



**ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ & ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ ΣΤΗΝ
ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ (Ε-Μ.Β.Α.)**

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

**ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ
ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ
ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΣ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ**

ΔΟΓΑΝΗΣ ΓΕΩΡΓΙΟΣ (ΕΜΒΑ 1212)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ: Κος ΣΩΡΡΟΣ ΙΩΑΝΝΗΣ

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ 2014

Παράρτημα Β: Βεβαίωση Εκπόνησης Διπλωματικής Εργασίας



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΤΜΗΜΑ ΟΡΓΑΝΩΣΗΣ ΚΑΙ ΔΙΟΙΚΗΣΗΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ
ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΩΝ ΣΠΟΥΔΩΝ
ΣΤΗ ΔΙΟΙΚΗΣΗ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΓΙΑ ΣΤΕΛΕΧΗ

ΒΕΒΑΙΩΣΗ ΕΚΠΟΝΗΣΗΣ ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗΣ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

(περιλαμβάνεται ως ξεχωριστή (δεύτερη) σελίδα στο σώμα της διπλωματικής εργασίας)

«Δηλώνω υπεύθυνα ότι η διπλωματική εργασία για τη λήψη του μεταπτυχιακού τίτλου σπουδών, του Πανεπιστημίου Πειραιώς, στη Διοίκηση Επιχειρήσεων για Στελέχη : Ε - MBA» με τίτλο

..... ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ ΚΑΤΑΣΤΑΣΕΩΝ ΚΑΙ
..... ΔΥΝΑΤΟΤΗΤΕΙ ΠΡΟΒΛΕΨΗΣ

έχει συγγραφεί από εμένα αποκλειστικά και στο σύνολό της. Δεν έχει υποβληθεί ούτε έχει εγκριθεί στο πλαίσιο κάποιου άλλου μεταπτυχιακού προγράμματος ή προπτυχιακού τίτλου σπουδών, στην Ελλάδα ή στο εξωτερικό, ούτε είναι εργασία ή τμήμα εργασίας ακαδημαϊκού ή επαγγελματικού χαρακτήρα.

Δηλώνω επίσης υπεύθυνα ότι οι πηγές στις οποίες ανέτρεξα για την εκπόνηση της συγκεκριμένης εργασίας, αναφέρονται στο σύνολό τους, κάνοντας πλήρη αναφορά στους συγγραφείς, τον εκδοτικό οίκο ή το περιοδικό, συμπεριλαμβανομένων και των πηγών που ενδεχομένως χρησιμοποιήθηκαν από το διαδίκτυο. Παράβαση της ανωτέρω ακαδημαϊκής μου ευθύνης αποτελεί ουσιώδη λόγο για την ανάκληση του πτυχίου μου».

Υπογραφή Μεταπτυχιακού Φοιτητή/ τριας..... 

Όνοματεπώνυμο..... ΔΟΓΑΝΛΙ ΓΕΩΡΓΙΟΣ

Ημερομηνία..... 18/11/2014

ΕΥΧΑΡΙΣΤΙΕΣ

Εδώ θα ήθελα να ευχαριστήσω τον επιβλέποντα καθηγητή μου κο Σώρρο Ιωάννη για την καθοδήγησή του όλο το διάστημα της συγγραφής της παρούσας εργασίας. Ευχαριστώ επίσης την οικογένειά μου και ιδιαίτερως την Δήμητρα που με στήριξε και με βοήθησε όλα αυτά τα χρόνια στην προσπάθεια την οποία έκανα.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΕΡΙΛΗΨΗ

Η παγκόσμια οικονομική κρίση που έχει ξεσπάσει τη σημερινή εποχή είναι ένα σημαντικό γεγονός που έχει δημιουργήσει μια ασφυκτική πίεση τόσο απέναντι στις χώρες και ειδικότερα στην Ελλάδα, όσο και στις επιχειρήσεις. Όλη αυτή η οικονομική αδυναμία έχει οδηγήσει σε πανικό τις επιχειρήσεις με αποτέλεσμα πολλές από αυτές είτε να πτωχεύουν είτε να αδυνατούν να εξυπηρετήσουν τα χρέη τους. Η παρούσα εργασία αποσκοπεί να διασαφηνίσει την αποτελεσματικότητα της χρήσης των μοντέλων πρόβλεψης πτώχευσης επιχειρήσεων. Αρχικά, στο θεωρητικό μέρος πραγματοποιήθηκε βιβλιογραφική ανασκόπηση για την καταγραφή της υπάρχουσας κατάστασης και την αποσαφήνιση των σημαντικότερων όρων που σχετίζονται με την πτώχευση των επιχειρήσεων, καθώς και την υπόδειξη κάποιων μοντέλων πρόβλεψης εταιρικής πτώχευσης. Για την εμπειρική ανάλυση χρησιμοποιήθηκε το υπόδειγμα Z – Score του Altman με σκοπό να εκτιμηθεί η επιτυχία της εφαρμογής του στην εκτίμηση της πιθανότητας πτώχευσης δέκα επιχειρήσεων της Ελληνικής αγοράς.

Λέξεις κλειδιά: πτώχευση επιχειρήσεων, οικονομική κρίση, μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης

ABSTRACT

The global economic crisis that has erupted in our time is an important fact that has created a massive pressure across all countries and especially in Greece and businesses. All this economic weakness has led to panic businesses so many of them either go bankrupt or are unable to pay their debts. This study aims to clarify the effectiveness of the use of business models to predict their bankruptcy. Initially, the theoretical literature took place for recording the current situation and clarified the most important terms related to business bankruptcy and the suggestion of corporate bankruptcy prediction models. For the empirical analysis the model use Altman's Z - Score with the aim of assessing the success of its application in assessing the probability of bankruptcy of ten companies in the Greek market.

Keywords: business bankruptcy, financial crisis, bankruptcy prediction models

Πανεπιστήμιο Πατρών

ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ	Σελ.
ΕΙΣΑΓΩΓΗ	8
Κεφάλαιο 1: Γενική αναφορά στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων	11
1.1. Έννοια του όρου «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων»	11
1.2. Χρησιμότητα Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης	16
1.3. Περιοριστικοί παράγοντες ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων	17
1.4. Ο Ρόλος του Ελεγκτή των Οικονομικών Καταστάσεων	20
1.5. Λογική Επιβεβαίωση	21
1.6. Προσέγγιση των Χρηστών των Οικονομικών Καταστάσεων	22
1.7. Ελεγκτικά Θέματα και Αποκλίσεις	23
Κεφάλαιο 2: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες (Αριθμοδείκτες)	34
2.1. Η έννοια του όρου «Χρηματοοικονομικός Δείκτης»	34
2.2. Χρησιμότητα χρηματοοικονομικών δεικτών	36
2.3. Βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών	39
Κεφάλαιο 3: Γενική αναφορά στην οικονομική κρίση που οδήγησε επιχειρήσεις στη χρεοκοπία	43
3.1. Η έννοια του όρου «Οικονομική Κρίση»	43

3.2. Αίτια της «Οικονομικής Κρίσης»	44
Κεφάλαιο 4: Τι είναι πτώχευση καθώς και η δυνατότητα πρόβλεψής της	48
4.1. Η έννοια των όρου «Πτώχευση – Χρεοκοπία»	48
4.2. Γενικές κατευθύνσεις πτώχευσης	50
Κεφάλαιο 5: Μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης	52
5.1. Μοντέλο πρόβλεψης Altman Z Score και Πολλαπλή Διακριτή Ανάλυση (Multiple Discriminant Analysis)	52
5.2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα MDA και Z-Score	56
5.3. Υπόδειγμα Ζέτα (1977)	58
5.4. Μονομεταβλητή ανάλυση Beaver (Univariate Analysis)	61
ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ	63
6.1. Εφαρμογή του υποδείγματος Z-SCORE ALTMAN στη σύγχρονη ανάλυση για την εμπειρική διερεύνηση της εργασίας	63
6.2. «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.» («ΜΒΔΤ»)	65
6.3. Καπνοβιομηχανία Γεωργιάδη	69
6.4. «ALAPIS» (Ανώνυμος Συμμετοχική, Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών, Χημικών Βιολογικών Προϊόντων)	72
6.5. Sprider Stores	77
6.6. FINTEXPORT A.B.E.E.	83
6.7. «ΣΑΟΣ» Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Σαμοθράκης	86

6.8. ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.	89
6.9. MICROLAND COMPUTERS	92
6.10. «Φίλκεραμ-Johnson»	95
6.11. ΕΙΚΟΝΑ ΚΑΙ ΗΧΟΣ	98
ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ	101
ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑ	104
ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ	110

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η διεθνοποίηση των αγορών και η ταχύτητα μεταφοράς κεφαλαίων που συντελείτε τις τελευταίες δεκαετίες δημιούργησαν νέα δεδομένα στο γενικότερο περιβάλλον στο οποίο δραστηριοποιείται μια εταιρία . Ακριβώς αυτή η πολυπλοκότητα των δομών της οικονομίας απαιτεί προσαρμοστικότητα στις νέες εξελίξεις και τεχνολογίες . Στο ευάλωτο και ανταγωνιστικό αυτό επιχειρηματικό κλίμα που επικρατεί, η πτώχευση και οι αναδιοργανώσεις επιχειρήσεων συμβαίνουν συχνά μεταξύ των εταιριών όλων των μεγεθών και σε όλες τις βιομηχανίες.

Η επιχειρηματική οντότητα καλείται συνεχώς να αποδείξει ότι μπορεί να παραμείνει ανταγωνιστική έτσι ώστε να μπορεί να παρακολουθεί τις εξελίξεις τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό περιβάλλον. Ο κίνδυνος όμως να αποτύχει να ανταπεξέλθει στις αυξημένες απαιτήσεις της σύγχρονης οικονομικής δραστηριότητας είναι υπαρκτός και απειλητικός όσο ποτέ άλλοτε στο παρελθόν. Η εταιρική αποτυχία εμφανίζεται με την μορφή της πτώχευσης. Η πτώχευση μιας εταιρίας είναι μια πολυδιάστατη κατάσταση με αλυσιδωτές αντιδράσεις για την οικονομία και την κοινωνία γενικότερα.

Η πρόβλεψη της πτώχευσης των επιχειρήσεων είναι ένα φαινόμενο αυξανόμενου ενδιαφέροντος για τους επενδυτές, τους πιστωτές, τις επιχειρήσεις δανεισμού αλλά και τις κυβερνήσεις. Επομένως, είναι επιθυμητή η έγκαιρη αναγνώριση μιας επικείμενης εταιρικής αποτυχίας. Το πρόβλημα της πρόβλεψης της πτώχευσης είναι ένα κλασσικό πρόβλημα της οικονομικής επιστήμης (Altman,1993).

Η εταιρική πτώχευση φέρνει πάντα τεράστιες οικονομικές απώλειες για τους επενδυτές. Οι κύριες επιπτώσεις της πρόβλεψης της πτώχευσης όμως είναι στην τράπεζα δανεισμού. Οι πιστωτές, οι ελεγκτές, οι μέτοχοι και η γενική διοίκηση ενδιαφέρονται όλοι για την πτώχευση γιατί τους επηρεάζει όλους. Η υγεία μιας εταιρίας εξαρτάται από το πόσο φερέγγυα είναι κατά την δημιουργία

της, την ικανότητα της, την σχετική ευελιξία της και την αποτελεσματικότητα της στη δημιουργία ταμειακών ροών από την συνεχή λειτουργία της, την πρόσβαση στις αγορές κεφαλαίου και την χρηματοοικονομική της ικανότητα και αντοχή της όταν έρχεται αντιμέτωπη με μη αναμενόμενη κακή ρευστότητα. Όσο η εταιρία γίνεται όλο και περισσότερο αφερέγγυα, εισέρχεται βαθμιαία σε ζώνη κινδύνου. Στην συνέχεια, πρέπει να γίνουν αλλαγές στην λειτουργία και την κεφαλαιακή της διάρθρωση ώστε να καταστεί φερέγγυα.

Σε μια εποχή που τα προβλήματα ρευστότητας ταλανίζουν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και τις εταιρίες έως και τον απλό καταναλωτή, ο πιστωτικός κίνδυνος αποτελεί την νούμερο ένα απειλή για την παγκόσμια οικονομία, καθώς εξελίσσεται με ραγδαίους ρυθμούς. Η πιστωτική «ποιότητα» του αντισυμβαλλομένου αφορά και επηρεάζει όλους τους φορείς της σύγχρονης οικονομικής δραστηριότητας.

Σκοπός της παρούσας διπλωματικής εργασίας είναι η εξέταση της διερεύνησης της αποτελεσματικότητας των μοντέλων πρόβλεψης πτώχευσης. Κίνητρο για τη μελέτη του συγκεκριμένου θέματος αποτέλεσε το φαινόμενο των όλο και αυξανόμενων κρουσμάτων πτώχευσης επιχειρήσεων στην ελληνική αγορά. Η αξιολόγηση της έρευνας στηρίζεται στη χρήση του μοντέλου Altman (Z – SCORE), παίρνοντας ως δείγμα δέκα ελληνικές πτωχευμένες επιχειρήσεις.

Η εργασία χωρίζεται σε δύο μέρη. Το πρώτο μέρος, το θεωρητικό, αποτελείται από πέντε κεφάλαια. Στο πρώτο κεφάλαιο γίνεται μία γενική αναφορά στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, αναλύονται η έννοια του όρου «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων» καθώς και η χρησιμότητά της, ενώ παρουσιάζονται οι περιοριστικοί παράγοντες αυτής. Στη συνέχεια αναφορά γίνεται στο ρόλο του ελεγκτή, στη λογική επιβεβαίωση και στην προσέγγιση των χρηστών των οικονομικών καταστάσεων, ενώ τέλος παρουσιάζονται τα ελεγκτικά θέματα και οι αποκλίσεις.

Το δεύτερο κεφάλαιο περιλαμβάνει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες (Αριθμοδείκτες) . Ειδικότερα, παρουσιάζονται οι βασικές κατηγορίες αυτών

καθώς και η χρησιμότητά τους. Το τρίτο κεφάλαιο αναφέρεται στην οικονομική κρίση και στα αίτια που οδήγησαν τις επιχειρήσεις στη χρεοκοπία.

Στο τέταρτο κεφάλαιο επιχειρείται αναλυτική περιγραφή των εννοιών της πτώχευσης – χρεοκοπίας, καθώς και τις γενικές κατευθύνσεις που διέπουν αυτή. Στο τελευταίο κεφάλαιο του θεωρητικού μέρους εξετάζονται τρία μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης. Το πρώτο μοντέλο είναι η Z Score του Altman, το δεύτερο το υπόδειγμα Ζέτα, ενώ το τρίτο η μονομεταβλητή ανάλυση του Beaver.

Το δεύτερο μέρος αποτελείται από την εμπειρική ανάλυση της εργασίας. Αρχικά παρουσιάζεται η μεθοδολογία που χρησιμοποιήθηκε για την εμπειρική διερεύνηση η οποία πραγματοποιήθηκε με την εφαρμογή του υποδείγματος Z-SCORE του ALTMAN στη σύγχρονη ανάλυση. Στη συνέχεια παρατίθενται δέκα πτωχευμένες εταιρίες της ελληνικής αγοράς. Για κάθε μία από τις ανωτέρω εταιρίες γίνεται, αρχικά, μία ιστορική αναδρομή στην εξέλιξη τους και έπειτα παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της εφαρμογής του υποδείγματος Z-SCORE του ALTMAN για τα έτη 2007 έως 2010.

Κεφάλαιο 1: Γενική αναφορά στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων

1.1 : Έννοια του όρου «Ανάλυση Χρηματοοικονομικών Καταστάσεων»

Σύμφωνα με τον Παπαδόπουλο (2006), αν και μέχρι σήμερα έχουν δοθεί πολλοί ορισμοί για την ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων μιας επιχείρησης, αυτοί έχουν κάποια κοινά σημεία μεταξύ τους, το οποία, αν ιδωθούν στο σύνολο τους, παράγουν ένα γενικότερο και πιο ολοκληρωμένο ορισμό, σύμφωνα με τον οποίο, «η ανάλυση χρηματοοικονομικών καταστάσεων είναι ένα σύστημα πληροφόρησης, το οποίο:

- αντλεί τα δεδομένα του από τις δημοσιευμένες χρηματοοικονομικές καταστάσεις και από άλλες πηγές (οι οποίες παρέχουν συμπληρωματικά στοιχεία που δεν παρέχονται από τις δημοσιευμένες καταστάσεις, αλλά συνδέονται με άλλες πτυχές της επιχείρησης),

- δημιουργεί – παράγει πληροφόρηση με τη μελέτη, αξιολόγηση και ερμηνεία σχέσεων και τάσεων μεταξύ των διαφόρων χρηματοοικονομικών δεδομένων, πράγμα το οποίο γίνεται με ποσοτικά και ποιοτικά μέσα και

- στους εκτός της επιχείρησης λαμβάνοντες σχετικές με την επιχείρηση αποφάσεις, παρέχει πληροφόρηση, η οποία αναφέρεται σε προβλέψεις, σχετικά με τη μελλοντική κατάσταση και επίδοση της επιχείρησης».

Η πληροφόρηση, που παρέχει η εν λόγω ανάλυση, μέσω του τρίτου στη σειρά ανωτέρω στοιχείου, εστιάζεται στη δημιουργία προϋποθέσεων σωστής και ανταποκρινόμενης στα πραγματικά δεδομένα ενημέρωσης και πληροφόρησης και ατόμων που βρίσκονται εκτός της επιχείρησης ώστε να υπηρετηθεί η ανάγκη των ατόμων αυτών για λήψη σωστών αποφάσεων. Είναι σημαντικό η ποιότητα μιας απόφασης να είναι συνάρτηση του βαθμού πληροφόρησης του λήπτη της απόφασης.

Παρά το γεγονός ότι η παρουσίαση των καταστάσεων αυτών ποικίλει από

επιχείρηση σε επιχείρηση, τα βασικά τους στοιχεία και περιεχόμενα δεν αλλάζουν.

Οι οικονομικές καταστάσεις αποτελούν το ουσιαστικότερο σύνολο δεδομένων με βάση το οποίο μπορούν να υποστηριχτούν οικονομικές αποφάσεις και επιλογές. Την ευθύνη για τις οικονομικές καταστάσεις τόσο κατά τον 2190/1920 όσο και για τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα φέρει το Διοικητικό Συμβούλιο της εταιρείας (www.ktpae.gr).

Οι κυριότερες οικονομικές καταστάσεις είναι (Ζοπουνίδης 1998):

- Ισολογισμός
- Αποτελέσματα Χρήσης
- Πίνακας Διανομής Κερδών

Ισολογισμός

Ο ισολογισμός απεικονίζει σε μία συγκεκριμένη χρονική στιγμή την οικονομική κατάσταση της επιχείρησης. Συγκεκριμένα, παρουσιάζει τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας ή με άλλα λόγια το τι ανήκει στην εταιρεία, που ονομάζεται ενεργητικό και τις υποχρεώσεις της εταιρείας καθώς και τη συνολική επένδυση των μετόχων της που ονομάζεται παθητικό. Ο ισολογισμός δίνει τη κατάσταση της εταιρείας μία συγκεκριμένη ημερομηνία. Σε ένα ταξινομημένο ισολογισμό όλα τα στοιχεία χωρίζονται και ταξινομούνται σε βασικές κατηγορίες ενεργητικού και παθητικού (Κούκος, www.ee.teihal.gr).

Ενεργητικό

Στο ενεργητικό διακρίνουμε συνήθως πέντε βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με τις τελευταίες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης:

A. Οφειλόμενο Κεφάλαιο: περιλαμβάνει κεφάλαιο που δεν έχει καταβληθεί, μία κατηγορία που δεν χρησιμοποιείται συνήθως.

B. Έξοδα Εγκατάστασης: περιλαμβάνει τα έξοδα ίδρυσης και πρώτης

εγκατάστασης, τους τόκους δανείων της κατασκευαστικής περιόδου, συναλλαγματικές διαφορές των δανείων για να αποκτηθούν τα πάγια της επιχείρησης, εφόσον η επιχείρηση έχει δανεισθεί σε συνάλλαγμα καθώς και τα λοιπά έξοδα εγκατάστασης.

Γ. Πάγιο Ενεργητικό: περιλαμβάνει τις ενσώματες, τις συμμετοχές σε άλλες εταιρείες και μακροπρόθεσμες χρηματοοικονομικές απαιτήσεις και τις ασώματες ακινητοποιήσεις. Το πάγιο ενεργητικό περιγράφει στην ουσία την περιουσία της εταιρείας, τη περιουσία της εταιρείας που θα υπάρχει για διάστημα μεγαλύτερο της μίας χρήσης, σε πάγιες εγκαταστάσεις (κτίρια, μηχανήματα, έπιπλα κλπ), συμμετοχές σε άλλες επιχειρήσεις και μακροπρόθεσμους τίτλους όπως ομόλογα κλπ και άυλη περιουσία που είναι τα δικαιώματα ευρεσιτεχνιών, τα έξοδα για έρευνα και ανάπτυξη, η φήμη που έχει αποκτήσει η εταιρεία.

Δ. Κυκλοφορούν Ενεργητικό: περιλαμβάνει το τι ανήκει στην εταιρεία και θα ρευστοποιηθεί στο μεγαλύτερο μέρος του την επόμενη χρήση. Το κυκλοφορούν ενεργητικό περιλαμβάνει τα αποθέματα της εταιρείας σε εμπορεύματα, πρώτες ύλες κλπ και προκαταβολές που έχουν δοθεί για αυτά, οι απαιτήσεις της εταιρείας για την επόμενη χρήση (επιταγές και γραμμάτια που πρόκειται να εισπραχθούν), άλλα χρεόγραφα και βραχυπρόθεσμης διάρκειας τίτλοι και τα διαθέσιμα σε ρευστό της εταιρείας.

Ε. Μεταβατικοί Λογαριασμοί: στην ουσία επιτρέπουν την κατάταξη μεταβατικών λογαριασμών, δηλαδή λογαριασμών που πρόκειται να τύχουν άλλης ταξινόμησης σε επόμενη χρήση (Κούκος, www.ee.teihal.gr).

Παθητικό

Στο παθητικό, διακρίνουμε συνήθως τέσσερις βασικές κατηγορίες, σύμφωνα με τις τελευταίες οδηγίες της Ευρωπαϊκής Ένωσης:

Α. Τα ίδια κεφάλαια: κατατάσσονται τα κεφάλαια που έχουν καταβληθεί από τους μετόχους, τα αποθεματικά που αποτελούν κεφάλαια από κέρδη που δεν έχουν διανεμηθεί για διάφορους λόγους (τακτικό αποθεματικό, έκτακτο, αφορολόγητο για επενδύσεις κλπ) καθώς και ποσά από κέρδη ή συνεισφορές

των μετόχων, τα οποία προορίζονται για να γίνει αύξηση μετοχικού κεφαλαίου.

Β. Οι προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα: περιλαμβάνονται προβλέψεις εξόδων για αποζημιώσεις προσωπικού ή άλλες παρόμοιας φύσης έξοδα.

Γ. Υποχρεώσεις: περιλαμβάνονται οι μακροπρόθεσμες υποχρεώσεις, δηλαδή υποχρεώσεις που θα αποπληρωθούν σε διάρκεια μεγαλύτερη της μιάς χρήσεως, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις (επιταγές και γραμμάτια που θα πληρωθούν στην επόμενη χρήση, κεφάλαια κινήσεως από τράπεζες, οι προκαταβολές που έχουν δώσει οι πελάτες, οι υποχρεώσεις στο Δημόσιο και σε Ασφαλιστικούς Οργανισμούς, τα μακροπρόθεσμα δάνεια που θα εξοφληθούν τη περίοδο αυτή), υποχρεώσεις προς συνδεδεμένες επιχειρήσεις, τα μερίσματα που θα πρέπει να πληρωθούν στους μετόχους κλπ. και τέλος

Δ. Οι μεταβατικοί λογαριασμοί παθητικού: επιτρέπουν την κατάταξη μεταβατικών λογαριασμών, δηλαδή λογαριασμών που πρόκειται να τύχουν άλλης ταξινόμησης σε επόμενη χρήση (Κούκος, www.ee.teihal.gr).

Αποτελέσματα Χρήσεως

Αντίθετα με τον ισολογισμό, η κατάσταση των αποτελεσμάτων χρήσεως μετρά πόσο αποδοτική ήταν η λειτουργία της επιχείρησης ανάμεσα σε δύο χρονικές στιγμές, δηλαδή ανάμεσα σε δύο ισολογισμούς. Έτσι ενώ ο ισολογισμός δείχνει την οικονομική κατάσταση της εταιρείας, τα αποτελέσματα χρήσεως το πώς πήγε η εταιρεία μια συγκεκριμένη περίοδο. Στα αποτελέσματα χρήσεως κάθε εισόδημα και δαπάνη καταγράφεται χωριστά ως τακτικά ή έκτακτα αποτελέσματα της περιόδου που πέρασε. Έτσι προκύπτουν τα κέρδη ή ζημιές της περιόδου που πέρασε. Την κατάσταση λογαριασμού αποτελεσμάτων χρήσεων ακολουθεί η κατάσταση διανομής κερδών, στην οποία φαίνεται πώς διανέμονται τα κέρδη της επιχείρησης (Κούκος, www.ee.teihal.gr).

Κατάσταση Διανομής Κερδών

Εμφανίζει τον τρόπο κατανομής του καθαρού επιχειρησιακού

πλεονάσματός μεταξύ κυρίως της επιχείρησης και των μετόχων της. Μας δείχνει ουσιαστικά την μερισματική πολιτική της επιχείρησης αλλά και τον βαθμό αυτοχρηματοδότησης της (Ζοπουνίδης 1998).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1.2 : Χρησιμότητα Χρηματοοικονομικής Ανάλυσης

Η χρηματοοικονομική ανάλυση εκτός από την παροχή πληροφοριών προβάλλει και αναδεικνύει τα αποτελέσματα των δραστηριοτήτων της διοίκησης, οπότε αποτελεί ταυτόχρονα και εργαλείο αξιολόγησης των επιδόσεων της διοίκησης. Η διοίκηση της επιχείρησης έχει ως βασικό μέλημα τη διατήρηση ισορροπίας ανάμεσα στη ρευστότητα, την αποδοτικότητα, τη σταθερότητα και τη δυνατότητα ανάπτυξης αυτής (Παπαδόπουλος, 2006).

Σύμφωνα με τον Παπαδόπουλο (2006) και με βάση τα ανωτέρω, τρεις είναι οι επί μέρους χρονικοί ορίζοντες, στους οποίους εκτείνεται η χρησιμοποίηση – αξιοποίηση των χρηματοοικονομικών δεδομένων και η παραγωγή πληροφόρησης, ανεξάρτητα από το αν ο λήπτης σχετικών αποφάσεων βρίσκεται εντός ή εκτός της επιχείρησης:

- ο χρονικός ορίζοντας της εμπειρίας: μετρούνται οι κατά το παρελθόν επιδόσεις της επιχείρησης. Το άτομο το οποίο θα κληθεί να πάρει αποφάσεις είναι απαραίτητο να γνωρίζει την κατάσταση στην οποία ήταν η επιχείρηση στο παρελθόν, το καθαρό της εισόδημα, των όγκο πωλήσεων, τον τρόπο πληρωμής των δανειστών και προμηθευτών της και κυρίως είναι απαραίτητο να γνωρίζει την αποδοτικότητα της εταιρείας, πράγμα που αντικατοπτρίζει και το κατά πόσο η διοίκηση ενεργούσε σωστά και αποτελεσματικά,

- το παρόν: το άτομο που λαμβάνει αποφάσεις, εντός ή εκτός της επιχείρησης, έχει την ανάγκη της γνώσης της σημερινής κατάστασης της επιχείρησης (τα περιουσιακά της στοιχεία, την ταμειακή της θέση, τα κέρδη που παρακρατήθηκαν καθώς και τη σχέση ανάμεσα στα ίδια και ξένα κεφάλαια),

- ο χρονικός ορίζοντας της πρόβλεψης: διαμορφώνονται προβλέψεις, σχετικές με τις μελλοντικές δυνατότητες και την πιθανή μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Διαθέτοντας την πληροφόρηση, την αναφερόμενη στον χρονικό ορίζοντα της εμπειρίας και στο παρόν, ο πιο πάνω λήπτης της απόφασης μπορεί να προβεί σε εκτιμήσεις που συνδέουν το παρελθόν με το παρόν και να προδιαγράψει – εκτιμήσει μελλοντικές εξελίξεις, σχετικές με την πορεία επιχείρησης.

1.3 : Περιοριστικοί παράγοντες ανάλυσης χρηματοοικονομικών καταστάσεων

Πέρα όμως από τα πιο πάνω, υπάρχουν και περιοριστικοί παράγοντες που πρέπει να λαμβάνονται υπόψη κατά την ανάλυση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και την χρησιμοποίηση των δεικτών. Και τούτο, για να μη συνάγονται λανθασμένα συμπεράσματα και να μη οδηγούνται τα πράγματα σε λανθασμένες αποφάσεις. Οι σημαντικότεροι περιοριστικοί παράγοντες σχετίζονται με την φύση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων και τις λογιστικές αρχές και παραδοχές, με τις οποίες αυτές συντάσσονται, με την ενδόμυχη επιθυμία μιας καλής προς τα έξω εικόνας της επιχείρησης, με το πρόβλημα του επιπέδου των τιμών, με τις προϋποθέσεις υπό τις οποίες ισχύουν οι διαπιστωνόμενες τάσεις και με την γεωγραφική θέση της επιχείρησης (Στάμου, 1996).

Ειδικότερα, οι συγκεκριμένοι παράγοντες είναι (Στάμου, 1996):

1. Η συνοπτική μορφή των χρηματοοικονομικών καταστάσεων: Επειδή οι δημοσιευόμενες χρηματοοικονομικές καταστάσεις είναι συνοπτικές, δεν αναφέρονται αυτές σε λεπτομέρειες. Έτσι, τα εκτός της επιχείρησης ενδιαφερόμενα άτομα στερούνται πολλών άλλων πληροφοριών, ορισμένες από τις οποίες, ανάλογα με τα ενδιαφέροντα των ατόμων αυτών, μπορεί να είναι σημαντικές,

2. Η παράλειψη στοιχείων από τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις: Υπάρχουν πτυχές της επιχείρησης, οι οποίες είναι σημαντικές, αλλά δεν περιλαμβάνονται στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις, όπως: η σχέση της εταιρείας με τους προμηθευτές και τους πιστωτές της, καθώς και με τους αγοραστές/καταναλωτές των προϊόντων της, η φήμη και η ικανότητα της διευθυντικής ομάδας, τα μελλοντικά σχέδια για συγκεκριμένα προϊόντα, το επίπεδο της εκπαίδευσης του προσωπικού, οι σχέσεις της διοίκησης με τα σωματεία των εργαζομένων, η περιβαλλοντική διαχείριση και συμπεριφορά της επιχείρησης κ.α.,

3. Οι λογιστικές αρχές και παραδοχές: Ο αναλυτής, ιδίως ο εκτός της

επιχείρησης, στις πλείστες των περιπτώσεων, προκειμένου να ερμηνεύσει τις χρηματοοικονομικές καταστάσεις και τους σχετικούς δείκτες, έχει ανάγκη από επί πλέον διευκρινήσεις, που σχετίζονται με τις λογιστικές αρχές και παραδοχές τις οποίες εφαρμόζει η επιχείρηση και οι οποίες δεν εμφανίζονται στις καταστάσεις,

4. Το φαινόμενο δημιουργίας καλών εντυπώσεων: Το φαινόμενο αυτό σχετίζεται με τη διερεύνηση της βραχυχρόνιας ρευστότητας. Στον δημοσιευόμενο ισολογισμό περιλαμβάνονται κάποια στοιχεία ενώ αποκλείονται κάποια άλλα, με αποτέλεσμα ο σχετικός δείκτης γενικής ρευστότητας να εμφανίζεται ευνοϊκότερος του πραγματικού,

5. Το πρόβλημα του επιπέδου τιμών: Το οικονομικό αποτέλεσμα και η χρηματοοικονομική θέση της επιχείρησης μετρώνται με βάση το ιστορικό κόστος. Όταν η καθαρή θέση στο τέλος της περιόδου είναι μεγαλύτερη από την καθαρή θέση στην αρχή της περιόδου η εταιρεία έχει κέρδη, στην αντίθετη περίπτωση έχει ζημιές. Αυτό, όμως, ισχύει σε περιόδους σταθερότητας των τιμών, όταν δηλαδή δεν μεσολαβούν παράγοντες, όπως άνοδος των τιμών, πληθωρισμός κ.α., οι οποίοι αλλοιώνουν αρκετά τα αποτελέσματα,

6. Οι περιορισμοί των ενδείξεων τάσης: Η επεξεργασία και αξιοποίηση των τεχνικών και μεθόδων ανάλυσης των χρηματοοικονομικών καταστάσεων οδηγούν στην διαπίστωση και εκτίμηση συγκεκριμένων τάσεων. Οι τάσεις αυτές στηρίζονται κυρίως στους όρους λειτουργίας της επιχείρησης κατά τον χρονικό ορίζοντα της εμπειρίας και κατά το παρόν. Η πιθανότητα, ορισμένες τωρινές ή μελλοντικές αποφάσεις της διοίκησης να βρίσκονται εκτός των ορίων και των όρων λειτουργίας της επιχείρησης κατά τον χρονικό ορίζοντα της εμπειρίας, δημιουργεί τις προϋποθέσεις να ανατραπούν οι τάσεις, με βάση τις οποίες εκτιμάται - προδιαγράφεται - προβλέπεται η μελλοντική πορεία της επιχείρησης. Ωστόσο, η σωστά επιλεγμένη διοίκηση μιας επιχείρησης, πρέπει να βρίσκεται πάντοτε σε ετοιμότητα και να προετοιμάζει βραχυπρόθεσμες, μεσοπρόθεσμες και στρατηγικές αποφάσεις, οι οποίες θα ανατρέψουν τις οποιεσδήποτε δυσμενείς ή θα ισχυροποιούν τις ευνοϊκές μέχρι τώρα εξελίξεις,

7. Ο τόπος εγκατάστασης και η μορφή της επιχείρησης: Η γεωγραφική θέση μιας επιχείρησης καθώς και ο κλάδος στον οποίο αυτή ανήκει, επηρεάζουν

κάποια αποτελέσματα της ανάλυσης, οπότε αφ' ενός αυτά πρέπει να είναι γνωστά στον αναλυτή και αφ' ετέρου πρέπει να συνεκτιμώνται από μέρους του.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1.4 : Ο Ρόλος του Ελεγκτή των Οικονομικών Καταστάσεων

Το αντικείμενο ενός ελέγχου των οικονομικών καταστάσεων είναι η έκφραση γνώμης του ελεγκτή για το αν οι οικονομικές καταστάσεις έχουν συνταχθεί, από όλα τα ουσιώδη θέματα, με βάση ένα πλαίσιο αναφοράς για την κατάρτιση οικονομικών καταστάσεων. Παρά το γεγονός ότι η γνώμη του ελεγκτή ενισχύει την αξιοπιστία των οικονομικών καταστάσεων, ο χρήστης τους δεν πρέπει να υποθέσει ότι η ελεγκτική γνώμη είναι μια επιβεβαίωση και της μελλοντικής βιωσιμότητας της εταιρείας, ή της αποτελεσματικότητας και αποδοτικότητας με τις οποίες έχουν αντιμετωπισθεί οι υποθέσεις της εταιρείας από την διοίκησή της.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1.5 : Λογική Επιβεβαίωση

Ο έλεγχος, σύμφωνα με τα Διεθνή Ελεγκτικά Πρότυπα, πρέπει να είναι σχεδιασμένος έτσι ώστε να παρέχει λογικές επιβεβαιώσεις ότι οι οικονομικές καταστάσεις λαμβανόμενες ως σύνολο είναι ελεύθερες από «ουσιώδη» λάθη.

Η έννοια του «ουσιώδους λάθους» είναι ένα κρίσιμο όριο το οποίο χρησιμοποιούν οι ελεγκτές των οικονομικών καταστάσεων και πρέπει οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων να αντιλαμβάνονται την έννοια και τη χρήση του. Η πληροφορία λοιπόν θεωρείται «ουσιώδης» όταν η παράλειψή της ή η λανθασμένη διατύπωσή της μπορεί να επηρεάσει τις οικονομικές αποφάσεις των χρηστών οι οποίες, λαμβάνονται με βάση τις οικονομικές καταστάσεις.

Από την άλλη, λογική επιβεβαίωση είναι εκείνη η βασική ελεγκτική αρχή με την οποία ο ελεγκτής συγκεντρώνει εκείνες τις ελεγκτικές αποδείξεις οι οποίες είναι απαραίτητες για να σχηματίσει γνώμη.

Οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει τέλος να γνωρίζουν ότι ο ελεγκτής δεν μπορεί να παράσχει απόλυτη επιβεβαίωση διότι υπάρχουν ενδογενείς περιορισμοί σε έναν έλεγχο, οι οποίοι επιδρούν στην ικανότητά του να εντοπίσει ουσιώδη λάθη. Οι περιορισμοί αυτοί είναι αποτέλεσμα παραγόντων όπως:

- (α) η χρήση δειγματοληψίας στον έλεγχό του,
- (β) ενδογενείς περιορισμοί του εσωτερικού ελέγχου (π.χ. η πιθανότητα να υπάρχουν υπερβάσεις της διοίκησης, ή ακόμα και απάτη),
- (γ) το γεγονός ότι οι περισσότερες ελεγκτικές αποδείξεις είναι “πειστικές” και όχι “συμπερασματικές”.

1.6 : Προσέγγιση των Χρηστών των Οικονομικών Καταστάσεων

Ο αναγνώστης των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να έχει βασικές γνώσεις λογιστικής, ώστε να αντιλαμβάνεται το περιεχόμενο των οικονομικών καταστάσεων και επίσης, να έχει τη δυνατότητα να αντιλαμβάνεται το περιεχόμενο των σημειώσεων της εταιρείας στον Ισολογισμό, καθώς και των παρατηρήσεων των Ορκωτών Ελεγκτών Λογιστών. Ειδικά οι τελευταίες είναι κρίσιμες, καθώς αναφέρουν αποκλίσεις της εταιρείας από τις αρχές σύνταξης των οικονομικών καταστάσεων και οι τελευταίες θα πρέπει να αναμορφωθούν με τις παρατηρήσεις αυτές, ώστε να είναι σύμφωνες με την ισχύουσα νομοθεσία.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

1.7 : Ελεγκτικά Θέματα και Αποκλίσεις

Οι κυριότερες παρατηρήσεις που αναφέρονται συχνά σε πιστοποιητικά ελέγχου μπορούν να ομαδοποιηθούν στις ακόλουθες κατηγορίες (Ζαφειρόπουλος, 2005):

1) Μέθοδος Απογραφής

Η αλλαγή μεθόδου απογραφής θεωρείται ότι είναι παρέκκλιση από τη θεμελιώδη προϋπόθεση της πάγιας εφαρμογής των ίδιων λογιστικών αρχών και μεθόδων. Έτσι αν για παράδειγμα έχει αλλάξει η μέθοδος αποτίμησης των αποθεμάτων, αυτό θεωρείται ότι είναι μια αλλαγή της μεθόδου απογραφής. Η μεταβολή της μεθόδου απογραφής από τη μια χρήση στην άλλη μπορεί να επηρεάσει το κόστος της χρήσης και να αυξήσει ή να μειώσει τα αποτελέσματα, χωρίς η αλλαγή αυτή να προέρχεται από την δραστηριότητα της επιχείρησης και για το λόγο αυτό οι χρήστες των οικονομικών καταστάσεων πρέπει να λαμβάνουν γνώση των αλλαγών αυτών (Ζαφειρόπουλος, 2005).

2) Αλλαγή Συντελεστών Απόσβεσης

Η αλλαγή των συντελεστών απόσβεσης δεν θεωρείται ότι είναι μια αλλαγή της μεθόδου απογραφής αλλά ότι μεταβάλλει την εκτίμηση που έχει σχηματίσει η διοίκηση της εταιρείας για τη διάρκεια της ωφέλιμης ζωής ενός παγίου. Αν η εταιρεία εκτιμήσει ότι τα πάγια στοιχεία της πρέπει να αποσβένονται πιο γρήγορα, αυτό θα έχει ως συνέπεια την αύξηση του κόστους και τη μείωση των καθαρών κερδών. Βέβαια, στην Ελληνική πραγματικότητα, η αλλαγή των συντελεστών απόσβεσης συνήθως προκύπτει από μία με βάση νόμου απόφαση και όχι ως επιλογή της διοίκησης. Έτσι, με το Π.Δ. 299/2003, δόθηκε στις επιχειρήσεις η δυνατότητα να επιλέξουν από ένα εύρος συντελεστών απόσβεσης, αυτόν που αρμόζει περισσότερο στη δραστηριότητα και τη φύση των παγίων της επιχείρησης. Στις περιπτώσεις αυτές, η εταιρεία αναφέρει σε

σημείωσή της το ύψος της επίδρασης της αλλαγής αυτής στις οικονομικές καταστάσεις (Ζαφειρόπουλος, 2005).

3) Αναπροσαρμογή Αξίας Ακινήτων

Η αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων η οποία γίνεται κάθε τέσσερα χρόνια με βάση το νόμο 2065/1992 δεν θεωρείται ότι είναι αλλαγή μεθόδου απογραφής, καθώς αποσκοπεί στη διόρθωση της υποτιμημένης αξίας με την οποία εμφανίζονται τα ακίνητα. Η αναπροσαρμογή της αξίας των ακινήτων συνήθως έχει ως αποτέλεσμα την αύξηση της αξίας με την οποία εμφανίζονται τα πάγια (γήπεδα – οικόπεδα) στον ισολογισμό από χρήση σε χρήση, χωρίς όμως να έχει γίνει απόκτηση νέων παγίων. Αντίστοιχα, υπάρχει μια μεταβολή στην αξία των ιδίων κεφαλαίων, ίση με την υπεραξία της αναπροσαρμογής των ακινήτων, η οποία δεν εμφανίζεται στην κατάσταση αποτελεσμάτων και στον πίνακα διάθεσης. Παρά το γεγονός ότι δεν είναι αλλαγή μεθόδου απογραφής, στο πιστοποιητικό του ορκωτού ελεγκτή ή σε σημείωση της εταιρείας πρέπει να αναφέρεται η αλλαγή που έχει επέλθει στην αξία κτήσης, στο αναπόσβεστο υπόλοιπο και στις αποσβέσεις της τρέχουσας χρήσης. Με τον νόμο 3229/2004 (ο οποίος συνέχισε το σκεπτικό του προηγούμενου άρθρου 28 Ν.3091/2002) επιτρέπεται η αναπροσαρμογή στην εύλογη αξία τους, της αξίας των ακινήτων, ετησίως αρχόμενης από τους ισολογισμούς της 31.12.2003. Η εύλογη τους αξία θα λαμβάνεται αυτή που προσδιορίζεται από επαγγελματίες εκτιμητές και απεικονίζει την πραγματική αξία του ακινήτου. Η αναπροσαρμογή αυτή της αξίας των ακινήτων δεν αποτελεί αλλαγή μεθόδου απογραφής, καθώς προβλέπεται από ειδικό νόμο και είναι προαιρετική, ούτε παρέκκλιση από τις διατάξεις του άρθρου 43 του Κ.Ν.2190/1920 (όπου προβλέπεται αναπροσαρμογή με βάση ειδικό νόμο). Παρόλα αυτά η εταιρεία πρέπει να διατυπώνει σημείωση και να επισημαίνει τις μεταβολές που επήλθαν στα διάφορα κονδύλια των οικονομικών καταστάσεων, ενώ και ο ελεγκτής παραθέτει στο πιστοποιητικό του σημείωση για τις μεταβολές που επέρχονται λόγω αυτής της μεταβολής (Ζαφειρόπουλος, 2005).

4) Εσφαλμένη Εφαρμογή Μεθόδου Απογραφής

Στην περίπτωση κατά την οποία στην προηγούμενη χρήση έγινε λανθασμένη εφαρμογή μεθόδου απογραφής, ενώ στην τρέχουσα έγινε ορθή εφαρμογή, τότε θα πρέπει να γίνεται γνωστοποίηση των ποσών με τα οποία θα είχαν επηρεαστεί τα αποτελέσματα είτε θετικά είτε αρνητικά και στις δύο χρήσεις, αν η εφαρμογή της μεθόδου απογραφής γινόταν ορθά και στις δύο αυτές χρήσεις, έτσι ώστε ο αναγνώστης να μπορεί να λάβει γνώση του ύψους της διόρθωσης των κονδυλίων και να απομονώσει τις μεταβολές αυτές από τις μεταβολές που προήλθαν από τις συναλλακτικές δραστηριότητες. Στην περίπτωση όπου στην τρέχουσα χρήση η εφαρμογή της μεθόδου απογραφής δεν είναι ορθή, σε αντίθεση με την προηγούμενη χρήση, τότε θα πρέπει να γίνει αναφορά του ποσού κατά το οποίο επηρεάζονται τα αποτελέσματα και τα συγκεκριμένα κονδύλια του ισολογισμού της ελεγχόμενης χρήσης (Ζαφειρόπουλος, 2005).

5) Φορολογικός Έλεγχος

Στην πλειονότητα των εταιρειών δεν έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος για την χρήση στην οποία παρέχεται το πιστοποιητικό έλεγχου. Σε αυτές τις περιπτώσεις γνωστοποιείται ότι η εταιρεία δεν έχει ελεγχθεί για τις συγκεκριμένες χρήσεις και ως εκ τούτου οι φορολογικές της υποχρεώσεις δεν έχουν καταστεί οριστικές. Για το λόγο αυτό, ο αναγνώστης θα πρέπει να λαμβάνει υπόψη του ότι στο μέλλον είναι πολύ πιθανό να προκύψουν επιβαρύνσεις οι οποίες θα επηρεάσουν τη δυνατότητα για διανομή κερδών. Στην άλλη περίπτωση όπου στη διάρκεια της χρήσης έχει διενεργηθεί φορολογικός έλεγχος ο οποίος αφορούσε προηγούμενες χρήσεις, γνωστοποιείται το ποσό διαφοράς φόρου εισοδήματος το οποίο επιβαρύνει τη λογιστική καθαρή θέση της εταιρείας, καθώς και το ποσό των προστίμων και προσαυξήσεων το οποίο έχει επιβαρύνει τα έκτακτα αποτελέσματα προηγούμενων χρήσεων, στο πίνακα αποτελεσμάτων χρήσεως της εταιρείας (Ζαφειρόπουλος, 2005).

6) Προβλέψεις για Όλους τους Κινδύνους

Σύμφωνα με επιμέρους διατάξεις των άρθρων 42ε και 43 του Κ.Ν.2190/1920, οι οικονομικές καταστάσεις της εταιρείας πρέπει να εμφανίζουν με απόλυτη σαφήνεια την πραγματική εικόνα της περιουσιακής διάρθρωσης, της χρηματοοικονομικής θέσης και των αποτελεσμάτων χρήσης της εταιρείας. Για το λόγο αυτό πρέπει στις περιπτώσεις που ο ελεγκτής της εταιρείας διαπιστώνει ότι δεν έχουν ληφθεί οι απαραίτητες προβλέψεις να κάνει ειδική νύξη στο πιστοποιητικό του (Ζαφειρόπουλος, 2005).

Οι προβλέψεις μπορούν αφορούν πέντε σημαντικές κατηγορίες (Ζαφειρόπουλος, 2005):

α. Προβλέψεις για αποζημίωση προσωπικού λόγω συνταξιοδότησης

Οι δύο βασικοί λόγοι οι οποίοι επιβάλλουν το σχηματισμό πρόβλεψης για αποζημίωση προσωπικού λόγω εξόδου από την υπηρεσία είναι: α) ότι ο ισολογισμός και τα αποτελέσματα πρέπει να απεικονίζουν την πραγματική εικόνα όπως αναφέρεται και στην προηγούμενη παράγραφο, και β) ότι το ποσό της αποζημίωσης που θα καταβληθεί στους αποχωρήσαντες για συνταξιοδότηση ή λόγω απολύσεως, να μην επιβαρύνει εξ' ολοκλήρου τη χρήση της αποχώρησης, αλλά τις χρήσεις που παρέχεται η εργασία και να έχει τον ίδιο κοστολογικό χειρισμό με τις αποδοχές των οποίων αποτελεί παρακολούθημα. Οι παρατηρήσεις των ελεγκτών σχετικά με το σχηματισμό πρόβλεψης προσωπικού αναφέρουν το ποσό της πρόβλεψης προσωπικού που αφορά τη χρήση και θα έπρεπε να επιβαρύνει τα αποτελέσματά της, όσο και το συνολικό ποσό της πρόβλεψης που θα έπρεπε να έχει λογιστικοποιηθεί. Το συνολικό αυτό ποσό είναι και αυτό το οποίο θα επιδράσει αρνητικά και θα μειώσει τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας αν λογιστικοποιηθεί (Ζαφειρόπουλος, 2005).

β. Προβλέψεις για υποτιμήσεις ενσώματων περιουσιακών στοιχείων

Στις περιπτώσεις που η αποτίμηση ενός στοιχείου παγίου περιουσιακού στοιχείου είναι χαμηλότερη μεταξύ της τιμής κτήσης ή του κόστους ιδιοκατασκευής και της τρέχουσας τιμής του, τότε η εταιρεία θα πρέπει να σχηματίζει πρόβλεψη υποτίμησής του. Σε αντίθετη περίπτωση ο ελεγκτής αναφέρει στο πιστοποιητικό που χορηγεί το ποσό της πρόβλεψης το οποίο σύμφωνα με την γνώμη του θα έπρεπε να σχηματισθεί και να βαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσης γνωστοποιώντας έτσι τη «δίκαιη» αξία των περιουσιακών στοιχείων αλλά και την επίδραση στα αποτελέσματα που δημιούργησε η υποτίμηση (Ζαφειρόπουλος, 2005).

γ. Προβλέψεις για επισφαλείς απαιτήσεις

Το άρθρο 43, παρ.8, εδ. α, αναφέρει ότι οι απαιτήσεις οι οποίες είναι ανεπίδεκτες είσπραξης πρέπει να αποσβένονται στο σύνολό τους, ενώ αυτές που είναι επισφαλούς είσπραξης πρέπει να απεικονίζονται στον ισολογισμό με την πιθανή τους αξία κατά το χρόνο που θα εισπραχθούν. Σε πολλές περιπτώσεις, ο ελεγκτής διατυπώνει επιφύλαξη για το ύψος της πρόβλεψης που έχει σχηματίσει η ίδια η εταιρεία και διατυπώνει την άποψη ότι ο σχηματισμός επιπρόσθετης πρόβλεψης είναι αναγκαίος. Αυτό σημαίνει ότι οι απαιτήσεις που απεικονίζει η εταιρεία στον ισολογισμό δεν είναι όλες εισπράξιμες και ως εκ τούτου το ποσό το οποίο δεν μπορεί να εισπραχθεί θα πρέπει να διαγραφεί. Η διαγραφή αυτή επιβαρύνει τα αποτελέσματα της χρήσης και μέσω αυτών μειώνει τα ίδια κεφάλαια (Ζαφειρόπουλος, 2005).

δ. Προβλέψεις για συναλλαγματικές διαφορές προκύπτουσες κατά την αποτίμηση απαιτήσεων υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα

Κατά την αποτίμηση των απαιτήσεων και υποχρεώσεων σε ξένο νόμισμα είναι πιθανό να προκύψουν χρεωστικές συναλλαγματικές διαφορές, οι οποίες

πρέπει να καταχωρούνται στα αποτελέσματα της χρήσης. Επίσης, είναι πιθανό να προκύψουν συναλλαγματικές διαφορές κατά την αποτίμηση υποχρεώσεων από δάνεια ή πιστώσεις σε ξένο νόμισμα, τα οποία χρησιμοποιήθηκαν για την απόκτηση πάγιων περιουσιακών στοιχείων. Οι συναλλαγματικές διαφορές σε αυτή την περίπτωση καταχωρούνται στα έξοδα πολυετούς απόσβεσης και αποσβένονται ανάλογα με την υπόλοιπη κανονική χρονική διάρκεια του δανείου (Ζαφειρόπουλος, 2005).

ε. Προβλέψεις για κινδύνους και έξοδα

Ανάλογα, τέλος, με τις ιδιάζουσες περιπτώσεις κάθε επιχείρησης, μπορεί να είναι αναγκαίος ο σχηματισμός πρόβλεψης για κάποιο ειδικό κίνδυνο που αντιμετωπίζει ή έξοδο στο οποίο να υποβληθεί η εταιρεία στο μέλλον. Τέτοιες περιπτώσεις μπορεί να είναι μια δικαστική διαμάχη, απαιτήσεις από πελάτες, κ.ά.. Όταν η εταιρεία θεωρεί ότι είναι πιθανό να προκύψει επιβάρυνση στο μέλλον κατά την οριστικοποίηση αυτών των περιπτώσεων, θα πρέπει να δημιουργήσει σχετική πρόβλεψη, ώστε να καλύψει την αρχή της συντηρητικότητας κατά τη σύνταξη των οικονομικών καταστάσεων. Και στις περιπτώσεις αυτές, αν ο ελεγκτής σχηματίσει τη γνώμη ότι η υπάρχουσα πρόβλεψη δεν είναι ικανοποιητική ή ότι είναι χρήσιμο για τους αναγνώστες να λάβουν ιδιαίτερη γνώση του σχηματισμού της πρόβλεψης, τότε ο ελεγκτής μπορεί να κάνει αναφορά στο πιστοποιητικό του για το ύψος της σχηματισθείσας πρόβλεψης (Ζαφειρόπουλος, 2005).

στ. Σχηματισμός υπερπροβλέψεων

Τέλος, πρέπει να επισημάνουμε ότι δεν είναι επιτρεπτός ο σχηματισμός μεγαλύτερων προβλέψεων από ότι είναι εύλογο, καθώς φαλκιδεύεται η διανομή πραγματικών κερδών (Ζαφειρόπουλος, 2005).

7) Συνέχιση της Δραστηριότητας της Εταιρείας

Ο Κ.Ν.2190/1920 (άρθρα 47 και 48) λαμβάνει ιδιαίτερη μέριμνα όταν τα ίδια κεφάλαια της εταιρείας μειωθούν κάτω από ένα συγκεκριμένο ποσοστό επί του μετοχικού κεφαλαίου. Η ουσία της διάταξης αυτής είναι ιδιαίτερα σημαντική, καθώς με τις διατάξεις αυτές του Κ.Ν.2190/1920 προστατεύονται ιδιαίτερα οι μέτοχοι, αλλά και οι τρίτοι, είτε αυτοί είναι προσωπικό της επιχείρησης είτε προμηθευτές και οποιοδήποτε άλλοι. Και στις δύο πάντως περιπτώσεις που αναφέρονται στη συνέχεια, το ποσοστό υπολογισμού λαμβάνεται αφού ληφθούν όλες οι σημειώσεις της εταιρείας στον ισολογισμό και οι παρατηρήσεις του ελεγκτή στο πιστοποιητικό του, και γίνουν οι αναγκαίες αναμορφώσεις των κονδυλίων και της καθαρής λογιστικής θέσης (Ζαφειρόπουλος, 2005).

Συγκεκριμένα:

α. Ίδια κεφάλαια μικρότερα από το 1/2 του μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 47 Κ.Ν.2190/1920). Στην περίπτωση αυτή, το Διοικητικό Συμβούλιο υποχρεούται να συγκαλέσει Γενική Συνέλευση, μέσα σε προθεσμία έξι μηνών από τη λήξη της χρήσης, που θα αποφασίσει τη λύση της εταιρείας ή την υιοθέτηση άλλου μέτρου.

β. Ίδια κεφάλαια μικρότερα από το 1/10 του μετοχικού κεφαλαίου (άρθρο 48 Κ.Ν.2190/1920) Στην περίπτωση αυτή, το Υπουργείο Εμπορίου ανακαλεί την σύσταση της εταιρείας, εκτός αν η Γενική Συνέλευση η οποία θα εγκρίνει τις οικονομικές καταστάσεις αυξήσει το μετοχικό κεφάλαιο ή λάβει κάποιο άλλο μέτρο (Ζαφειρόπουλος, 2005).

8) Απόσβεση Ζημιών Αποτίμησης Συμμετοχών

Με φορολογική διάταξη (άρθρο 37, Ν.2874/2000), η ζημιά από αποτίμηση μετοχών εισηγμένων στο χρηματιστήριο ή η ζημιά από πώληση αυτών επιτρέπεται να καταχωρηθεί στα έξοδα πολυετούς απόσβεσης και να εκπέσει ισόποσα σε πέντε χρήσεις. Με το τρόπο αυτό, δίνεται η δυνατότητα στις

επιχειρήσεις, μια ζημιά η οποία αφορά την τρέχουσα χρήση, να την μετακυλήσουν σε επόμενες, βελτιώνοντας έτσι τα αποτελέσματα της τρέχουσας χρήσης και επιβαρύνοντας ισόποσα τα αποτελέσματα των μελλοντικών χρήσεων. Ο χειρισμός αυτός, παρά το ότι επιτρέπεται σύμφωνα με την ανωτέρω διάταξη, εντούτοις είναι αντίθετος με τις βασικές λογιστικές αρχές και τον Κ.Ν.2190/1920, και ως εκ τούτου, ο ελεγκτής αναφέρει στο πιστοποιητικό την παρέκκλιση αυτή, καθώς και το ποσό το οποίο αφορά τις προηγούμενες χρήσεις (Ζαφειρόπουλος, 2005).

9) Συμμετοχές σε Εταιρείες μη Εισηγμένες στο Χρηματιστήριο

Στις περιπτώσεις όπου η εταιρεία έχει συμμετοχή σε εταιρείες οι οποίες δεν είναι εισηγμένες σε Χρηματιστήριο, η αποτίμησή τους πρέπει να γίνεται με βάση τον πιο πρόσφατα συνταγμένο Ισολογισμό. Για το σκοπό αυτό, ο ισολογισμός αυτός θα πρέπει να αναμορφώνεται με βάση τις παρατηρήσεις που έχει διατυπώσει ο ελεγκτής. Σε κάθε περίπτωση αν η τρέχουσα λογιστική αξία της συμμετοχής είναι χαμηλότερη από την αξία κτήσης θα πρέπει να σχηματίζεται πρόβλεψη υποτίμησης. Με την αναμόρφωση αυτή των συμμετοχών στην πραγματική λογιστική τους αξία, επιτυγχάνεται η ορθή απεικόνισή τους στον ισολογισμό (Ζαφειρόπουλος, 2005).

10) Απόσβεση Χρεωστικών Διαφορών

Σε δύο περιπτώσεις όπου η ανατίμηση των ισοτιμιών των ξένων νομισμάτων (δολάριο και ιαπωνικό γέν) ήταν τέτοια, ώστε οι προκύπτουσες συναλλαγματικές διαφορές ήταν σημαντικές και με φορολογικές διατάξεις επιπράτηκε η απόσβεση των προκύπτουσών συναλλαγματικών διαφορών σε τρία χρόνια. Με τον τρόπο αυτό, δίνεται η δυνατότητα στις επιχειρήσεις να μετακυλήσουν στο μέλλον μια ζημιά η οποία αφορά την τρέχουσα χρήση, βελτιώνοντας τα αποτελέσματα της τρέχουσας χρήσης και επιβαρύνοντας ισόποσα τα αποτελέσματα των μελλοντικών χρήσεων. Στις περιπτώσεις που οι

επιχειρήσεις ακολούθησαν αυτές τις φορολογικές διατάξεις, οι ελεγκτές αναφέρουν στο πιστοποιητικό το ποσό των συναλλαγματικών διαφορών, οι οποίες έχουν μεταφερθεί σε δαπάνες πολυετούς απόσβεσης, το ποσό των αποσβέσεων το οποίο επιβαρύνει την τρέχουσα χρήση και το ποσό των σωρευμένων αποσβέσεων που επιβάρυνε τις προηγούμενες χρήσεις (Ζαφειρόπουλος, 2005).

11) Δάνεια – Πιστώσεις προς Ιδρυτές, Μετόχους, Μέλη Δ.Σ., Διευθυντές

Μία άλλη περίπτωση παρατήρησης, η οποία απαντάται στα πιστοποιητικά των ελεγκτών είναι σχετική με το άρθρο 23α του Κ.Ν.2190/1920. Σύμφωνα με τη διάταξη αυτή, η παροχή δανείων και η παροχή πιστώσεων προς ιδρυτές, μέλη του Διοικητικού Συμβουλίου, γενικούς διευθυντές ή διευθυντές της εταιρείας, καθώς και συγγενικά πρόσωπα μέχρι τρίτου βαθμού με οποιαδήποτε τρόπο, ή η παροχή εγγυήσεων υπέρ αυτών απαγορεύεται απολύτως και είναι άκυρα. Στις περιπτώσεις αυτές στο πιστοποιητικό του ελεγκτή υπάρχει η γνωστοποίηση ότι συντρέχει η περίπτωση εφαρμογής των απαγορεύσεων του άρθρου 23α του Κ.Ν.2190/1920 (Ζαφειρόπουλος, 2005).

12) Αδυναμία Επιβεβαίωσης της Ύπαρξης Περιουσιακών Στοιχείων

Στις περιπτώσεις όπου οι ελεγκτές δεν μπόρεσαν να επιβεβαιώσουν την ύπαρξη στοιχείων ενεργητικού, όπως κάποιο πάγιο στοιχείο ή αποθέματα υλικών, εμπορευμάτων, επιταγών ή διαθεσίμων, γνωστοποιούν την επιφύλαξή τους αυτή στο πιστοποιητικό που χορηγούν. Ο χρήστης των οικονομικών καταστάσεων θα πρέπει να δίνει ιδιαίτερη σημασία στις περιπτώσεις των πιστοποιητικών όπου αναφέρονται τέτοιες παρατηρήσεις (Ζαφειρόπουλος, 2005).

13) Υποτιμημένα Αποθέματα

Σημαντική παρατήρηση η οποία διατυπώνεται στα πιστοποιητικά των ελεγκτών σχετικά με τα αποθέματα είναι η αναφορά σε βραδέως κινούμενα ή απαξιωμένα αποθέματα. Αυτά τα αποθέματα συνήθως σχηματίζονται με το πέρασμα του χρόνου, όταν η επιχείρηση αδυνατεί να τα διαθέσει καθώς δεν υπάρχει πλέον ζήτηση για αυτά, ή έχουν ξεπερασθεί τεχνολογικά, ή έχουν καταστραφεί. Για το λόγο αυτό, η εταιρεία θα πρέπει να απεικονίζει την πραγματική τους αξία και όχι αυτή που είχαν όταν τα απέκτησε. Σύμφωνα με τον Κ.Ν.2190/1920 τα αποθέματα αποτιμώνται στη χαμηλότερη αξία μεταξύ της τιμής κτήσης τους ή του κόστους παραγωγής τους, και της τιμής στην οποία η επιχείρηση δύναται να τα αγοράσει ή να τα παράγει ή στην καθαρή ρευστοποιήσιμη αξία τους (Ζαφειρόπουλος, 2005).

14) Εγγυήσεις – Εμπράγματες Ασφάλειες

Στις σημειώσεις της εταιρείας αναφέρονται οι εμπράγματες ασφάλειες που έχουν χορηγηθεί από την εταιρεία. Σε ορισμένες περιπτώσεις, αν η εταιρεία επιλέξει να μην αναφέρει το ύψος των εμπράγματων ασφαλειών στον ισολογισμό και να τις αναφέρει στο προσάρτημα, τότε μπορεί στο πιστοποιητικό ελέγχου να γίνει αναφορά ότι οι εμπράγματες ασφάλειες αναφέρονται στο προσάρτημα, ώστε ο αναγνώστης των οικονομικών καταστάσεων να μην σχηματίσει λανθασμένη εντύπωση ότι δεν υπάρχουν καθόλου. Οι χορηγηθείσες εγγυήσεις και ακόμα περισσότερα οι εμπράγματες ασφάλειες απαντώνται σε εταιρείες όπου έχουν σημαντικό δανεισμό, βραχυπρόθεσμο ή και μακροπρόθεσμο, και είναι εξαιρετικής σημασίας, καθώς αν αυτές καταπέσουν, η εταιρεία θα αντιμετωπίζει σοβαρό πρόβλημα λειτουργίας και επιβίωσης (Ζαφειρόπουλος, 2005).

15) Άθροιση των Παρατηρήσεων στους Ενοποιημένους Ισολογισμούς

Στα πιστοποιητικά ελέγχου τα οποία αναφέρονται σε ενοποιημένες οικονομικές καταστάσεις γίνεται συνάθροιση όλων των παρατηρήσεων των ελεγκτών, οι οποίες έχουν αναφερθεί στις επί μέρους ατομικές καταστάσεις, εκτός από εκείνες οι οποίες απαλείφονται από την ενοποίηση. Επίσης, είναι πιθανό κάποιες παρατηρήσεις να μην αναφέρονται λόγω της μειωμένης σημαντικότητάς τους σε σχέση με τα ενοποιημένα μεγέθη των οικονομικών καταστάσεων (Ζαφειρόπουλος, 2005).

16) Σύγκριση Ελληνικών Λογιστικών Αρχών με τις Διεθνείς Λογιστικές Αρχές

Οι οικονομικές καταστάσεις οι οποίες συντάσσονται σύμφωνα με το Κ.Ν.2190/1920 πρέπει να συντάσσονται σύμφωνα με το Ελληνικό Γενικό Λογιστικό Σχέδιο. Η υιοθέτηση λογιστικών αρχών οι οποίες προβλέπονται από τα Διεθνή Λογιστικά Πρότυπα αποτελεί παρέκκλιση από τις διατάξεις της εμπορικής νομοθεσίας και η εταιρεία οφείλει να κάνει γνωστοποίηση αυτών των παρεκκλίσεων στις σημειώσεις στον Ισολογισμό, ενώ και ο ελεγκτής κάνει μνεία αυτών των αποκλίσεων στο πιστοποιητικό που χορηγεί (Ζαφειρόπουλος, 2005).

Κεφάλαιο 2: Χρηματοοικονομικοί Δείκτες (Αριθμοδείκτες)

2.1. Η έννοια του όρου «Χρηματοοικονομικός Δείκτης»

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες ή αριθμοδείκτες (accounting ratio ή financial ratio) είναι το πηλίκο μεταξύ επιλεγμένων αριθμητικών τιμών που λαμβάνονται από τις οικονομικές καταστάσεις μιας επιχείρησης. Καταρτίζονται με σκοπό τον προσδιορισμό της πραγματικής θέσεως ή της αποδοτικότητας των διάφορων τμημάτων ή ολόκληρων τομέων οι οποίοι αφορούν μία οικονομική μονάδα και σε τελική ανάλυση της πραγματικής καταστάσεως ολόκληρης της οικονομικής μονάδας ή και γενικότερα του κλάδου στον οποίο ανήκει η μονάδα αυτή.

Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες βασίζονται στις δημοσιευμένες οικονομικές καταστάσεις. Εκφράζουν τις σχέσεις μεταξύ δύο μεγεθών ή δύο ομάδων μεγεθών της επιχείρησης κατά τέτοιο τρόπο ώστε να μπορούν να εξαχθούν χρήσιμα συμπεράσματα για τις διάφορες διαμορφούμενες τάσεις των αποτελεσμάτων της. Οι αριθμοδείκτες εκφράζουν μία μαθηματική σχέση μεταξύ ενός ποσού, το οποίο περιέχεται στον αριθμητή και ενός άλλου, το οποίο περιέχεται στον παρονομαστή του αριθμοδείκτη. Ένας αριθμοδείκτης είναι σημαντικός, εάν η σχέση μεταξύ των δύο ποσών μπορεί να ερμηνευθεί, είναι δηλαδή μία λογική και κατανοητή σχέση, και εάν μπορεί να επηρεάσει τη λήψη κάποιων χρηματοοικονομικών αποφάσεων. Η σχέση, για παράδειγμα, μεταξύ κόστους πωληθέντων και πωλήσεων εκπληρώνει τις δύο αυτές προϋποθέσεις, γιατί δείχνει τι ποσοστό των πωλήσεων αντιπροσωπεύει το κόστος τους και γιατί μπορεί να χρησιμοποιηθεί σε κάποιες χρηματοοικονομικές αποφάσεις, όπως εισόδου σε κάποιον κλάδο, ενώ η σχέση μεταξύ χρεογράφων και εξόδων μεταφοράς δεν παρέχει καμία λογική πληροφορία στον αναλυτή και είναι αμφίβολο εάν μπορεί να βοηθήσει τη λήψη κάποιων αποφάσεων (Γλεζάκος, 2004).

Οι άμεσα ενδιαφερόμενοι από την ανάλυση και ερμηνεία των αριθμοδεικτών σε μία επιχείρηση μπορεί να είναι οι εξής (Βασιλείου, 2008):

- Μέτοχοι
- Πελάτες
- Πιστωτές
- Εργαζόμενοι
- Δημόσιες υπηρεσίες
- Διοίκηση της τράπεζας

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

2.2. Χρησιμότητα χρηματοοικονομικών δεικτών

Οι αναλυτές (εσωτερικοί ή εξωτερικοί) προκειμένου να αναλύσουν τις οικονομικές καταστάσεις (ισολογισμός, κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσης, κατάσταση ταμειακών ροών) χρησιμοποιούν ως μέσα τους χρηματοοικονομικούς δείκτες ή αριθμοδείκτες. Με την χρήση αυτών μπορούν να καθορίσουν τις ανάγκες χρηματοδότησης της επιχείρησης καθώς επίσης και τις δυνατότητες διαπραγμάτευσης που έχει με τους εξωτερικούς της χρηματοδότες. Έτσι, μπορεί κανείς να πληροφορηθεί κανείς σε γενικές γραμμές για τη ρευστότητα, τη δραστηριότητα, την αποδοτικότητα και την βιωσιμότητα μιας επιχείρησης σε σχέση με την διάρθρωση των κεφαλαίων της και σε τελική ανάλυση την πραγματική κατάσταση ολόκληρης της οικονομικής μονάδας (Βασιλείου, 2008).

Επίσης, σύμφωνα με τον Βασιλείου (2008), είναι πολύ σημαντικοί γιατί βοηθούν τον αναλυτή να πραγματοποιήσει:

- **Διαχρονική ανάλυση (time-series analysis):** Σύγκριση των παρόντων χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα που παρουσίασε η ίδια στο παρελθόν ή θα παρουσιάσει στο προβλεπόμενο μέλλον. Εξετάζεται εάν η χρηματοοικονομική κατάσταση ή απόδοση της επιχείρησης έχει βελτιωθεί ή έχει χειροτερεύσει με την πάροδο του χρόνου.
- **Διαστρωματική ανάλυση (comparative analysis or cross-sectional analysis):** Σύγκριση των χρηματοοικονομικών στοιχείων της επιχείρησης με τα αντίστοιχα παρόμοιων επιχειρήσεων ή τη μέση τιμή του κλάδου στον οποίο ανήκει κατά τη διάρκεια του ίδιου χρονικού διαστήματος. Ένας σπουδαίος λόγος για την ευρεία χρήση των αριθμοδεικτών είναι ότι επιτρέπουν στον αναλυτή να απομακρύνει την επίδραση του παράγοντα "μέγεθος" τόσο κατά τις διαστρωματικές όσο και κατά τις διαχρονικές συγκρίσεις. Η χρήση όμως αριθμοδεικτών για την απομάκρυνση του παράγοντα "μέγεθος" βασίζεται στην υπόθεση ότι υπάρχει μία αυστηρά αναλογική σχέση μεταξύ αριθμητή και παρονομαστή του αριθμοδείκτη. Η αυστηρά καθορισμένη αναλογική σχέση μεταξύ αριθμητή και παρονομαστή

του δείκτη αποκλείει την παρουσία μη γραμμικών σχέσεων ή γραμμικών σχέσεων με σταθερά, γιατί δεν είναι αυστηρά αναλογικές (www.econ.uoi.gr).

Ενδιαφέρον χαρακτηριστικό των αριθμοδεικτών είναι ότι επιτρέπουν στον αναλυτή την εύκολη προσαρμογή των λογιστικών αριθμών που περιέχονται στον αριθμητή και τον παρονομαστή του κάθε αριθμοδείκτη έτσι ώστε να περιέχουν ποσά τα οποία δεν έχουν αναγνωριστεί από τη λογιστική του ιστορικού κόστους. Τέτοιες προσαρμογές είναι αναγκαίες, αν ο αναλυτής έχει αξιόπιστες πληροφορίες ότι η τρέχουσα αξία στην αγορά των στοιχείων του ενεργητικού είναι κατά πολύ μεγαλύτερη από τη λογιστική τους αξία, οπότε υπάρχουν αποθεματικά τα οποία δεν εμφανίζονται στα ίδια κεφάλαια, τα λεγόμενα αφανή ή μυστικά αποθεματικά (*secret reserves*) (www.econ.uoi.gr).

Επίσης, προσαρμογές στις λογιστικές αξίες που χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό αριθμοδεικτών είναι αναγκαίες, όταν ορισμένα στοιχεία του ενεργητικού δεν έχουν καμία αξία εάν πωληθούν, όπως οι συναλλαγματικές διαφορές από δάνεια για κτήση παγίων ή τα έξοδα ίδρυσης και οργάνωσης, ή έχουν μικρότερη ρευστοποιήσιμη αξία από τη λογιστική αξία, όπως εμπορεύματα τα οποία δεν έχουν πωληθεί για μία σειρά ετών (www.econ.uoi.gr).

Προσαρμογές ποσών τα οποία χρησιμοποιούνται για τον υπολογισμό αριθμοδεικτών απαιτούνται επίσης και στην περίπτωση υποχρεώσεων οι οποίες είναι εκτός του ισολογισμού. Παραδείγματα τέτοιων υποχρεώσεων αποτελούν: οι υποχρεώσεις από χρηματοοικονομικές μισθώσεις, οι μακροχρόνιες υποχρεώσεις για τη συνταξιοδότηση του προσωπικού, οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις που είναι λογικά πιθανό ότι υφίστανται και το ποσό τους μπορεί να καθοριστεί, οι πιθανές υποχρεώσεις από πωλήσεις απαιτήσεων ή από συμφωνίες πώλησης προϊόντων με την υποχρέωση επαναγοράς των ίδιων προϊόντων. Συχνά, προσαρμόζονται και τα αποτελέσματα χρήσης που περιέχονται σε αριθμοδείκτες για κέρδη ή ζημίες τα οποία δεν είναι λειτουργικά και δεν αναμένονται να επανεμφανιστούν στο προβλεπόμενο μέλλον, δηλαδή για κέρδη και ζημίες που προκύπτουν από ασυνήθιστα γεγονότα, καθώς και για ενδεχόμενες ζημίες οι οποίες δεν έχουν αναγνωριστεί (Γλεζάκος, 2004).

Μειονέκτημα των αριθμοδεικτών είναι ότι η διοίκηση μιας επιχείρησης

μπορεί να αναλάβει ενέργειες οι οποίες έχουν ως αποκλειστικό στόχο την επιρροή τους και την εμφάνιση μιας επιθυμητής εικόνας στους χρήστες των λογιστικών καταστάσεων. Οι χρηματοοικονομικές και επενδυτικές αποφάσεις της διοίκησης καθώς και οι λογιστικές μέθοδοι που έχουν επιλεγεί μπορούν να επηρεάσουν σε μεγάλο βαθμό τους αριθμοδείκτες. Η αξιοπιστία όμως, των αριθμοδεικτών βασίζεται στην αξιοπιστία του συστήματος εσωτερικού ελέγχου, ενός τομέα ο οποίος εξετάζεται από τον εξωτερικό ελεγκτή. Συνεπώς, οι αριθμοδείκτες των επιχειρήσεων οι οποίες δεν έχουν ελεγχθεί από εξωτερικούς ελεγκτές θα πρέπει να αντιμετωπίζονται με πνεύμα ιδιαίτερου σκεπτικισμού, καθώς μπορούν να έχουν προκύψει μετά από προσπάθειες ωραιοποίησης των λογιστικών αριθμών. Συχνά στη βιβλιογραφία αναφέρεται ένας αρκετά μεγάλος αριθμός αριθμοδεικτών. Θα πρέπει να ληφθεί υπόψη όμως, ότι πολλοί από τους αριθμοδείκτες βασίζονται σε κοινές λογιστικές πληροφορίες και συνεπώς θα πρέπει να αναμένεται μία υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Επομένως, για τη διάγνωση μιας κατάστασης δεν απαιτείται ο υπολογισμός κάθε πιθανού αριθμοδείκτη, αλλά απλώς μιας αντιπροσωπευτικής ομάδας αριθμοδεικτών (Γλεζάκος,2004).

Το σπουδαιότερο ζήτημα στην ανάλυση ειδικά με αριθμοδείκτες, αλλά και γενικά με οποιοδήποτε άλλο μέσο, αποτελεί η ερμηνεία των δεικτών και η εξαγωγή συμπερασμάτων. Με βάση τα συμπεράσματα που εξάγονται η διοίκηση μιας επιχείρησης μπορεί να αναλάβει κάποιες ενέργειες οι οποίες μπορούν να επηρεάσουν τα μελλοντικά επίπεδα των αριθμοδεικτών. Ο αναλυτής θα πρέπει να προβλέψει την επίδραση των διαφόρων ενεργειών της διοίκησης στα μελλοντικά επίπεδα των δεικτών και να εξάγει τα κατάλληλα συμπεράσματα, γεγονός το οποίο αποτελεί το σπουδαιότερο βήμα στην ανάλυση λογιστικών καταστάσεων (Γλεζάκος,2004).

2.3. Βασικές κατηγορίες αριθμοδεικτών

- Η **πρώτη κατηγορία** περιλαμβάνει τους αριθμοδείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν τις ανάγκες αξιολογήσεως της οικονομικής θέσεως της οικονομικής μονάδας, όπως αυτή εμφανίζεται σε στατική μορφή. Τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών αυτών αντλούνται βασικά από τους λογαριασμούς του ισολογισμού(Βασιλείου, 2008).

- Η **δεύτερη κατηγορία** περιλαμβάνει τους αριθμοδείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν τις ανάγκες αναλύσεως της δυναμικής εικόνας της επιχειρηματικής προσπάθειας και του αποτελέσματος που προκύπτει από τη λειτουργία της οικονομικής μονάδας. Τα στοιχεία που είναι αναγκαία για την κατάρτιση των αριθμοδεικτών αυτών αντλούνται βασικά από τους λογαριασμούς οργανικών, κατ' είδος, εξόδων και εσόδων, γενικής εκμεταλλεύσεως και αποτελεσμάτων(Βασιλείου, 2008).

- Η **τρίτη κατηγορία** περιλαμβάνει δείκτες οι οποίοι εξυπηρετούν την ανάγκη συσχέτισεως των στατικών στοιχείων του ισολογισμού προς τα δυναμικά στοιχεία της εκμεταλλεύσεως, με σκοπό τον προσδιορισμό της ορθολογικής ή μη χρησιμοποίησεως των μέσων της επιχειρηματικής δραστηριότητας(Βασιλείου, 2008).

Σύμφωνα με τις παραπάνω βασικές κατηγορίες προκύπτει η εξής ταξινόμηση των αριθμοδεικτών (Βασιλείου, 2008):

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτες Δραστηριότητας
- Αριθμοδείκτες Αποδοτικότητας
- Αριθμοδείκτες Διαρθρώσεως Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας
- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων ή Επενδυτικοί Αριθμοδείκτες

Αριθμοδείκτες ρευστότητας

Χρησιμοποιούνται για τον προσδιορισμό τόσο της βραχυχρόνιας οικονομικής θέσης της επιχείρησης όσο και της ικανότητάς της να ανταποκριθεί στις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της (Βασιλείου, 2008).

Χαρακτηριστικοί Δείκτες Ρευστότητας είναι (Βασιλείου, 2008):

- Αριθμοδείκτης Γενικής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Ειδικής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Ταμειακής Ρευστότητας
- Αριθμοδείκτης Αμυντικού Χρονικού Διαστήματος

Αριθμοδείκτες δραστηριότητας

Χρησιμοποιούνται προκειμένου να μετρηθεί ο βαθμός αποτελεσματικότητας μιας επιχειρήσεως στη χρησιμοποίηση των περιουσιακών στοιχείων, κατά πόσο δηλαδή γίνεται ή όχι χρησιμοποίηση αυτών (Βασιλείου, 2008).

Χαρακτηριστικοί Δείκτες Δραστηριότητας είναι (Βασιλείου, 2008):

- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Εισπράξεως Απαιτήσεων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Αποθεμάτων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ενεργητικού
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Παγίων
- Αριθμοδείκτης Ταχύτητας Κυκλοφορίας Ιδίων Κεφαλαίων

Αριθμοδείκτες αποδοτικότητας

Με αυτούς μετράτε η αποδοτικότητα μιας επιχειρήσεως, η δυναμικότητα των κερδών της και η ικανότητα της διοικήσεώς της. Οι αριθμοδείκτες αποδοτικότητας μετρούν τον βαθμό επιτυχίας ή αποτυχίας μιας επιχειρήσεως σε δεδομένη χρονική στιγμή (Βασιλείου, 2008).

Χαρακτηριστικοί Δείκτες Αποδοτικότητας είναι (Βασιλείου, 2008):

- Αριθμοδείκτης Οικονομικής Μοχλεύσεως
- Αριθμοδείκτης Καθαρού Περιθωρίου ή Καθαρού Κέρδους
- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Απασχολούμενων Κεφαλαίων
- Αριθμοδείκτης Αποδοτικότητας Ιδίων Κεφαλαίων

Αριθμοδείκτες διαρθρώσεως κεφαλαίων και βιωσιμότητας

Μέσω των συγκεκριμένων αριθμοδεικτών εκτιμάται η μακροχρόνια ικανότητα της επιχείρησης να ανταποκρίνεται στις υποχρεώσεις της και ο βαθμός προστασίας που απολαμβάνουν οι πιστωτές της (Βασιλείου, 2008).

Χαρακτηριστικοί Δείκτες Διαρθρώσεων Κεφαλαίων και Βιωσιμότητας είναι (Βασιλείου, 2008):

- Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Συνολικά Κεφάλαια
- Αριθμοδείκτης Ιδίων Κεφαλαίων προς Δανειακά Κεφάλαια
- Αριθμοδείκτης Κυκλοφορούντος Ενεργητικού προς Συνολικές Υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης Παγίων προς Μακροπρόθεσμες Υποχρεώσεις
- Αριθμοδείκτης Καλύψεως Τόκων

Αριθμοδείκτες επενδύσεων ή επενδυτικοί αριθμοδείκτες

Οι αριθμοδείκτες αυτοί συσχετίζουν τον αριθμό των μετοχών μιας επιχειρήσεως και τη χρηματιστηριακή τους τιμή με τα κέρδη, τα μερίσματα και τα άλλα περιουσιακά στοιχεία της (Βασιλείου, 2008).

Χαρακτηριστικοί Δείκτες Επενδύσεων είναι (Βασιλείου, 2008):

- Μερισματική Απόδοση
- Ποσοστό Διανεμόμενων Κερδών
- Εσωτερική Αξία Μετοχής
- Ταμειακή Ροή κατά Μετοχή
- Απόσβεση κατά Μετοχή

Κεφάλαιο 3: Γενική αναφορά στην οικονομική κρίση που οδήγησε επιχειρήσεις στη χρεοκοπία

3.1. Η έννοια του όρου «Οικονομική Κρίση»

Σύμφωνα με τον Κουφάρη (2010) «Οικονομική Κρίση» είναι το φαινόμενο κατά το οποίο μια οικονομία χαρακτηρίζεται από μια διαρκή και αισθητή μείωση της οικονομικής της δραστηριότητας. Η οικονομική δραστηριότητα αναφέρεται σε όλα τα μακροοικονομικά μεγέθη της οικονομίας, όπως η απασχόληση, το εθνικό προϊόν, οι τιμές, οι επενδύσεις κ.λπ. Ο βασικότερος δείκτης της οικονομικής δραστηριότητας είναι οι επενδύσεις οι οποίες, όταν αυξομειώνονται, συμπαρασύρουν μαζί τους και όλα τα υπόλοιπα οικονομικά μεγέθη.

Η οικονομική κρίση αποτελεί τη μία από τις δύο φάσεις των οικονομικών διακυμάνσεων και συγκεκριμένα τη φάση της καθόδου, όταν δηλαδή η οικονομική δραστηριότητα βρίσκεται σε μια συνεχή συρρίκνωση.

Οι οικονομικές διακυμάνσεις ορίζονται ως οι διαδοχικές αυξομειώσεις της οικονομικής δραστηριότητας μέσα σε μια οικονομία. Λέγονται αλλιώς και κυκλικές διακυμάνσεις ή οικονομικοί κύκλοι. Οι Άγγλοι αποδίδουν το φαινόμενο με τον όρο «business cycles», ακριβώς για να τονίσουν την ιδιαίτερη βαρύτητα των επενδύσεων στην εξέλιξη του οικονομικού κύκλου. Από πολύχρονες στατιστικές παρατηρήσεις διαπιστώθηκε ότι οι οικονομικοί κύκλοι διαρκούν περίπου από 7 έως 11 χρόνια (European Commission, 2009).

3.2. Αίτια της «Οικονομικής Κρίσης»

Σύμφωνα με το Υπουργείο Οικονομικών (2010), η πρόσφατη οικονομική κρίση δεν ήταν ένα ανεξάρτητο και απρόσμενο φαινόμενο. Τα αίτια, η φύση και τα χαρακτηριστικά της συνδέονται με την όλη ιστορία της μεταπολεμικής διαδικασίας συσσώρευσης του κεφαλαίου στον ανεπτυγμένο καπιταλισμό και συγκεκριμένα την εποχή της συσσώρευσης του κεφαλαίου, την κρίση της δεκαετίας του 1970, τον τρόπο με τον οποίο αντιμετωπίστηκε η κρίση αυτή, την εμπειρία της «νεοφιλελεύθερης» περιόδου και ιδίως της τελευταίας της φάσης, όταν και εντάθηκε το φαινόμενο της χρηματιστικοποίησης της καπιταλιστικής οικονομίας.

Τα αίτια της κρίσης αναζητούνται αφενός στα χρόνια διαρθρωτικά προβλήματα και τις πολιτικές που εφαρμόστηκαν αλλά και στη διεθνή συγκυρία της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης που τα ανέδειξε με εντονότερο και οξύτερο τρόπο. Κυρίαρχο χαρακτηριστικό της οικονομίας της Ελλάδας είναι η ύπαρξη διαρθρωτικών προβλημάτων πολύ πριν την εμφάνιση της χρηματοπιστωτικής και οικονομικής κρίσης, τα οποία διογκώθηκαν τα τελευταία χρόνια με την εμμονή στην άσκηση πολιτικών στη κατεύθυνση των αυτορρυθμιζόμενων αγορών (Μπούρας, 2011).

Η κρίση στην Ελλάδα έχει μεγαλύτερο βάθος και διάρκεια από ότι σε άλλες χώρες της Ευρωπαϊκής Ένωσης, ακριβώς γιατί η δομή και τα διαρθρωτικά της προβλήματα όχι μόνο είναι διαφορετικά, αλλά διατηρούνται και καθημερινά γίνονται μεγαλύτερα και οξύτερα, αντί να αμβλύνονται, κάτω και από τις συνθήκες της διεθνούς κρίσης (Busch, 1985).

Η παραγωγική βάση της Ελληνικής Οικονομίας είναι ισχνη καθώς στηρίχθηκε, σε αντίθεση με άλλες ευρωπαϊκές χώρες, σε τομείς όπως ο τουρισμός, η ναυτιλία και η οικοδομή, κλάδοι που πλήττονται πρώτοι και με ιδιαίτερη ένταση από την κρίση. Ακόμη, οι τράπεζες το πιο ισχυρό τμήμα του ελληνικού κεφαλαίου, οι οποίες λειτούργησαν με πρωτόγνωρους ρυθμούς

πιστωτικής επέκτασης, τόσο στο εσωτερικό όσο και στο εξωτερικό, με την επέκταση τους στα Βαλκάνια και τη νοτιοανατολική Ευρώπη, μαζί με άλλες μεγάλες ελληνικές επιχειρήσεις, είναι εκτεθειμένες στην διεθνή κρίση με την ανάληψη υψηλών κινδύνων, καθώς η κρίση αυτή πλήττει με ιδιαίτερη σφοδρότητα τις χώρες αυτές (Τσουλφίδης 2010).

Η σημερινή κρίση ξεκίνησε από την ταυτόχρονη συνύπαρξη των ακόλουθων τριών παραγόντων (INE-ΓΣΕΕ, 2008):

- Τη φούσκα στις τιμές των ακινήτων σε πολλές περιοχές των ΗΠΑ, η οποία διευκόλυνε την υπέρ-κατανάλωση, με αποτέλεσμα την υπέρ-θέρμανση της οικονομίας και την αύξηση του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών, όπως πολλές φορές συμβαίνει σε παρόμοιες κρίσεις.
- Τη ραγδαία εξάπλωση στεγαστικών δανείων υψηλού κινδύνου, από 9% των συνολικών στεγαστικών το 2003 σε 24% το 2007, δηλαδή μια αχαλίνωτη πιστωτική επέκταση σε κατηγορίες νοικοκυριών που υπό κανονικές συνθήκες δεν θα έπρεπε να έχουν δανειοδοτηθεί. Οι τράπεζες παρείχαν δάνεια με μόνη εγγύηση την αναμενόμενη αύξηση στην τιμή της κατοικίας, ενώ διευκόλυναν τα νοικοκυριά με ελκυστικά χαμηλά επιτόκια στα πρώτα χρόνια, τα οποία όμως θα αναπροσαρμόζονταν στη συνέχεια. Πολλές φορές οι τράπεζες αναλάμβαναν να πληρώσουν το δάνειο του νοικοκυριού από άλλη τράπεζα, επειδή το νοικοκυριό είχε πρόβλημα αποπληρωμής.
- Τη μεταφορά του ρίσκου από τους ισολογισμούς των τραπεζών στο κοινό και τους επενδυτές μέσω τιτλοποιήσεων, πολλοί από τους οποίους αγνοούσαν το ύψος του κινδύνου και υπήρξαν επιρρεπείς στις τότε υψηλές αποδόσεις. Η μεταφορά αυτή του ρίσκου επέτρεπε στις τράπεζες να δανείζουν άφοβα σε μη φερέγγυους δανειολήπτες και στη συνέχεια να αποκτούν ρευστότητα για επιπλέον δανειοδοτήσεις, χωρίς να χρειάζεται να βρουν νέους καταθέτες.

Πέραν τούτου, οι αιτίες της ελληνικής δημοσιονομικής κρίσης πρέπει να εντοπιστούν σε τρεις επιπλέον παράγοντες: Αυτοί είναι :

- Στις πολιτικές δραστηριότητες μείωσης των φορολογικών εσόδων που ακολούθησαν οι ελληνικές κυβερνήσεις για πάνω από μια δεκαετία πριν την κρίση.

- Στη νεοφιλελεύθερη στρατηγική της Ευρωπαϊκής Ένωσης, που απέκλειε τη στήριξη των δημόσιων οικονομικών της Ευρωζώνης με απευθείας δανεισμό από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, αλλά υποχρέωνε τις κυβερνήσεις να αντλούν δάνεια μόνο από τις εμπορικές τράπεζες και γενικότερα τις χρηματοπιστωτικές αγορές, με αποτέλεσμα την εκτίναξη των επιτοκίων δανεισμού στη συγκυρία της κρίσης.

- Στην εμμονή παράλληλα της ελληνικής κυβέρνησης στις νεοφιλελεύθερες συνταγές διαχείρισης της οικονομίας. Όταν οι χρηματαγορές απέσυραν την εμπιστοσύνη τους προς την ελληνική οικονομία, τα επιτόκια δανεισμού του Δημοσίου εκτινάχθηκαν σε δυσβάσταχτα ύψη. Τον Φεβρουάριο 2010 αποφασίστηκε από την Ευρωπαϊκή Επιτροπή η διαμόρφωση ενός πακέτου δανειακής στήριξης του ελληνικού Δημοσίου με την εμπλοκή του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου (ΔΝΤ), υπό τον όρο ότι η χώρα θα ακολουθούσε ένα αυστηρό πρόγραμμα περιστολής των δημόσιων δαπανών. Η κυβέρνηση προσανατολίστηκε στον περιορισμό των μισθιακών δαπανών του δημοσίου και στην περιστολή του κοινωνικού κράτους, με παράλληλη αύξηση των εσόδων κυρίως από έμμεσους φόρους (αύξηση ΦΠΑ). Άφησε αμετάβλητες τις συνθήκες αναφορικά με άλλες πηγές εσόδων ή δαπανών. Στις 23 Απριλίου 2010 η ελληνική κυβέρνηση ζήτησε την ενεργοποίηση του μηχανισμού δανειακής στήριξης εκ μέρους της ΕΕ και του ΔΝΤ, εγκαινιάζοντας παράλληλα πολιτικές «συρρίκνωσης του κράτους» αναφορικά με το ασφαλιστικό σύστημα, τις συντάξεις, την τοπική αυτοδιοίκηση.

- Στην ίδια την ύπαρξη του ευρώ που, πριν την κρίση, διευκόλυνε τη μεταφορά πόρων προς τις χώρες που αναπτύσσονταν ταχύτερα. Οι κεφαλαιακές αυτές εισροές ισοσκελίζουν το ισοζύγιο πληρωμών της χώρας, δηλαδή επέτρεπαν πριν την κρίση στην Ελλάδα και άλλες χώρες της

λεγόμενης «ευρωπαϊκής περιφέρειας» να διατηρούν ένα σημαντικό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Με το ξέσπασμα της κρίσης η δυνατότητα αυτή ξανεμίσθηκε, καθώς συρρικνώθηκαν οι κεφαλαιακές εισροές.

- Τέλος, στο διάστημα 1996-2008 η Ελλάδα σημείωσε υψηλή πραγματική αύξηση του ΑΕΠ κατά 61,0%, η Ισπανία κατά 56,0% και η Ιρλανδία κατά 124,1%, σε αντίθεση με τις περισσότερο αναπτυγμένες ευρωπαϊκές χώρες. Το αντίστοιχο ποσοστό για την Γερμανία ήταν 19,5%, την Ιταλία 17,8% και για τη Γαλλία 30,8%. Οι χώρες που σημείωσαν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης κατά βάση κατέληξαν με σημαντικά ελλείμματα στις τρέχουσες συναλλαγές, χωρίζοντας από πιο προηγμένες χώρες του ευρωπαϊκού «κέντρου» (INE-ΓΣΕΕ, 2008).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

Κεφάλαιο 4: Τι είναι πτώχευση καθώς και η δυνατότητα πρόβλεψής της

4.1. Η έννοια των όρου «Πτώχευση – Χρεοκοπία»

«Πτώχευση» είναι η νομική κατάσταση στην οποία μεταπίπτει έμπορος, ή εμπορική εταιρεία όταν «μόνιμα και ολοσχερώς» αδυνατεί να ικανοποιήσει τους δανειστές ή άλλους οφειλέτες. Η πτώχευση κηρύσσεται μόνο με δικαστική απόφαση. Τόσο η διαδικασία όσο και οι επιπτώσεις εξ αυτής διέπονται από το που αποτελεί ιδιαίτερο κλάδο του Εμπορικού Δικαίου (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>)

«Χρεοκοπία» είναι η παράνομη ή γενικά σκόπιμη πτώχευση (Λεξικό της κοινής νεοελληνικής, 1998).

Όπως παρατηρούμε από τους παραπάνω ορισμούς, η «χρεοκοπία» περιλαμβάνει το στοιχείο της δολιότητας. Εξετάζοντας, όμως, τους ορισμούς από νομοθετική σκοπιά, διαπιστώνουμε ότι η χρεοκοπία δεν περιέχει πάντα το στοιχείο της δολιότητας ή σκοπιμότητας (Παπαδόπουλος, 2002).

Σύμφωνα με τον Αντωνόπουλο (2002), η «χρεοκοπία» ορίζεται ως εξής:

«Κηρύσσεται απλός χρεοκόπος κάθε έμπορος που πτώχευσε»

«Κηρύσσεται δόλιος χρεοκόπος και τιμωρείται κατά τους ορισμούς του ποινικού νόμου κάθε έμπορος που πτώχευσε και ο οποίος ήθελε : 1) να αποκρύψει τα βιβλία του ή δόλια να αφαιρέσει , διαγράψει ή αλλοιώσει το περιεχόμενό τους, 2) να υπεξαιρέσει ή να αποκρύψει μέρος του ενεργητικού του, είτε από τα βιβλία του είτε από τις εγγραφές του και 3) να παρουσιαστεί μέσω του ισολογισμού του ως οφειλέτης ποσών που δεν οφείλονται»

Σύμφωνα με τον Κοτσίρη (2002), για να επέλθει η πτώχευση πρέπει να συντρέχουν δύο ουσιαστικές προϋποθέσεις και μία δικονομική προϋπόθεσης:

Ουσιαστικές προϋποθέσεις: Η εμπορική ιδιότητα του οφειλέτη (φυσικού ή νομικού προσώπου) και η παύση πληρωμών των εμπορικών του χρεών ή η

επίσημη δήλωσή του ότι αναστέλλει τις πληρωμές των εμπορικών του χρεών (Κοτσίρης, 2002).

Δικονομική προϋπόθεση: Το δικαστήριο επιλαμβάνεται της κακής κήρυξης της πτώχευσης , είτε κατόπιν αίτησης κάποιου από τους δανειστές είτε κατόπιν δήλωσης του εμπόρου για αναστολή των πληρωμών του, η οποία κατατίθεται στο γραμματέα του δικαστηρίου, είτε και αυτεπαγγέλτως (Κοτσίρης, 2002).

Στη πράξη η πτώχευση αποτελεί «συλλογική διαδικασία», μια διαδικασία δηλαδή, που προβλέπεται σε περιπτώσεις αφερεγγυότητας επιχειρήσεων. Όταν κηρυχθεί η πτώχευση, οι δανειστές του οφειλέτη δεν μπορούν να ασκήσουν ατομικά καταδιωκτικά μέτρα εναντίον του, αλλά ενώνονται σε μια «ομάδα», τα δικαιώματα της οποίας ασκούνται από το «σύνδικο», με σκοπό τη συνολική εκποίηση της περιουσίας του οφειλέτη και την ίση μεταχείριση όλων των πιστωτών. Αποφεύγονται έτσι ο πανικός των πιστωτών, η σώρευση δικών, η σπουδή στην κατάσχεση των επιμέρους περιουσιακών στοιχείων του οφειλέτη και τελικά η καταστροφή της επιχείρησής του ([http HYPERLINK http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση](http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση))

4.2. Γενικές κατευθύνσεις πτώχευσης

Κλασική κατεύθυνση της πτώχευσης (και του πτωχευτικού δικαίου) ήταν αφενός μεν η ικανοποίηση των πιστωτών στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό, αλλά και η επιβολή κυρώσεων εναντίον του οφειλέτη. Η παύση των πληρωμών και γενικά η αφερεγγυότητα εθεωρείτο αποτέλεσμα κακής και ασύνητης διαχείρισης, ενδεχομένως δε δολιότητας ή και απάτης σε βάρος των πιστωτών (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>)

Η ατίμωση του οφειλέτη ("stigma of bankruptcy"), η προσωποκράτησή του, η επιβολή δυσμενών οικογενειακών, κοινωνικών και επαγγελματικών μειώσεων και ανικανοτήτων ήταν κυρώσεις προβλεπόμενες από τις παλαιότερες πτωχευτικές νομοθεσίες. Η κυρωτική αυτή λειτουργία της πτώχευσης δεν ισχύει πλέον, τουλάχιστον στις ακραίες της μορφές (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>).

Οι σύγχρονες εξελίξεις μετέβαλαν τη λειτουργία της πτώχευσης διότι (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>):

- Πρώτον, οι οικονομικές διακυμάνσεις και οι κρίσεις ολόκληρων επιχειρηματικών κλάδων (ή και της οικονομίας γενικότερα) καθιστούν συχνότατα την επιχειρηματική αποτυχία αποτέλεσμα όχι δολιότητας, αλλά ατυχίας, που δεν επιτρέπεται να οδηγεί σε στιγματισμό.
- Δεύτερον και κυριότερο, από τις αρχές της δεκαετίας του '60 συνειδητοποιήθηκε διεθνώς ότι η πτωχευτική διαδικασία δεν πρέπει να αποβλέπει μόνο στην ικανοποίηση των πιστωτών, αλλά παράλληλα και στη διατήρηση ή και τη διάσωση της επιχείρησης του οφειλέτη. Τούτο δε διότι η πτώχευση της επιχείρησης επιφέρει τη διάλυσή της και συνεπώς ένα βαρύ κοινωνικό και οικονομικό κόστος, που συνεπάγεται «απώλεια αξιών» (θέσεων εργασίας, παραγωγικών μέσων, κανονικού εφοδιασμού της αγοράς κλπ.).

Θεωρήθηκε συνεπώς ότι το πτωχευτικό δίκαιο θα πρέπει να συντελεί στη

διάσωση της επιχείρησης, μέσω κατάλληλης «εξυγιαντικής» χρηματοδότησης, κατάλληλης αναδιάρθρωσης των εταιρικών δομών, επιβολής θυσιών στους πιστωτές και διαφύλαξης των θέσεων εργασίας. Στο «εξυγιαντικό» οπλοστάσιο ανήκει και η μεταβίβαση της επιχείρησης ως συνόλου σε νέο φορέα ή η εκμίσθωσή της. Με τη λογική αυτή εθνικές νομοθεσίες, όπως η γαλλική, η ιταλική, η αγγλική, αλλά και η ελληνική (νόμος περί προβληματικών επιχειρήσεων/ 1983) θέσπισαν ένα πλαίσιο για τη διάσωση των αφερέγγυων επιχειρήσεων (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>).

Ωστόσο, η προσπάθεια δεν απέδωσε τους αναμενόμενους καρπούς. Η διάσωση της επιχείρησης απαιτεί κεφάλαια, που στην πλειονότητα των περιπτώσεων δεν μπορούν να αντληθούν από το τραπεζικό σύστημα, οπότε καταβάλλονται από το κράτος με μορφή δανείων ή αυξήσεων κεφαλαίου. Στην τελευταία περίπτωση η πτώχευση καταλήγει σε μερική τουλάχιστον εθνικοποίηση, ενώ σε κάθε περίπτωση ανακύπτει ζήτημα κρατικών ενισχύσεων, διατάραξης του ανταγωνισμού και μετάδοσης της προβληματικότητας σε υγιείς επιχειρήσεις, οπωσδήποτε δε και αλλοτρίωσης των πιστωτών. Έτσι την «εξυγιαντική ευφορία» των δεκαετιών '70 και '80 διαδέχθηκε σκεπτικισμός και τάση επιστροφής στην παραδοσιακή αποστολή του πτωχευτικού δικαίου (την ικανοποίηση των πιστωτών), χωρίς όμως τον κυρωτικό χαρακτήρα. Τα χαρακτηριστικά αυτά έχουν οι νεότερες ευρωπαϊκές νομοθεσίες της δεκαετίας του '90 και μετά. Πρόσφατα έχει σημειωθεί μια ανακαίνιση των νομοθεσιών αυτών (Γαλλία, Γερμανία, Αγγλία, και σε πολλές άλλες χώρες), με σαφή στόχο την προστασία των πιστωτών (<http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>).

Κεφάλαιο 5: Μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης

5.1. Μοντέλο πρόβλεψης Altman Z Score και Πολλαπλή Διακριτή Ανάλυση (Multiple Discriminant Analysis)

Οι πρώτες έρευνες πρόβλεψης πτώχευσης ξεκίνησαν το 1968 με το μοντέλο του Altman και συνεχίζονται ακόμα και σήμερα με μια ποικιλία μοντέλων όπως είναι τα στατιστικά και τα θεωρητικά. Ο Edward Altman ήταν καθηγητής Χρηματοοικονομικών στο Stern Business School της Νέας Υόρκης και θεωρείται κορυφαίος, σε παγκόσμια κλίμακα, σε θέματα διαχείρισης πιστωτικού ελέγχου (Syriopoulos et al, 2010).

Ο Altman σε αντίθεση με τις παραδοσιακές τεχνικές που χρησιμοποιούνταν μέχρι εκείνη τη στιγμή, όπως η παραδοσιακή ανάλυση ποσοστών (Traditional ratio analysis), επέλεξε τη μέθοδο της πολλαπλής διακριτής ανάλυσης (M.D.A.) η οποία από την πρώτη εμφάνισή της, την δεκαετία του '30, χρησιμοποιούνταν σε διαφορετικές επιστημονικές μεθόδους. Το υπόδειγμα του Altman αποτέλεσε την αφετηρία για την χρησιμοποίηση της M.D.A. στην μελέτη πρόβλεψης της πτώχευσης. Το υπόδειγμα του Altman από τη δημοσίευσή του έως σήμερα έχει απασχολήσει πολύ την επιστημονική κοινότητα. Πολλές δημοσιεύσεις έχουν πραγματοποιηθεί χρησιμοποιώντας το υπόδειγμα του Altman, ως βασικό εργαλείο για μια νέα εφαρμογή σε νέα δεδομένα ή συγκρίνοντας τα αποτελέσματα των προτεινόμενων μεθόδων διάκρισης με τη διακριτή ανάλυση ή δημιουργώντας παραλλαγές του. Επιπροσθέτως, ο ίδιος ο Altman προχώρησε από το z-score στο z-metrics. Πρόκειται για μια εναλλακτική προσέγγιση που βασίζεται στη διεθνώς αποδεκτή στατιστική μέθοδο της λογιστικής παλινδρόμησης (Logistic Regression). Η διάκριση αυτή στηρίζεται σε απόδοση βαθμολογίας, το γνωστό και ως Altman's z-score, το οποίο και αποδίδει υψηλές βαθμολογίες στις συνεπείς (goods) επιχειρήσεις και χαμηλές στις ασυνεπείς (bads). Ο Altman εφήρμοσε την τεχνική

αυτή σε δείγμα αμερικανικών επιχειρήσεων και απέδειξε τη σημαντική συνεισφορά του μοντέλου του στην πρόβλεψη της ασυνέπειας. Συγκεκριμένα, προέβλεψε τις ασυνεπείς επιχειρήσεις με επιτυχία 94% χρησιμοποιώντας τον τελευταίο ισολογισμό τους (Altman, 2010).

Ακόμη, έστω και αν οι προβλέψεις βασίζονταν σε προγενέστερο δημοσιευμένο ισολογισμό, η επιτυχία της εφαρμογής του μοντέλου παρέμενε υψηλή (74%) (Altman, 2010).

$$Z = k_1 \cdot x_1 + k_2 \cdot x_2 + \dots + k_n \cdot x_n$$

Όπου, $k_1, k_2 \dots k_n$ είναι οι συντελεστές διαφοροποίησης

και $X_1, x_2 \dots x_n$ είναι οι ανεξάρτητες μεταβλητές, δηλαδή οι χρηματοοικονομικοί δείκτες των επιχειρήσεων.

X_1 είναι το Κεφάλαιο κίνησης (κυκλοφορούν ενεργητικό μείον βραχυχρόνιες υποχρεώσεις) / Σύνολο Ενεργητικού

X_2 είναι τα Παρακρατηθέντα Κέρδη / Σύνολο Ενεργητικού

X_3 είναι τα Κέρδη προ φόρων και τόκων / Σύνολο Ενεργητικού

X_4 είναι οι Πωλήσεις / Σύνολο Ενεργητικού

Από τα παραπάνω γίνεται κατανοητό ότι οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν από τον Altman καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών για την επιχείρηση και κυρίως την αποδοτικότητα και τη δομή της περιουσίας και των κεφαλαίων της. Αφού ο Altman υπολόγισε τους μέσους δείκτες των επιχειρήσεων που πτώχευσαν και αυτών που δεν πτώχευσαν χρησιμοποίησε τη διακριτή συνάρτηση που ανέπτυξε στο δείγμα των

επιχειρήσεων που είχε συγκεντρώσει. Από τη μελέτη των αποτελεσμάτων οδηγήθηκε στα εξής συμπεράσματα σχετικά με την τιμή του Z και την πιθανότητα πτώχευσης της εταιρείας (Altman, 2010).

Για εισηγμένες στο Χρηματιστήριο βιομηχανικές επιχειρήσεις:

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

Οι κριτικές τιμές του Z έχουν ορισθεί για την παραπάνω εκδοχή του μοντέλου μεταξύ 1,81 και 2,67 (Altman, 2010).

Ακολουθως εάν:

Z-score < 1,81 Η επιχείρηση βρίσκεται στην επικίνδυνη ζώνη για πτώχευση.

1,81 < Z-score < 2,67 Η επιχείρηση βρίσκεται σε αμφισβητούμενη περιοχή.

Z-score > 2,67 Η επιχείρηση βρίσκεται σε ασφαλή περιοχή

Άλλες παραλλαγές αποτελούν το Γραμμικό Υπόδειγμα Πιθανότητας (linear Probability Model) και το μοντέλο της τετραγωνικής διακριτικής ανάλυσης (Quadratic Discriminate Analysis). Η μέθοδος M.D.A. αποσκοπεί στην ταυτόχρονη ανάλυση των χρηματοοικονομικών δεικτών που έχουν επιλεγεί (κερδοφορία, ρευστότητα, δανεισμό, οικονομική ευρωστία και δραστηριότητα), στην αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του μοντέλου, στην ελεύθερη διάθεσή του σε κάθε ενδιαφερόμενο, στην εύκολη εφαρμογή του καθώς και στη συνεχή αναβάθμισή του από αναλυτές. Τα μειονεκτήματα της μεθόδου, συνοψίζονται στον περιορισμένο αριθμό επιχειρήσεων που χρησιμοποιούνται ως δείγμα και οποιαδήποτε εφαρμογή σε άλλης μορφής επιχείρηση απαιτεί την ανάλογη προσοχή, στην στατικότητα που χαρακτηρίζει τους χρηματοοικονομικούς δείκτες και το πρόβλημα της χειραγώγησης των λογιστικών καταστάσεων από πλευράς

επιχειρήσεων με στόχο την ωραιοποίηση της εικόνας τους (Hayes et al, 2010).

Υπάρχουν ερευνητές που εκφράζουν τους προβληματισμούς τους όσον αφορά την αποτελεσματικότητα της διακριτής ανάλυσης όπως ο Eisenbeis (1977) και ο Ζοπουνίδης (1995) που αναφέρουν χαρακτηριστικά ότι, η απουσία ποιοτικών μεταβλητών και η αδυναμία ενσωμάτωσης νέων τεχνικών της χρηματοοικονομικής ανάλυσης δημιουργούν έντονο προβληματισμό ως προς την αποτελεσματικότητα της μεθόδου στην εποχή μας. Οι χρηματοοικονομικοί δείκτες που χρησιμοποιήθηκαν από το υπόδειγμα Altman's z-score, καλύπτουν ένα ευρύ φάσμα πληροφοριών για την επιχείρηση και κυρίως την αποδοτικότητα και τη δομή της περιουσίας και των κεφαλαίων της. Το Z είναι το όριο διαφοροποίησης μεταξύ πτωχευμένων και μη πτωχευμένων επιχειρήσεων.

Πανεπιστήμιο Πελοποννήσου

5.2. Πλεονεκτήματα και μειονεκτήματα MDA και Z-Score

Ένα από τα βασικότερα μειονεκτήματα της MDA είναι ότι βασίζεται σε πολλές υποθέσεις γεγονός που μειώνει την προβλεπτική ικανότητα της. Συγκεκριμένα, η μέθοδος αυτή υποθέτει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές ακολουθούν την πολυμεταβλητή κανονική κατανομή (multivariate normal distribution) και επιπλέον ότι υπάρχει πολυσυγραμμικότητα μεταξύ τους. Ακόμη, υποθέτει ότι οι ανεξάρτητες μεταβλητές στις δύο ομάδες επιχειρήσεων έχουν διαφορετικούς μέσους αλλά ίσους πίνακες διακύμανσης και συνδιακύμανσης. Ως αρνητικό αναφέρουμε και τον αυθαίρετο διαχωρισμό των ομάδων σε πτωχευμένες και υγιείς επιχειρήσεις αλλά και το γεγονός ότι αυτή η μέθοδος δίνει μια διχοτομική ταξινόμηση των εταιριών και δεν πληροφορεί καθόλου για τον κίνδυνο της πτώχευσης. Ο υπολογισμός επίσης, της στατιστικής σημαντικότητας των αποτελεσμάτων είναι μια διαδικασία ιδιαίτερα πολύπλοκη και απαιτητική. Τέλος, η πιθανότητα πτώχευσης και τα κόστη εσφαλμένης ταξινόμησης ορίζονται εκ των προτέρων (a priori). Οι αυστηρές αυτές υποθέσεις έχουν ως αποτέλεσμα να παραβιάζεται η ομαλότητα και η ανεξαρτησία των μεταβλητών (Hayes et al, 2010).

Τα περισσότερα z-score υποδείγματα, σε περίπτωση συχνών αλλαγών στις αρχικές συνθήκες τους, οδηγούν σε κινδύνους αποτυχίας την πρόβλεψη της πτώχευσης. Το ίδιο ισχύει και για τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των οποίων η σπουδαιότητα στο να εξηγούν το κίνδυνο πτώχευσης μπορεί να μεταβάλλεται σε διαφορετικές συνθήκες. Τα υποδείγματα αυτά, αγνοούν παράγοντες που δεν μπορούν να ποσοτικοποιηθούν, δηλαδή υπάρχουν κάποια ποιοτικά στοιχεία τα οποία δεν λαμβάνονται υπόψη σε αυτά τα υποδείγματα αλλά παίζουν εξίσου σημαντικό ρόλο στην απόφαση της πτώχευσης ή μη μιας επιχείρησης (Hayes et al, 2010).

Από την άλλη πλευρά, υπάρχει ένας σημαντικός αριθμός πλεονεκτημάτων που τα διακρίνει. Ενδεικτικά, μέσω της MDA μπορούν να εξεταστούν δεκάδες χαρακτηριστικά μιας επιχείρησης ταυτόχρονα και να συνοψιστούν σε ένα μόνο σκορ το οποίο, θεωρητικά, μπορεί να λαμβάνει τιμές από $-\infty$ έως $+\infty$. Ακόμη,

μέσω της πολυμεταβλητής διακριτικής ανάλυσης περιγράφεται ολόκληρο το προφίλ των μεταβλητών παρέχοντας τη δυνατότητα να καλύπτονται περισσότερες περιοχές της χρηματοοικονομικής ανάλυσης μιας επιχείρησης. Τέλος, οι συντελεστές του μοντέλου καθώς και η συνεισφορά των χρηματοοικονομικών μεταβλητών στο μοντέλο μπορούν πολύ εύκολα να υπολογιστούν (Hayes et al, 2010).

Συμπερασματικά, τα πλεονεκτήματα του υποδείγματος Z- Score (Hayes et al, 2010):

- α) η ευκολία στη χρήση του,
- β) η αξιοπιστία των αποτελεσμάτων του,
- γ) η ελεύθερη διάθεση του σε κάθε ενδιαφερόμενο χρήστη και
- δ) η δυνατότητα συνεχής αναβάθμισης του.

Από την άλλη πλευρά, πρέπει να αναφερθούν μειονεκτήματα όπως (Hayes et al, 2010):

- α) η χρήση του μοντέλου μόνο σε βιομηχανικές επιχειρήσεις και η ιδιαίτερη προσοχή που χρειάζεται σε τυχόν άλλης μορφής επιχειρήσεις,
- β) η μεγάλη χρονική διασπορά και ο μικρός αριθμός του δείγματος που χρησιμοποιήθηκε αρχικά,
- γ) η στατικότητα των χρηματοοικονομικών δεικτών και
- δ) η παραποίηση των χρηματοοικονομικών καταστάσεων των εξεταζόμενων επιχειρήσεων που οδηγεί σε εσφαλμένη εκτίμηση του υποδείγματος και συνεπώς σε λανθασμένα συμπεράσματα.

5.3. Υπόδειγμα Ζέτα (1977)

Οι Altman et al. (1977) κατασκεύασαν ένα μοντέλο πολυμεταβλητής ανάλυσης δεύτερης γενιάς κάνοντας αρκετές βελτιώσεις στην αρχική προσέγγιση του υποδείγματος του Altman το 1968, λόγω της ανάγκης χρήσης και ανάπτυξης μοντέλων και εκτός του κλάδου της βιομηχανίας. Το νέο μοντέλο, που ονομάστηκε Zeta, είναι ικανό να κατατάξει τις πτωχευμένες επιχειρήσεις ακόμη και πέντε έτη πριν τη πτώχευση τους σε ένα δείγμα που περιλαμβάνει τόσο κατασκευαστές (manufacturers) όσο και λιανοπωλητές (retailers).

Ως δείγμα για την ανάπτυξη του υποδείγματος Zeta χρησιμοποιήθηκαν πτωχευμένες επιχειρήσεις και 58 μη πτωχευμένες οντότητες, οι οποίες ήταν απόλυτα ταιριασμένες με την ομάδα των αποτυχημένων επιχειρήσεων κατά κλάδο, έτος δεδομένων (περίοδος 1969-1975) και μέγεθος ενεργητικού. Μετά από μια επαναληπτική διαδικασία για τη μείωση του αριθμού των μεταβλητών, κατέληξαν σε ένα μοντέλο με 7 μεταβλητές, οι οποίες όχι μόνο ταξινομούσαν το δείγμα σωστά αλλά αποδείχθηκαν και οι πιο αξιόπιστες (στατιστικά σημαντικές) μετά από διάφορες δοκιμές (Altman, 1977).

Οι μεταβλητές αυτές ήταν οι εξής (Altman, 1977):

X_1 = Κέρδη προ τόκων και φόρων/ Σύνολο Ενεργητικού (ROA)

Ο δείκτης αυτός εκφράζει την αποδοτικότητα του συνόλου των περιουσιακών στοιχείων (return on assets) και αποτελεί έναν ιδιαίτερα χρήσιμο δείκτη πρόβλεψης πτώχευσης, για την αξιολόγηση της χρηματοοικονομικής επίδοσης των επιχειρήσεων. Παρουσιάζει τη μικρότερη σημαντικότητα σε σύγκριση με τις άλλες μεταβλητές (Altman, 1977).

X_2 = Σταθερότητα των Κερδών (stability of earnings)

Η σταθερότητα των κερδών μετράται από το τυπικό σφάλμα της εκτίμησης της τάσης της μεταβλητής X_1 γύρω από πέντε έως δέκα έτη. Ο δείκτης αυτός

κατατάσσεται δεύτερος σε σημαντικότητα (Altman, 1977).

X3 = Κέρδη προ τόκων και φόρων/ Χρηματοοικονομικά Έξοδα

Ο δείκτης αυτός, ουσιαστικά, αποτελεί τον δείκτη κάλυψης τόκων και έχει υποστεί λογαριθμικό μετασχηματισμό προκειμένου να βελτιωθεί η κανονικότητα και η ομοιογένεια του (Altman, 1977).

X4 = Παρακρατηθέντα Κέρδη/ Σύνολο Ενεργητικού

Η μεταβλητή αυτή είναι αναμφισβήτητα η πιο σημαντική μεταβλητή τόσο σε επίπεδο μονομεταβλητής όσο και σε επίπεδο πολυμεταβλητής ανάλυσης. Η αναλογία αυτή, η οποία καταλογίζει παράγοντες όπως η ηλικία της επιχείρησης, το χρέος και την μερισματική πολιτική, βρέθηκε να είναι αρκετά χρήσιμη για το μοντέλο Z-Score που συζητήθηκε νωρίτερα και αναφέρεται συχνά και ως σωρευτική κερδοφορία (cumulative profitability) (Altman, 1977).

X5 = Κυκλοφορούν Ενεργητικό/ Βραχυπρόθεσμες Υποχρεώσεις

Στην ουσία ο δείκτης αυτός είναι ο δείκτης άμεσης ρευστότητας ο οποίος στο παρελθόν δεν είχε θεωρηθεί τόσο αποτελεσματικός στην πρόβλεψη της αποτυχίας. Με τον όρο στατιστικά σημαντικό εννοούμε εκείνο το μοντέλο το οποίο δεν βελτιώνεται σημαντικά με την εισαγωγή περισσότερων μεταβλητών και δεν υπάρχει μοντέλο με λιγότερες μεταβλητές από αυτό που να λειτουργεί τόσο καλά (Altman, 1977).

X6 = Τρέχουσα αξία Ιδίων Κεφαλαίων / Συνολικά Κεφάλαια

Πρόκειται ουσιαστικά για έναν δείκτη κεφαλαιοποίησης (capitalization ratio) (Altman, 1977).

X7 = Μεταβολή Ενεργητικού (Μέγεθος)

Η μεταβλητή αυτή, όπως και οι προηγούμενες, έχει προσαρμοστεί λόγω των διεθνών προτύπων χρηματοοικονομικής πληροφόρησης (FRS) και των γενικά παραδεκτών λογιστικών αρχών (GAAP), ώστε να ομαλοποιηθεί η

κανονικότητά της λόγω ακραίων παρατηρήσεων (Altman, 1977).

Συγκριτικά με το Z-Score, το υπόδειγμα Zeta υποδεικνύει βελτιωμένη ακρίβεια στη πρόγνωση της οικονομικής αποτυχίας, βασίζεται σε δεδομένα πιο σχετικά με τις τρέχουσες συνθήκες και σε ένα μεγαλύτερο αριθμό επιχειρήσεων. Ακόμη, το νέο μοντέλο έχει ακρίβεια 96% (έναντι 94% που έχει το Z-Score) για προβλέψεις ένα έτος πριν τη πτώχευση και 70% (έναντι 36% που έχει το Z-Score) για προβλέψεις δύο με πέντε έτη πριν τη πτώχευση και είναι αναμφισβήτητα συμβατό για μικρού και μεσαίου μεγέθους επιχειρήσεις και όχι μόνο για μεγάλες (Altman, 1977).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

5.4. Μονομεταβλητή ανάλυση Beaver (Univariate Analysis)

Η μονομεταβλητή ανάλυση (univariate analysis), είναι η πιο απλή μορφή των ποσοτικών στατιστικών μεθόδων, η διεξαγωγή της οποίας γίνεται με την περιγραφή μιας μοναδικής μεταβλητής και των γνωρισμάτων του αντικειμένου μελέτης (επιχειρήσεις, χώρες, ομάδες κλπ.) στο οποίο θα εφαρμοστεί. Βασίζεται σε συγκεκριμένους αριθμοδείκτες που είναι ικανοί να διαχωρίσουν τις υγιείς από τις πτωχευμένες επιχειρήσεις (Beaver, 1966).

Το πρώτο υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε για την πρόβλεψη της πτώχευσης μιας επιχείρησης κατασκευάστηκε από τον Beaver (1966) και στηρίχθηκε στη μονομεταβλητή ανάλυση, το οποίο βασίστηκε σε ένα συγκεκριμένο αριθμό χρηματοοικονομικών δεικτών, ώστε να κατατάξει τις εξεταζόμενες επιχειρήσεις σε δύο ομάδες: α) τις υγιείς και β) τις πτωχευμένες επιχειρήσεις. Η ταξινόμηση στις δύο ομάδες γίνεται με τη σύγκριση της τιμής που λαμβάνει η επιχείρηση για τον συγκεκριμένο χρηματοοικονομικό δείκτη και της τιμής αναφοράς (cut-off score) του ίδιου δείκτη. Η τιμή αναφοράς υπολογίζεται για κάθε ένα δείκτη ξεχωριστά και είναι εκείνη που ελαχιστοποιεί τα λάθη κατά την ταξινόμηση των επιχειρήσεων στις δύο ομάδες. Η ανάλυση δίνει έμφαση στα κατάλληλα «σημάδια» (signs) που δίνει κάθε δείκτης ώστε να ακολουθήσει τη διαδικασία της ταξινόμησης (classification procedure) (Beaver, 1966).

Από τους 30 αρχικούς δείκτες τελικά μόνο έξι θεωρήθηκαν ότι θα μπορούσαν να συμβάλλουν στην πρόβλεψη της πτώχευσης. Στην ίδια εργασία, ο Beaver παρουσίασε εμπειρικά στοιχεία για να αποδείξει ότι οι συγκεκριμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες και κυρίως ο δείκτης Ταμειακή ροή προς Συνολικό Χρέος (Cash Flow to Total Debt), έδιναν στατιστικά σημαντικά «σημάδια» πολύ πριν την πραγματική πτώχευση της επιχείρησης. Στη πραγματικότητα, το φαινόμενο της πτώχευσης είναι πολυδιάστατο και ένας μοναδικός δείκτης δεν μπορεί να πληροφορήσει ούτε να προβλέψει σωστά χωρίς να συνεκτιμηθούν και άλλοι παράγοντες. Με άλλα λόγια, κανένας δείκτης από μόνος του δεν είναι δυνατόν να έχει την ίδια προβλεπτική ικανότητα με αυτή που έχει ένα μικρό σύνολο δεικτών που χρησιμοποιούνται ταυτόχρονα (Beaver, 1966).

Επίσης, η μέθοδος αυτή μπορεί να οδηγήσει σε εσφαλμένα συμπεράσματα σε περίπτωση που υπάρχουν λάθη κατά τον υπολογισμό των σημαντικών χρηματοοικονομικών δεικτών, παραπονημένα λογιστικά στοιχεία στις χρηματοοικονομικές καταστάσεις των επιχειρήσεων, έλλειψη δεδομένων και διαφορές στις γενικά παραδεκτές λογιστικές αρχές. Ακόμη, λόγω του ότι ο υπολογισμός των αριθμοδεικτών γίνεται από στοιχεία των οικονομικών καταστάσεων που είναι στατικά, η χρήση τους δεν μπορεί να μας δώσει μία σαφή εικόνα για την μελλοντική κατάσταση μιας επιχείρησης. Τέλος, εξίσου σημαντικό μειονέκτημα μπορεί να θεωρηθεί και η έλλειψη συσχέτισης ανάμεσα στους αριθμοδείκτες (Beaver, 1966).

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΚΕΦΑΛΑΙΟ 6 : ΕΜΠΕΙΡΙΚΗ ΔΙΕΡΕΥΝΗΣΗ ΕΡΓΑΣΙΑΣ

6.1. Εφαρμογή του υποδείγματος Z-SCORE ALTMAN στη σύγχρονη ανάλυση για την εμπειρική διερεύνηση της εργασίας

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η πρόβλεψη της πτώχευσης δέκα εταιριών. Η περίοδος εξέτασης των εν λόγω εταιριών είναι τα έτη 2007 – 2010. Η εμπειρική διερεύνηση πραγματοποιήθηκε από τα στοιχεία που συγκεντρώθηκαν από τις οικονομικές καταστάσεις των συγκεκριμένων εταιριών οι οποίες αντλήθηκαν από το «εθνικό τυπογραφείο». Οι εταιρίες αυτές είναι οι: «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.» («ΜΒΔΤ»), Θ.Δ. Γεωργιάδης Α.Ε. Καπνοβιομηχανία Σιγαρέττων, ALAPIS Ανώνυμος Συμμετοχική, Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών, Χημικών Βιολογικών Προϊόντων, Sprider Stores - Χατζηγιάννου Α.Ε.Β.Ε. Καλσόν Καλτσών Εσωρούχων Νημάτων Υφασμάτων Βαφείων Φινιστηρίων Έτοιμων Ενδυμάτων Συμμετοχών Διαχείριση Ακινήτων Κτηματική, Ελληνική Εριοβιομηχανία FINTEXPORT Α.Β.Ε.Ε., ΣΑΟΣ Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Σαμοθράκης, ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε. Ανώνυμος Εταιρεία Ιπποπαραγωγής Τουριστικών Οικοδομικών Ναυτιλιακών Γεωργοκτημοτροφικών Επιχειρήσεων και Αντιπροσωπειών, MICROLAND COMPUTERS Ανώνυμη Βιομηχανική Εμπορική Εταιρεία, Φιλκεραμ – Johnson Α.Ε. Βιομηχανία Κεραμικών Πλακιδίων και η ΗΧΟΣ ΚΑΙ ΕΙΚΟΝΑ Α.Ε.Ε.. Σημειώνεται ότι οι ανωτέρω εταιρίες εν τέλη πτώχευσαν.

Το υπόδειγμα που χρησιμοποιήθηκε για τη συγκεκριμένη ανάλυση είναι το z-score Altman. Ο λόγος που επιλέχθηκε το συγκεκριμένο μοντέλο είναι διότι περιλαμβάνει μεταβλητές που μπορούν να βρεθούν εύκολα από τα δεδομένα των οικονομικών καταστάσεων.

Σύμφωνα με το Σκορ πρόκρισης – απόρριψης (Z – Score) ισχύει:

Z-Score > 2.90	Ασφάλεια εντός του έτους (επιχείρηση υγιής)
Z-Score < 1.10	Αποτυχία εντός του τρέχοντος έτους (επιχείρηση υψηλού κινδύνου)
1.10 < Z-Score < 2.90	Αδυναμία ασφαλούς ταξινόμησης (Ζώνη αγνόησης – Grey area)

Δηλαδή, η τιμή 2,90 αποτελεί μία κριτική τιμή η οποία διαχωρίζει τις ξεκάθαρα μη – πτωχευμένες επιχειρήσεις από αυτές που υπάρχει μία αβεβαιότητα ως προς το αν ανήκουν στην ομάδα των πτωχευμένων επιχειρήσεων ή όχι.

6.2. «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.» («ΜΒΔΤ»)

Η εταιρία ιδρύθηκε το 1974 από τον ίδιο τον Χαράλαμπο Βωβό με την επωνυμία «Μπάμπης Βωβός Ελληνική Τουριστική Α.Ε.», η οποία τον Αύγουστο του 1999 μετονομάστηκε σε «Μπάμπης Βωβός - Διεθνής Τεχνική Α.Ε.» («ΜΒΔΤ») (www.babisnovos.gr).

Η «ΜΒΔΤ» αποτέλεσε επί μία εικοσαετία αποτέλεσε μία ελληνική εταιρία ανάπτυξης και εκμετάλλευσης ακινήτων, με έμφαση στην αγορά ακινήτων γραφείων. Τα κτίρια που έχει κατασκευάσει και αξιοποιήσει η εταιρία στη διάρκεια των 32 χρόνων δραστηριοποίησής της, στο χώρο της αξιοποίησης αστικών ακινήτων, ξεπερνούν τα 30 και έχουν συνολική έκταση μεγαλύτερη των 500.000 τ.μ. Σ' αυτά περιλαμβάνονται μερικά από τα πιο γνωστά, φημισμένα και σύγχρονα κτίρια της Αθήνας, όπως τα ATRINA, AGORA, POLIS, DELFI CORNER, ATRIUM, MONUMENTAL PLAZA κλπ. Στις 31 Δεκεμβρίου 2006 το ακαθάριστο χαρτοφυλάκιο της «ΜΒΔΤ» αποτιμήθηκε σε συνολική αγοραία αξία 1.210.000 ευρώ, σύμφωνα με την αποτίμηση ανεξάρτητου εκτιμητή (Colliers International). Η «ΜΒΔΤ» ήταν η μεγαλύτερη Ελληνική εταιρεία ακινήτων που έχει εισαχθεί στο Χρηματιστήριο, με βάση τον κύκλο εργασιών και την χρηματιστηριακή κεφαλαιοποίηση αγοράς (www.babisnovos.gr).

Η εταιρία είχε αποκτήσει εξαιρετική φήμη για την ανάπτυξη εμπορικών ακινήτων που γίνονται ορόσημα κατά μήκος των κεντρικών αρτηριών της Αθήνας και που προσφέρουν ιδιαίτερα πλεονεκτήματα λόγω μεγέθους, τοποθεσίας και προσφερομένων εγκαταστάσεων. Επιπλέον, η «ΜΒΔΤ» είχε αναπτύξει ένα πιστό και ευρύ κύκλωμα πελατών, με γνωστές εταιρίες, στις οποίες συμπεριλαμβάνονται οι Vodafone, Coca Cola, Cosmote, Sun Microsystems, Microsoft, Media Markt, Village Roadshow, Siemens, Telecom Italia Mobile (TIM), το Υπουργείο Περιβάλλοντος Χωροταξίας και Δημοσίων Έργων, τη Γ.Γ. Αθλητισμού (www.babisnovos.gr).

Η «ΜΒΔΤ» συμμετείχε σε όλες τις φάσεις ανάπτυξης ακινήτων και της επένδυσης σε αυτά, από την αγορά της έκτασης και την κατασκευή του κτιρίου έως τη μίσθωση και την πώληση ή τη διακράτηση του κατασκευασμένου κτιρίου. Επίσης, η εταιρία δρούσε και ως διαχειριστής των εγκαταστάσεων για όλα τα ακίνητα στα οποία διατηρούσε ιδιοκτησίες ή στα οποία είχε υπογράψει συμβάσεις πώλησης και επανεκμίσθωσης (<http://www.babisnonos.gr/>).

Τα τελευταία χρόνια της ζωής της, η «ΜΒΔΤ» αυξάνοντας την αποδοτικότητα των κεφαλαίων της με βάση τα πλεονεκτήματα που προσφέρουν οι συμβάσεις πώλησης και επαναμίσθωσης, κινήθηκε όλο και περισσότερο από την ανάπτυξη και πώληση ακινήτων προς την ανάπτυξη, διακράτηση και διαχείριση αυτών. Περαιτέρω, ο όμιλος διαφοροποίησε το χαρτοφυλάκιό του με την επέκταση σε νέους τομείς ανάπτυξης ακινήτων. Η «ΜΒΔΤ» ασχολήθηκε με τρεις κυρίως αγορές: την αγορά γραφείων, την αγορά καταστημάτων και την αγορά εξοχικής κατοικίας (<http://www.xespaο.gr>).

Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Πρώτο Θέμα», το μεγάλο πλήγμα για την εταιρία του Μπάμπη Βωβού ήρθε το 2010, όταν δηλαδή φάνηκε το αδιέξοδο σε σχέση με το εμπορικό κέντρο του Βοτανικού. Η Μπάμπης Βωβός Α.Ε. είχε προχωρήσει σε επένδυση που ξεπέρασε τα 120.000.000 ευρώ στη διπλή ανάπτυξη Βοτανικού - Λ. Αλεξάνδρας, για την κατασκευή εμπορικού κέντρου στον Βοτανικό δίπλα στο γήπεδο του Παναθηναϊκού. Τα μπετά είχαν πέσει και οι κτιριακές κατασκευές γύρω από το γήπεδο είχαν προχωρήσει αρκετά, όταν το 2009, ύστερα από προσφυγή των κατοίκων της περιοχής, το Συμβούλιο της Επικρατείας ανέστειλε όλες τις εργασίες ανέγερσης. Η απόφαση του Συμβουλίου της Επικρατείας αλλά και η αναπροσαρμογή των σχεδίων της ΠΑΕ Παναθηναϊκός προκάλεσαν καθυστερήσεις στον σχεδιασμό του γκρουπ. Επίσης και πολυεθνικές επιχειρήσεις, όπως οι Wind, MediaMarkt και άλλες, αποχώρησαν από τα κτίρια που νοίκιαζαν στην κατασκευαστική, δημιουργώντας σημαντικές τρύπες.

Ο όμιλος είχε ζημία 80,3 εκατ. ευρώ για το έτος 2011, αρνητικά ίδια κεφάλαια 21,8 εκατ. ευρώ και τραπεζικό δανεισμό (όλος ληξιπρόθεσμος) 729,2 εκατ. ευρώ. Οι δε πελάτες της Babis Vonos είχαν 46,9 εκατ. ευρώ ληξιπρόθεσμες

απαιτήσεις (<http://www.protothema.gr>).

Αυτές οι εξελίξεις σε συνδυασμό με τη μεγάλη έκθεση της εταιρίας σε δανεισμό, σημαντικό μέρος του οποίου προοριζόταν για την υλοποίηση του συγκεκριμένου έργου, υπήρξαν σύμφωνα με τον κ. Βωβό καθοριστικής σημασίας για την εμφάνιση αρνητικών ταμειακών ροών. Μέσα σε διάστημα δύο μηνών λήφθηκε τελικά η απόφαση για την υπαγωγή της εταιρείας στο άρθρο 99. (<http://www.xespao.gr>).

Με μια πρώτη ματιά στον πίνακα 1, παρατηρούμε ότι στη «ΜΒΔΤ» μειώνεται διαρκώς το Z - Score σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, το έτος 2007 η εταιρία βρίσκεται στη Grey area, υφίσταται αδυναμία ασφαλούς ταξινόμησης. Πέρα από αυτά τα έτη, η κριτική τιμή 2,90 δεν ικανοποιείται σε κανένα από τα έτη προκειμένου να χαρακτηρίζεται ως πολύ καλή επιχείρηση.

Πίνακας 1: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «ΜΒΔΤ»

ΜΒΔΤ	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	1,635	-0,315	-0,198	-3,698

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε ότι, για την τελευταία τριετία, η «ΜΒΔΤ» ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης, με πολύ μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας εντός του τρέχοντος έτους. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι τα αντίστοιχα Z – Score λαμβάνουν όχι μόνο τιμές μικρότερες της κριτικής 1,10, αλλά αυτές έχουν και αρνητικό πρόσημο.

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι ο παράγοντας που επηρέασε αρχικά τη ραγδαία μείωση της Z – Score του Altman είναι το κεφάλαιο κίνησης, το οποίο λαμβάνει αρνητικές τιμές σε όλα τα έτη, εκτός του 2007. Ένας άλλος, εξίσου σημαντικός παράγοντας είναι τα παρακρατηθέντα κέρδη, τα οποία μειώνονται σχεδόν στο μισό από το 2006 στο

2010 (βλέπε Παράρτημα). Επίσης, τα κέρδη (ζημιές) προ τόκων και φόρων, εκτός της χρήσης του 2006, είναι αρνητικά, καθώς και τα ίδια προς ξένα κεφάλαια μειώνονται από το 2007 έως το 2010.

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) παρατηρούμε, επίσης, ότι παρόλη την τεράστια αύξηση των μακροπρόθεσμων δανειακών υποχρεώσεων από 281.656.000 ευρώ το 2006 σε 423.356.000 ευρώ το 2007, κατά την εξεταζόμενη περίοδο παρατηρείται μείωση του μακροπρόθεσμου δανεισμού σε 359.490.000 ευρώ το 2008, 360.395.000 ευρώ το 2009 και 210.097.000 ευρώ το 2010. Αντίθετα με τις παραπάνω υποχρεώσεις και παρόλο το αρνητικό πρόσημο της Z – Score κατά την εξεταζόμενη περίοδο, τα βραχυπρόθεσμα δάνεια εκτοξεύτηκαν από 46.373.000 ευρώ το 2007 σε 216.136.000 ευρώ το 2008 και 383.082.000 ευρώ το 2009.

Συνοψίζοντας, θα λέγαμε ότι στην περίπτωση της «ΜΒΔΤ», οι ιδιαίτερα χαμηλές τιμές τόσο του κεφαλαίου κίνησης όσο και των Ίδιων κεφαλαίων καταδίκασαν τα συνολικά αποτελέσματα των Z – Scores και αύξησαν επικίνδυνα την πιθανότητα πτώχευσης.

6.3. Καπνοβιομηχανία Γεωργιάδη

Η καπνοβιομηχανία Γεωργιάδη ιδρύθηκε το 1938 με έδρα την Αθήνα. Το 1984 μετέφερε την έδρα της στη Λυκόβρυση ενώ το σήμα της ήταν το αντικότ «22». Η καπνοβιομηχανία Γεωργιάδη δραστηριοποιήθηκε με τη μεταποίηση καπνών και την κατασκευή τσιγάρων για την Ελληνική κατά κύριο λόγο αλλά και για την διεθνή αγορά. Το εργοστάσιό της βρίσκονταν στον Ελαιώνα Θηβών και απασχολούσε 68 εργαζόμενους (<http://orchomenos-press.blogspot.gr>).

Πρόκειται για βιομηχανική επιχείρηση η οποία σταμάτησε δραστηριότητες το 2012 λόγω σοβαρών οικονομικών προβλημάτων. Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Το Βήμα», η αδυναμία της διοίκησης να καταβάλει στο Υπουργείο Οικονομικών τον ειδικό φόρο που πληρώνουν οι καπνοβιομηχανίες της είχε στερήσει τη δυνατότητα των εξαγωγών, που ήταν και η βασική πηγή των εσόδων της και έτσι περιορίστηκε αποκλειστικά και μόνο στην εγχώρια αγορά. Τα τελευταία δέκα χρόνια της ζωής της εταιρίας, οι πωλήσεις της έφθιναν και η επιχείρηση εμφάνιζε ζημιές από την πρώτη γραμμή των κερδών, αφού το κόστος πωλήσεων ξεπερνούσε τον συνολικό τζίρο. Ακόμα και το 2002, όταν οι πωλήσεις είχαν διαμορφωθεί στα 23 εκατ. ευρώ, η εταιρία είχε ζημιές 1,44 εκατ. ευρώ.

Η αδυναμία εξαγωγών προέκυψε για πρώτη φορά στις αρχές του 2010. Και αυτό γιατί της καταλογίστηκαν πρόστιμα από το Δημόσιο για διαφυγόντες δασμούς. Η εταιρία προσέφυγε στα δικαστήρια, αλλά ώσπου να τελεσιδικήσει δεσμεύθηκαν οι τραπεζικές εγγυήσεις της, κάτι που έφερε και την αδυναμία εξαγωγών. (<http://www.tovima.gr>).

Η διευθύνουσα σύμβουλος της εταιρίας κυρία Ιωάννα Φαντοπούλου έκανε μία τελευταία προσπάθεια να σώσει τη βιομηχανία το 2011 ποντάροντας υποχρεωτικά στην εγχώρια αγορά. Λάνσαρε το σήμα MG Gold με τιμή 2,60 ευρώ, συμπιέζοντας τα περιθώρια κέρδους έτσι ώστε να διατηρηθεί στην αγορά. Μάλιστα, αύξησε την προμήθεια των λιανοπωλητών (περίπτερα, ψιλικατζίδικα κ.λπ.) και με μια δραματική σε τόνο επιστολή της προς τους συνδέσμους των περιπτερούχων ζήτησε τη στήριξή τους ώστε να βοηθηθεί μια μικρή αμιγώς ελληνική καπνοβιομηχανία. Το πείραμα δεν πέτυχε ενώ υπήρξαν καταγγελίες

από την πλευρά της για πόλεμο από τις πολυεθνικές (<http://orchomenos-press.blogspot.gr>).

Οι εργαζόμενοι παρέμειναν επί περίπου δεκατρείς μήνες απλήρωτοι και είχαν προχωρήσει σε επίσχεση εργασίας. Παράλληλα, η εταιρία κατέθεσε αίτηση πτώχευσης στο Μονομελές Πρωτοδικείο Θηβών, η οποία εκδικάστηκε τον Ιούνιο του 2013. Σύμφωνα, πάλι, με δημοσίευμα της εφημερίδας «Το Βήμα», η εταιρία είχε εναλλακτικούς τρόπους αντιμετώπισης του προβλήματος ιδιαίτερα μετά το ενδιαφέρον διάφορων επενδυτών που εκδήλωσαν είτε για την αγορά της εταιρίας είτε για συνεργασία με αυτήν. Ιδιαίτερη εστίαση πρέπει να δοθεί στην εμφάνιση ενός ξένου επενδυτή που ενδιαφέρονταν να εξαγοράσει τη μονάδα, αλλά με τη σειρά του επιθυμούσε να αποκτήσει «καθαρή» την εταιρεία και ζητούσε ρύθμιση των οφειλών, οι οποίες άγγιζαν τα 500.000 ευρώ.

Με μια πρώτη ματιά στον πίνακα 2, παρατηρούμε ότι στη «Γεωργιάδη» το Z - Score είναι αρνητικό σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, στα έτη 2007 έως 2009 φαίνεται το Z - Score να μειώνεται αλλά η τιμή του συνεχίζει να παραμένει αρνητική. Το 2010 το Z - Score αυξάνεται κατά πολύ, με αρνητικό πρόσημο, φθάνοντας να έχει τιμή -4,44.

Πίνακας 2: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «Γεωργιάδη»

Γεωργιάδη	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	-3,00	-2,72	-2,71	-4,44

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε ότι η Καπνοβιομηχανία Γεωργιάδη ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης κατά τη διάρκεια και των τελευταίων χρόνων της ζωής της. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι τα αντίστοιχα Z – Score λαμβάνουν όχι μόνο τιμές μικρότερες της κριτικής 1,10, αλλά αυτές έχουν και αρνητικό πρόσημο.

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι η αδυναμία της διοίκησης να καταβάλει τον ειδικό φόρο που πληρώνουν οι

καπνοβιομηχανίες ήταν ο πρωταρχικός παράγοντας που επηρέασε την αύξηση της Z – Score του Altman αρνητικά. Επιπλέον, η αδυναμία εξαγωγών αποτέλεσε τον καθοριστικό παράγοντα κατάρρευσης των εσόδων της το 2010, με τη ραγδαία αύξηση της Z – Score αρνητικά (βλέπε Παράρτημα). Είναι χαρακτηριστικό ότι οι πωλήσεις της εταιρίας το 2010 κατακρημνίστηκαν στα 748.000 ευρώ έναντι 5 εκατ. ευρώ το 2009. Εκτός από το κεφάλαιο κίνησης, ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας που οδήγησε την εταιρία στην πτώχευση ήταν οι συσσωρευμένες ζημιές που κατέγραψε ο ισολογισμός του 2010 (βλέπε Παράρτημα).

Το αρνητικό πρόσημο της Z – Score επιβεβαιώνεται και από τις οφειλές της βιομηχανίας κατά την εξεταζόμενη περίοδο προς ασφαλιστικά ταμεία και τις υποχρεώσεις της προς φόρους – τέλη. Πιο συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της βιομηχανίας (βλέπε Παράρτημα), οι οφειλές προς ασφαλιστικά ταμεία αυξήθηκαν από 175.080,03 ευρώ το 2008 σε 460.225,34 ευρώ το 2009 και 646.636,77 ευρώ το 2010. Επιπλέον, οι υποχρεώσεις προς φόρους – τέλη σχεδόν διπλασιάστηκαν εντός ενός έτους από 491.230,01 ευρώ το 2009 σε 916.807,31 ευρώ το 2010.

Η ουσία είναι ότι η οικογένεια Φαντοπούλου, που ήταν οι βασικοί μέτοχοι της καπνοβιομηχανίας, δεν ήταν σε θέση να στηρίξουν οικονομικά την επιχείρηση με αποτέλεσμα τα συνολικά αποτελέσματα των Z – Scores να κινούνται αρνητικά για αρκετό χρονικό διάστημα και την πιθανότητα πτώχευσης, τα τελευταία χρόνια της ζωής της, να είναι ορατή ανά πάσα στιγμή.

6.4. «ALAPIS» (Ανώνυμος Συμμετοχική, Βιομηχανική και Εμπορική Εταιρεία Φαρμακευτικών, Χημικών Βιολογικών Προϊόντων)

Η ALAPIS A.B.E.E. ιδρύθηκε το 2005 από τον επιχειρηματία Λαυρεντιάδη. Πρέκυψε από την συγχώνευση τεσσάρων μικρών εταιριών (Veterin, EBIK, Lamda Detergent και Elpharma). Με τη συγκέντρωση των δραστηριοτήτων των τεσσάρων αυτών εταιριών σε ένα κεντρικό κορμό διασφαλίστηκε η βέλτιστη απόδοση κάθε τομέα, με το νέο όμιλο να προσφέρει σε κάθε δραστηριότητα τη δυνατότητα να ενισχύεται από την τεχνογνωσία και τη διείσδυση στις αγορές των υπολοίπων. Ο όμιλος δραστηριοποιήθηκε στον τομέα της υγείας, ο οποίος περιλάμβανε την παραγωγή και διανομή φαρμακευτικών και παραφαρμακευτικών προϊόντων. Εστιάζοντας σταθερά στους αναπτυξιακούς της στόχους η ALAPIS κινήθηκε με μεθοδικότητα και μελετημένες επενδυτικές και επιχειρηματικές κινήσεις, αποτελώντας μια σημαντική μονάδα στους χώρους δράσης της (<http://www.galinos.gr>).

Λίγο μετά τη σύστασή της, η ALAPIS ABEE, ανακοίνωσε την ίδρυση της εταιρίας με τίτλο ALAPIS Cropscience με σκοπό την σποροπαραγωγή, τυποποίηση, έρευνα και εμπορεία πολλαπλασιαστικού υλικού, χημικών και λιπασμάτων, την εμπορεία οينوπνευμάτων και αιθυλικής αλκοόλης, την μεταφορά και αποθήκευση χημικών προϊόντων και την ίδρυση και εκμετάλλευση αποθηκών. Η έδρα της νέας εταιρείας ήταν στο Παλαιό Φάληρο και είχε εταιρικό κεφάλαιο 60.000 ευρώ. Μέτοχος της εταιρείας ήταν η ALAPIS ABEE κατά 99,99% (<http://www.iefimerida.gr>).

Δυο χρόνια μετά την ίδρυση της εν λόγω εταιρίας, ο Λαυρεντιάδης εκταμίευσε 800 εκ. ευρώ από την αγορά, κάνοντας έναν κύκλο εξαγορών, κάτι που μετέτρεψε την ALAPIS στην πιο κερδοφόρα εταιρεία του κλάδου για το 2008 με τζίρο στο 1 δισ. ευρώ. Τα καθαρά κέρδη έφτασαν τα 160 εκ. ευρώ, αλλά ο ίδιος ο Λαυρεντιάδης υπολόγισε ότι μόνο τα generics φάρμακα της εταιρίας θα

έδιναν το 2012 κέρδη 1 δισ. ευρώ. Χαρακτηριστικό είναι ότι με την πώληση της Νεοχημικής, όλοι οι ξένοι επενδυτές (Sal Openheim, Santander, Fortis), που ήταν μέτοχοι, μεταπήδησαν στην ALAPIS, αγοράζοντας πακέτα από τον κ. Λαυρεντιάδη, ενισχύοντας ακόμη περισσότερο τη ρευστότητά του (<http://www.redplanet.gr>).

Στο τέλος του 2008 ο Λαυρεντιάδης ανακοίνωσε ότι αποχωρεί από τη θέση του προέδρου της ALAPIS για να ιδρύσει μαζί με άλλους επιχειρηματίες και θεσμικούς επενδυτές private equity fund, που θα επιχειρεί από το Λονδίνο. Ο ίδιος παρέμεινε στη διοικητική ομάδα κατέχοντας πάνω από το 22% της εταιρείας (<http://www.redplanet.gr>).

Από εκεί και πέρα, η ALAPIS υπό τη νέα της διοίκηση πούλησε μια σειρά θυγατρικών της επιχειρήσεων σε τρίτα πρόσωπα. Σύμφωνα με δημοσιεύματα της «redplanet.gr», αυτές οι δραστηριότητες ήταν μεταξύ εκείνων που έφεραν τον Λαυρεντιάδη στη δεινή θέση του κατηγορουμένου καθώς οι ελεγκτικές αρχές υποστήριξαν ότι σύμφωνα με τα στοιχεία που υπάρχουν το σύνολο σχεδόν των αγοραπωλησιών είχαν γίνει με δάνεια μαϊμού από την Proton Bank και μεγάλο μέρος των χρημάτων είχαν καταλήξει σε λογαριασμούς του Λαυρεντιάδη στο εξωτερικό. Σημειώνεται επίσης, ότι την ίδια περίοδο, η μετοχή της ALAPIS στο Χρηματιστήριο της Αθήνας διαπραγματεύτηκε στην κατηγορία των μετοχών υπό επιτήρηση, ενώ το 72,63% των μετοχών της ανήκε στο επενδυτικό κοινό. Το 2010, ο Λαυρεντιάδης πούλησε το ποσοστό 15,2% της εταιρείας στον Μάριο Αλ Τζιμππούρι.

Τον Οκτώβριο του 2011, ο πρόεδρος του Χρηματιστηρίου Αθηνών αποφάσισε την προσωρινή αναστολή διαπραγμάτευσης των μετοχών της εταιρείας ALAPIS A.B.E.E., καθώς και παραγώγων επί αυτής έπειτα από την ανακοίνωση της εταιρείας, σύμφωνα με την οποία η διοίκησή της κατέθεσε αίτηση υπαγωγής στη διαδικασία συνδιαλλαγής του άρθρου 99 του Ν.3588/07. Σύμφωνα με τη «euro2day.gr», η προσωρινή αναστολή των ανωτέρω μετοχών κρίθηκε αναγκαία για την προστασία των επενδυτών, δεδομένου ότι δε διασφαλιζόνταν προσωρινά η ομαλή λειτουργία της αγοράς των μετοχών της εν

λόγω εταιρίας.

Τελικά το Νοέμβριο του 2013, μετά την απόφαση του Πρωτοδικείου Αθηνών - Τμήμα Πτωχεύσεων (αριθμ. απόφασης 395/2013) σύμφωνα με την οποία απορρίφθηκε η αίτηση περί υπαγωγής της ALAPIS στο καθεστώς της ειδικής εκκαθάρισης, έγινε ευθέως λόγος για πτώχευση, ενώ δεν υπήρξε αμφιβολία ότι η συγκεκριμένη απόφαση του Πρωτοδικείου αποτέλεσε κόλαφο για την επόμενη ημέρα της βιωσιμότητας της εταιρίας. Τελικά, τον ίδιο μήνα και σύμφωνα με την απόφαση 1190 (9/11/2013) του Πρωτοδικείου Αθηνών η ALAPIS τέθηκε υπό κατάσταση πτώχευσης (<http://www.euro2day.gr>).

Ακριβώς έναν χρόνο πριν, το Νοέμβριο του 2012, η διοίκηση της εταιρίας είχε υποβάλει αίτηση για ειδική εκκαθάριση σε λειτουργία η οποία όμως είχε απορριφθεί. Την ίδια στιγμή, οι πιστωτές της ALAPIS προχώρησαν στη διεκδίκηση των στοιχείων του ενεργητικού της εταιρίας μέσω του συνδίκου πτώχευσης. Επιπλέον, η BNP Paribas, τον Μάρτιο του 2012, ζήτησε από την εταιρία το ποσό των 640 εκατομμυρίων ευρώ, ως ληξιπρόθεσμο και άμεσα καταβλητέο. Πρόκειται για την καταγγελία της βασικής δανειακής σύμβαση που έχει συνάψει η ALAPIS το Δεκεμβρίου του 2007 με την BNP Paribas Securities Services να εκπροσωπεί το σύνολο των ομολογιούχων που ήταν οι: «ABN AMRO BANK N.V», «Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ», «Εμπορική Τράπεζα της Ελλάδος ΑΕ», «Τράπεζα Πειραιώς ΑΕ», «BNP Paribas Ireland», «Γενική Τράπεζα ΑΕ», «Τράπεζα Αττικής ΑΕ», «Τράπεζα Κύπρου» και «Alpha Bank». Από τότε βεβαίως έχουν συμβεί πολλά στην εταιρία στην οποία πλέον ο κ. Λαυρεντιάδης κατείχε μόλις το 6,12% των μετοχών (<http://alaporoparea.blogspot.gr>).

Σοβαρές αμφιβολίες όμως προέκυψαν και αναφορικά με την ακρίβεια των οικονομικών στοιχείων που είχε καταθέσει η εταιρία στο επιχειρηματικό της σχέδιο. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με την απόφαση του Πρωτοδικείου, «το ελληνικό Δημόσιο ισχυρίζεται και αποδεικνύει ότι οι συνολικές απαιτήσεις τους κατά της αιτούσας, που αφορούν ΦΠΑ και χαρτόσημο, ανέρχονται στο ποσό των 48.188.000 ευρώ, έναντι του αναφερόμενου από την αιτούσα ποσού των

355.422,05 ευρώ». Στην απόφαση έγινε ακόμη λόγος στα τεράστια δάνεια που είχε συνάψει η εταιρία, ενώ οι ληξιπρόθεσμες απαιτήσεις της, το Νοέμβριο του 2012, ανέρχονταν σε 682.616.109,21 ευρώ. Τονίστηκε, επίσης, ότι παρά την εισροή στα ταμειακά διαθέσιμα της εταιρίας τόσο μεγάλων χρηματικών ποσών, ήταν άγνωστο αν και για ποιο σκοπό χρησιμοποιήθηκαν αυτά τα κεφάλαια, καθώς αποδείχθηκε ότι όχι μόνο δεν επεκτάθηκε η επιχειρηματική δραστηριότητα της εταιρίας, αλλά ουσιαστικά οδηγήθηκε σε απαξίωση, καθώς οι πωλήσεις σημείωσαν κατακόρυφη πτώση (479.670.967,12 ευρώ το 2009 και μόλις 2.140.172,75 ευρώ κατά το πρώτο εξάμηνο του 2012).

Η απόφαση πτώχευσης κόστισε ιδιαίτερα στους εργαζομένους, η πλειονότητα των οποίων βρίσκονταν σε επίσχεση εργασίας από τον Οκτώβριο του 2012. Να σημειωθεί ότι μέχρι το 2010 ο όμιλος απασχολούσε συνολικά περί τα 2.000 άτομα, ενώ το 2013 ήταν μόλις 270 και ήταν εκείνοι που εργάζονταν στο εργοστάσιο Α' στο Κρυονέρι. Την ίδια ώρα, η ALAPIS A.B.E.E. εμφανίστηκε να έχει στο ενεργητικό της πολλά ακίνητα ιδιαίτερα μεγάλης αξίας, τα οποία στη φάση εκείνη δεν μπορούσαν να αξιοποιηθούν. Επιπλέον, το σύνολο του ενεργητικού της επιχείρησης, ήταν συνολικής αξίας 34.977.771,18 ευρώ, ενώ η παραγωγική δραστηριότητα ήταν περιορισμένου εύρους, η διατήρηση της οποίας θα μπορούσε πιθανώς να επιτευχθεί με πολύ μικρότερο κόστος από άλλη φαρμακευτική εταιρία και χωρίς να είναι αναγκαία η ύπαρξη του συνόλου των στοιχείων του ενεργητικού της (<http://alaporoparea.blogspot.gr>).

Στον παρακάτω πίνακα παρατηρούμε ότι το 2007 η ALAPIS είχε Z – Score 4,71, που σημαίνει ότι ήταν ξεκάθαρα μη πτωχευμένη επιχείρηση αφού είχε ξεπεράσει το όριο του 2,90. Παρόλα αυτά, όμως, η εταιρία από το 2008 μέχρι το 2010 είχε συνεχώς Z – Score κάτω από το όριο του 1,10 που αυτό δείχνει ότι είναι ξεκάθαρα πτωχευμένη επιχείρηση. Συγκεκριμένα, το 2010 η ALAPIS είχε Z – Score -0,87 που δείχνει ότι η πρόβλεψη για τα επόμενα έτη θα ήταν ότι θα πτωχεύσει, όπως και έγινε το 2012.

Πίνακας 2: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «ALAPIS»

ALAPIS	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	4,71	1,00	0,93	-0,87

Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι ο παράγοντας που επηρέασε αρχικά τη ραγδαία μείωση της Z – Score του Altman είναι το κεφάλαιο κίνησης. Πιο συγκεκριμένα, η αδυναμία της εταιρίας να ανταπεξέρθει στις απαιτήσεις των δανειακών συμβάσεων καθώς και στην καταβολή του ΦΠΑ είχε σαν αποτέλεσμα την κατάρρευσή της μέσα σε πολύ σύντομο χρονικό διάστημα.

Ωστόσο, παρόλη τη μείωση της Z – Score στα εξεταζόμενα έτη τα μακροπρόθεσμα δάνεια αυξάνονται. Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) βλέπουμε ότι οι μακροπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της «ALAPIS» αυξήθηκαν από 20.000.000 ευρώ το 2007 σε 664.843.000 ευρώ το 2008 και σε 735.000.000 ευρώ το 2009.

Τελικά, βλέπουμε ότι το μοντέλο του Altman εφαρμόστηκε επιτυχώς για το 2010 για την ALAPIS. Έτσι, παρατηρούμε πόσο η κρίση του 2010 στην Ελλάδα επηρέασε τη συγκεκριμένη εταιρία και πόσο μεταβάλλεται το Z – Score σε σχέση με τα προηγούμενα χρόνια.

6.5. Sprider Stores

Η ιστορία των Sprider Stores είναι άμεσα συνδεδεμένη με δύο γνωστά επιχειρηματικά ονόματα, εκείνο της οικογένειας Αργυρού και της οικογένειας Χατζηιωάννου.

Συγκεκριμένα, το 1971, τα δύο αδέρφια Αθανάσιος Αργυρός και Σπύρος Αργυρός συστήνουν την Σ. & Ν. Αργυρός Ο.Ε. με κύριο αντικείμενο την παραγωγή και διανομή μαγιό και ειδών θαλάσσης. Μετά από 7 χρόνια, το 1978, ο Αθανάσιος Αργυρός αποχωρεί και συστήνει την δική του εταιρία «ΑΡΓΥΡΟΣ ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΜΠΟΡΙΚΗ ΚΑΙ ΒΙΟΜΗΧΑΝΙΚΗ ΕΤΑΙΡΕΙΑ ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ» (μετέπειτα SPRIDER STORES A.E.) με έδρα τον Άγιο Δημήτριο και κύριο αντικείμενο την εμπορία μαγιό και αθλητικών ειδών. Το 1982 η εταιρία μεταφέρεται στο Ελληνικό, αναπτύσσει ένα δίκτυο χονδρικών πωλήσεων σε όλη την Ελλάδα και στρέφεται και στις εξαγωγές. Στην ίδια περιοχή θα ανεγείρει νέο συγκρότημα εγκαταστάσεων το 1987, με αποθήκες και επεκτάσεις των κτιρίων της. Το 1990 μπαίνει στην λιανική με την λειτουργία του πρώτου της πρατηρίου. Από το 1990 έως το 1999 ακολουθεί μια δυναμική διαδρομή επέκτασης στην λιανική με τη έναρξη των καταστημάτων στο Ελληνικό Αττικής (1992), στην Αγία Παρασκευή Αττικής (1994), Πετρούπολη Αττικής (1995), στο Αιγάλεω και στη Νέα Ιωνία Αττικής (1996), στην Καλαμάτα Μεσσηνίας και στην Καλλιθέα Αττικής (1997), στη Χαλκίδα Ευβοίας και στην Πάτρα Αχαΐας (1998), στο Ηράκλειο Κρήτης και στο Καλαμάκι Αττικής (1999) (<http://www.epant.gr>).

Το 1999 ήταν η χρονιά που άλλαξε χέρια το τιμόνι της εταιρίας. Ο Όμιλος Χατζηιωάννου εξαγόρασε το 80% της εταιρίας. Η κατάσταση της εταιρίας και η συναλλαγή, σύμφωνα με τη ΑΡΙΘ. ΑΠΟΦ. 104/II/1999, είχε ως εξής: «ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ ΑΒΕΕ - SRIDER SA ARSA ΑΡΓΥΡΟΣ Α.Ε.Β.Ε. ΕΝΔΥΜΑΤΩΝ - ΔΙΑΦΗΜΙΣΤΙΚΗ της Επιτροπής Ανταγωνισμού» (<http://www.epant.gr>).

Τη διοίκηση της Sprider διατήρησαν τα μέλη της οικογένειας Αργυρού. Επίσης στις διοικήσεις των κάθε εταιριών διατηρήθηκαν οι προηγούμενες διοικήσεις. Το 2004 ο Σάκης Χατζηιωάννου ανέλαβε την διοίκηση

της Sprider. Ήδη είχε προσπαθήσει να εισάγει στο Χρηματιστήριο Αθηνών την εταιρία από το 2001, αξιοποιώντας τα οφέλη στα πρότυπα της εισαγωγής του Ομίλου (<http://www.epant.gr>).

Τελικά εισήχθη στην κύρια αγορά με ανάδοχο εταιρία την Alpha Finance. Στο ντεμπούτο της στο ταμπλό είχε απώλειες 15% μέσα σε 3 μέρες. Έπεσε στην τιμή των 2,6 και σύμφωνα με δημοσίευμα της «capital.gr», η εταιρία απογοήτευση και αγανάκτηση σε αρκετούς και ξαναθέτοντας ζητήματα υποχρεώσεων των ανάδοχων εταιριών. Αυτό βέβαια δεν αναίρεσε το γεγονός της άντλησης μεγάλου ποσού με την εισαγωγή της.

Πριν την εισαγωγή, το μετοχικό κεφάλαιο της ήταν 12.506.280 μετοχές ονομαστικής αξίας 0,60 ευρώ (29/1/2002). Το 2002 αποφασίστηκε μια αύξηση μετοχικού κεφαλαίου με την έκδοση 10.629.930 νέων μετοχών από κεφαλαιοποίηση αποθεμάτων της εταιρίας. Η Χατζηιωάννου Holding είχε συνάψει δάνεια με την Alpha Bank και είχε ως ενέχυρο τις μετοχές. Η τράπεζα παραιτήθηκε των δικαιωμάτων ψήφου αυτών των μετοχών, υπέρ της Χατζηιωάννου Holdings. Η θυγατρική της Alpha Finance ήταν η ανάδοχος της εισαγωγής της Sprider στην κεντρική αγορά του Χρηματιστηρίου Αθηνών (<http://www.capital.gr/>).

Για την εισαγωγή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών εκδόθηκαν 3.126.450 νέες μετοχές προς διάθεση σε δημόσια εγγραφή, δεσμεύθηκαν οι μέτοχοι να διαθέσουν 3.755.000 υφιστάμενες μετοχές (3.004.000 η Χατζηιωάννου και 751.000 ο Α. Αργυρός) και για να γίνουν σταθεροποιητικές πράξεις διέθεσαν επιπλέον 1.160.000 υφιστάμενες μετοχές τις οποίες επαναμεταβιβάστηκαν στους μετόχους στις 27/2/2004. Η μετοχή με την πρεμιέρα της πήρε την κατιούσα και σύμφωνα με την «capital.gr» αν δεν πωλούσαν τα ποσοστά τους οι βασικοί μέτοχοι και δεν θεωρήσουμε το επενδυτικό κοινό να αξιολογεί την εταιρία έτσι ώστε να συμμετάσχει στην δημόσια εγγραφή με σκοπό σε λίγες μέρες να την πωλήσει με σημαντικές απώλειες, τότε οι σταθεροποιητικές πράξεις θα προκαλούσαν ερωτηματικά. Η επόμενη περίοδος χαρακτηρίζεται από την ύφεση στην αγορά, ενώ άλλες κινήσεις των αδελφών δεν είχαν και τόσο καλή κατάληξη, κυρίως στο εξωτερικό, άλλες όμως είχαν. Την ίδια χρονική περίοδο οι αφοί

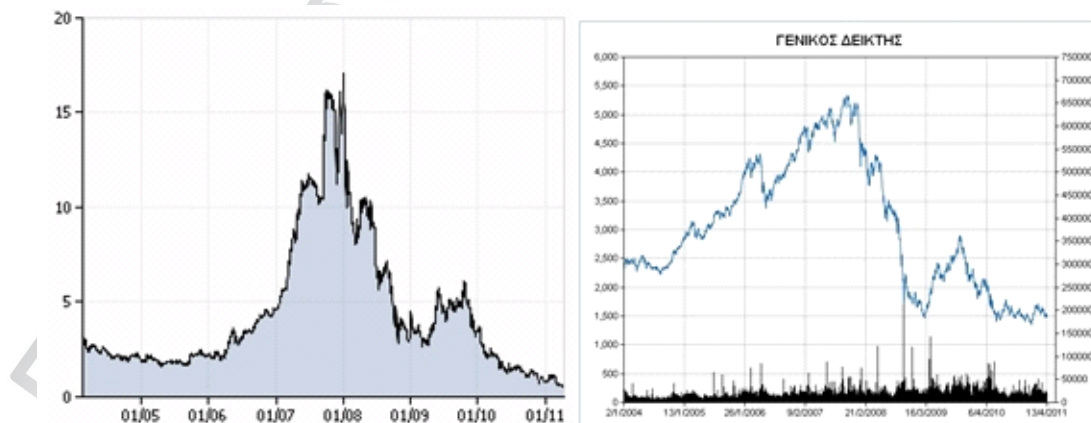
Χατζηιωάννου διαχώρισαν την κοινή πορεία με την οικογένεια Αργυρού, μεταβίβασαν θυγατρικές και βρισκονταν οι μόνοι ιδιοκτήτες της Sprider.

Η τελευταία Sprider Hellas Doo Beograd (Σκόπια) είχε πωληθεί το 2009, αλλά ο αγοραστής αδυνατώντας να την αποπληρώσει την επέστρεψε πίσω. Βεβαίως ήταν ζημιογόνος. Στα παραπάνω προστέθηκαν οι προσπάθειες επέκτασης της εταιρίας στα Βαλκάνια και η μερική αποτυχία λόγω της οικονομικής συγκυρίας. Επίσης, είχαν μεσολαβήσει πωλήσεις ακινήτων και είχαμε μια συρρίκνωση της εταιρίας και επικέντρωση μόνο στην εμπορία ενδυμάτων, αποβάλλοντας πλήρως την παραγωγή (<http://www.abnamro.com/>).

Η Μετοχική σύνθεση της εταιρίας έχει την ακόλουθη εξέλιξη:

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ HOLDINGS A.E	79,96%	59%	59%	39%	38%	39,92%	39,92%	39,92%
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΑΡΓΥΡΟΣ	14,99%	10,35%	10,35%					
ΝΙΚΟΛΑΟΣ ΑΡΓΥΡΟΣ	5,00%	4,40%	4,40%	6,98%				
ΕΜΜΑΝΟΥΗΛ ΒΛΑΣΕΡΟΣ	0,05%	0,06%						
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΟ ΚΟΙΝΟ								
ΣΑΒΒΑΣ ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ			3,17%	10,47%	9,58%	9,58%	10,22%	10,22%
ΑΘΑΝΑΣΙΟΣ ΧΑΤΖΗΙΩΑΝΝΟΥ			1,29%	10,63%	11,47%	11,47%	12,11%	12,11%
FORTIS GLOBAL CUSTODY SERVICES NV				5,71%	8,25%	8,67%	8,67%	
ABN AMRO GLOBAL CUSTODY SERVICES								8,60%
	100,00%	73,81%	78,21%	72,80%	67,02%	69,64%	70,92%	70,85%

Και η πορεία της μετοχής:



Από την μετοχική σύνθεση είναι προφανείς η αποχώρηση της οικογένειας Αργυρού, η ρευστοποίηση από τον όμιλο Χατζηιωάννου (καταγράφοντας τα κέρδη) και η προσωπική συμμετοχή των αδελφών Χατζηιωάννου

(<http://www.abnamro.com/>).

Η πορεία της μετοχής σχηματισμένη φαίνεται στο παραπάνω διάγραμμα, χωρίς βέβαια να μπορεί να αποτυπωθεί καλά. Η οπτική σύγκριση δεν μπορεί να αποδώσει σωστά αποτελέσματα. Για παράδειγμα, ενώ την ίδια περίοδο το 2007, είχαμε άνοδο και της μετοχής και του Γενικού Δείκτη, ωστόσο στην πρώτη η άνοδο άγγιξε το 600% (εξαπλασιασμό σχεδόν της τιμής), ο δεύτερος είχε περίπου 120% άνοδο. Ομοίως, ενώ από τα υψηλά των 15ευρω (2008) το 2011 βρίσκεται στα 0,60 η μετοχή, ο Γενικός Δείκτης από 5000 και κάτι (2008), το 2011 είναι 1500. (<http://www.capital.gr/>).

Το βέβαιο είναι ότι η Sprider αποτέλεσε αιχμή στους σχεδιασμούς του ομίλου. Άλλωστε είχε διαγράψει στο εμπορικό της τμήμα μια εκπληκτική πορεία ανάπτυξης τα τελευταία χρόνια. Από 45 καταστήματα το 2006, επεκτάθηκε στα 66 το 2007, για να καταλήξει το 2010 σε πάνω από 100. Η εταιρία Sprider, η οποία ήταν και κτηματική, φαίνεται πως είχε βλέψεις και στην αγορά ενέργειας (<http://www.capital.gr/>).

Παρατηρώντας τον πίνακα 4, διακρίνουμε ότι παρόλη την επέκταση των καταστημάτων της, στη Sprider μειώνεται διαρκώς το Z - Score σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, τα έτη 2007 και 2008 η εταιρία βρίσκεται στη Grey area, υφίσταται αδυναμία ασφαλούς ταξινόμησης. Πέρα από αυτά τα έτη, η κριτική τιμή 2,90 δεν ικανοποιείται σε κανένα από τα έτη προκειμένου να χαρακτηρίζεται ως πολύ καλή επιχείρηση.

Πίνακας 4: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «Sprider Stores»

Sprider	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	1,87	1,09	0,70	-1,34

Από τον παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε ότι, για την εξεταζόμενη περίοδο, η Sprider ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης, με πολύ μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας εντός του τρέχοντος έτους. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι τα αντίστοιχα Z – Score λαμβάνουν όχι μόνο τιμές μικρότερες

της κριτικής 1,10, αλλά το 2010 αυτό έχει και αρνητικό πρόσημο. Παρόλα αυτά, τα μακροπρόθεσμα δάνεια της εταιρίας αυξήθηκαν από 4.850.000 ευρώ το 2007 σε 11.350.000 ευρώ το 2008 (βλέπε Παράρτημα).

Η Sprider ήταν μία ακόμα επιχείρηση στην οποία το κεφάλαιο κίνησης (βλέπε Παράρτημα) αποτέλεσε τον παράγοντα που επηρέασε αρχικά τη μείωση της Z – Score του Altman. Συγκεκριμένα, η μη ικανοποίηση των ληξιπρόθεσμων χρεών ήταν η αιτία για την οποία το Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης κήρυξε σε κατάσταση πτώχευσης την αλυσίδα Sprider Stores, σύμφωνα με την απόφαση 25822/2013 που έχει στη διάθεσή του. Η μοναδική γραμμή άμυνας της εταιρίας ήταν η άσκηση έφεσης κατά της απόφασης για κήρυξη πτώχευσης, κάτι που τελικά δε συνέβη ποτέ.

Σύμφωνα με δημοσίευμα της «capital.gr», η πτώχευση της Sprider προήλθε από πιστωτή που μίσθωνε στην αλυσίδα των αδελφών Χατζηγιάννου συστήματα πληροφορικής και είχε λαμβάνειν από τρεις μεταχρονολογημένες επιταγές και 34 τιμολόγια περίπου 86,8 χιλιάδες ευρώ. Η εταιρία ποτέ δεν εισέπραξε τα οφειλόμενα ποσά και ως αποτέλεσμα κατέθεσε στο Πολυμελές Πρωτοδικείο Θεσσαλονίκης αίτηση πτώχευσης κατά της Sprider.

Το δικαστήριο έκανε δεκτή την αίτηση πτώχευσης λόγω και του ότι η Sprider χρωστούσε συνολικά 95,5 εκατ. ευρώ σε τρίτους (Δημόσιο, προμηθευτές κτλ). Επίσης, θεώρησε ότι η εταιρία, που δεν κατάφερε να ενταχθεί στο άρθρο 99, «δεν βρίσκεται σε πρόσκαιρη ταμειακή δυσχέρεια ή έστω σε παροδική διαταραχή του ρυθμού των πληρωμών της. Αλλά αντίθετα στο γεγονός ότι έχει περιέλθει σε μόνιμη γενική αδυναμία να αντιμετωπίσει τα ληξιπρόθεσμα και απαιτητά εμπορικά της χρέη» (<http://www.capital.gr/>).

Σύμφωνα με το σκεπτικό της απόφασης, ο πλειστηριασμός των περιουσιακών στοιχείων της Sprider θα επαρκούσε για την κάλυψη των εξόδων της πτωχευτικής διαδικασίας. Η ένταξη σε καθεστώς πτώχευσης, που θα μπορούσε να ανατραπεί μόνο με την άσκηση έφεσης, σήμαινε επίσης, ότι όλες οι

δίκες κατά της Sprider σταματούν, καθώς οι πιστωτές μπορούν να διεκδικήσουν τα οφειλόμενα, «βγάζοντας στο σφυρί» τα περιουσιακά στοιχεία της εταιρείας.

Η συγκεκριμένη κίνηση ήταν μονόδρομος, όπως είχε αναφέρει τότε η Sprider λόγω της αδιάλλακτης στάσης και της άρνησης των τραπεζών, να συνεχίσουν τη χρηματοδότηση. «Η παρατεταμένη ύφεση της ελληνικής οικονομίας η οποία έχει πλήξει σημαντικότερα και τον κλάδο μας, ο περιορισμός του διαθέσιμου εισοδήματος των καταναλωτών, η αύξηση του κόστους χρηματοδότησης, οι καταστροφικές συνέπειες της πυρκαγιάς στις κεντρικές αποθήκες και εγκαταστάσεις της εταιρίας, η άρνηση των ασφαλιστικών εταιρειών να μας αποζημιώσουν έστω και μερικώς, αλλά και η αίτηση πτώχευσης που κατέθεσε προμηθευτής της Sprider Stores, επιδείνωσαν επιπρόσθετα την κατάσταση και οδήγησαν την εταιρεία στην συγκεκριμένη απόφαση» είχαν σημειώσει οι επικεφαλής της Sprider τον Οκτώβριο του 2013 στην «capital.gr».

6.6. FINTEXPOR T A.B.E.E.

Η FINTEXPOR T A.B.E.E., ιδρύθηκε το 1968 και κύρια δραστηριότητά της ήταν η παραγωγή μάλλινης μοκέτας και η εισαγωγή συνθετικής. Η εταιρία πραγματοποίησε την εισαγωγή των μετοχών της στο Χρηματιστήριο Αθηνών το 1976 και για πολλά χρόνια ήταν σημείο αναφοράς στον κλάδο της κλωστοϋφαντουργίας. Καθαρά εξαγωγική εταιρία διατηρούσε στον Άγιο Στέφανο Αττικής κατετοιποιημένη παραγωγική μονάδα με υφαντήριο, κλωστήριο, φινιριστήριο και βαφείο (<http://www.capital.gr>).

Τη δεκαετία του 90' η εταιρία επεκτάθηκε και σε μη κλωστοϋφαντουργικά προϊόντα επίστρωσης δαπέδου. Την ίδια εποχή προχώρησε σε αύξηση του μετοχικού της κεφαλαίου κατά 1,35 δισ. δρχ. Τα αντληθέντα κεφάλαια χρησιμοποιήθηκαν για τη χρηματοδότηση του επενδυτικού προγράμματος της εταιρίας καθώς και για κεφάλαια κίνησης (<http://www.capital.gr>).

Για τη χρήση του 2005 αποφασίστηκε από την Τακτική Γενική Συνέλευση των μετόχων της FINTEXPOR T A.E. η διανομή μερίσματος 0,008 ευρώ ανά μετοχή. Δικαιούχοι του εν λόγω μερίσματος ήταν οι κάτοχοι μετοχών της εταιρίας κατά τη λήξη της συνεδρίασης του Χρηματιστηρίου Αθηνών της 25ης Ιουλίου 2006. Από την επόμενη μέρα, η μετοχή διαπραγματευόταν στο Χρηματιστήριο Αθηνών χωρίς δικαίωμα στο μέρισμα για τη χρήση 2005 (<http://www.tovima.gr>).

Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Ημερησία», ο διεθνής ανταγωνισμός και η έλλειψη χρηματοδότησης φαίνεται πως οδήγησαν το διοικητικό συμβούλιο της FINTEXPOR T A.E. να υποβάλλει αίτηση κήρυξης σε πτώχευση ενώπιον του Πολυμελούς Πρωτοδικείου Αθηνών με ημερομηνία συζήτησης την 19-06-2013. Το κακό φαίνεται να ξεκίνησε από την έντονη ανατίμηση του ευρώ έναντι του αμερικανικού δολαρίου και της στερλίνας, καθώς σημαντικό ποσοστό των πωλήσεων της γινόταν στα δύο αυτά νομίσματα.

Παρατηρώντας τον παρακάτω πίνακα, διακρίνουμε ότι στη FINTEXPORΤ μειώνεται διαρκώς το Z - Score σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, τα έτος 2007 η FINTEXPORΤ έχει βγει από τη Grey area και κινείται σε αρνητικό επίπεδο. Ωστόσο, φαίνεται ότι η κατάσταση δεν άλλαξε προς το καλύτερο τα επόμενα χρόνια αλλά αντίθετα το Z – Score μειωνόταν συνεχώς.

Πίνακας 5: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «FINTEXPORΤ A.B.E.E.»

FINTEXPORΤ	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	1,05	0,50	0,33	0,28

Σύμφωνα με τον πίνακα 5, διαπιστώνουμε ότι, για την εξεταζόμενη περίοδο, η FINTEXPORΤ ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης με πολύ μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας εντός του τρέχοντος έτους, εφόσον τα αντίστοιχα Z – Score λαμβάνουν τιμές μικρότερες της κριτικής 1,10. Παρόλα αυτά, οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξήθηκαν από 9.202.994 ευρώ το 2007 σε 11.157.819 ευρώ το 2009 (βλέπε Παράρτημα).

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι ένας από τους σημαντικότερους παράγοντες που επηρέασαν τη μείωση της Z – Score του Altman είναι το κεφάλαιο κίνησης. Η έλλειψη ρευστότητας επέφερε τα πρώτα μεγάλα προβλήματα για την FINTEXPORΤ, με αποτέλεσμα μέρος των παραγγελιών να μην εκτελείται. Έτσι, το 2010 οι πωλήσεις οι πωλήσεις υποχώρησαν, το μικτό περιθώριο κέρδους κατέστη αρνητικό και το αποτέλεσμα έντονα ζημιογόνο (βλέπε Παράρτημα).

Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Το Χρήμα», σε μία προσπάθεια επιβίωσης, η διοίκηση της εταιρίας προσπάθησε ήδη από τις αρχές του 2011 να περιορίσει δραστικά την παραγωγή της μόνο σε προϊόντα με υψηλή προστιθέμενη αξία ώστε να περιορίσει δραστικά και το κόστος λειτουργίας της. Οι κινήσεις αυτές δεν απέδωσαν παρά το γεγονός ότι στο πρόσφατο παρελθόν η

εταιρία είχε πλούσια εξαγωγική δραστηριότητα με ποσοστό 70% να κατευθύνεται στην αγορά της Μεγάλης Βρετανίας. Αντίστοιχα, δεν απέδωσαν και οι προσπάθειες αναχρηματοδότησης από κοινοπραξία τραπεζών με 1,5 εκατ. ευρώ εντός του 2012 την ίδια στιγμή που όλα ανεξαιρέτως τα ακίνητα της εταιρείας έχουν εμπράγματα βάρη για την λήψη του κοινοπρακτικού δανείου ύψους 9,3 εκατ. ευρώ το Μαΐο του 2011.

Τέλη Αυγούστου του 2012, η FINTEXPORΤ δεν μπόρεσε να εκδώσει εξαμηνιαία αποτελέσματα και από τότε η μετοχή της είχε τεθεί από το Χρηματιστήριο Αθηνών εκτός διαπραγμάτευσης. Όσον αφορά τα οικονομικά μεγέθη, σύμφωνα με τα επίσημα δημοσιευμένα στοιχεία για την ολοκληρωμένη χρήση του 2011, ο τζίρος είχε διαμορφωθεί στα 9 εκατ. ευρώ και οι ζημίες στα 4 εκατ. ευρώ, ενώ το περιθώριο μικτού κέρδους, ως ποσοστό επί του κύκλου εργασιών, στο έτος 2011 ήταν στο εντυπωσιακό αρνητικό νούμερο του -0,12% έναντι 12,33% του αντίστοιχου του προηγούμενου έτους. Σημειώνεται, επίσης, ότι το Δεκέμβριο του 2012 η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς επέβαλε πρόστιμο ύψους 6.000 ευρώ στην FINTEXPORΤ επειδή δεν δημοσιοποίησε την ετήσια οικονομική έκθεση της χρήσης 2011 και τις τριμηνιαίες οικονομικές καταστάσεις της περιόδου που έληξε την 31.3.2012 κατά παράβαση του ν.3556/2007 (<http://www.euro2day.gr>).

Η εταιρία FINTEXPORΤ έλαβε τέλος τον Ιούνιο του 2013 με αίτηση πτώχευσης και με το σημαντικότερο περιουσιακό της στοιχείο (ακίνητο στον Άγιο Στέφανο) να είναι υποθηκευμένο στις τράπεζες, έναντι του μακροχρόνιου δανεισμού που είχε συνάψει (<http://www.naftemporiki.gr>).

6.7. «ΣΑΟΣ» Ανώνυμη Ναυτιλιακή Εταιρεία Σαμοθράκης

Η εταιρία ΣΑΟΣ Α.Ν.Ε.Σ. ιδρύθηκε το 1975 ως Ε.Π.Ε. και δραστηριοποιήθηκε στις γραμμές Σαμοθράκης - Αλεξανδρούπολης και Σαμοθράκης - Καβάλας. Το 1999 μετατράπηκε σε Ανώνυμη Εταιρία και ξεκίνησε τη ναυπήγηση του Ε/Γ-Ο/Γ ΣΑΟΣ ΙΙ. Το 2001 και όταν η εταιρία παρουσίασε σοβαρά οικονομικά προβλήματα λόγω του σοβαρού επενδυτικού ανοίγματος της νέας κατασκευής, η οικογένεια Φώτιου Μανούση εισήλθε στην εταιρία ως στρατηγικός επενδυτής αποκτώντας μεγάλο μερίδιο μετοχών (<http://www.saos.gr>).

Ο Φώτιος Μανούσης, επιχειρηματίας και μέχρι τότε δραστηριοποιούμενος κυρίως στον τομέα των μέσων μαζικής ενημέρωσης, σε επενδύσεις ακινήτων και κατασκευές, ανέλαβε το πλήρες management της εταιρίας με την συνεργασία έμπειρων και δυναμικών στελεχών. Από εκείνο το χρονικό σημείο και μέχρι το 2006 η ανάπτυξη της εταιρίας κρίθηκε εντυπωσιακή σε όλα τα επίπεδα. Τέθηκαν νέοι επιχειρηματικοί στόχοι, πραγματοποιήθηκαν αγορές πλοίων και η εταιρία δραστηριοποιήθηκε σε πολύ περισσότερες γραμμές του Αιγαίου με διεύρυνση του πεδίου δράσης της και ανάπτυξη σημαντικού δικτύου πωλήσεων. Παράλληλα, σημειώθηκαν σημαντικές αλλαγές σε ό,τι αφορά τη στελέχωση, τη διάθρωση και την οργάνωση της εταιρίας (<http://www.saos.gr>).

Το 2009 χαρακτηρίζεται ως έτος συρρίκνωσης της δραστηριότητας της εταιρίας, ως απόρροια της γνωστής «υπόθεσης Παυλίδη» σύμφωνα με την οποία ο κος Παυλίδης κατηγορήθηκε για δωροδοκία από τον εφοπλιστή κ. Μανούση. Έτσι, η πλειοψηφία των πλοίων που ανήκαν στις έως τότε θυγατρικές εταιρίες του ομίλου ΣΑΟΣ περιήλθαν σε καθεστώς ακινησίας (<http://www.imerisia.gr>).

Ήδη από το 2007, η εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών ακτοπλοϊκή εταιρία ΣΑΟΣ ζήτησε την υπαγωγή της στο άρθρο 99 του νέου πτωχευτικού νόμου (3588/2007). Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Ημερησία», η

εταιρία βρισκόταν ουσιαστικά ένα βήμα πριν από την πτώχευση και ως προς αυτό το τελευταίο διάστημα είχαν πληθύνει οι ενδείξεις στην αγορά. Οι επενδύσεις σε αγορές πλοίων και το μεγάλο κόστος μετασκευών τους για την προσαρμογή των πλοίων στις προδιαγραφές της Ευρωπαϊκής Ένωσης SOLAS Ευρωπαϊκής Ένωσης απορρόφησαν σημαντικά κονδύλια. Επιπλέον, η μεγάλη αύξηση των τιμών του πετρελαίου στο τελευταίο 9μηνο του 2008 σε συνδυασμό με την απαίτηση των προμηθευτών για την προπληρωμή τοις μετρητοίς των καυσίμων για τα πλοία, ανέτρεψε τους προγραμματισμούς των ταμειακών ροών της εταιρίας.

Σημειώνεται, επίσης, ότι η αναγκαστική ακινησία του Ε/Γ-Ο/Γ Μακεδονία (λόγω της «υπόθεσης Παυλίδη») στο οποίο δαπανήθηκαν για την αγορά και μετασκευή ποσά άνω των δεκαπέντε εκατομμυρίων ευρώ, στέρησε από σημαντικά έσοδα την εταιρία επιδεινώνοντας τη λειτουργική της αποτελεσματικότητα (<http://aktofylakas.blogspot.gr>).

Με μια πρώτη ματιά στον πίνακα 6, παρατηρούμε ότι στη «ΣΑΟΣ» μειώνεται διαρκώς το Z – Score και μάλιστα κυμαίνεται σε τιμές χαμηλότερες της Grey area σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Μάλιστα, το 2010 το Z – Score μειώνεται ραγδαία και είναι αρνητικό. Συγκεκριμένα, το 2010 η εταιρία είχε Z – Score -2,65 που δείχνει ότι η πρόβλεψη για το τρέχον έτος είναι ότι θα πτωχεύσει.

Πίνακας 6: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «ΣΑΟΣ»

ΣΑΟΣ	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	0,83	0,81	0,02	-2,65

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι ο παράγοντας που επηρέασε αρχικά τη ραγδαία μείωση της Z – Score του Altman είναι το κεφάλαιο κίνησης. Συγκεκριμένα, το 2008, επιδεινώθηκαν οι δείκτες ταμειακής ρευστότητας της εταιρίας και των θυγατρικών της εταιριών.

Επιπλέον, παρατηρούμε ότι το ίδιο έτος, τα κέρδη (ζημιές) είναι αρνητικά, καθώς και τα ίδια προς ξένα κεφάλαια μειώνονται συνεχώς (βλέπε Παράρτημα).

Φαίνεται πως η διεθνής χρηματοπιστωτική κρίση που ξέσπασε το τελευταίο δίμηνο του 2009 δυσκόλεψε τις προσπάθειες πώλησης περιουσιακού στοιχείου της εταιρείας ή χρηματοδότησης από το τραπεζικό σύστημα. Ταυτόχρονα, η καθυστέρηση είσπραξης από το δημόσιο των μισθωμάτων από την εκτέλεση δρομολογίων Δημόσιας Υπηρεσίας των πλοίων σε συνδυασμό με τις υποχρεώσεις πληρωμής μετρητοίς προμηθειών καυσίμων - λιπαντικών, μισθοδοσιών πληρωμάτων κ.λπ., επιδείνωσε τις προσπάθειες εξυγίανσης (<http://aktofylakas.blogspot.gr>).

Τελικά, βλέπουμε ότι το μοντέλο του Altman εφαρμόστηκε επιτυχώς για το 2010 για την ΣΑΟΣ. Μετά από αίτησή της και με απόφαση του πολυμελούς πρωτοδικείου της Αλεξανδρούπολης, στις 18 Αυγούστου του 2010, η ακτοπλοϊκή εταιρεία ΣΑΟΣ εισήλθε σε διαδικασία πτώχευσης. Η ΣΑΟΣ εντάχθηκε στις προβλέψεις του άρθρου 99 του πτωχευτικού νόμου (N 3588), το οποίο προέβλεπε ότι κάθε φυσικό ή νομικό πρόσωπο που αποδεικνυε ότι έχει οικονομικές αδυναμίες, χωρίς όμως να βρίσκεται σε κατάσταση παύσης πληρωμών, έχει τη δυνατότητα να ζητήσει από το πτωχευτικό δικαστήριο το άνοιγμα της διαδικασίας της συνδιαλλαγής (<http://tvxs.gr/news/>).

6.8. ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.

Η εταιρία ΙΠΠΟΤΟΥΡ ιδρύθηκε το 1923. Η εταιρία, από την ίδρυση της, ασχολήθηκε με την αναπαραγωγή και εκμετάλλευση δρομώνων ίππων, ενώ τα τελευταία χρόνια της ζωής της εισήλθε στον κλάδο παραγωγής μανιταριών και στο εμπόριο τροφίμων. Από το 1969 έφερε την επωνυμία: «ΑΝΩΝΥΜΟΣ ΕΤΑΙΡΙΑ ΙΠΠΟΠΑΡΑΓΩΓΗΣ ΤΟΥΡΙΣΤΙΚΩΝ, ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ, ΝΑΥΤΙΛΙΑΚΩΝ, ΓΕΩΡΓΟΚΤΗΝΟΤΡΟΦΙΚΩΝ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΩΝ ΚΑΙ ΑΝΤΙΠΡΟΣΩΠΕΙΩΝ» και το διακριτικό τίτλο «ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε.». Η έδρα της εταιρίας βρισκόταν στην Αθήνα (Καλλιρόης 103, 176 71) (<http://www.hcmc.gr>).

Η ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε. διέθετε βιομηχανικές εγκαταστάσεις στη Λαζαρίνα Καρδίτσας. Το 2005 πραγματοποιήθηκε συγχώνευση της ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε. με τη θυγατρική εταιρία «ΜΠΟΝΟ ΙΝΤΕΡΝΑΣΙΟΝΑΛ ΑΕΒΕ» (<http://www.hcmc.gr>).

Η ΙΠΠΟΤΟΥΡ ήταν Ανώνυμη Εταιρία εισηγμένη στο Χρηματιστήριο Αθηνών, στον κλάδο Τρόφιμα & Ποτά και υποκλάδο Γεωργία & Αλιεία. Η εταιρία ασκούσε παραγωγική και εμπορική δραστηριότητα στους κλάδους παραγωγής και εκμετάλλευσης δρομώνων ίππων, παραγωγής και μεταποίησης μανιταριών, εμπόριο τροφίμων και ποτών, δραστηριότητες στάβλων ιπποδρομιών. Οι μετοχές της εταιρίας εισήχθησαν στο Χρηματιστήριο Αθηνών στις 01.08.1939 (<http://www.hcmc.gr>).

Ωστόσο, το σύνολο των μετοχών της εταιρίας ήταν άυλο, κοινό, ανώνυμο και διαπραγματευόταν στην κατηγορία «Υπό Επιτήρηση» του Χρηματιστηρίου Αθηνών από την 03.04.2006 σε συνέχεια σχετικής απόφασης του Διοικητικού Συμβουλίου.

Με μια πρώτη ματιά στον πίνακα 6, παρατηρούμε ότι στην «ΙΠΠΟΤΟΥΡ» το Z - Score είναι αρνητικό σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, στα έτη 2007 έως 2008 φαίνεται το Z - Score να μειώνεται αλλά η τιμή του συνεχίζει να παραμένει αρνητική. Το 2009 το Z - Score αυξάνεται με αρνητικό

πρόσημο φθάνοντας την τιμή -2,75. Το 2010 το Z - Score μειώνεται ελάχιστα συνεχίζοντας να έχει αρνητικό πρόσημο.

Πίνακας 6: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «ΙΠΠΟΤΟΥΡ»

ΙΠΠΟΤΟΥΡ	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	-2,34	-2,16	-2,75	-2,46

Σύμφωνα με τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) οι αρνητικές τιμές της Z – Score του Altman οφείλονται το κεφάλαιο κίνησης, το οποίο λαμβάνει αρνητικές τιμές σε όλα τα έτη. Ειδικότερα, τα ίδια κεφάλαια βρίσκονται σε επίπεδο μικρότερο του 50% του μετοχικού κεφαλαίου. Επίσης, αρνητικά είναι τα κέρδη προ φόρων, χρηματοδοτικών, επενδυτικών αποτελεσμάτων και αποσβέσεων σε μητρικό επίπεδο. Επιπλέον, οι λοιπές βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις από 16.362.786,81 ευρώ που ήταν το 2007 αυξανόταν συνεχώς σε όλη την εξεταζόμενη περίοδο φθάνοντας τα 31.265.064,39 ευρώ το 2010 (βλέπε Παράρτημα).

Η εταιρία προκειμένου να άρει τους λόγους για τους οποίους τελούσε υπό επιτήρηση προέβη άμεσα σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου ύψους 10.739.257 ευρώ υλοποιώντας την από την 11/01/2010 απόφαση της Έκτακτης Γενικής Συνέλευσης των μετόχων της, καθώς και σε έκδοση ομολογιακού δανείου ύψους 4.000.000 ευρώ (<http://www.kerdos.gr>).

Παρόλα αυτά, το 2011 η εταιρία παρουσίασε ζημίες 779.000 ευρώ στα καθαρά αποτελέσματα μετά από φόρους της, έναντι 591.000 ευρώ, σύμφωνα με τα δημοσιευμένα οικονομικά αποτελέσματα της τριμηνιαίας περιόδου και βάσει των Διεθνών Προτύπων Χρηματοοικονομικής Αναφοράς. Επισημαίνεται ότι, στο α' τρίμηνο του 2011, ο τομέας μανιταριών και εμπορίας τροφίμων αποτελεί το 95,2% του κύκλου εργασιών (1,86 εκατ. ευρώ έναντι 1,12 εκατ. ευρώ ή αύξηση κατά 66,5%), ενώ η δραστηριότητα των δρομώνων ίππων αποτελεί μόλις το

4,8% (92 χιλ. ευρώ έναντι 134 χιλ. ευρώ ή μείωση κατά 31,2%) (<http://www.naftemporiki.gr>).

Σύμφωνα με το «xrimaonline.gr», όλα τα παραπάνω αποδίδονται αφενός μεν στο κόστος προώθησης και δημιουργίας του εμπορικού δικτύου της δραστηριότητας τροφίμων αφετέρου δε στα έξοδα, που επιβάρυναν τη δραστηριότητα των δρομώνων ίππων, καθώς και στα έξοδα αναδιάρθρωσης και ανανέωσης της εταιρίας. Παράλληλα, η ΙΠΠΟΤΟΥΡ Α.Ε. δεν είχε συνάψει σύμβαση κάποια σύμβαση ειδικής διαπραγμάτευσης της μετοχής της και γι' αυτό δεν υπήρξε σταθεροποίηση της τιμής της.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

6.9. MICROLAND COMPUTERS

Η εταιρία ιδρύθηκε τον Ιούνιο του 1992 από τους Νικόλαο Χαλατζή προερχόμενο από μέλος της εταιρίας Ν.ΧΑΛΑΤΣΗΣ & ΣΙΑ Ε.Ε. που ιδρύθηκε τον Φεβρουάριο του 1985 με διακριτικό τίτλο MICROLAND COMPUTERS και είχε σαν σκοπό το εμπόριο Η/Υ-Προγραμμάτων-SERVICE και τον Γεώργιο Δεδούση με την επωνυμία Ν.ΧΑΛΑΤΣΗΣ-Γ.ΔΕΔΟΥΣΗΣ Ο.Ε. και διακριτικό τίτλο MICROLAND COMPUTERS τον οποίο διατήρησε μέχρι το τέλος της ζωής της όπως επίσης και την επωνυμία της καθώς και την μορφή της (<http://www.microland.com.gr>).

Η MICROLAND COMPUTERS δραστηριοποιήθηκε στην εμπορία Η/Υ, περιφερειακών συστημάτων, ασύρματων και ενσύρματων συστημάτων τηλεπικοινωνιών, αναλωσίμων υλικών δικτύου, προγραμμάτων μηχανογράφησης επιχειρήσεων, after sales υποστήριξη των πελατών καθώς και διαχείριση συστημάτων στο πεδίο της εφαρμοσμένης πληροφορικής και του ηλεκτρονικού επιχειρείν. Η εταιρία απευθυνόταν σε ιδιώτες και επιχειρήσεις ατομικές έως μεγάλες, τράπεζες, Δήμους, σχολεία, Δημόσιες υπηρεσίες, Νομαρχίες κλπ. στο αγοραστικό κοινό της Λαμίας και γενικότερα των νομών Φθιώτιδας και Ευρυτανίας. Οι κύριοι προμηθευτές της επιχείρησης ήταν οι ALTEC, INFO-QUEST, ENET LOGICOM, ΟΚΤΑΒΙΤ, ΜΑΚΕΔΟΝΙΚΑ ΠΕΡΙΦΕΡΕΙΑΚΑ, κ.α. (<http://www.microland.com.gr>).

Από το 1998 η MICROLAND ABEE ανήκε με ποσοστό 48,08% στον όμιλο ALTEC TELECOMS. Ωστόσο, το 2008, η ALTEC κατέθεσε αίτηση στο αρμόδιο Δικαστήριο για κήρυξη πτώχευσης, λόγω επαπειλούμενης οικονομικής αδυναμίας κατ' άρθρ. 3 παρ. 2 του Πτωχευτικού Κώδικα (<http://www.naftemporiki.gr>).

Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Ναυτεμπορική», τα προβλήματα που δημιουργήθηκαν στην ALTEC αναπόφευκτα επηρέασαν δυσμενώς και την ρευστότητα της MICROLAND AEBE. Έτσι, δημιουργήθηκε

σοβαρό πρόβλημα ρευστότητας στην επιχείρηση και άρχισαν να παρατηρούνται καθυστερήσεις στην εκπλήρωση των υποχρεώσεων της κυρίως προς τους προμηθευτές της και τις Τράπεζες. Με δεδομένη την κατάσταση αυτή η εταιρία υπέβαλε και αυτή στις 15 Ιανουαρίου του 2009 αίτηση στο Πολυμελές Πρωτοδικείο Αθηνών περί ανοίγματος διαδικασίας συνδιαλλαγής, σύμφωνα με το άρθρο 99 του ν. 3588/2007, για την επίτευξη συμφωνίας μεταξύ της εταιρίας και των πιστωτών της με σκοπό την αντιμετώπιση της πρόσκαιρης οικονομικής αδυναμίας της, την ομαλή συνέχιση της λειτουργίας της, τη διατήρηση των θέσεων εργασίας και τη λήψη προληπτικών μέτρων έναντι των πιστωτών της εταιρίας, ώστε να καταστεί δυνατή η συνέχιση της λειτουργίας της όσο διαρκεί η διαδικασία συνδιαλλαγής, πράγμα το οποίο και επιτεύχθηκε.

Όλα τα παραπάνω αποτυπώνονται στον παρακάτω πίνακα στον οποίο φαίνεται ξεκάθαρα η επίδραση της πτώχευσης της ALTEC πάνω στη MICROLAND. Αναλυτικότερα, το 2007 η εταιρία βρίσκεται μεν στη Grey area με τιμή 2,50, ωστόσο, αυτή είναι κοντά στο όριο 2,90. Δηλαδή, υφίσταται αδυναμία ασφαλούς ταξινόμησης, χωρίς, όμως, να μπορεί να πει κανείς ότι δε θα μπορέσει να το ξεπεράσει. Το 2008 και μετά την πτώχευση της ALTEC τα πράγματα αλλάζουν ριζικά για τη MICROLAND. Το Z – Score αυξάνεται ραγδαία αλλά με πρόσημο αρνητικό φθάνοντας το 2009 στο -29,86.

Πίνακας 1: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «MICROLAND COMPUTERS»

MICROLAND	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	2,50	-7,29	-29,46	-22,86

Στις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ότι το κεφάλαιο κίνησης είναι ο παράγοντας που επηρέασε τη ραγδαία μείωση της Z – Score του Altman, το οποίο λαμβάνει αρνητικές τιμές σε όλα τα έτη, εκτός του 2007. Επιπλέον, από το 2008 και έπειτα, τα κέρδη (ζημιές) προ τόκων και φόρων

είναι αρνητικά.

Συνοψίζοντας, θα λέγαμε ότι η πτώση της ALTEC σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση του 2010 στην Ελλάδα οδήγησαν τη MICROLAND να καταρρεύσει μέσα σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

6.10. «Φίλκεραμ-Johnson»

Η «Φίλκεραμ-Johnson A.E.» ιδρύθηκε το 1962 από την οικογένεια Φιλίππου και το Χ. Κωνσταντόπουλο, ενώ ξεκίνησε πρώτη στην Ελλάδα την παραγωγή κεραμικών πλακιδίων με 18 άτομα και παραγωγή 80.000 τ.μ. το χρόνο. Στο απόγειο της δραστηριότητάς της έφτασε να απασχολεί 400 άτομα για την παραγωγή 4.500.000 τ.μ. ετησίως, ενώ το 30% της παραγωγής κατευθυνόταν σε 29 χώρες, ήτοι βρισκόταν μεταξύ των μεγαλύτερων βιομηχανιών παραγωγής κεραμικών πλακιδίων στην Ευρώπη (<http://www.energia.gr>).

Δίπλα στη μητρική εταιρία προστέθηκε από το 1982 η θυγατρική «Βιομηχανική Μεταλλευτική A.E.», που παρήγαγε και διέθετε υλικά δόμησης. Το 1994 στον όμιλο προστέθηκε και η εξειδικευμένη εταιρία «Ιππόκαμπος A.E.» που αποτέλεσε το πρώτο ελληνικό εργοστάσιο παραγωγής ειδικών κεραμικών τεμαχίων πισίνας, κατέχοντας μερίδιο 45% στην ελληνική αγορά. Μάλιστα, μέσα στο 2002, η «Ιππόκαμπος» είχε ολοκληρώσει επενδυτικό πρόγραμμα που αφορούσε στη διεύρυνση της δραστηριότητάς της και την αναβάθμιση του μηχανολογικού της εξοπλισμού. Η «Φίλκεραμ» ήταν πιστοποιημένη κατά ISO 9001 και η γκάμα της έφτασε τα 1.200 και πλέον προϊόντα για κάθε βιομηχανική και επαγγελματική εφαρμογή (<http://www.energia.gr>).

Το 2007 πραγματοποίησε τζίρο 55 εκατ. ευρώ και τον Οκτώβριο του 2008 εγκαινίασε ένα νέο σύγχρονο εργοστάσιο και ξεκίνησε το κλείσιμο παλαιότερων μονάδων με παράλληλη μείωση των εργαζόμενων. Το φαινόμενο αυτό συνεχίστηκε όλο το 2009 με περισσότερες από 140 αποχωρήσεις προσωπικού. Ταυτόχρονα, άρχισαν να δίνονται διαθεσιμότητες στο υπόλοιπο προσωπικό και το 2010 η διοίκηση της εταιρίας εξάντλησε το περιθώριο τρίμηνης διαθεσιμότητας για όλους τους απασχολούμενους. Η «ανάσα» που περίμεναν οι επικεφαλής της εταιρίας, ο πρόεδρος και διευθύνων σύμβουλος, Γιώργος Φιλίππου, αλλά και ο γενικός διευθυντής του βρετανικού ομίλου Norcros, Nick Kelsall από το Μάρτιο του 2010 δεν ήρθε ποτέ. Οι συνεχείς επαφές με τα πιστωτικά ιδρύματα δεν είχαν ουσιαστικά αποτελέσματα, την ίδια ώρα που η οικονομική κρίση οδηγούσε σε

μεγαλύτερο «μαρασμό» την βιομηχανία (<http://www.energia.gr>).

Η παραγωγή κεραμικών πλακιδίων, τα τελευταία τρία περίπου της ζωής της εταιρίας, είχε συρρικνωθεί σημαντικά, παρά το γεγονός ότι το 2008 η Φιλκεράμ- Johnson είχε επενδύσει περίπου 6 εκατ. ευρώ για μια νέα, σύγχρονη μονάδα. Με μια πρώτη ματιά στον πίνακα 1, βλέπουμε ότι το 2007 στη Φιλκεράμ το Z - Score βρίσκεται στο 0,96, το οποίο δεν ικανοποιεί τη Grey area. Από τα έτη 2008 έως 2010 το Z – Score αυξάνεται ραγδαία αλλά με πρόσημο αρνητικό.

Πίνακας 1: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «Φίλκεραμ-Johnson A.Ε.»

Φίλκεραμ	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	0,96	-0,45	-1,58	-4,25

Παρατηρώντας τον παραπάνω πίνακα, διαπιστώνουμε ότι, για την τελευταία τριετία, η Φιλκεράμ ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης, με πολύ μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας εντός του τρέχοντος έτους. Αυτό φαίνεται από το γεγονός ότι τα αντίστοιχα Z – Score λαμβάνουν όχι μόνο τιμές μικρότερες της κριτικής 1,10, αλλά αυτές έχουν και αρνητικό πρόσημο. Ωστόσο, οι βραχυπρόθεσμες δανειακές υποχρεώσεις της επιχείρησης αυξήθηκαν από 18.954.444,44 ευρώ το 2007 σε 24.114.388,97 ευρώ το 2008 (βλέπε Παράρτημα).

Από τις οικονομικές καταστάσεις της εταιρίας (βλέπε Παράρτημα) φαίνεται ξεκάθαρα ότι ο παράγοντας που επηρέασε τη ραγδαία αύξηση με αρνητικό, ωστόσο, πρόσημο της Z – Score του Altman είναι το κεφάλαιο κίνησης, το οποίο λαμβάνει αρνητικές τιμές σε όλα τα έτη, εκτός του 2007. Ένας δεύτερος παράγοντας είναι τα κέρδη (ζημιές) προ τόκων και φόρων, τα οποία από το 2008 και έπειτα είναι αρνητικά (βλέπε Παράρτημα).

Τελικά, βλέπουμε ότι το μοντέλο του Altman εφαρμόστηκε επιτυχώς για το 2010 για την Φιλκεράμ καθώς, αρχές του 2012, η εταιρία πτώχευσε. Από το

πρώτο τρίμηνο του 2011 η παραγωγική μονάδα «νέκρωσε», τέθηκε εκ νέου σε τρίμηνη διαθεσιμότητα το προσωπικό και τον Απρίλιο του 2011 η διοίκηση έστειλε εξώδικο στο σωματείο των εργαζόμενων, ζητώντας διαβούλευση για ομαδικές απολύσεις, επισημαίνοντας σε τριμερή συνάντηση στο υπουργείο Εργασίας ότι η εταιρεία δεν μπορεί να ξαναλειτουργήσει. Οι 220 εναπομείναντες εργαζόμενοι από ένα σημείο και έπειτα έμειναν εντελώς απλήρωτοι, ενώ όσο ήταν σε διαθεσιμότητα λάμβαναν τις μισές από τις κανονικές αποδοχές (<http://www.rthess.gr>). Έτσι, αρχές του 2012 η εταιρία έκλεισε οριστικά και κατέθεσε αίτηση για υπαγωγή στο άρθρο 99. Το μόνο πάγιο της επιχείρησης, που εκτιμάται ότι επενδυτικά παρουσίαζε ενδιαφέρον, ήταν το ακίνητο του εργοστασίου, το οποίο βρίσκεται σε εξαιρετικά προνομιακή θέση στην ανατολική Θεσσαλονίκη, πλησίον σημαντικών εμπορικών εγκαταστάσεων (<http://www.energia.gr>).

6.11. ΕΙΚΟΝΑ ΚΑΙ ΗΧΟΣ

Η «Εικόνα και Ήχος» ξεκίνησε τις δραστηριότητες της το 1998 στον χώρο του επαγγελματικού ήχου, φωτισμού και εικόνας, σαν το μοναδικό κέντρο επαγγελματικού service στην Ελλάδα (<http://www.imerisia.gr>).

Ηγετικές εταιρίες του χώρου εμπιστεύτηκαν την «Εικόνα και Ήχος» σαν αποκλειστικό αντιπρόσωπο του service τους από τις πρώτες μέρες της λειτουργίας της. Σύμφωνα με δημοσίευμα της εφημερίδας «Ημερησία», η υψηλή ποιότητα των υπηρεσιών που η εταιρία προσέφερε στην Ελληνική αγορά ήταν ο λόγος που μέσα στα πρώτα χρόνια της λειτουργίας της βρέθηκε να εκπροσωπεί τις πιο σημαντικές εταιρίες του χώρου στην Ελλάδα. Επίσης, η τεχνογνωσία αλλά και η εμπειρία της «Εικόνα και Ήχος» σε θέματα τεχνικής υποστήριξης του χώρου την βοήθησε να ασχοληθεί με επιτυχία στις εγκαταστάσεις επαγγελματικών συστημάτων ήχου, φωτισμού και εικόνας.

Το 2002, μετά από 4 χρόνια επιτυχούς πορείας, η «Εικόνα και Ήχος» μετακόμισε σε μεγαλύτερα γραφεία στο κέντρο της Αθήνας. Αργότερα η εταιρία επέκτεινε σημαντικά τις δραστηριότητες της κυρίως μέσω της εμπορικής εκπροσώπησης εκ των μεγαλύτερων εταιριών ήχου εικόνας και φωτισμού αλλά και της τεχνικής υποστήριξη τους (<http://www.imerisia.gr>).

Η «Εικόνα και Ήχος» αντιπροσώπευε έναν μεγάλο αριθμό εταιριών από τον χώρο του ήχου εικόνας και φωτισμού. Μερικές από αυτές ήταν οι: ALPHATON, ARX , AUDAC, AUSTRONET, AV LIGHTS, CAYMON , CMCO - Columbus McKinnon Corporation, COOLUX, DPA Microphones, Explorer Cases, LE MARK GROUP, Logic System, LT-LIGHTS, LTH Gmbh, MD Accessories, NAGRA, NEWTECK, PROCAB, ROPE ASSEMBLIES, SQN Electronics , SWEFOG, SWITCHCRAFT, TASKER, ULTRASONE, και WAHLEBERG (<http://www.imerisia.gr>).

Η εταιρία είχε ενσωματωθεί από το 2004 στην ΚΟΤΣΙΦΑΣ & ΣΙΑ Ε.Ε.

αλλάζοντας ταυτόχρονα και το εμπορικό της σήμα σε Expert. Ο σταθερός αλλά και συνεχής ρυθμός αύξησης του κύκλου εργασιών συμπεριέλαβε την «Εικόνα και Ήχος» ανάμεσα στις πιο υγιείς αναπτυσσόμενες εταιρίες στην Ελλάδα. Όλα αυτά συνεχίστηκαν για έναν ακόμη χρόνο. Ωστόσο, από το 2005 οι πωλήσεις της εταιρίας άρχισαν να μειώνονται. Την ίδια κιόλας χρονιά η «Εικόνα και Ήχος» τέθηκε υπό καθεστώς επιτήρησης. Η ίδια η εταιρία ανέφερε με επιστολή της στο Χρηματιστήριο Αθηνών ότι η μείωση των πωλήσεων οφείλεται μεταξύ άλλων στον έντονο ανταγωνισμό μεταξύ των επιχειρήσεων λιανικής πώλησης ηλεκτρικών ειδών στην προσπάθεια για κατάκτηση μεριδίων αγοράς, αλλά και στη γενικότερη πτώση της κατανάλωσης στην ευρύτερη περιοχή της Βόρειας Ελλάδας και ειδικότερα στη Θεσσαλονίκη, όπου υπάρχουν και τα περισσότερα καταστήματα της εταιρίας. Προκλήθηκε αναπόφευκτη, έστω και σε μικρό βαθμό, σύγχυση στους πελάτες λόγω της αλλαγής του εμπορικού σήματος (<http://www.kathimerini.gr>).

Σύμφωνα με δημοσίευμα της «Καθημερινής», τα προβλήματα ρευστότητας που είχαν προκύψει από τον υπερδανεισμό και η αστοχία επιχειρηματικών κινήσεων που συμπίζε τα περιθώρια ανάπτυξης, ήταν τα δύο βασικά χαρακτηριστικά της εισηγμένης πλέον σε καθεστώς επιτήρησης εταιρίας και οι μετοχές της διαπραγματεύονταν με τη μέθοδο του call auction (δημοπρασίες). Οι περισσότερες από τις μετοχές ανήκαν στη χαμηλή κεφαλαιοποίηση, ενώ και η εμπορευσιμότητα του τίτλων παρέμεινε σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Αξίζει να σημειωθεί ότι για να εξέλθει μια μετοχή από το καθεστώς της επιτήρησης όπου στην ουσία διαπραγματεύεται ανά δεύτερο ημίωρο, θα έπρεπε να εμφανίσει θετική μεταβολή των οικονομικών της αποτελεσμάτων, αλλά και αντιστροφή της εικόνας της ως επιχείρηση.

Παρατηρώντας τον πίνακα 10, διακρίνουμε ότι στην «Εικόνα και Ήχος» μειώνεται διαρκώς το Z - Score σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο. Συγκεκριμένα, το έτος 2007 η εταιρία βρίσκεται στη Grey area και υφίσταται αδυναμία ασφαλούς ταξινόμησης. Πέρα από αυτά τα έτη, η κριτική τιμή 2,90 δεν ικανοποιείται σε κανένα από τα έτη προκειμένου να χαρακτηρίζεται ως πολύ

καλή επιχείρηση. Μάλιστα από το 2009 και μετά το Z – Score έχει αρνητικό πρόσημο.

Πίνακας 10: Αποτελέσματα z-score για την εταιρία «Εικόνα και Ήχος»

Εικόνα και Ήχος	2007	2008	2009	2010
Z-SCORE	1,15	0,37	-0,28	-1,55

Από τον παραπάνω πίνακα βλέπουμε, επίσης, για την εξεταζόμενη περίοδο, η «Εικόνα και Ήχος» ήταν μία επιχείρηση ιδιαίτερα υψηλού κινδύνου πτώχευσης, με πολύ μεγάλη πιθανότητα αποτυχίας εντός του τρέχοντος έτους. Η αρνητική εικόνα της Z – Score φαίνεται, επίσης και από τις βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της εταιρίας προς τους προμηθευτές. Πιο συγκεκριμένα, οι βραχυπρόθεσμες υποχρεώσεις της «Εικόνα και Ήχος» προς του προμηθευτές ανέρχονταν 126.000.308,93 ευρώ το 2007, 145.259.044,21 ευρώ το 2008, 140.572.243,66 ευρώ το 2009 και 155.465.206,45 ευρώ το 2010.

Η «Εικόνα και Ήχος» ήταν μία ακόμα επιχείρηση στην οποία το κεφάλαιο κίνησης (βλέπε Παράρτημα) αποτέλεσε τον παράγοντα που επηρέασε αρχικά τη μείωση της Z – Score του Altman. Συγκεκριμένα, η έλλειψη ρευστού, η αδυναμία ομαλής τροφοδοσίας της εταιρίας με εμπορεύματα, αλλά και η επίσχεση εργασίας εκ μέρους του απλήρωτου προσωπικού της οδήγησαν την «Εικόνα και Ήχος» στην πτώχευση.

Ένας δεύτερος παράγοντας ήταν τα κέρδη (ζημιές) προ τόκων και φόρων, τα οποία ήταν αρνητικά σε ολόκληρη την εξεταζόμενη περίοδο (βλέπε Παράρτημα). Τελικά, βλέπουμε ότι το μοντέλο του Altman εφαρμόστηκε επιτυχώς για το 2010 για την «Εικόνα και Ήχος» καθώς, η εταιρία πτώχευσε τον επόμενο κιάλας χρόνο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Τα τελευταία χρόνια πληθαίνουν οι περιπτώσεις φαινομενικά εύρωστων επιχειρήσεων οι οποίες κατέρρευσαν και τελικά πτώχευσαν. Η εταιρική πτώχευση είναι ένα ιδιαίτερα σημαντικό πρόβλημα κάθε οικονομίας καθώς αποτελεί ανασταλτικό παράγοντα της οικονομικής ανάπτυξης. Οι ολοένα και αυξανόμενες απαιτήσεις για επιβίωση των επιχειρήσεων καθώς και ο μεγαλύτερος ανταγωνισμός που επικρατεί στον επιχειρηματικό κόσμο έχουν μεταβάλει δραστικά τις συνθήκες υπό τις οποίες δραστηριοποιούνται τη σημερινή εποχή οι επιχειρήσεις.

Μέχρι σήμερα οι περισσότερες μελέτες έχουν επικεντρωθεί στην ανάπτυξη ποικίλων μοντέλων πρόβλεψης της επιχειρηματικής πτώχευσης μέσω της χρηματοοικονομικής ανάλυσης των λογιστικών καταστάσεων, η οποία είναι δυνατόν με τη χρησιμοποίηση των κατάλληλων μεθόδων, να οδηγήσει σε συμπεράσματα ως προς τη λειτουργία των χρηματοοικονομικών μονάδων, βασιζόμενες κυρίως σε χρηματοοικονομικούς δείκτες.

Η πρόγνωση της χρεοκοπίας αποτελεί ένα προσφιλέθ θέμα για τους ακαδημαϊκούς αλλά κυρίως για τον επαγγελματικό κόσμο. Πριν από πολλά χρόνια, ο Beaver (1966) αναφέρθηκε αρκετά εκτεταμένα στο θέμα, αλλά ως πρώτη σημαντική συμβολή θα έπρεπε μάλλον να χαρακτηριστεί η δουλειά που παρουσίασε ο Altman λίγο αργότερα. Ενδιαφέρον, ωστόσο, όλου του επιχειρηματικού κόσμου (χρηματοοικονομικοί αναλυτές, χρηματοπιστωτικά ιδρύματα, επενδυτικοί οργανισμοί, απλοί επενδυτές, κ.α.) έχει στραφεί όχι μόνο στην πρόβλεψη της πτώχευσης αλλά και στην εκτίμηση των πιθανών αιτίων που μπορεί να οδηγήσουν μια επιχείρηση στην πτώχευση.

Τα ανωτέρω λήφθησαν σοβαρά υπόψη στην παρούσα εργασία στην προσπάθειά μας για την πλήρη αποτύπωση της αποτελεσματικότητας της πρόβλεψης πτώχευσης των εξεταζόμενων επιχειρήσεων. Πιο συγκεκριμένα, η εργασία έθεσε ως σκοπό τη μελέτη της αποτελεσματικότητας του μοντέλου του Altman στην πτώχευση δέκα επιχειρήσεων της ελληνικής αγοράς εξετάζοντας τις τιμές Z – Score το χρονικό 2007 – 2010. Με την ανάλυση και αξιολόγηση που

προσέφερε ο παραπάνω στόχος, προσπαθήσαμε, επιπλέον, να αξιολογήσουμε τους παράγοντες και το γενικό πλαίσιο μέσα στο οποίο οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις εν τέλη πτώχευσαν.

Συνοψίζοντας τα ερευνητικά μας ευρήματα, γίνεται σαφές ότι τα χρηματοοικονομικά δεδομένα των υπό μελέτη επιχειρήσεων, στις περισσότερες περιπτώσεις, δεν χαρακτηρίζονταν από σημαντικές αποκλίσεις με βάση την πιθανότητα πτώχευσης. Γενικά, η συμπεριφορά των πτωχευμένων επιχειρήσεων επιβεβαιώνεται και από τα αντίστοιχα Altman' s Z – Score.

Η αυξανόμενη επιχειρηματική ανταγωνιστικότητα καθώς και οι συνεχείς μεταβαλλόμενες συνθήκες στην αγορά, σε συνδυασμό με την οικονομική κρίση, διαμόρφωσαν ένα αρκετά απαιτητικό πλαίσιο μέσα στο οποίο καλούνταν οι εξεταζόμενες επιχειρήσεις να λειτουργήσουν. Συγκεκριμένα, παρατηρείται ιδιαίτερα αυξημένος κίνδυνος ρευστότητας στο σύνολο των επιχειρήσεων, ενώ εξαρτιόνταν από τις μελλοντικές πωλήσεις προκειμένου να εξασφαλίσουν ρευστότητα. Επιπλέον, η αποτελεσματικότητα με την οποία τα ίδια και πάγια κεφάλαια και το ενεργητικό απασχολούνταν μέσα στους κόλπους των επιχειρήσεων ήταν δραματικά χαμηλή.

Επίσης, παρατηρούμε ανεπάρκεια των κεφαλαίων κίνησης, υπερδανεισμός και μηδαμινή έως ανύπαρκτη εξασφάλιση των πιστωτών τους. Τέλος, οι ζημιές προ φόρων, χρηματοδοτικών και επενδυτικών αποτελεσμάτων ήταν κοινό χαρακτηριστικό όλων των υπό εξέταση επιχειρήσεων.

Εν κατακλείδι, η παρούσα εργασία επιβεβαίωσε την αποτελεσματικότητα της χρήσης του μοντέλου πρόβλεψης πτώχευσης Z – Score του Altman. Ωστόσο, τα μοντέλα πρόβλεψης πτώχευσης δεν μπορούν να υποκαταστήσουν την ανθρώπινη κρίση, καθώς η πείρα των «ειδικών» υπερτερεί των ποσοτικών μεθόδων. Η αναποτελεσματική διοίκηση που εκδηλώνεται με λάθος σχεδιασμό και η μη αντιμετώπιση της κατάστασης μπορούν να οδηγήσουν σε χρηματοοικονομική δυσπραγία που φαίνεται από την αδυναμία της εταιρίας να ανταποκριθούν στις υπόλοιπες υποχρεώσεις της.

Κρίνεται σκόπιμο να επισημανθεί ότι όσο αποτελεσματικό μπορεί να είναι ένα μοντέλο πρόβλεψης πτώχευσης, θα πρέπει να αναδιαμορφωθεί όλη η

κουλτούρα μιας επιχείρησης καθώς και όλης της κοινωνίας και να κατανοηθεί ότι η σωστή λειτουργία μιας επιχείρησης είναι προς όφελος της κοινωνίας ολόκληρης.

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

BIBΛΙΟΓΡΑΦΙΑ

- Altman E.I. (1968), «Financial Ratios Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy», Journal of Finance, Vol. 23, No. 4, pp. 589-609.
- Altman, E. I., Haldeman G. and Narayanan P., (1977), «Zeta Analysis», Journal of Banking and Finance, June 1977, pp. 29-5
- Altman, E. I., (2010), «The Z-Metrics Methodology For Estimating Company Credit Ratings And Default Risk Probabilities», RiskMetrics Group, March 2010, pp. 18 – 21.
- Beaver, W. (1966), «Financial Ratios as Predictors of Failure, Empirical Research in Accounting», Selected Studies 1966, Journal of Accounting Research 4, pp.71-111
- Busch, K., 1985, «Mythen über den Weltmarkt II – über das schwierige Verhältnis der marxistischen Linken zum Weltmarkt, Eine Antwort auf Elmar Altvater, Prokla, Vol. 60, pp. 160-175
- Eisenbeis, R., (1977), The pitfalls in the application of discriminated analysis in business, finance and economics, The Journal of Finance 32, p.723-739
- European Commission, 2009, «Economic and Financial Affairs: Economic crisis in Europe: Causes, consequences and responses». European Economy, Brussels, pp.1-87, Tab. Graph. Bibliog.
- Hayes, S., L., Hodge, and Hughes, K., (2010), «Study of the Efficacy of Altman's Z To Predict Bankruptcy of Specialty Retail Firms Doing Business in Contemporary Times», Economics & Business Journal:

Inquiries & Perspectives, Vol. 3, N. 1, October 2010, pp 122 – 134

- Αντωνόπουλος, Β., 2002, «Εμπορικός Κώδικας», ΣΤ' Έκδοση, Εκδόσεις Σάκκουλα, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, pp. 1274 – 1276
- Βασιλείου, Δ. & Ν. Ηρειώτης, (2008), « Χρηματοοικονομική Διοίκηση: Θεωρία και Πρακτική», Εκδόσεις Rosili, Αθήνα
- Γλεζάκος, Μ., 2004, «Εισαγωγή στην ανάλυση της οικονομικής κατάστασης των επιχειρήσεων», Πανεπιστήμιο Πειραιώς
- Ζαφειρόπουλος, Η., 2005, «Η προσέγγιση των οικονομικών καταστάσεων: Κρίσιμα στοιχεία για την προετοιμασία της ανάλυσής τους», Investment Research & Analysis Journal – Ιανουάριος 2005, www.iraj.gr.
- Ζοπουνίδης, Κ., 1998, «Ανάλυση και διαχείριση χρηματοοικονομικών κινδύνων» Εκδόσεις Κλειδάριθμος, pp 255, Αθήνα.
- Ζοπουνίδης Κ., Λεμονάκης Χ., (2009), Διαχείριση Πιστωτικού Κινδύνου, Εκδόσεις Κλειδάριθμος, Αθήνα.
- ΙΝΕ-ΓΣΕΕ, 2008, «Η ελληνική οικονομία και η απασχόληση», Ετήσια Έκθεση, Αθήνα
- Κοτσίρης, Λ., 1998, «Πτωχικό Δίκαιο», Έκτη Έκδοση, εκδόσεις Σάκκουλα,, Αθήνα – Θεσσαλονίκη, pp 157 – 161
- Κούκος, Π., «Στοιχεία Οικονομίας, Οικονομικές Καταστάσεις», www.ee.teihal.gr.
- Κουφάρης, Γ., 2010, «Η παγκόσμια οικονομική κρίση και οι χρηματιστηριακές αγορές», Περιοδικό Χρήμα, Ιανουάριος-Φεβρουάριος 2010.
- Λεξικό της κοινής νεοελληνικής, 1998, Ίδρυμα Μανώλη Τρανταφυλλίδη,

Αριστοτέλειο Πανεπιστήμιο Θεσσαλονίκης

- Μπούρας & Λυκούρας, 2011, «Η οικονομική κρίση και οι επιπτώσεις της στη ψυχική υγεία», Εγκέφαλος, pp.55-61
- Παπαδόπουλος, Δ., Χ., Φουρκαλίδης & Χαραλαμπίδης, Δ., 2002, «Διερεύνηση της ισχύος των μοντέλων πρόβλεψης εταιρικής πτώχευσης στα πλαίσια του ελληνικού χρηματιστηρίου», Πανεπιστήμιο Μακεδονίας
- Παπαδόπουλος, Ι., 2006, «Γεωτεχνικά Επιστημονικά Θέματα», Τόμος 17, Σειρά II, pp. 24-41, Θεσσαλονίκη
- Στάμου, Ν., 1996 «Οικονομική των Δασικών Βιομηχανιών», Πανεπιστημιακές παραδόσεις, Υπηρεσία δημοσιευμάτων Α.Π.Θ., pp. 136, Θεσσαλονίκη
- Συριόπουλος Κ., Φίλιππας Δ. (2010), οικονομετρικά υποδείγματα και εφαρμογές με το Eviews, Εκδόσεις Αννικούλα
- Τσουλφίδη, Λ., 2010, «Από την οικονομική άνθηση στην κρίση του 1930», pp. 1-38
- Υπουργείο Οικονομικών, 2010, «Οικονομικές εξελίξεις του 2009 και προοπτικές για το 2010»
- Χαραλαμπίδης, Α., 2011, «Κριτική οικονομικών καταστάσεων και μελέτη χρεοκοπίας επιχειρήσεων κατά Altman και Beaver», Ελληνικό Ανοικτό Πανεπιστήμιο, pp 8-20, Πάτρα
- www.econ.uoi.gr/UOI
- www.ktpae.gr/pdf/A_4a_N HYPERLINK
- <http://el.wikipedia.org/wiki/Αριθμοδείκτης>
- <http://el.wikipedia.org/wiki/Πτώχευση>

- http://www.xespao.gr/2012/11/blog-post_4872.html#ixzz3EPT7KnvG
- <http://www.protothema.gr/economy/article/230456/katarreysh-istorikon-ellhnikon-epixeirhmatikon-oikogeneion/>
- www.babisvovos.gr/home.asp?pg=etairia
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26519&subid=2&pubid=112978329>
- <http://www.kathimerini.gr/211739/article/oikonomia/epixeirhseis/parathrwnt-as-tis-ypo-epithrhsh>
- [http://orchomenos-press.blogspot.gr/2013/05/blog-post_4224.html"](http://orchomenos-press.blogspot.gr/2013/05/blog-post_4224.html)
- <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=513204>
- <http://www.iefimerida.gr/node/132216#ixzz3FLZoltcT>
- <http://www.redplanet.gr/podosfairo/article673736.ece>
- <http://www.galinos.gr/web/drugs/main/companies/alapis>
- <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/article/663353/alapis-avee-aithsh-ypagoghs-sto-arthro-99.html>
- http://alapoparea.blogspot.gr/2013/04/alapis_22.html
- <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/578299>
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=12334&subid=2&pubid=27117>
- <http://www.capital.gr/news.asp?Details=1157877>
- <http://www.abnamro.com/en/about-abn-amro/history/index.html>
- <http://www.tovima.gr/finance/article/?aid=510799>

- <http://www.toxrima.gr/to-adoxo-telos-tis-fintexport/>
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=12599&subid=2&pubid=246750>
- <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/364169/fintexport-anaboli-dimosieusis-ton-apotelesmaton-eksaminou>
- <http://www.euro2day.gr/news/enterprises/122/articles/774950/Article.aspx>
- <http://www.capital.gr/news.asp?id=1786962>
- http://www.saos.gr/index.php?SCREEN=show_content&catid=1
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26519&subid=2&pubid=4309125>
- http://aktofylakas.blogspot.gr/2009/07/blog-post_14.html
- <http://tvxs.gr/news/%CE%>
- <http://www.kerdos.gr/oldarticles.aspx?artid=1840863>
- <http://www.naftemporiki.gr/finance/printStory/537946>
- http://www.xrimaonline.gr/47626/ippotour_energeies_gia_arsi_tis_epitirisis
- http://www.hcmc.gr/photos/enimerotikadeltia/files/lppotour_180311.pdf
- <http://www.microland.com.gr/index.php/2010-06-30-12-31-10.html>
- <http://www.naftemporiki.gr/finance/story/595336/microland-computers-aebe-anakoinosi-sumfona-me-tin-enotita-414>
- http://www.microland.gr/index.php?option=com_content&view=article&id=60&Itemid=74
- http://www.energia.gr/article.asp?art_id=66616

- http://www.rthess.gr/articles_det.asp?artid=41053
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26519>
- <http://www.imerisia.gr/article.asp?catid=26519>

Πανεπιστήμιο Πειραιώς

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Πανεπιστήμιο Πειραιώς