηματοοικονομική ανάλυση, κάνοντας την υπόθεση πως το δείγμα τους είναι αντιπροσωπευτικό της πορείας του ευρύτερου κλάδου.

5.5.1 Πωλήσεις

Ξεκινώντας με τον τζίρο που πραγματοποίησαν αθροιστικά οι επιχειρήσεις εκτυπώσεων που επιλέχθηκαν, είναι φανερό πως η μείωση της ζήτησης που εμφανίστηκε το 2007 και επεκτάθηκε-διογκώθηκε τα επόμενα έτη σε προϊόντα των βασικών παραγγελιοδοτών τους όπως οι εφημερίδες, τα περιοδικά κτλ., είχε σοβαρό αντίκτυπο και στις πωλήσεις τους. Έτσι, παρά την άνθηση που γνώρισε ο κύκλος εργασιών τους μέχρι και το 2008 με τις σημαντικές διαδοχικές αυξήσεις που οδήγησαν σε αύξηση του κατά σχεδόν 20% από το 2003, το 2009 πραγματοποιήθηκε απότομη αντιστροφή του κλίματος η οποία συνεχίστηκε και το επόμενο έτος, οδηγώντας τις πωλήσεις του κλάδου σε επίπεδα χαμηλότερα από του 2003.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Σύνολο*	365.621	395.125	411.142	436.216	445.743	455.726	420.687	360.462
Μεταβολή σε σχέση με το προηγ. έτος	-	8,07%	4,05%	6,10%	2,18%	2,24%	-7,69%	-14,32%

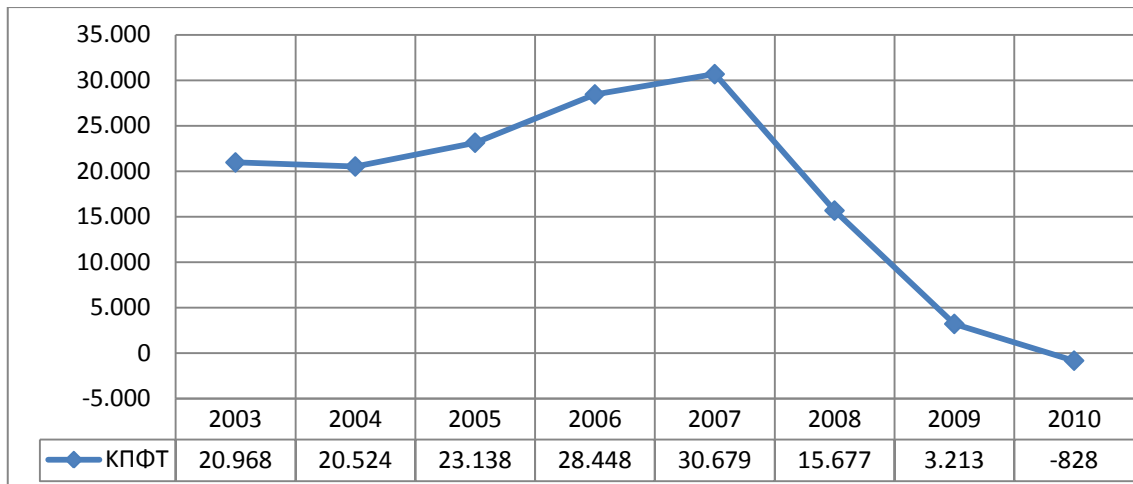
Πίνακας 5.5.1.1: Πωλήσεις Κλάδου (*σε χιλιάδες)



Διάγραμμα 5.5.1.1: Πωλήσεις Κλάδου

5.5.2 Κέρδη προ Φόρων και Τόκων

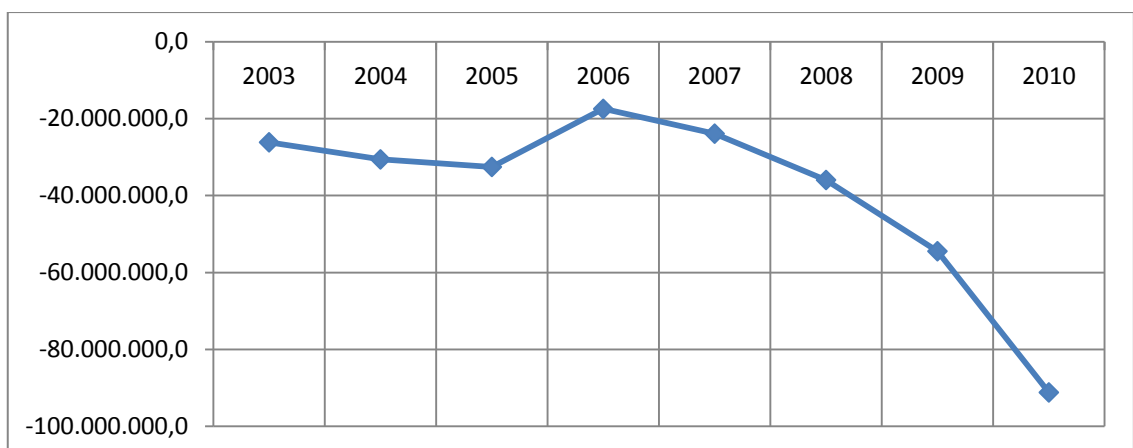
Ένα από τα σοβαρότερα προβλήματα που δείχνει να αντιμετωπίζει ο κλάδος στο σύνολο της περιόδου είναι η χαμηλή του κερδοφορία, ιδιαίτερως σε σχέση με το μέγεθος των επενδύσεων που έχουν πραγματοποιηθεί, η οποία μάλιστα το 2010 μετατρέπεται σε ζημιά. Επίσης, αν σε αυτή προστεθούν οι χρεωστικοί τόκοι που απορροφούν ποσοστό μεγαλύτερο του 50% των κερδών μέχρι το 2007 και τα εξανεμίζουν από εκεί και έπειτα, είναι φανερό πως πολλές από τις επιχειρήσεις θα αντιμετωπίσουν πρόβλημα επιβίωσης, αν δεν αντιμετωπίζουν ήδη. Όπως αναφέρθηκε και στο προηγούμενο κεφάλαιο, οι επιχειρήσεις βρέθηκαν εκτεθειμένες καθώς προέβησαν σε σημαντικές πάγιες επενδύσεις μέχρι και το 2008 χωρίς να έχουν αντίκρισμα. Ο λόγος είναι πως η αύξηση του ανταγωνισμού στο εσωτερικό αλλά και στο εξωτερικό, σε συνδυασμό με τη μείωση της ζήτησης οδήγησαν σε μείωση το περιθώριο κέρδους, την ώρα που λόγω της πλεονάζουσας παραγωγικής ικανότητας το ανά μονάδα κόστος παραγωγής αυξήθηκε.



Διάγραμμα 5.5.2.1: Κέρδη προ Φόρων και Τόκων Κλάδου (σε χιλιάδες)

5.5.3 Μη Διανεμόμενα Κέρδη

Απότοκο των παραπάνω είναι η μεγάλη συσσώρευση ζημιών που παρουσιάζεται σε ολόκληρη την περίοδο. Ιδιαίτερα όμως από το 2007 και μετά οι ζημιές αυτές φαίνεται πως δεν μπορούν να περιοριστούν με δεδομένα: την κακή εικόνα της αγοράς που οδήγησε στην πτώση του τζίρου, το γεγονός πως το ποσό αυτό σε μεγάλο βαθμό έχει προκύψει από ζημιές χρήσης και όχι από επενδύσεις συνεπώς δεν αναμένεται κάποια αύξηση της εισροής εσόδων από νέες επενδύσεις στις επόμενες χρήσεις, τον περιορισμό των δανειοδοτήσεων από τις τράπεζες και την επιφυλακτικότητα των επενδυτών γενικότερα που θα μπορούσαν να συμβάλουν στην κάλυψη του.



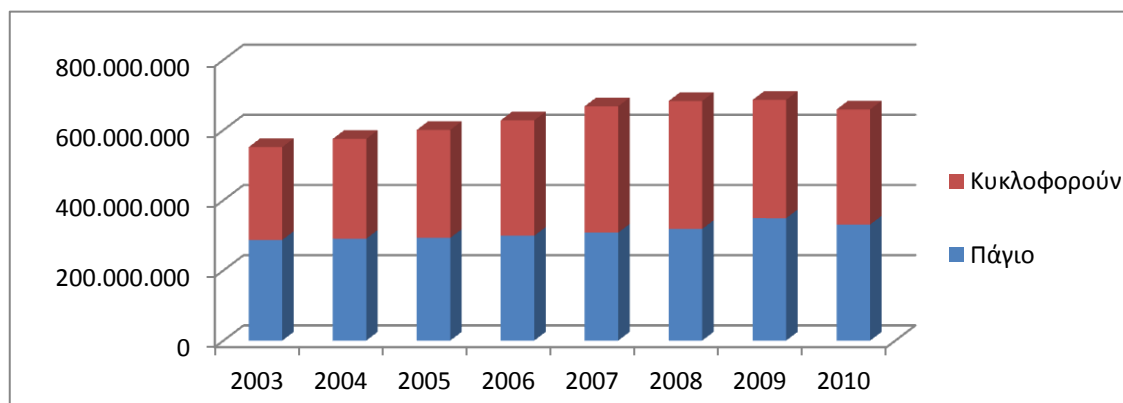
Διάγραμμα 5.5.3.1: Συσσωρευμένες Ζημιές του Κλάδου

5.5.4 Ενεργητικό

Ενδεικτική των επενδύσεων που πραγματοποιήθηκαν από το 2003 μέχρι το 2009 είναι η αύξηση του πάγιου ενεργητικού κατά περίπου 21%. Παράλληλα, αυξήθηκε και το κυκλοφορούν, μεγάλο μέρος του οποίου όμως αποτελεί απαιτήσεις από πελάτες. Ακόμα, η αναλογία του κυκλοφορούντος προς το σύνολο του ενεργητικού είναι ικανοποιητική αφού πρόκειται για επιχειρήσεις που πραγματοποιούν αρκετές επενδύσεις σε μηχανολογικό εξοπλισμό, ενώ δεν συνηθίζουν να διατηρούν μεγάλα αποθέματα καθώς οι περισσότερες λειτουργούν κατά παραγγελία.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Συνολικό Ενεργητικό*	551.382	574.618	600.058	627.450	667.643	682.675	685.833	658.702
Πάγιο*	286.838	290.330	292.666	298.725	307.639	318.078	348.689	330.735
Κυκλοφορούν*	264.544	284.287	307.392	328.725	360.004	364.597	337.144	327.967
Κυκλοφορούν / Συνολικό	47,98%	49,47%	51,23%	52,39%	53,92%	53,41%	49,16%	49,79%

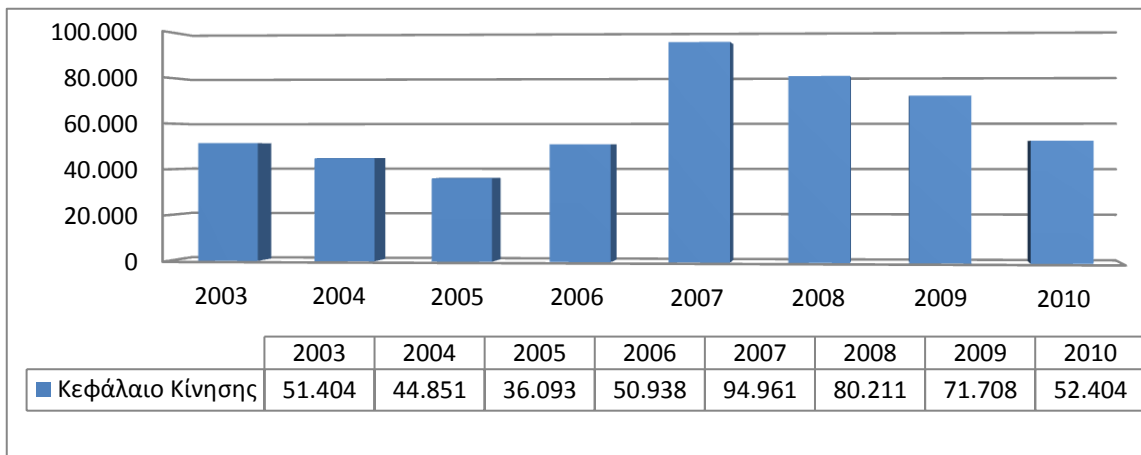
Πίνακας 5.5.4.1: Ενεργητικό Κλάδου (*σε χιλιάδες)



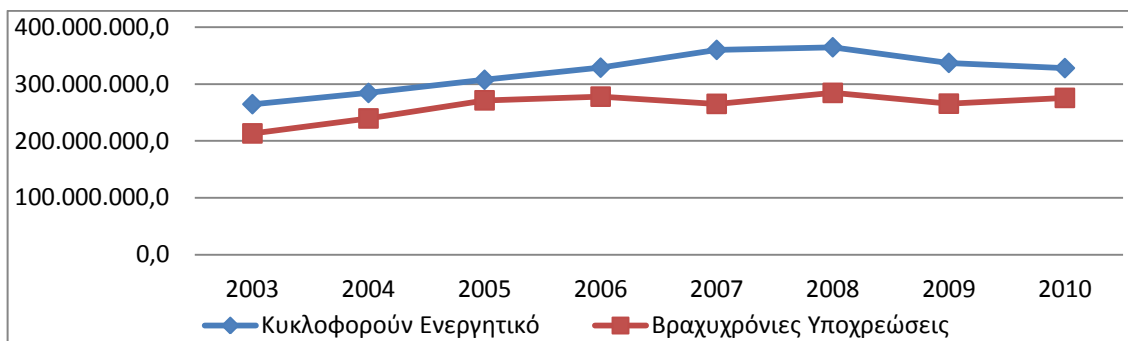
Διάγραμμα 5.5.4.1: Ενεργητικό Κλάδου

5.5.5 Κεφάλαιο Κίνησης

Η έλλειψη ρευστότητας αποτελεί μια από τις συνηθέστερες αιτίες που οι επιχειρήσεις οδηγούνται στην πτώχευση καθώς οδηγεί σε αδυναμία αποπληρωμής των βραχυπρόθεσμων υποχρεώσεων προς τους πιστωτές. Στη συγκεκριμένη περίπτωση όμως για όλα τα υπό εξέταση έτη το κεφάλαιο κίνησης έχει θετικές τιμές, γεγονός που σημαίνει πως ο κλάδος μπορεί να προβαίνει εγκαίρως στην κάλυψη τους. Θα πρέπει όμως να δοθεί προσοχή στην ελαφρώς φθίνουσα πορεία του κυκλοφορούντος ενεργητικού τα τελευταία έτη που σε συνδυασμό με τη σχετική σταθερότητα στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις προκαλούν διαδοχικές μειώσεις στο κεφάλαιο κίνησης, το οποίο από το 2007 έχει μειωθεί κατά περίπου 45%.



Διάγραμμα 5.5.5.1: Κεφάλαιο Κίνησης Κλάδου (σε χιλιάδες)



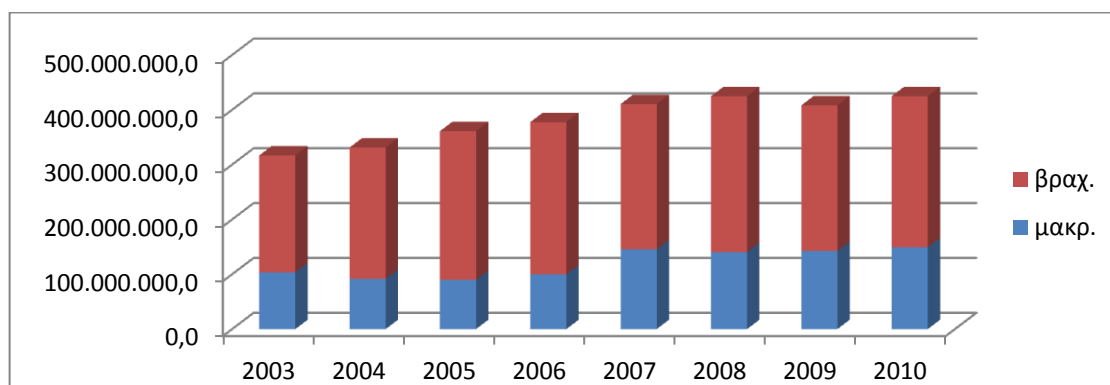
Διάγραμμα 5.5.5.2: Κυκλοφορούν Ενεργητικό και Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

5.5.6 Υποχρεώσεις και Ίδια Κεφάλαια

Η χρήση δανειακών κεφαλαίων μπορεί να αποδειχθεί ευεργετική για μια επιχείρηση αν γίνει με προσοχή. Από την άλλη πλευρά, η υπερβολική έκθεση σε ξένα κεφάλαια μπορεί να τη βαρύνει με πρόσθετα χρηματοοικονομικά κόστη τα οποία μακροπρόθεσμα μπορούν να την οδηγήσουν σε δυσμενή θέση, ειδικότερα αν συνοδεύεται από κάμψη στις δραστηριότητές της, όπως στη συγκεκριμένη περίπτωση.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Βραχυχρόνιες*	213.140	239.436	271.299	277.787	265.044	284.386	265.436	275.563
Μακροπρόθεσμες*	103.568	91.750	89.731	99.728	145.434	140.380	142.686	149.288
Σύνολο*	316.709	331.186	361.030	377.515	410.478	424.766	408.122	424.851
Βραχ./Σύνολο	67,30%	72,30%	75,15%	73,58%	64,57%	66,95%	65,04%	64,86%

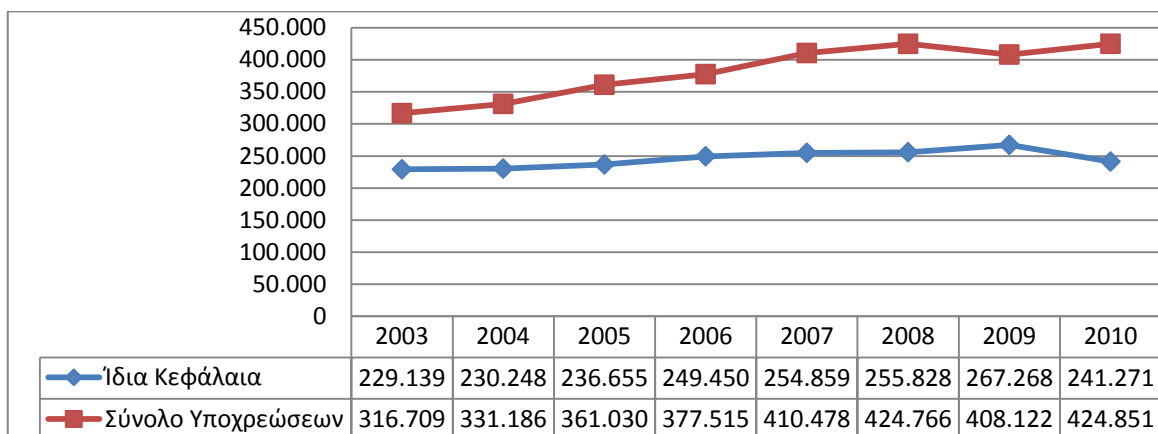
Πίνακας 5.5.6.1: Υποχρεώσεις Κλάδου (*σε χιλιάδες)



Διάγραμμα 5.5.6.1: Υποχρεώσεις Κλάδου (*σε χιλιάδες)

Όπως φαίνεται στον πίνακα πάνω (5.5.6.1), οι επενδύσεις των τελευταίων ετών σε πάγιο εξοπλισμό χρηματοδοτήθηκαν με μακροπρόθεσμα δάνεια κυρίως, τα οποία από το 2004 αυξήθηκαν περισσότερο από 60%. Από την άλλη πλευρά οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις παρέμειναν στα ίδια επίπεδα από το 2005 και έπειτα.

Τέλος, τα ίδια κεφάλαια παρουσιάζουν μικρές αυξομειώσεις αλλά γενικότερα στο σύνολο της υπό εξέταση περιόδου παραμένουν σε σχετικά σταθερά επίπεδα, ενώ οι συνολικές υποχρεώσεις παρουσιάζουν αυξητικές τάσεις (Διάγραμμα 5.5.6.2).



Διάγραμμα 5.5.6.2: Ίδια Κεφάλαια και Υποχρεώσεις Κλάδου (σε χιλιάδες)

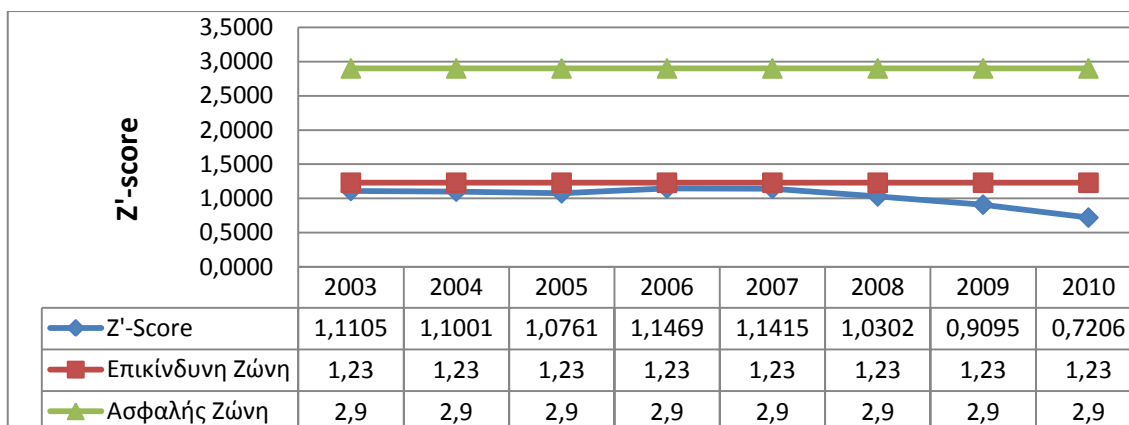
5.5.7 Εφαρμογή του Z-Score

Αντιμετωπίζοντας τον κλάδο σαν μία ενιαία επιχείρηση, γίνεται εφαρμογή του Z'-Score για να εξαχθεί μια γενικότερη εικόνα για την υγεία του, την εξέλιξη του και τις προοπτικές του.

ΑΡΙΘΜΟΔΕΙΚΤΕΣ	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
X_1 = Κεφάλαιο Κίνησης / Σύνολο Ενεργητικού	9,32%	7,81%	6,01%	8,12%	14,2%	11,8%	10,5%	7,96%
X_2 = Μη Διανεμόμενα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού	-4,74%	-5,32%	-5,42%	-2,78%	-3,58%	-5,27%	-7,94%	-13,8%
X_3 = Κέρδη προ φόρων, και τόκων / Σύνολο Ενεργητικού	3,80%	3,57%	3,86%	4,53%	4,60%	2,30%	0,47%	-0,13%
X_4 = Σύν. Ιδίων Κεφαλαίων / Σύνολο Υποχρεώσεων	72,4%	69,5%	65,6%	66,1%	62,1%	60,2%	65,5%	56,8%
X_5 = Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού	0,6631	0,6876	0,6852	0,6952	0,6676	0,6676	0,6134	0,5472
$Z' = 0,717X_1 + 0,847X_2 +$ $3,107X_3 + 0,42X_4 +$ $0,998X_5$	1,1105	1,1001	1,0761	1,1469	1,1415	1,0302	0,9095	0,7206

Πίνακας 5.5.7.1: Αριθμοδείκτες και Z'-Score κλάδου

Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα 5.5.7.1 οι τιμές σε όλα τα έτη βρίσκονται κάτω από το όριο του 1,23, συνεπώς βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη, με τα τέσσερα τελευταία έτη να υπάρχει μια φθίνουσα πορεία που δείχνει να ενισχύεται.



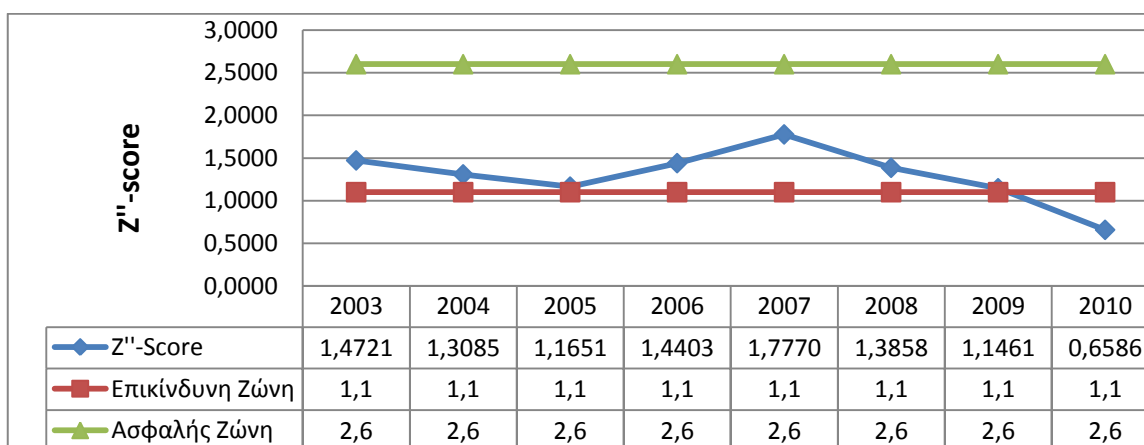
Διάγραμμα 5.5.7.1: Z'-Score Κλάδου

Με βάση τα αποτελέσματα από τους αριθμοδείκτες του προηγούμενου πίνακα πραγματοποιείται και ο υπολογισμός των Z''-Score του κλάδου.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
$Z'' = 6.56 \cdot X_1 + 3.26 \cdot X_2 + 6.72 \cdot X_3 + 1.05 \cdot X_4$	1,4721	1,3085	1,1651	1,4403	1,7770	1,3858	1,1461	0,6586

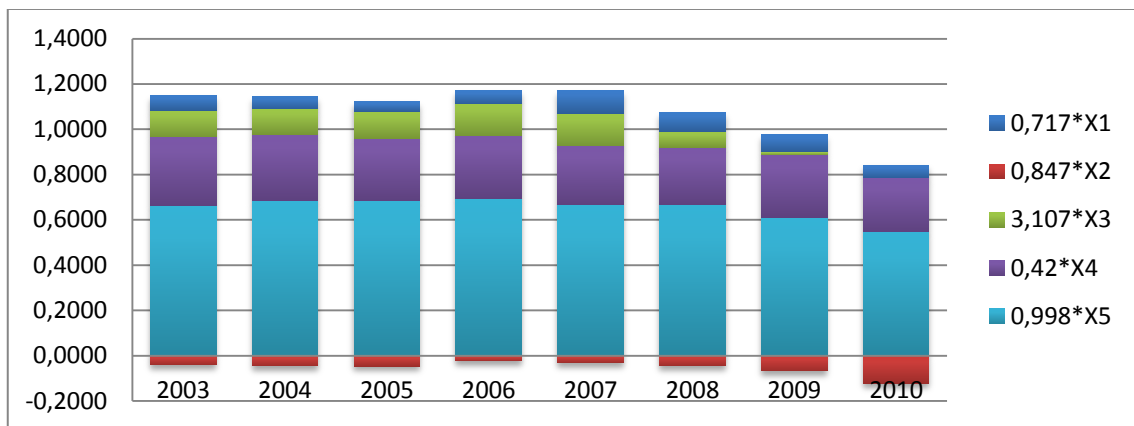
Πίνακας 5.5.7.2: Z''-Score κλάδου

Σε αυτή την περίπτωση όπως διακρίνεται και παρακάτω οι τιμές μέχρι και το προτελευταίο έτος βρίσκονται εντός της γκρι ζώνης, όμως και εδώ παρουσιάζεται μια σημαντικά πτωτική τάση από το 2007 και έπειτα που έχει σαν αποτέλεσμα ο περιορισμός του σκορ να οδηγήσει στην κατάταξη του κλάδου στο κόκκινο το 2010.

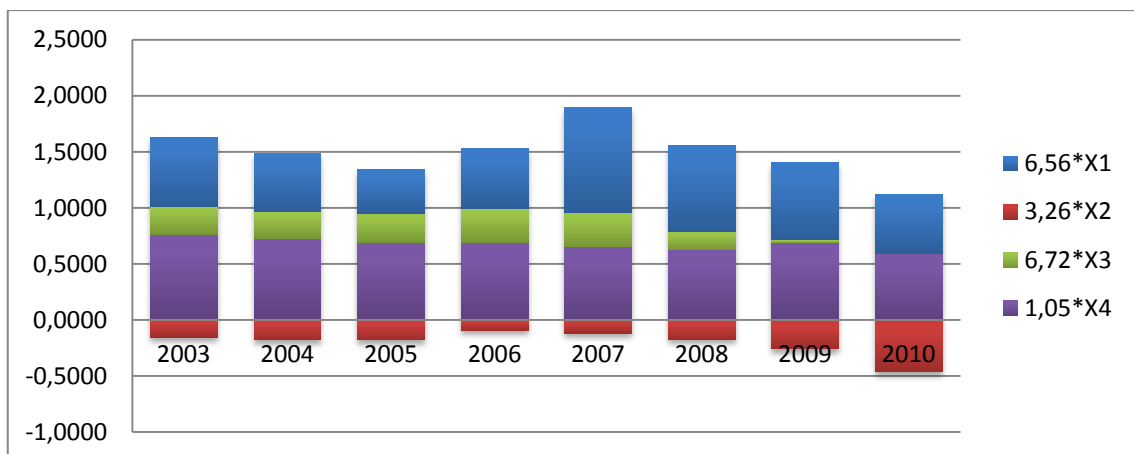


Διάγραμμα 5.5.7.2: Z''-Score Κλάδου

Τέλος, ακολουθούν δύο διαγράμματα με τη συμβολή των δεικτών στη διαμόρφωση των τιμών του Z' και Z''.



Διάγραμμα 5.5.7.3: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z'



Διάγραμμα 5.5.7.4: Συμβολή δεικτών στον υπολογισμό των Z''

Μελετώντας και τα δύο διαγράμματα, είναι φανερό πως η αφαίρεση του δείκτη X_5 και οι σημαντικές διαφορές στους συντελεστές άλλαξαν τελείως τις ισορροπίες για τον υπολογισμό του σκορ Z'' σε σχέση με το Z'. Στο Z', τη μεγαλύτερη συνεισφορά στο τελικό σκορ έχουν οι δείκτες X_5 και X_4 , ενώ στο Z'' μεγάλη βαρύτητα δείχνει να έχει ο δείκτης ρευστότητας, το X_4 είναι αντίστοιχα με το πρώτο στα ίδια περίπου επίπεδα και αρκετά αυξημένο ρόλο έχει το μέγεθος των κερδών με τους δείκτες X_2 και X_3 .

Παρατηρήσεις

Με βάση τα όσα αναφέρθηκαν παραπάνω για τα οικονομικά μεγέθη του κλάδου και τον υπολογισμό των αριθμοδεικτών προκύπτουν τα εξής συμπεράσματα:

- ❖ Όλοι οι δείκτες παρουσιάζουν σημαντική κάμψη από το 2007, με εξαίρεση την προσωρινή άνοδο του X_4 το 2009. Υπενθυμίζεται, πως σύμφωνα με παρατήρηση του Altman για το μοντέλο, η πιο σοβαρή αλλαγή στη συνολική εικόνα των δεικτών σε μονομεταβλητό επίπεδο, συμβαίνει μεταξύ του τρίτου και του δεύτερου χρόνου πριν από την πτώχευση.
- ❖ Οι θετικές τιμές του X_1 υποστηρίζουν πως δεν αντιμετωπίζεται πρόβλημα στην έγκαιρη αποπληρωμή των βραχυχρόνιων υποχρεώσεων, όμως η φθίνουσα πορεία τους από το 2007 αποτελεί ένδειξη ότι ο κλάδος υφίσταται συνεχείς λειτουργικές ζημιές.
- ❖ Αρνητικά παρακρατηθέντα κέρδη σημαίνει ότι υπάρχουν σοβαρά προβλήματα στη λειτουργία του, με αποτέλεσμα τη μείωση της περιουσίας των μετόχων.
- ❖ Οι χαμηλές τιμές του δείκτη κερδοφορίας όπως και τα επίπεδα του δείκτη X_5 που είναι αρκετά χαμηλότερα της μονάδας είναι δείγμα υπερεπένδυσης και επίσης χαμηλής αποδοτικότητας.
- ❖ Οι τιμές του δείκτη κεφαλαιακής διάρθρωσης και φερεγγυότητας μαρτυρούν πως υπάρχει κεφαλαιακή εξάρτηση σε δανεικά, η οποία μάλιστα παρουσιάζει αυξητικές τάσεις με την αναλογία των ιδίων κεφαλαίων προς τα δανεικά να πλησιάζει το ένα προς δύο.

Στο επόμενο κεφάλαιο ακολουθούν συγκεντρωτικά τα ευρήματα από την ανάλυση του κλάδου των εκτυπώσεων και τα συμπεράσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή των τριών εκδοχών του Z-Score.

Κεφάλαιο 6: Συμπεράσματα

Το μεγάλο ενδιαφέρον για την πρόβλεψη της οικονομικής δυσχέρειας έχει οδηγήσει στη δημιουργία ενός σημαντικού αντικειμένου έρευνας στον τομέα της λογιστικής και των οικονομικών εδώ και περίπου 80 χρόνια. Μέχρι σήμερα έχουν αναπτυχθεί πολλά μοντέλα πρόβλεψης της εταιρικής αποτυχίας, με βάση διάφορες τεχνικές μοντελοποίησης και χρηματοοικονομικών δεικτών. Κάθε ένα από αυτά έχει τα δικά του ιδιαίτερα πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα κατά την πραγματοποίηση της διάκρισης των επιχειρήσεων μεταξύ πτωχευμένων και μη. Ένα από αυτά είναι και το μοντέλο Z-Score του Altman, με τις τρεις εκδοχές του, το οποίο εφαρμόστηκε σε αυτήν τη διπλωματική εργασία.

Από τα αποτελέσματα που προέκυψαν από την εφαρμογή του συγκεκριμένου μοντέλου στις επιχειρήσεις του κλάδου των εκτυπώσεων, αλλά και από τη γενικότερη μελέτη της ακρίβειας των πορισμάτων του μοντέλου αυτού με βάση τις μέχρι στιγμής επαληθευμένες προβλέψεις, εξάγονται τα παρακάτω συμπεράσματα:

Εταιρείες με αρκετά διαδοχικά έτη με ζημιές καταφέρνουν να διατηρούν τη λειτουργία τους. Το ίδιο ισχύει και με εταιρείες που έχουν σκορ είτε μικρότερο του κατώτατου ορίου είτε που καταγράφει πτώση για αρκετά διαδοχικά έτη. Αυτό παρουσιάζει αρκετό ενδιαφέρον καθώς σύμφωνα με τον Altman το μοντέλο του προβλέπει την πτώχευση με υψηλή ακρίβεια έως και δύο έτη πριν, γεγονός που δεν δείχνει πως επαληθεύεται σε μεγάλο βαθμό σε αυτή την περίπτωση. Σε έως τώρα έρευνες στην Ελλάδα για το συγκεκριμένο θέμα επιλέγονταν συνήθως δεδομένα τριών μέχρι πέντε ετών, για δείγματα επιχειρήσεων που περιλάμβαναν υγιείς αλλά και πτωχευμένες. Αντιθέτως, σε αυτή την έρευνα όλες οι επιχειρήσεις ήταν εν ενεργεία, συνεπώς δεν είχε καταγραφεί έως τώρα σχετικό περιστατικό.

Μεταξύ άλλων, χαρακτηριστικό είναι πως από το δείγμα των 63 εταιρειών που επιλέχθηκαν, υπήρχαν 10 που κατατάχθηκαν με το Z' στην επικίνδυνη ζώνη και τα οχτώ έτη που εξετάστηκαν, όπως επίσης 7 με το Z'' και σε αντίθεση με ότι υποστηρίζεται στη θεωρία συνέχισαν απρόσκοπτα την λειτουργία τους. Ιδιαίτερα για το Z', υποστηρίζεται πως μια επιχείρηση που κατατάσσεται στην επικίνδυνη ζώνη έχει

91% πιθανότητα να οδηγηθεί στην πτώχευση το επόμενο έτος. Αν όμως πραγματικά ίσχυε αυτό, στο τέλος της υπό εξέταση περιόδου (2010) θα έπρεπε να συνεχίζουν τη λειτουργία τους λιγότερες από είκοσι χωρίς να έχουν κάνει χρήση των διατάξεων του Πτωχευτικού Κώδικα (μόλις 12 δεν κατατάχθηκαν σε κανένα έτος στην επικίνδυνη ζώνη). Από την άλλη πλευρά, τα αποτελέσματα του Z' ήταν πιο ρεαλιστικά, όμως και αυτά δεν επαληθεύτηκαν σε σημαντικό βαθμό όσον αφορά στις κατατάξεις των επιχειρήσεων στην κόκκινη περιοχή.

Επιπρόσθετα, το ίδιο ισχύει και με την εκδοχή για τις εισηγμένες. Σημαντικό ρόλο σε αυτό δείχνουν να διαδραματίζουν και οι έντονες διακυμάνσεις στην τιμή των μετοχών στο Ελληνικό Χρηματιστήριο που φαίνεται να επηρεάζουν αρκετά τη διαμόρφωση των τελικών σκορ. Έτσι, παρά το γεγονός ότι οι δύο επιχειρήσεις που εξετάστηκαν έχουν καταταχθεί στην επικίνδυνη ζώνη για αρκετά έτη, δεν έχουν τεθεί ποτέ υπό καθεστώς επιτήρησης ή αναστολής της διαπραγμάτευσης των μετοχών στο Χ.Α. Βέβαια, στη συγκεκριμένη περίπτωση το δείγμα είναι μικρό, ενώ μόνο το Z' πραγματοποίησε επιτυχημένη πρόβλεψη και για τις δύο.

Από αντίστοιχες μελέτες που έχουν πραγματοποιηθεί στο παρελθόν, έχει προκύψει το συμπέρασμα πως το συγκεκριμένο μοντέλο είναι εφαρμόσιμο στις Ελληνικές επιχειρήσεις αλλά με μειωμένη ακρίβεια. Οι εκδοχές του Z-score έχουν διαμορφωθεί με δεδομένα από το 1968 μέχρι το 1999 από Αμερικάνικες κυρίως επιχειρήσεις, οπότε δεν είναι δυνατόν να διατηρήσουν τα ίδια ποσοστά ακρίβειας και για τις Ελληνικές, με δεδομένες τις ιδιαιτερότητες της εγχώριας αγοράς και των διαφορών της από την Αμερικάνικη, αλλά και των ραγδαίων οικονομικών εξελίξεων των τελευταίων ετών παγκοσμίως. Πέρα από αυτά, οι παραλλαγές αυτές δεν λαμβάνουν υπόψη τους μακροοικονομικά δεδομένα, όπως είναι η ύφεση που έχει πλήξει την εγχώρια οικονομία και κατά συνέπεια δεν έχουν προσαρμοστεί αναλόγως (π.χ. μείωση των τιμών στις ζώνες ή αύξηση στους συντελεστές των δεικτών) για να ισοσκελιστεί αυτή η «ανισορροπία» με αποτέλεσμα να είναι αρκετά «αυστηρό» στις κατατάξεις του, ιδιαίτερα όσον αφορά τη ζώνη των υγιών επιχειρήσεων.

Από την άλλη πλευρά, η αλήθεια είναι πως για αρκετούς λόγους τα αποτελέσματα αυτά μπορεί να είναι παραπλανητικά, καθώς το μοντέλο είναι τόσο ακριβές όσο και τα στοιχεία που εισάγονται σε αυτό. Ορισμένοι από αυτούς τους λόγους είναι:

- ❖ Στις οικονομικές καταστάσεις που χρησιμοποιήθηκαν δεν έχουν ληφθεί υπόψη οι παρατηρήσεις των ελεγκτών.
- ❖ Σε ορισμένες από τις εταιρείες δεν έχει πραγματοποιηθεί έλεγχος για την ακρίβεια και εγκυρότητα των στοιχείων που καταγράφουν για σημαντικό χρονικό διάστημα.
- ❖ Επιπροσθέτως, αρκετές από τις εταιρείες μπορεί όντως να αντιμετωπίζουν οικονομικά προβλήματα επί σειρά ετών αλλά να μην έχουν δημοσιοποιηθεί. Κλασικά παραδείγματα για την Ελληνική πραγματικότητα είναι οι οφειλές προς το δημόσιο, όπου υπάρχουν επιχειρήσεις που οφείλουν για μεγάλο χρονικό διάστημα σημαντικά ποσά από εισφορές και φόρους που το κράτος δεν προβαίνει στη διαδικασία διεκδίκησης τους, και οι ακάλυπτες επιταγές.
- ❖ Επίσης, πολλές από αυτές έχουν οικογενειακή μορφή και αρκετές φορές τα προσωπικά έξοδα που πραγματοποιούνται από την διοίκηση τους χρεώνονται στην επιχείρηση για να παρουσιάζονται μειωμένα τα κέρδη και να μειώνονται οι οφειλές προς την εφορία.

Γενικότερα, υπάρχουν μεγάλες διαφορές στις κατατάξεις μεταξύ και των τριών εκδοχών του μοντέλου. Συνεπώς, θα ήταν προτιμότερο τα αποτελέσματα τους να χρησιμοποιούνται περισσότερο σαν ενδείξεις για ενδεχόμενη οικονομική δυσχέρεια, παρά για την πρόγνωση της πτώχευσης, με τη νομική έννοια του όρου, ενώ θεμιτό θα ήταν να διασταυρώνονται αυτά τα αποτελέσματα και με αντίστοιχα από άλλα μοντέλα πρόβλεψης για το σχηματισμό μίας πιο πλήρους και ασφαλούς διάγνωσης.

Τέλος, σε μονομεταβλητό επίπεδο, οι συνέπειες της σημαντικής μείωσης που παρουσιάζει η ζήτηση των προϊόντων του κλάδου των εκτυπώσεων σε συνδυασμό με την κακή κατάσταση της Ελληνικής οικονομίας εξαιτίας της ύφεσης και της πολιτικής αστάθειας αντικατοπτρίζεται και στα οικονομικά στοιχεία των επιχειρήσεων. Αν μελετήσει κανείς τους δείκτες για την κάθε μία εταιρεία ξεχωριστά θα διαπιστώσει πως για την πλειοψηφία αυτών οι τιμές τους τα τρία τελευταία έτη καταγράφουν φθίνουσα πορεία, κάτι που αποτυπώνεται και στα συγκεντρωτικά αποτελέσματα.

Κεφάλαιο 7: Προτάσεις για Περαιτέρω Έρευνα

Για την ορθότερη αξιοποίηση των αποτελεσμάτων της παρούσας εργασίας αλλά και για την εξέλιξη της έρευνας, χρήσιμο θα ήταν να ληφθούν υπόψη οι παρακάτω προτάσεις.

- ❖ Να πραγματοποιηθεί παρακολούθηση των ευρημάτων της παρούσας εργασίας και επαλήθευση των προβλέψεων των τελευταίων ετών για τις εταιρείες που έχουν επιλεγεί και επέκταση της έρευνας σε μεγαλύτερο μέρος του κλάδου.
- ❖ Επίσης, θα ήταν πολύ εποικοδομητική η χρησιμοποίηση και άλλων αντίστοιχων μοντέλων και να γίνει αντιπαράταση των αποτελεσμάτων τους για την ίδια χρονική περίοδο. Θα μπορούσε να γίνει χρήση κάποιου μοντέλου που επίσης χρησιμοποιεί την MDA ή κάποιο που είναι βασισμένο σε κάποια νεότερη τεχνική.
- ❖ Εφαρμογή του Z-Score σε ξένες επιχειρήσεις του αντίστοιχου κλάδου και σύγκριση των αποτελεσμάτων και της ακρίβειας του μοντέλου.
- ❖ Μελέτη για τη μέτρηση της ακρίβειας του Z'-Score σε δείγμα πτωχευμένων και υγιών επιχειρήσεων με δεδομένα από την εγχώρια αγορά.
- ❖ Έρευνα για την προσαρμογή και «επικαιροποίηση» του Z-Score στα δεδομένα της Ελληνικής αγοράς.

Βιβλιογραφία

Βιβλία

1. Αρτίκης Γεώργιος Π., 2002, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Επενδύσεων», Interbooks, Αθήνα.
2. Αρτίκης Γεώργιος Π., 2002, «Χρηματοοικονομική Διοίκηση – Αποφάσεις Χρηματοδοτήσεων», Interbooks, Αθήνα.
3. Περάκης Ευάγγελος Εμμ., 2010, «Πτωχευτικό Δίκαιο», Νομική Βιβλιοθήκη, Αθήνα.
4. Σινανιώτη-Μαρούδη Αριστέα, 2010, «Εμπορικό Δίκαιο» 2^η έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα.
5. Revsine, Collins and Johnson, 1999, Financial Reporting & Analysis, Prentice Hall, 1999, USA
6. Bernstein L., 1993, “Financial Statement Analysis”, 3rd edition, Irwin, USA
7. Palepu, Healy and Bernard, 2003, “Business Analysis & Valuation”, South-Western College Publishing, USA
8. S. Y. McMullen, 1979, “Financial Statements”, 7th edition, Irwin, USA

Μελέτες

1. Παναγόπουλος Γιώργος, Ιούλιος 2009, «Χρηματοοικονομική Ανάλυση Κλάδου Λιθογραφείων και Κυτιοποιίων 2004-2008»
2. Προβόπουλος Γεώργιος Α., Απρίλιος 2012, «Έκθεση του Διοικητή για το Έτος 2011»
3. National Book Center of Greece, September 2011, “The Book Market In Greece”, 7th Revised Edition
4. Ευρωπαϊκή Οικονομική και Κοινωνική Επιτροπή, 6/7/2010, «Προς μια πολιτική της ΕΕ για τον εξορθολογισμό της βιομηχανίας περιστροφικού όψεως και βαθυτυπίας στην Ευρώπη»

Επιστημονικά Άρθρα

1. Altman Edward I., 1968, "Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy", The Journal of Finance, vol. 23 no.4, pp. 589-609.
2. Altman Edward I., Haldeman Robert G. and Narayanan P., 1977, "Zeta Analysis: A New Model to Identify Bankruptcy Risk of Corporations", Journal of Banking & Finance, vol.1, issue 1, pp. 29-54
3. Altman Edward I., La Fleur James K., 1981,"Managing a Return to Financial Health", Journal of Business Strategy, vol.2, issue 1, pp. 31 – 38
4. Altman Edward I., Marco Giancarlo & Varetto Franco, 1994, "Corporate distress diagnosis: Comparisons using linear discriminant analysis and neural networks (the Italian experience)", Journal of Banking & Finance, Vol. 18, Issue 3, pp. 505-529.
5. Altman Edward I., 2000, "Predicting Financial Distress of Companies: Revisiting the Z-Score and Zeta® Models", Stern School of Business, New York University.
6. Altman Edward I., Hotchkiss Edith, 2005, "Corporate Financial Distress and Bankruptcy: Predict and Avoid Bankruptcy, Analyze and Invest in Distressed Debt", Wiley Finance, 3rd edition
7. Balcaen S., Ooghe H., 2006, "35 Years of Studies on Business Failure: an Overview of the Classic Statistical Methodologies and Their Related Problems", The British Accounting Review v.38, pp. 63-93.
8. Beaver William H., 1966, "Financial Ratios as Predictors of Failure", Journal of Accounting Research, v. 4, pp. 71-111.
9. Bellovary J., Giacominio D. & Akers M., 2007, "A Review of Bankruptcy Prediction Studies: 1930 to Present", Journal of Financial Education, v.33.
10. Chudson Walter A., 1945, "The Pattern of Corporate Financial Structure", New York: National Bureau of Economic Research.
11. Gerantonis N., Vergos K., Christopoulos A., 2009, "Can Altman Z-score Models Predict Business Failures in Greece?", Research Journal of International Studies – Issue 12, pp. 21-28.
12. Merwin Charles L., 1942, "Financing Small Corporations in Five Manufacturing Industries, 1926-1936" New York: National Bureau of Economic Research.
13. Ohlson James A., 1980, "Financial Ratios and the Probabilistic Prediction of Bankruptcy", Journal of Accounting Research, v. 18 no. 1, pp. 109-131.

Ιστοσελίδες

1. <http://www.naftemporiki.gr/>
2. <http://www.bankruptcyaction.com/>
3. <http://el.wikipedia.org/> και <http://en.wikipedia.org/>
4. <http://www.investopedia.com/>
5. <http://www.semee.gr/index.php?id=MEM>
6. <http://www.graphicarts.gr/>
7. http://www.eihea.gr/default_gr.htm/
8. <http://www.europi.gr/circulation/>
9. <http://www.eesc.europa.eu/?i=portal.el.home>
10. <http://www.newsbeast.gr/>
11. <http://www.protothema.gr/>
12. <http://www.isotimia.gr/>
13. <http://www.imerisia.gr/>
14. <http://www.dealnews.gr/>
15. <http://www.express.gr/>
16. <http://www.epikaira.gr/>
17. <http://www.reporter.gr/>
18. <http://www.capital.gr/>
19. <http://www.enet.gr/>
20. <http://www.makthes.gr/>
21. <http://www.tanea.gr/>
22. <http://www.iefimerida.gr/>
23. <http://www.et.gr/>
24. <http://tvxs.gr/>
25. <http://www.typography-museum.gr/>
26. <http://www.smartprintmedia.com/>
27. <http://www.themediaproject.gr/>
28. <http://www.thepressproject.gr/>
29. Όλες οι ηλεκτρονικές διευθύνσεις των εταιρειών που περιλαμβάνονται στο Παράρτημα

Άλλες Πηγές

1. Πτωχευτικός Κώδικας: ΦΕΚ 153, Α/10-7-2007, Ν. 3588/07
2. Πτωχευτικός Κώδικας: ΦΕΚ 204, Α/15-9-2011, Ν. 4013/11
3. Εθνικό Παρατηρητήριο για τις ΜΜΕ:
<http://www.scribd.com/doc/64658449/ΕΚΠΟΝΗΣΗ-ΕΝΝΕΑ-9-ΚΛΑΔΙΚΩΝ-ΜΕΛΕΤΩΝ-ΓΙΑ-ΤΙΣ-ΜΙΚΡΟΜΕΣΑΙΕΣ-ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ>
4. Λιόντης Κωστής, 7/4/1996, «Αφιέρωμα: Ελληνική Τυπογραφία», Η Καθημερινή

Παράρτημα

1. Break In

Επωνυμία:	BREAK IN Α.Ε.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.breakin.gr/
Ίδρυση:	1979
Έδρα:	Βαλτετσίου 50-52, Αθήνα, 106 81
Δ. Σύμβουλος:	Τζίφας Δημήτριος Τρ.
Αντικείμενο:	Πραγματοποιεί κάθε είδους εκτύπωση σε χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ειδικές κατασκευές, Ηλεκτρονικό μοντάζ.

2. DOT Repro

Επωνυμία:	DOT REPRO Α.Ε. ΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΕΧΝΩΝ
Ιστοσελίδα:	http://www.dotrepro.gr/
Ίδρυση:	1979
Έδρα:	Ανδρομάχης 51 & Χαροκόπου, Καλλιθέα, 176 71
Δ. Σύμβουλος:	Κόκκορης Γρηγόρης
Αντικείμενο:	Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει από τη δημιουργία και εκτύπωση ενός εντύπου (κάθε είδους) έως την κάλυψη κτιρίων ή του στόλου των αυτοκινήτων μιας εταιρείας.
Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία και Offset, Μεταξοτυπία, Επιμέλεια εκδόσεων, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Διάθεση.

3. Giesecke & Devrient – Ματσούκης

Επωνυμία:	GIESECKE & DEVRIENT-ΜΑΤΣΟΥΚΗΣ ΑΕ ΕΚΤΥΠΩΣΕΩΝ ΑΣΦΑΛΕΙΑΣ
Ιστοσελίδα:	www.gi-de.com/
Ίδρυση:	Η Αλέξανδρος Ματσούκης Γραφικές Τέχνες Α.Ε. ιδρύθηκε το 1891.
Έδρα:	Λεωφ. Δημοκρατίας 69, Ίλιον, 131 22
Δ. Σύμβουλος:	Kunz Hans Wolfgang
Αντικείμενο:	Η εταιρία Giesecke & Devrient - Ματσούκης Α.Ε. εξειδικεύεται στην εκτύπωση εντύπων ασφαλείας με βάση το χαρτί, όπως χαρτονομίσματα, γραμματόσημα, ένσημα, επιταγές, διαβατήρια, κ.α. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Μεταξοτυπία, Υδατογραφία, Μηχανογραφικά έντυπα, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Ειδικές κατασκευές, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Ετικετοποιία, Κυτιοποιία.
Άλλα Στοιχεία:	Οι δύο εταιρείες υπήρξαν στρατηγικοί εταίροι για πολλά χρόνια και από το 2007 η Giesecke & Devrient απέκτησε το 60% των μετοχών της Αλέξανδρος Ματσούκης Γραφικές Τέχνες Α.Ε. Η Giesecke & Devrient είναι Γερμανική εταιρεία, με έδρα τη Λειψία και έτος ίδρυσης το 1852.

4. Grafo

Επωνυμία:	GRAFO Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.grafoae.gr/
Έδρα:	Βενιζέλου 22, Θεσσαλονίκη, 546 24
Δ. Σύμβουλος:	Ντουρανίδης Ελευθέριος
Αντικείμενο:	Κύρια δραστηριότητα της εταιρείας είναι η παραγωγή προϊόντων γραφικών τεχνών όπως περιοδικά, βιβλία, εφημερίδες, λευκώματα, εμπορικοί κατάλογοι, πολυσέλιδα έντυπα, αφίσες, γιγαντοαφίσες, διαφημιστικά έντυπα κλπ. Παρέχει ολοκληρωμένες υπηρεσίες παραγωγής κάθε είδους εντύπου.

Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Επιμέλεια εκδόσεων
------------------------	---

5. Iris

Επωνυμία:	ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ IRIS Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.irisprinting.gr/
Ίδρυση:	1991, Μεταμόρφωση Αττικής
Έδρα:	20ο χλμ. Λεωφ. Λαυρίου, Κορωπί, 194 00
Δ. Σύμβουλος:	Νέζης Στέργιος Γ.
Αντικείμενο:	Είναι καθιερωμένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Παράγει κάθε είδους έντυπο σε χαρτί, αλλά το μεγαλύτερο βάρος της παραγωγής της το έχει η εκτύπωση εφημερίδων και περιοδικών.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Πλαστικοποίηση, Επιβερνικώσεις ultra violet, Συσκευασία εντύπων.
Άλλα Στοιχεία:	Οι δύο μέτοχοι της είναι ο Δημοσιογραφικός Οργανισμός Λαμπράκη Α.Ε. και η Πήγασος Εκδοτική Α.Ε. με ποσοστό 50% η κάθε μία. Είναι η μεγαλύτερη εταιρεία εκτυπώσεων στην Ελλάδα και μία από τις μεγαλύτερες στην Νοτιοανατολική Ευρώπη.

6. Label Press

Επωνυμία:	LABEL PRESS Α.Ε. - ΕΤΙΚΕΤΟΠΟΙΑΣ & ΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΕΧΝΩΝ
Ιστοσελίδα:	http://www.labelpress.gr/
Ίδρυση:	1991
Έδρα:	Πύλου 24, Αχαρνές, 136 74
Δ. Σύμβουλος:	Σταυράκης Σταύρος
Αντικείμενο:	Βασικό της αντικείμενο είναι η παραγωγή ετικετών. Καθιερωμένη μονάδα, έχει την επιμέλεια σε όλα τα στάδια της παραγωγικής διαδικασίας.
Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Χρυσοτυπία, Αναγλυφοτυπία, Μεταξοτυπίες, Ειδικές ετικέτες τροφίμων και ποτών

7. MDK Powerprint

Επωνυμία:	MDK POWERPRINT ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	www.mdkpowerprint.gr/
Έδρα:	Λεωφ. Μεσογείων 275, Χαλάνδρι, 152 31
Δ. Σύμβουλος:	Ματσούκης Ευθύμιος
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις εντύπων, εκδόσεις εντύπων τουριστικού περιεχομένου, παραγωγή χάρτινων ειδών συσκευασίας και ετικετών.
Δραστηριότητες:	Βιβλιοδεσία, Χάρτινες κατασκευές, επιμέλεια εκδόσεων
Άλλα Στοιχεία:	Το τμήμα εκτυπώσεων της εταιρείας ξεκίνησε τη λειτουργία του σαν DOT Power Print. Από το 2008 απορροφήθηκε από την MDK και απέκτησε τη σημερινή της μορφή.

8. Paper Graph

Επωνυμία:	PAPER GRAPH Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	www.papergraph.gr/
Ίδρυση:	1978
Έδρα:	ΒΙΟ. ΠΑ. Λουτρακίου, Τ.Θ. 4, Λουτράκι, 203 00
Δ. Σύμβουλος:	Μπουρδής Νικόλαος Δ.
Αντικείμενο:	Παράγει κάθε είδους έντυπο, κυτία και ετικέτες. Καθιερωμένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Κυτιοποιία, Ετικετοποιία.

9. Αδάμ

Επωνυμία:	ΑΔΑΜ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΑΠΑΡΑΓΩΓΗ ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Β.&Ε.Ε.
Έδρα:	Λεωφ. Μεσογείων 275, Χαλάνδρι, 152 31
Δ. Σύμβουλος:	Αδάμ Κωνσταντίνος
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Εκτυπώσεις.

10. Αλεξίου Γ.

Επωνυμία:	ΑΛΕΞΙΟΥ Γ. & ΣΙΑ Α.Ε. - ΔΗΜΟΣΙΟΓΡΑΦΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ
Ιστοσελίδα:	www.neosagon.gr/
Ίδρυση:	1935
Έδρα:	Στρ. Λάππα 27, Καρδίτσα, 431 00
Δ. Σύμβουλος:	Αλεξίου Γεώργιος
Αντικείμενο:	Ημερήσια έντυπη και ηλεκτρονική εφημερίδα με ιδιόκτητο τυπογραφείο.
Δραστηριότητες:	Κυλινδρικές Offset, Εκδόσεις εφημερίδων και περιοδικών.

11. Αλφάβητο

Επωνυμία:	ΑΛΦΑΒΗΤΟ Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.alphabet.gr/
Ίδρυση:	1991
Έδρα:	Βριλησσού 80, Αθήνα, 114 76
Δ. Σύμβουλος:	Γαβαλάς Θεόδωρος
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την παραγωγή κάθε είδους εντύπου σε χαρτί, μικρών και μεγάλων διαστάσεων. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία και Offset, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Πλαστικοποίηση, Επιμέλεια εκδόσεων.

12. Ανδρέου Α.

Επωνυμία:	ΑΝΔΡΕΟΥ Α. Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.andreu.gr/
Ίδρυση:	1987
Έδρα:	Οδυσσέα Ελύτη 96, Άνω Λιόσια, 133 41
Δ. Σύμβουλος:	Ανδρέου Άννα
Αντικείμενο:	Είναι καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Βασικό της αντικείμενο είναι η παραγωγή εντύπων σε χαρτί.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Ειδικές κατασκευές.

13. Αντωνιάδης

Επωνυμία:	ΑΝΤΩΝΙΑΔΗΣ Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.antoniadis-sa.gr/
Έδρα:	Μ. Αλεξάνδρου 26-28, Αθήνα, 104 36
Δ. Σύμβουλος:	Αντωνιάδης Δημήτριος
Αντικείμενο:	Είναι καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Παράγει κάθε είδους έντυπο σε χαρτί.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Εντύπων εκτυπώσεις, Ημερολογιακά είδη.

14. Άξες – Access

Επωνυμία:	ΑΞΕΣ ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.access.gr/
Ίδρυση:	1988
Έδρα:	Ποσειδώνος 23 & Συντ. Δαβάκη, Μεταμόρφωση, 144 51
Δ. Σύμβουλος:	Παπαθανασίου Κωνσταντίνος
Αντικείμενο:	Ολοκληρωμένες λύσεις παραγωγής και διανομής εντύπων. Μονάδα καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Διαφημιστικές κατασκευές, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Εκτυπώσεις ετικετών, Οργάνωση εκθέσεων / συνεδρίων.

15. Ασπιώτη

Επωνυμία:	ΑΣΠΙΩΤΗ ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΕΣ ΕΡΓΑΣΙΕΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.aspioti.gr/
Έδρα:	33ο χλμ. Λεωφ. Αθηνών - Λαυρίου, Τ.Θ. 239, Μαρκόπουλο, 194 02
Δ. Σύμβουλος:	Δεστούνης Άγγελος
Αντικείμενο:	Είναι μια κάθετη μονάδα παραγωγής κάθε είδους εντύπου και μηχανογραφικού χαρτιού. Επίσης, κάνει εισαγωγές και εμπορία χάρτου.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Δημιουργικά γραφεία.

16. Βιβλιοσυνεργατική

Επωνυμία:	ΒΙΒΛΙΟΣΥΝΕΡΓΑΤΙΚΗ Α.Ε.Π.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.bibliosynergatiki.gr/
Έδρα:	Φειδίου 18, Αθήνα, 106 78
Δ. Σύμβουλος:	Κουνενάκη Εφραίμογλου Σοφία
Αντικείμενο:	Είναι καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Παράγει κάθε είδους έντυπο, CD, DVD, κ.α.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Εντύπων εκτυπώσεις, Ημερολογιακά είδη, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Σχεδίαση ιστοσελίδων, Multimedia εφαρμογές, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ειδικές κατασκευές.

17. Βογιατζής

Επωνυμία:	Β. ΒΟΓΙΑΤΖΗΣ Α.Ε. – ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ
Ιστοσελίδα:	http://www.vogiatzis.gr/
Έδρα:	Πλαπούτα 18, Άλιμος, 174 56
Δ. Σύμβουλος:	Βογιατζής Βασίλειος Α.
Αντικείμενο:	Εκτύπωση κάθε είδους εντύπου, όλων των διαστάσεων. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Λιθογραφία, Offset σχήματος μεγαλύτερου από 70x100, Χάρτινες κατασκευές.

18. Γκρεκής

Επωνυμία:	ΓΚΡΕΚΗΣ ΕΝΤΥΠΕΣ ΥΠΗΡΕΣΙΕΣ Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.grekis.gr/
Ίδρυση:	1968
Έδρα:	56ο Χλμ. Αθηνών – Λαμίας, Οινόφυτα, Βοιωτία, 320 11
Δ. Σύμβουλος:	Γκρεκής Γεώργιος
Αντικείμενο:	Πλήρως καθετοποιημένη από τον σχεδιασμό μέχρι το τελικό προϊόν. Αναλαμβάνει κυρίως εκτυπώσεις ασφαλείας, διαφημιστικών και μηχανογραφικών εντύπων, ενώ

Δραστηριότητες:	παρέχει και υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας – mailing. Λιθογραφία, Φλεξογραφία, Ψηφιακές εκτυπώσεις, Επεξεργασία mailing, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις.
------------------------	---

19. Γραφοτυπική

Επωνυμία:	ΓΡΑΦΟΤΥΠΙΚΗ ΑΕ. ΜΗΧΑΝΟΓΡΑΦΙΚΩΝ & ΤΥΠΟΓΡΑΦΙΚΩΝ ΕΝΤΥΠΩΝ
Ιστοσελίδα:	http://www.grafotypiki.gr/
Ίδρυση:	1974
Έδρα:	Σπύρου Βρεττού 50, Αχαρνές, 136 78
Δ. Σύμβουλος:	Κοντοβά Κωνσταντίνα
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση κυρίως μηχανογραφικών και διαφημιστικών εντύπων, ενώ παρέχει και υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας – mailing.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ψηφιακές εκτυπώσεις, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing.

20. Δέρβη

Επωνυμία:	ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ OFFSET ΔΕΡΒΗ Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.wprint.gr/
Ίδρυση:	1960
Έδρα:	Ελαιώνας 13, Θέση Μπούρα, Σπάτα, 190 04
Δ. Σύμβουλος:	Δέρβη-Ζαφείρη Άννα Καλλιρόη
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κυρίως την παραγωγή οποιασδήποτε μορφής εντύπου, ανεξαρτήτως μεγέθους. Είναι πλήρως καθετοποιημένη.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία και Offset.

21. Δετοράκης

Επωνυμία:	Γ. ΔΕΤΟΡΑΚΗΣ - ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.detorakis.gr/
Ίδρυση:	1970
Έδρα:	ΒΙ. ΠΕ. Ηρακλείου, Οδός Θ', 714 08 Ηράκλειο Κρήτης
Δ. Σύμβουλος:	Δετοράκης Δημήτριος
Αντικείμενο:	Είναι καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Παράγει κάθε είδους έντυπο και κυτίο.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Χρυσοτυπία, Μεταξοτυπίες, Φλεξογραφίες, Ατελιέ προεκτύπωσης, Πλαστικοποίηση, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Μηχανογραφικά έντυπα, Ειδικές κατασκευές, Δημιουργικά γραφεία, Επιβερνικώσεις ultraviolet, Κυτιοποιία, Επιμέλεια εκδόσεων.

22. Διαμαντίδη Μ.

Επωνυμία:	Μ. ΔΙΑΜΑΝΤΙΔΗ - ΠΡΟΤΥΠΗ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΕΧΝΩΝ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.diamprinting.gr/
Ίδρυση:	1990
Έδρα:	Ανδριανουπόλεως 24, Καλαμαριά, 551 33
Δ. Σύμβουλος:	Διαμαντίδης Γεώργιος
Αντικείμενο:	Είναι καθετοποιημένη, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Αναλαμβάνει την παραγωγή εντύπων και ετικετών.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Ηλεκτρονικό μοντάζ.

23. Διαμαντίδης Γ.

Επωνυμία:	ΔΙΑΜΑΝΤΙΔΗΣ Γ. Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.proodos.net/
Ίδρυση:	1949
Έδρα:	Μάρκου Μαλλιαράκη 3, Ρόδος, 851 00
Δ. Σύμβουλος:	Κώστας Κωνσταντίνος Β.
Αντικείμενο:	Ημερήσια έντυπη και ηλεκτρονική εφημερίδα με ιδιόκτητο τυπογραφείο που παρέχει υπηρεσίες και σε τρίτους.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Εκδόσεις εφημερίδων και περιοδικών.

24. Δίας

Επωνυμία:	ΔΙΑΣ ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.diasga.gr/
Έδρα:	Ύδρας 18, Μοσχάτο, 183 46
Δ. Σύμβουλος:	Παυλής Χρήστος
Αντικείμενο:	Παράγει κατά κύριο λόγο βιβλία, περιοδικά, καταλόγους και συσκευασίες. Είναι καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Ψηφιακές εκτυπώσεις, Κυτιοποιία.

25. Διάσταση

Επωνυμία:	ΔΙΑΣΤΑΣΗ Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.diaastassi.gr/
Ίδρυση:	1990
Έδρα:	Πλήθωνος Γεμιστού 28, Αχαρνές, 136 78
Δ. Σύμβουλος:	Γιαννακίδης Δημήτριος
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει εκτυπώσεις εντύπων, κανονικών και μηχανογραφικών και παρέχει και υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας – mailing. Είναι καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ψηφιακές εκτυπώσεις, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing.

26. Δίκαιος

Επωνυμία:	ΔΙΚΑΙΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ Α.Ε.
Έδρα:	Έδρα: 13ο χλμ. Εθν. Οδού Αθηνών-Λαμίας, Μεταμόρφωση, 14452
Δ. Σύμβουλος:	Δίκαιος Δαμιανός
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις εντύπων
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία

27. Εκδοτική Βορείου Ελλάδος

Επωνυμία:	ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΒΟΡΕΙΟΥ ΕΛΛΑΔΟΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.agelioforos.gr/
Έδρα:	Δαναΐδων 4, Θεσσαλονίκη, 546 26
Δ. Σύμβουλος:	Μπακατσέλος Αλέξανδρος
Αντικείμενο:	Βασικό της αντικείμενο είναι η έκδοση και εκτύπωση εφημερίδων και περιοδικών (π.χ. Αγγελιοφόρος). Είναι καθετοποιημένη μονάδα με τυπογραφείο που προσφέρει υπηρεσίες και σε τρίτους.
Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Κυλινδρικές Offset, Λιθογραφία, Πλαστικοποίηση, Επιβερνώσεις.

28. Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη

Επωνυμία:	ΕΚΔΟΤΙΚΟΣ ΟΡΓΑΝΙΣΜΟΣ ΛΙΒΑΝΗ Α.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.livanis.gr/
Ίδρυση:	1972, με την επωνυμία «ΝΕΑ ΣΥΝΟΡΑ Ε.Π.Ε.»
Έδρα:	Σόλωνος 98, Αθήνα, 106 80
Δ. Σύμβουλος:	Λιβάνης Ηλίας Α.
Αντικείμενο:	Είναι εκδοτικός οίκος με ιδιόκτητες εγκαταστάσεις εκτύπωσης. Αναλαμβάνει την προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση, κυρίως βιβλίων και περιοδικών, είτε για την ίδια είτε για λογαριασμό τρίτων.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Εκδόσεις βιβλίων.
Άλλα Στοιχεία:	Από τις αρχές του 1994 ο Εκδοτικός Οργανισμός Λιβάνη αποφάσισε να επεκτείνει τις δραστηριότητές του και να προχωρήσει στην πραγματοποίηση των εργασιών της προεκτύπωσης εντός της εταιρείας, προκειμένου να καθετοποιήσει το σύνολο των εργασιών που απαιτούνται για την έκδοση ενός βιβλίου.

29. Ελληνοτυπική

Επωνυμία:	ΕΛΛΗΝΟΤΥΠΙΚΗ Α.Β.&Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.ellinotipiki.gr/
Ίδρυση:	1994
Έδρα:	Καραολή Αρτέμιδος 16, Μεταμόρφωση, 144 52
Δ. Σύμβουλος:	Ντίτσος Ιωάννης
Αντικείμενο:	Εκτύπωση τυπογραφικών και μηχανογραφικών εντύπων και ετικετών.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Ετικετοποιία.

30. Εξπρές

Επωνυμία:	ΕΞΠΡΕΣ - ΟΜΙΛΟΣ ΚΑΛΟΦΩΛΙΑ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.express.gr
Ίδρυση:	1995
Έδρα:	Καραολή Πήγασου 14, Μαρούσι, 151 25
Δ. Σύμβουλος:	Καλοφωλιάς Δημήτριος Γ.
Αντικείμενο:	Ημερήσια έντυπη και ηλεκτρονική οικονομική εφημερίδα με ιδιόκτητο τυπογραφείο, το οποίο αναλαμβάνει εκτυπώσεις και για τρίτους. Πλήρως καθετοποιημένη διαδικασία παραγωγής.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Εκδόσεις εφημερίδων και περιοδικών.

31. Επτάλοφος

Επωνυμία:	ΕΠΤΑΛΟΦΟΣ Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.eptalofos.gr/
Ίδρυση:	1965
Έδρα:	Αρδήττου 12-16, Αθήνα, 116 36
Δ. Σύμβουλος:	Οκσούζογλου Σοφία
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την επιμέλεια εντύπων, λειτουργώντας είτε σαν εκδοτικός οίκος είτε σαν εκτυπωτική εταιρεία για λογαριασμό τρίτων. Είναι καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση. Είναι εξειδικευμένη στην έκδοση επιστημονικών βιβλίων που απαιτούν ειδικές διαδικασίες στοιχειοθεσίας και ειδικές γραμματσειρές, λεξικών, και γενικά βιβλίων με ιδιαίτερες απαιτήσεις σε πολυτονική και μονοτονική γραφή, σε όλες τις γλώσσες.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Δημιουργικά γραφεία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Εκδόσεις βιβλίων.

32. ΕΤΠΑ

Επωνυμία:	ΕΤΠΑ - ΠΡΟΒΟΛΗ LABELS Α.Ε.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.etpa-provoli.gr/
Ίδρυση:	1995
Έδρα:	Καραολή - Δημητρίου 33, Λυκόβρυση, 141 23
Δ. Σύμβουλος:	Ντρενογιάννης Ιωάννης
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις ετικετών κάθε είδους και εύκαμπτων υλικών συσκευασίας. Πλήρως καθετοποιημένη διαδικασία παραγωγής.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Μεταξοτυπία, Φλεξογραφία.

33. Ηλεκτρονικές Εκτυπωτικές Εφαρμογές

Επωνυμία:	DPA LABEL PACK-ΗΛΕΚΤΡΟΝΙΚΕΣ ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΕΣ ΕΦΑΡΜΟΓΕΣ ΑΕ
Ιστοσελίδα:	http://www.dpahellas.gr/
Ίδρυση:	1994
Έδρα:	2ο 12ο χλμ. Εθνικής Οδού Αθηνών - Λαμίας, Μεταμόρφωση, 144 52
Δ. Σύμβουλος:	Χρήστου Δημήτριος
Αντικείμενο:	Παραγωγή ετικετών κάθε είδους και ψηφιακών εκτυπώσεων μικρών και μεγάλων διαστάσεων.
Δραστηριότητες:	Ψηφιακές εκτυπώσεις, Επενδύσεις οχημάτων και κτιρίων, Επικολλήσεις – π्लाστικοποιήσεις.

34. Ηλιότυπο

Επωνυμία:	ΗΛΙΟΤΥΠΟ Α.Ε.Β.Ε.Ε. ΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΕΧΝΩΝ
Ιστοσελίδα:	http://www.iliotipo.gr/
Ίδρυση:	1992
Έδρα:	Διονύσου 6, Αθήνα, 104 42
Δ. Σύμβουλος:	Παζαρόγλου Ελένη
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κάθε είδους εκτυπώσεις σε χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Δημιουργικά γραφεία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Εκδόσεις εφημερίδων και περιοδικών.

35. Καρυδάκης

Επωνυμία:	ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ ΣΤΕΦΑΝΟΣ ΚΑΡΥΔΑΚΗΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.karydakis.gr/
Ίδρυση:	1966
Έδρα:	Θωρίκου, ΒΙ.ΠΕ. Καλυβίων, Τ.Θ. 152, Καλύβια, 190 10
Δ. Σύμβουλος:	Καρυδάκης Στέφανος
Αντικείμενο:	Βασικό αντικείμενο της είναι η παραγωγή κάθε είδους έντυπου και κυτίου, προσαρμοσμένη στις συγκεκριμένες ανάγκες κάθε πελάτη. Παράλληλα, παρέχει και υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας – mailing. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Μεταξοτυπία, Ετικετοποιία, Κυτιοποιία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις –εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Εκδόσεις.

36. Καστόρης

Επωνυμία:	ΚΑΣΤΟΡΗΣ Δ. Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.kastoris.org/
Ίδρυση:	1978
Έδρα:	Λεάνδρου 15, Αθήνα, 104 43

Δ. Σύμβουλος:	Καστόρης Σωτήριος
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κυρίως την παραγωγή οποιασδήποτε μορφής έντυπων και χάρτινων κατασκευών. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία, Χάρτινες κατασκευές, Λιθογραφία.

37. Κατσαούνη

Επωνυμία:	ΑΦΟΙ ΚΑΤΣΑΟΥΝΗ Α.Ε. - ΓΡΑΦΙΚΑΙ ΤΕΧΝΑΙ
Ιστοσελίδα:	http://www.katsaounisbros.gr/
Ίδρυση:	1956
Έδρα:	1ο χλμ. Θεσσαλονίκης - Θέρμης, Θεσσαλονίκη, 542 50
Δ. Σύμβουλος:	Κατσαούνης Κωνσταντίνος Ρ.
Αντικείμενο:	Βασικό αντικείμενο της είναι η εκτύπωση ετικετών, εύκαμπτων υλικών και κυτίων. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία και Offset, Χρυσοτυπίες, Φλεξογραφίες, Χρυσοτυπίες.

38. Λαγιάς - Σουβατζιδάκης

Επωνυμία:	ΛΑΓΙΑΣ Δ. - ΣΟΥΒΑΤΖΙΔΑΚΗΣ Ε. Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.ls-print.gr/
Ίδρυση:	1977
Έδρα:	Άννης Μαρίας 7, Γλυκά Νερά, 153 54
Δ. Σύμβουλος:	Σουβατζιδάκης Ευστράτιος Α.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει εκτυπώσεις κάθε είδους εντύπου σε χαρτί και χαρτόνι. Είναι μία καθετοποιημένη μονάδα στον τομέα εκτυπώσεων.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Καλλιτεχνικό τυπογραφείο, Βιβλιοδεσία παραγωγής.

39. Μπάξας

Επωνυμία:	ΜΠΑΞΑΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.baxas.gr/
Ίδρυση:	1979
Έδρα:	Κωνστ/πόλεως 492, Θέση Νέο Μονομάτι, Αχαρνές, 13671
Δ. Σύμβουλος:	Μπάξας Άγγελος
Αντικείμενο:	Βασική δραστηριότητα της είναι η παραγωγή κάθε είδους εντύπου και ετικέτας. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Δημιουργικά γραφεία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Ειδικές κατασκευές.

40. Μυτιληναίος

Επωνυμία:	ΜΥΤΙΛΗΝΑΙΟΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.mytilinaios.com/gr/
Έδρα:	Παπαστράτου 73α & Ψαρρών, 185 46
Δ. Σύμβουλος:	Μυτιληναίου Βασιλική
Αντικείμενο:	Εκτυπώνει κάθε είδους έντυπο σε χαρτί. Είναι καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Δημιουργικά γραφεία.

41. Νέμεσις

Επωνυμία:	ΝΕΜΕΣΙΣ ΕΚΔΟΤΙΚΕΣ & ΕΜΠΟΡΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.nemesis-press.gr/
Έδρα:	Κιλικίας 18-20, Αθήνα, 111 42

Δ. Σύμβουλος:	Αρβανίτης Ιωάννης Δ.
Αντικείμενο:	Ασχολείται με την επιμέλεια και παραγωγή εντύπων σε χαρτί.
Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Εκτυπώσεις εντύπων μικρού και μεγάλου format, ειδικές εκτυπώσεις.

42. Νίκη

Επωνυμία:	ΝΙΚΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.daphne.gr/
Ίδρυση:	1993
Έδρα:	Γ. Αβέρωφ 26-28, Περισσός, 142 32
Δ. Σύμβουλος:	Holland Alexander
Αντικείμενο:	Είναι μία από τις πέντε μεγαλύτερες εταιρείες παραγωγής εντύπων στην Ελλάδα, πλήρως καθετοποιημένη, με παραγωγή κάθε είδους εντύπου (περιοδικού, βιβλίου, διαφημιστικού φυλλαδίου), καλύπτοντας τις εκτυπωτικές ανάγκες της μητρικής της εταιρείας «ΔΑΦΝΗ» και άλλων.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Επιμέλεια εκδόσεων.
Άλλα Στοιχεία:	Η εταιρεία ΔΑΦΝΗ ανήκει στον όμιλο του τηλεοπτικού σταθμού Antenna.

43. Ορφανός

Επωνυμία:	ΟΡΦΑΝΟΣ Μ. Α.Ε.&Β.Ε. ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ
Ιστοσελίδα:	http://www.orfanosm.gr/
Ίδρυση:	1976
Έδρα:	ΒΙΟ. ΠΑ. Άνω Λιοσίων, 7η Οδός, Αριθμός 9, Α.Λιόσια, 133 41
Δ. Σύμβουλος:	Ορφανός Πάρις
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει εκτυπώσεις εντύπων σε χαρτί, ετικέτες και εύκαμπτων υλικών συσκευασίας. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Δημιουργικά γραφεία, Λιθογραφία, Επιβερνικώσεις Ultraviolet, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Φακελοποιία, Χάρτινες κατασκευές.

44. Παπαδόπουλος

Επωνυμία:	ΧΑΡ. Ι. ΠΑΠΑΔΟΠΟΥΛΟΣ - ΟΛΟΚΛΗΡΩΜΕΝΗ ΕΝΤΥΠΗ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.printing.gr/
Ίδρυση:	1962
Έδρα:	Λεωφ. Κορωπίου - Βάρης 33, Κορωπί, 194 00
Δ. Σύμβουλος:	Παπαδόπουλος Εμμανουήλ Χ.
Αντικείμενο:	Πρότυπη εκτυπωτική μονάδα, που καλύπτει πλήρως όλες τις ανάγκες στο χώρο της παραγωγής εντύπων, ακόμα και για εξειδικευμένα έντυπα. Επιπρόσθετα, παρέχει και υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας – mailing.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Δημιουργικά γραφεία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Έντυπα ασφαλείας.

45. Παπάζογλου

Επωνυμία:	Κ. Ι. ΠΑΠΑΖΟΓΛΟΥ Α.Ε. – ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΡΟΔΟΠΗΣ
Έδρα:	2ο χλμ. Κομοτηνής - Ξάνθης, Κομοτηνή, 691 00
Δ. Σύμβουλος:	Παπάζογλου Κωνσταντίνος Ι.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κάθε είδους εκτύπωση, ενώ κατασκευάζει και μηχανογραφικά έντυπα και κούτια.

Δραστηριότητες: Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Δημιουργικά γραφεία, Κυτιοποιία

46. Παρισιάνου

Επωνυμία:	ΠΑΡΙΣΙΑΝΟΥ ΑΝΩΝΥΜΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ ΕΙΣΑΓΩΓΙΚΗ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΕΠΙΣΤΗΜΟΝΙΚΩΝ ΒΙΒΛΙΩΝ
Ιστοσελίδα:	http://www.parisianou.gr/
Έδρα:	Ιωάννου Ράλλη 21, Μεταμόρφωση, 144 52
Δ. Σύμβουλος:	Παρισιάνου-Παπαηλίου Μαργαρίτα
Αντικείμενο:	Είναι Εκδοτική, Εκτυπωτική και Εμπορική, με κύριο άξονα της τα επιστημονικά βιβλία. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Εντύπων εκτυπώσεις

47. Πέργαμος

Επωνυμία:	ΠΕΡΓΑΜΟΣ ΕΚΤΥΠΩΤΙΚΗ ΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Β.Ε.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.adam-editions.gr/
Έδρα:	Κατσιμίχα, Παιανία, 190 02
Δ. Σύμβουλος:	Αδάμ Ευσεβεία
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει εκτυπώσεις λιθογραφίας, εκδίδει έντυπα τουριστικού περιεχομένου (χάρτες, τουριστικούς οδηγούς, κάρτες, ημερολογιακά είδη, βιβλία) και κατασκευάζει είδη συσκευασίας από χαρτί.
Δραστηριότητες:	Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία.

48. Πρωτόπαπα

Επωνυμία:	ΠΡΩΤΟΠΑΠΑ Α.Ε. ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ – ΕΜΠΟΡΙΑ ΧΑΡΤΟΥ
Ίδρυση:	2000
Έδρα:	Γκιώνας 6 , Περιστέρι , 121 33
Δ. Σύμβουλος:	Πρωτόπαπας Ιωάννης
Αντικείμενο:	Ασχολείται κυρίως με την παραγωγή διαφημιστικών εντύπων.
Δραστηριότητες:	Offset εκτυπώσεις, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία.

49. Σελέκτορ

Επωνυμία:	ΣΕΛΕΚΤΟΡ ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.selectorgroup.gr/
Έδρα:	Κρέμου 5, Καλλιθέα, 176 76
Δ. Σύμβουλος:	Φραντζής Νικόδημος
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κάθε είδους εκτύπωση, ασχέτως όγκου ή διαστάσεων και παρέχει υπηρεσίες έντυπης επικοινωνίας –mailing. Είναι καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Λιθογραφία, Ψηφιακές εκτυπώσεις, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακελώσεις, Επεξεργασία mailing, Ειδικές κατασκευές.

50. Σπύρου Μ.

Επωνυμία:	ΣΠΥΡΟΥ Μ. & ΣΙΑ ΕΚΤΥΠΩΣΕΙΣ Α.Ε.
Έδρα:	Καλλικλέους 3 , Αθήνα , 104 42
Δ. Σύμβουλος:	Σπύρου Μιχαήλ
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις εντύπων σε χαρτί.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Ηλεκτρονικό μοντάζ

51. Σύγχρονες Εκδόσεις

Επωνυμία:	ΣΥΓΧΡΟΝΕΣ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.
Έδρα:	Λεωφ. Εθν. Αντιστάσεως 253 & Ε. Κωστοπούλου , Παλλήνη , 153 51
Δ. Σύμβουλος:	Κουρή Ρεγγίνα
Αντικείμενο:	Ασχολείται κυρίως με την εκτύπωση βιβλίων, περιοδικών, εφημερίδων και διαφημιστικών εντύπων. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Επιμέλεια εκδόσεων.
Άλλα Στοιχεία:	Χρησιμοποιούν και τον διακριτικό τίτλο «ΚΟΡΥΦΗ ΕΚΔΟΣΕΙΣ Α.Ε.».

52. Συκάρης

Επωνυμία:	ΓΕΩΡΓΙΟΣ ΣΥΚΑΡΗΣ ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.sykaris.gr/
Ίδρυση:	1980
Έδρα:	Νέα Ζωή, Ασπρόπυργος, 193 00
Δ. Σύμβουλος:	Συκάρης Γεώργιος
Αντικείμενο:	Βασικό αντικείμενο της είναι η παραγωγή κάθε είδους εντύπου και κυτίου. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Δημιουργικά γραφεία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Ηλεκτρονικό μοντάζ, Λιθογραφία, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Κυτιοποιία.

53. Τάγκας

Επωνυμία:	ΤΑΓΚΑΣ Α.Β.Ε.Ε.
Έδρα:	Λιοσίων 23 & Κρήτης 2, Αθήνα, 104 39
Δ. Σύμβουλος:	Τάγκας Γεώργιος Η.
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις εντύπων και ειδών γραφείου. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Βιβλιοδεσία Παραγωγής, Ατελιέ προεκτύπωσης, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις –εμφακελώσεις, Φιλμογράφηση.

54. Τούμπης

Επωνυμία:	ΤΟΥΜΠΗΣ Μ. ΓΡΑΦΙΚΕΣ ΤΕΧΝΕΣ, ΕΚΔΟΣΕΙΣ, ΕΙΣΑΓΩΓΕΣ, ΕΞΑΓΩΓΕΣ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.toubis.gr/
Ίδρυση:	1965
Έδρα:	22ο χλμ. Λαυρίου - Κορωπίου, Κορωπί, 194 00
Δ. Σύμβουλος:	Τούμπης Μιχάλης Αθ.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση εντύπων για ίδιο λογαριασμό και για τρίτους, ενώ εκδίδει και τουριστικά έντυπα (χάρτες, τουριστικούς οδηγούς, κάρτες, ημερολογιακά είδη, βιβλία).
Δραστηριότητες:	Λιθογραφία, Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Επιμέλεια εκδόσεων.

55. Τυποεκδοτική

Επωνυμία:	ΤΥΠΟΕΚΔΟΤΙΚΗ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.typoekdotiki.gr/
Ίδρυση:	1977
Έδρα:	Λεύκης 134, Κρουονέρι, 145 68
Δ. Σύμβουλος:	Διακουμής Κωνσταντίνος Σ.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κυρίως την παραγωγή κάθε είδους εντύπου με χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.

Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία, Κυλινδρικές Offset, Επιμέλεια εκδόσεων.
Άλλα Στοιχεία:	Πρόκειται για την εταιρεία που είναι υπεύθυνη για την κυκλοφορία της εφημερίδας «Ριζοσπάστης» και κυριότερο μέτοχο της αποτελεί το Κομμουνιστικό Κόμμα Ελλάδος (ΚΚΕ).

56. Τυποκρέτα

Επωνυμία:	ΤΥΠΟΚΡΕΤΑ - ΚΑΖΑΝΑΚΗ Γ. ΔΙΑΔΟΧΟΙ Α.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.kazanakis.gr/
Ίδρυση:	1934
Έδρα:	ΒΙ. ΠΕ. Ηρακλείου, Οδός Α΄, Τετράγωνο 9, Ηράκλειο, 716 01
Δ. Σύμβουλος:	Καζανάκης Κωνσταντίνος Ι.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την παραγωγή κάθε είδους εντύπου σε χαρτί και μηχανογραφικών εντύπων. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Επιβερνικώσεις Ultraviolet, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Πλαστικοποίηση.

57. Τυποκλαδική

Επωνυμία:	ΤΥΠΟΚΥΚΛΑΔΙΚΗ Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.typokykladiki.gr/ http://el-gr.facebook.com/pages/Τυποκυκλαδική-ΑΕ/
Ίδρυση:	1998
Έδρα:	Αεροδρομίου 22, Μάννα, Σύρος, 841 00
Δ. Σύμβουλος:	Βακονδίδης Γεώργιος
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις μεγάλου και μικρού τираζ εφημερίδων, περιοδικών και βιβλίων, κατασκευή χάρτινων κουτιών και έκδοση εφημερίδας. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Επιμέλεια εκδόσεων, Κυτιοποιία, Λιθογραφία, Κυλινδρικό Offset, Σφραγίδες.

58. Φωτόλιο

Επωνυμία:	ΦΩΤΟΛΙΟ & TYPICON Α.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.typicon.gr/
Ίδρυση:	Η εταιρεία προέρχεται από τη συγχώνευση των εταιρειών Φωτόλιο Α.Ε. και Typicon Α.Ε. το 2003.
Έδρα:	Δημαράκη 20, Αθήνα, 118 55
Δ. Σύμβουλος:	Μητράκας Ηλίας
Αντικείμενο:	Παράγει κάθε είδους έντυπο σε χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Επιμέλεια εκδόσεων, Λιθογραφία, Κυλινδρικό Offset.

59. Χαϊδεμένος

Επωνυμία:	ΧΑΪΔΕΜΕΝΟΣ ΠΡΟΤΥΠΟΣ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΑ ΓΡΑΦΙΚΩΝ ΤΕΧΝΩΝ ΑΕΒΕ
Ιστοσελίδα:	http://www.haidemenos.gr/
Ίδρυση:	1976
Έδρα:	Εθν. Αντιστάσεως & Τραχώνων 4, Άλιμος, 174 56
Δ. Σύμβουλος:	Χαϊδεμένος Γεώργιος
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει την παραγωγή κάθε είδους εντύπου σε χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.

Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Δημιουργικά γραφεία, Επιμέλεια εκδόσεων, Λιθογραφία, Κυλινδρικό Offset, Μεταξοτυπία, Εναλλασσόμενων στοιχείων εκτυπώσεις – εμφακλώσεις, Επεξεργασία mailing, Επενδύσεις οχημάτων, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Ειδικές κατασκευές.
------------------------	--

60. Χατζηζαφειρίου

Επωνυμία:	ΑΡΙΩΝ - ΧΑΤΖΗΖΑΦΕΙΡΙΟΥ Β. - ΚΟΧΡΗΣ Φ. Α.Ε.
Έδρα:	Θέρμη, Θεσσαλονίκη, 570 01
Δ. Σύμβουλος:	Χατζηζαφειρίου Δημήτριος
Αντικείμενο:	Εκτυπώσεις κάθε είδους εντύπου.
Δραστηριότητες:	Βιβλιοδεσία παραγωγής, Λιθογραφία.

61. Χέλιος

Επωνυμία:	ΧΕΛΙΟΣ - ΠΡΕΣΣ Α.Β.Ε.Ε.
Έδρα:	Αγ. Άννης 24 , Αιγάλεω , 122 41
Δ. Σύμβουλος:	Στρομπολάκος Βασίλειος
Αντικείμενο:	Βασικό της αντικείμενο είναι η έκδοση και η εκτύπωση εφημερίδων και περιοδικών. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Κυλινδρικές Offset

62. Χριστόπουλος

Επωνυμία:	ΙΚΟΝΑ - ΧΡΙΣΤΟΠΟΥΛΟΣ Ν. Γ. Α.Ε.Β.Ε.
Ιστοσελίδα:	http://www.ikona-art.gr/
Ίδρυση:	1896
Έδρα:	Βυζαντίου 3, Ναύπλιο, 211 00
Δ. Σύμβουλος:	Χριστόπουλος Γεώργιος Ν.
Αντικείμενο:	Αναλαμβάνει κάθε είδους εκτυπώσεις σε χαρτί. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Δημιουργικά γραφεία, Βιβλιοδετία παραγωγής, Λιθογραφία, Χρυσοτυπία, Μεγάλου μεγέθους εκτυπώσεις, Σφραγίδες, Χάρτινες κατασκευές, Ετικετοποιία.

63. Χρωμοτύπ

Επωνυμία:	ΧΡΩΜΟΤΥΠ Α.Ε.
Έδρα:	17ης Νοέμβρη 73, ΒΙΟ. ΠΑ. Πυλαίας, Θεσσαλονίκη, 543 52
Δ. Σύμβουλος:	Ιντζεόγλου Π. Γ.
Αντικείμενο:	Παραγωγή κάθε είδους εντύπου. Καθετοποιημένη μονάδα, αναλαμβάνει προεκτύπωση, εκτύπωση και περάτωση.
Δραστηριότητες:	Ατελιέ προεκτύπωσης, Βιβλιοδεσία παραγωγής, Ετικετοποιία, Λιθογραφία.